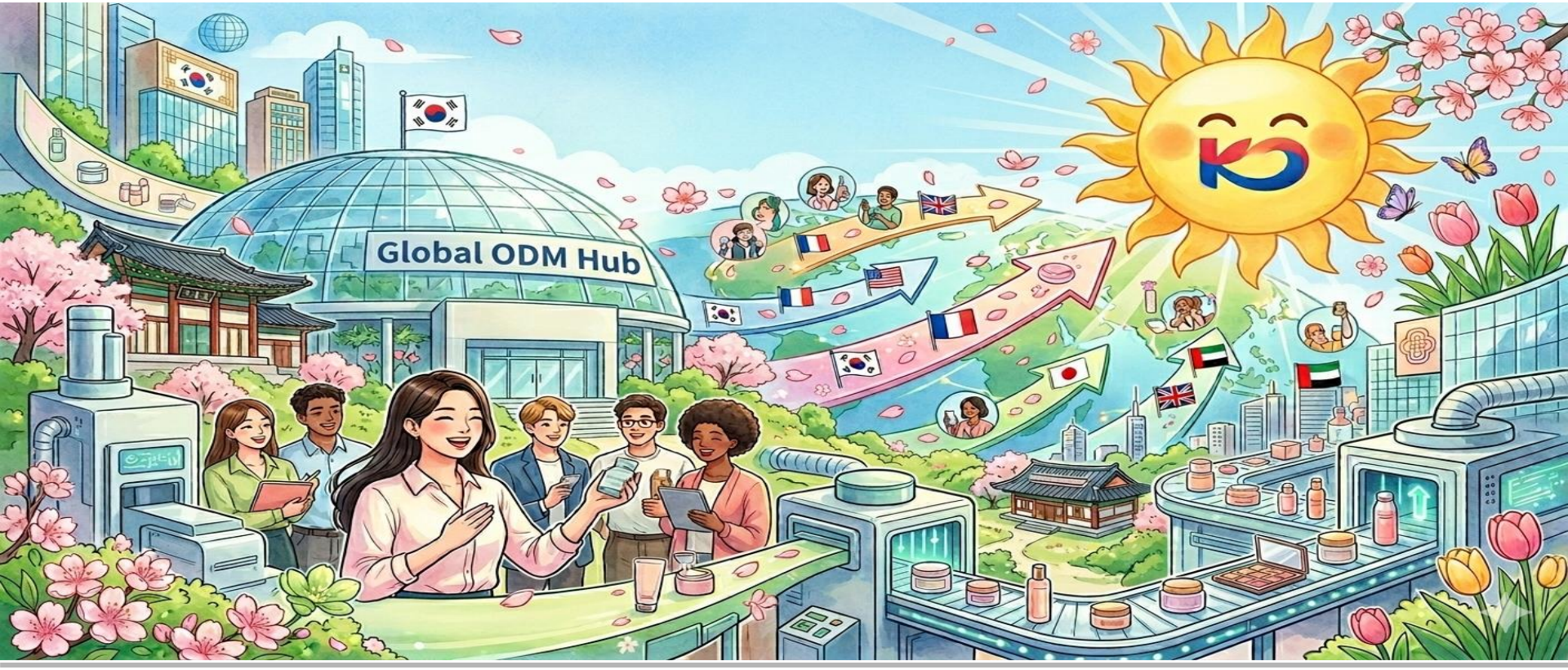


March, 2026

화장품 (Overweight)

곧 마주하게 될 ODM의 봄

화장품/제약·바이오
이지원
02) 6742-3584
leejw9205@heungkuksec.co.kr

Heungkuk Securities

Summary

- 2025년 하반기 화장품 업체들의 실적은 대체적으로 컨센서스 부합 or 소폭 하회였다. 상반기 주가 랠리 이후 시장의 높은 기대를 충족하지 못했던 것은 물론 미국향 화장품 수출 Peak-out 우려가 겹치면서 작년 하반기 화장품 섹터는 조정을 겪었다. 대형 ODM사들은 그나마 선방했지만 소형 ODM사들과 Legacy 브랜드사들의 실적은 기대치에 미치지 못하였다. 이제 화장품 섹터의 밸류에이션은 다시 낮아졌다.

- 2026년 글로벌 한류 확산과 화장품 비중국 지역 수출 증가 트렌드는 유지될 것으로 보이지만 갈수록 높아지고 있는 시장 기대치를 충족시킬 만한 실적을 내는 것이 중요하다고 판단한다. 미국 온라인에서 인기를 끌고 있는 주요 화장품 브랜드들이 이제 미국 오프라인으로 진출해야 하며 강도가 심해진 경쟁을 이겨낼 만한 새로운 전략과 스킨케어 라인업을 구비해야 한다. 2026년은 화장품 브랜드사들에게 있어서 만만치 않은 한해가 될 것이라고 생각한다.

- 반면 화장품 브랜드 경쟁 심화와 비중국 수출 증가는 여전히 ODM사들에게는 호재로 작용할 것으로 보기 때문에 2026년 ODM사들의 업황에는 크게 무리가 없을 것으로 예상한다. 하지만 매출 비중이 일부 고객군에 치중되어 있는 소형 ODM사들은 경계해야 한다. 인디 화장품의 Lifecycle은 길어야 2~3년이므로 다양한 지역과 다양한 고객군을 확보하는 것이 안정적이라고 판단한다.

- 2026년 화장품 섹터 내에서 여전히 **브랜드사들보다 ODM업체들을 더 선호**한다. ODM중에서도 **대형 ODM 코스맥스/한국콜마를 선호**하며 소형 ODM사들은 리스크 관리가 중요할 것으로 본다. **코스맥스**는 중장기 탑라인 성장률 + 상반기 화장품 수출 호조 시 최대 수혜의 이유로 화장품 섹터 내 중장기 최선호주로 제시한다. 가격 조정 시 적극 매수를 추천. **한국콜마**는 상반기 Sun 수주 증가 + 별도 법인의 높은 수익성으로 인해 차선호주로 추천한다. 화장품 ODM사들의 중장기 이익 성장 모멘텀은 여전히 견조하다.

- K-뷰티의 지속가능한 수출 성장세를 기반으로 화장품 ODM업체들에 대한 인디 뷰티 브랜드들의 의존도는 시간이 지나면 지날수록 더 높아질 것으로 예상, 결국 국내 ODM 산업의 경쟁력 제고에 크게 기여할 것으로 본다. 우리는 올해 상반기 새로운 메가히트 인디 브랜드의 출현과 국내 화장품 ODM의 견조한 수주 흐름이 또 한번의 섹터 주가 랠리를 견인할 것으로 전망한다.

Index

Part Ⅰ.	화장품 수출 최근 동향	5
	- 대미 화장품 수출 성장세 여전히 견조	
	- 이제 중국을 넘보는 대유럽 화장품 수출	
Part Ⅱ.	수출 성장의 최대 수혜자는 ODM	14
	- 신규 인디 브랜드 지속 출현 + ODM 의존도 상승	
Part Ⅲ.	투자전략 및 Valuation	20
	- ODM Overweight, Legacy 브랜드 Neutral	
Part Ⅵ.	기업분석	28
	- 코스맥스(192820.KS): 여전히 강한 이익 성장 모멘텀	
	- 한국콜마(161890.KS): 미국 공장 불확실성만 없다면	
	- 아모레퍼시픽(090430.KS): 코스알엑스 턴어라운드 시작, 조금 더 지켜봐야	
	- LG생활건강(051900.KS): 뚜렷한 이익 성장 전략 제시 필요	

분석대상 기업 요약

구분		코스맥스 (192820)	한국콜마 (161890)	아모레퍼시픽 (090430)	LG생활건강 (051900)
투자의견		BUY (유지)	BUY (유지)	HOLD (유지)	HOLD (유지)
목표주가(원)		250,000원 (상향)	88,000원 (유지)	135,000원 (상향)	240,000원 (유지)
현재주가(원)		190,000원	76,300원	151,400원	267,000원
상승여력(%)		+31.6%	+15.3%	-10.8%	-10.1%
매출액증가율(%)	2025P	10.7	11.0	9.5	(6.7)
	2026E	14.8	9.4	4.7	(0.7)
	2027E	18.7	8.9	6.3	2.9
영업이익증가율(%)	2025P	11.6	23.6	52.3	(62.8)
	2026E	24.6	14.2	22.9	47.9
	2027E	23.4	17.0	11.5	31.8
순이익증가율(%)	2025P	43.1	38.2	(58.9)	적전
	2026E	24.3	11.9	37.1	흑전
	2027E	27.4	20.0	10.8	55.9
PER(배)	2025P	17.6	14.5	38.1	-
	2026E	14.1	12.9	27.4	30.0
	2027E	11.1	10.8	24.7	18.8
PBR(배)	2025P	3.9	2.0	1.9	0.8
	2026E	3.2	1.8	1.8	0.9
	2027E	2.5	1.5	1.8	0.8
ROE(%)	2025P	23.9	14.7	4.6	(1.8)
	2026E	24.7	14.5	6.1	2.5
	2027E	25.4	15.2	6.4	3.8
배당수익률(%)	2025P	1.2	0.9	0.7	1.3
	2026E	1.2	0.9	0.7	1.3
	2027E	1.2	0.9	0.7	1.3

주: 2026년 2월 27일 종가 기준
자료: 흥국증권 리서치센터

Ⅰ. 화장품 수출 최근 동향

- 대미 화장품 수출 성장세 여전히 견조

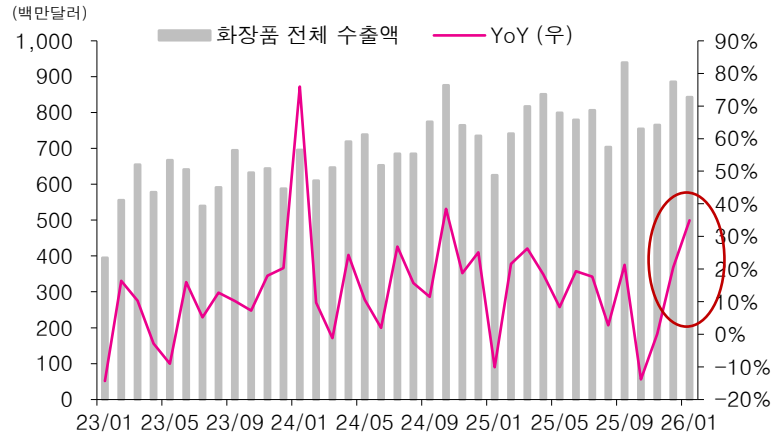
- 이제 중국을 넘보는 대유럽 화장품 수출

화장품 수출 최근 동향

미국 향 K-뷰티 화장품 수출 성장세 견고

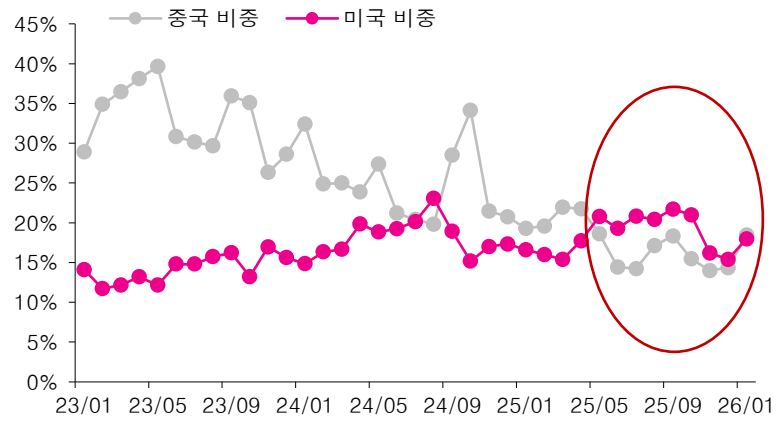
- 전체 화장품 월별 수출 성장세는 견조, Indie 브랜드 중심 성장세 지속 (26년 1월 +35% YoY 성장)
- K-뷰티는 미국 온라인 플랫폼 내 압도적 인기 유지 중 (아마존 화장품 랭킹 Top 50 대다수는 한국 Indie 제품)
- 25년 4분기 기준 전체 화장품 수출액에서 미국이 차지하는 비중: 17% vs. 중국/일본: 15%/9%

전체 화장품 월별 수출 추이



자료: KCS, 흥국증권 리서치센터

화장품 수출 중국 비중 vs. 미국 비중 추이



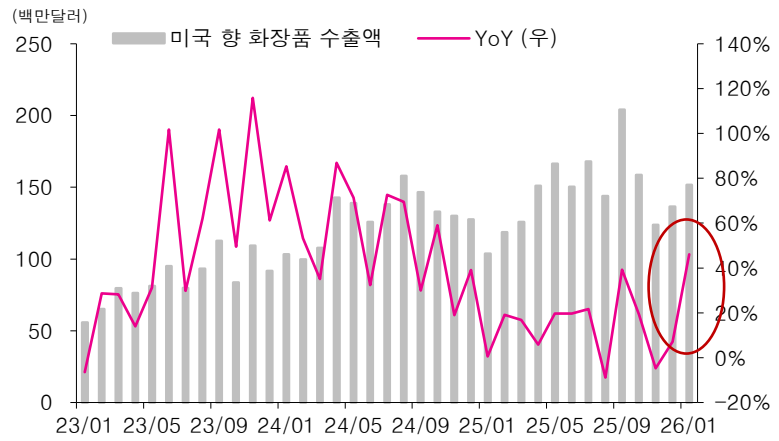
자료: KCS, 흥국증권 리서치센터

화장품 수출 최근 동향

미국 향 K-뷰티 화장품 수출 성장세 견고

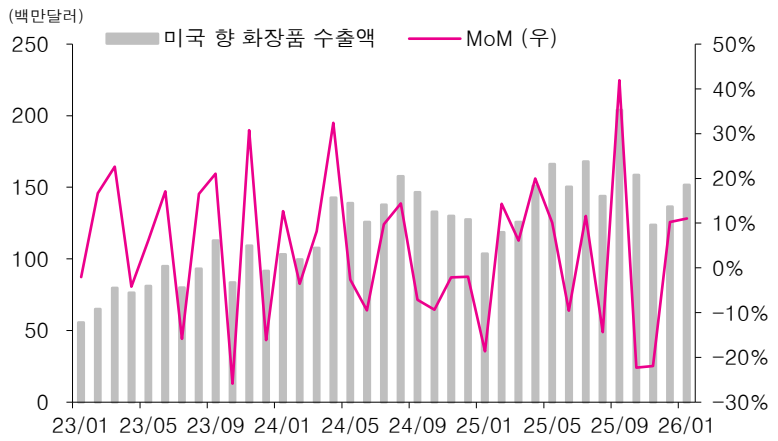
- 미국 향 화장품 수출액 성장률 여전히 견조 (4Q25 +7% YoY 성장, 26년 1월 +46% YoY 성장)
- MoM 기준 대미 화장품 수출액 성장률도 25년 12월, 26년 1월 각각 +10%, +11% 기록 (9월 이후 낙폭 벗어남)
- 26년 미국 향 Indie 브랜드 중심 K-뷰티 수출 성장세는 견조할 것으로 전망(+15% YoY 예상)

미국 향 화장품 월별 수출 YoY 추이



자료: KCS, 흥국증권 리서치센터

미국 향 화장품 월별 수출 MoM 추이



자료: KCS, 흥국증권 리서치센터

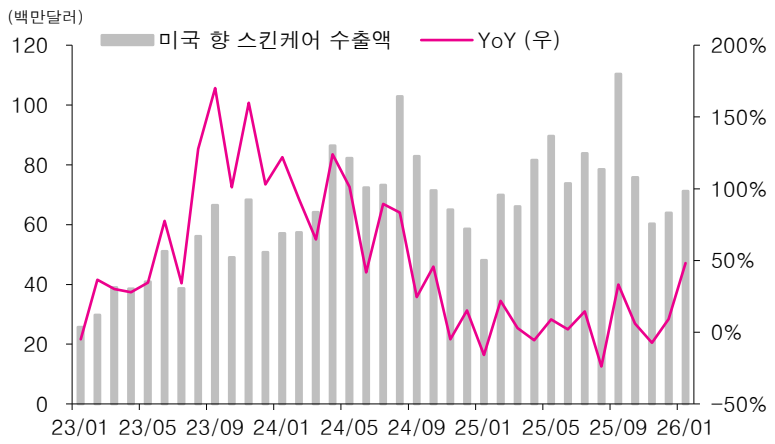
화장품 수출 최근 동향

미국에서 Hot한 K-화장품의 대부분은 스킨케어!

- 아마존 상위 랭킹 한국 화장품 브랜드들 대부분은 스킨케어 & 마스크팩
- 2025년 9월 스킨케어 수출 최고액 기록 이후 수출액 감소, 25년 12월부터 다시 성장세 전환

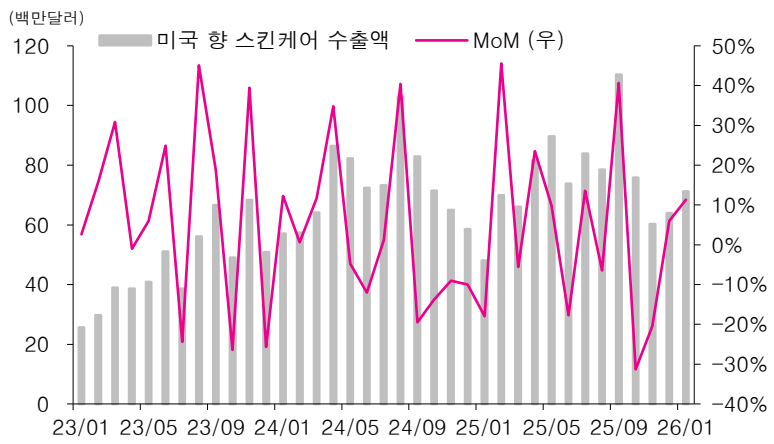
  (25년 12월/26년 1월 스킨케어 대미 수출 성장률: +9% YoY/+48% YoY)
- 미국 향 스킨케어 시장 경쟁 심화, 유사 본토 브랜드들과 아마존 경쟁 강화됨
- **Peak-out 우려를 지우기 위해 2, 3월 수출액 성장세 지속 중요!**

미국 향 스킨케어 월별 수출 YoY 추이



자료: KCS, 흥국증권 리서치센터

미국 향 스킨케어 월별 수출 MoM 추이



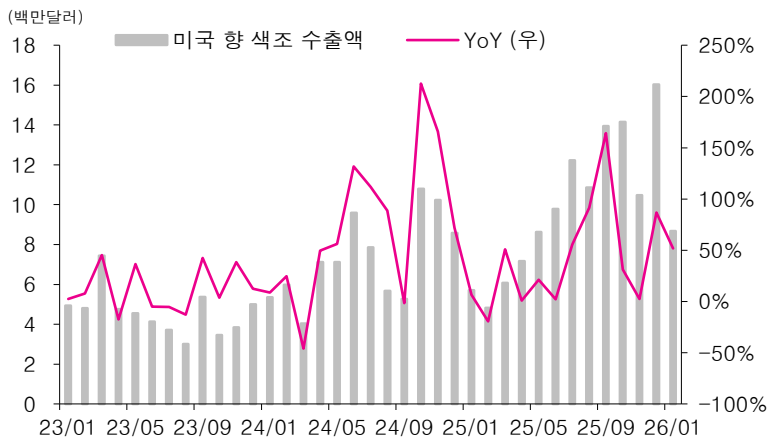
자료: KCS, 흥국증권 리서치센터

화장품 수출 최근 동향

미국에서 아직 색조는 시기상조

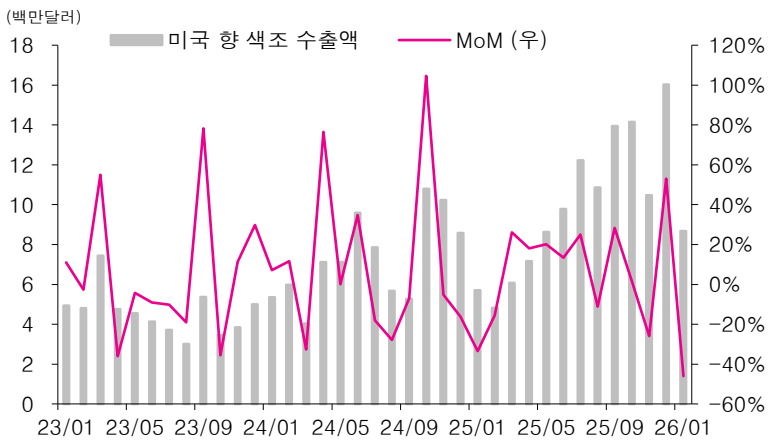
- 미국 색조 수출액 비중 single-digit 수준
- 시장 확장 여력은 있지만 다인종, 피부색별 재고 유지에 대한 기본적 허들 존재
- 로레알, 에스티로더와 같은 한국판 멀티브랜드사 출현 여부가 색조 수출액 증대의 근본 조건

미국 향 색조 월별 수출 YoY 추이



자료: KCS, 흥국증권 리서치센터

미국 향 색조 월별 수출 MoM 추이



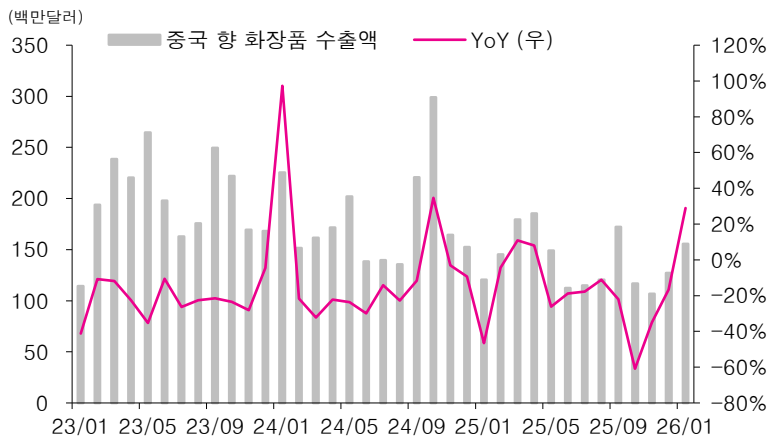
자료: KCS, 흥국증권 리서치센터

화장품 수출 최근 동향

여전히 어려운 중국 화장품 수출

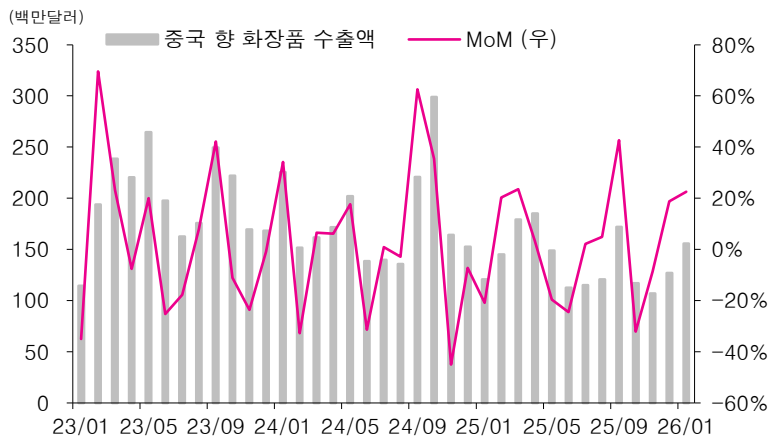
- 25년 4분기 중국 향 화장품 수출 -43% YoY, -14% QoQ
- 여전히 회복 기미를 보이지 못하고 있는 중국 소비 심리 + 화장품 센티먼트
- 작년 하반기 수출 호조는 광군절 효과 일회성 요인

중국 향 화장품 월별 수출 YoY 추이



자료: KCS, 흥국증권 리서치센터

중국 향 화장품 월별 수출 MoM 추이



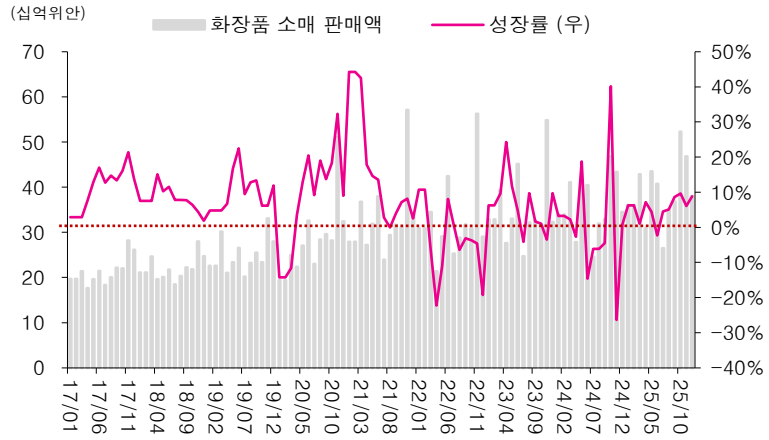
자료: KCS, 흥국증권 리서치센터

화장품 수출 최근 동향

여전히 어려운 중국 화장품 수출

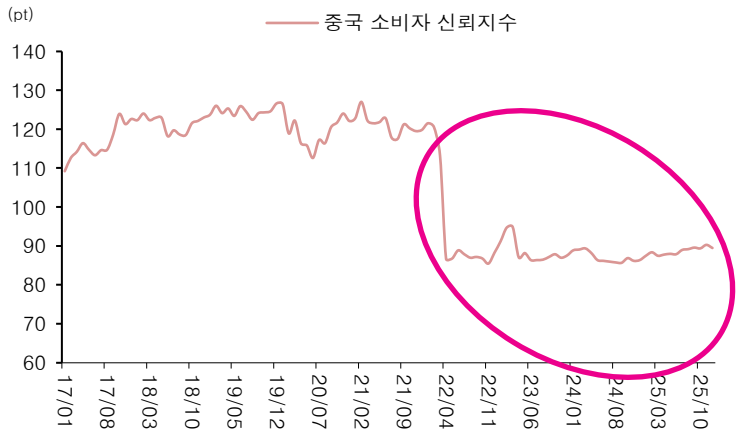
- 25년 4분기 중국 화장품 소매 판매액 성장률: +9.9% YoY, +40% QoQ
- 25년 12월 기준 중국 소비자 신뢰 지수: 89.5pt
- 조금씩 개선 기미가 보이지만 여전히 full recovery까지 시간이 걸릴 것으로 예상

중국 화장품 소매 판매액 및 YoY 성장률 추이



자료: NBS, 흥국증권 리서치센터

중국 소비자 신뢰 지수 추이 (China Consumer Confidence Index)



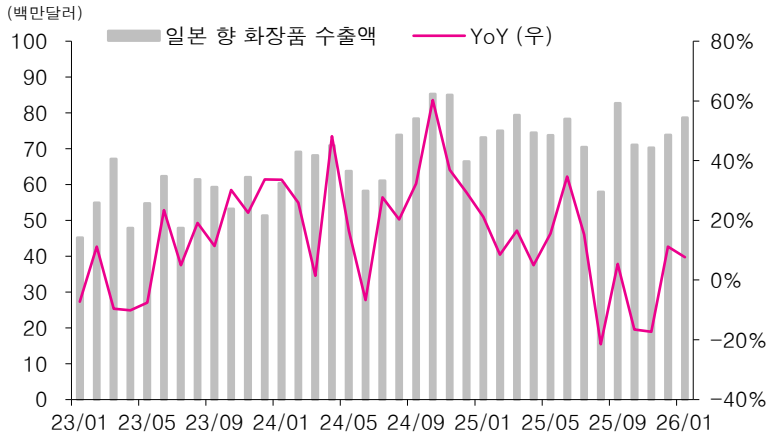
자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

화장품 수출 최근 동향

일본 향 화장품 수출 성장세 양호 + 미국도 일본처럼?

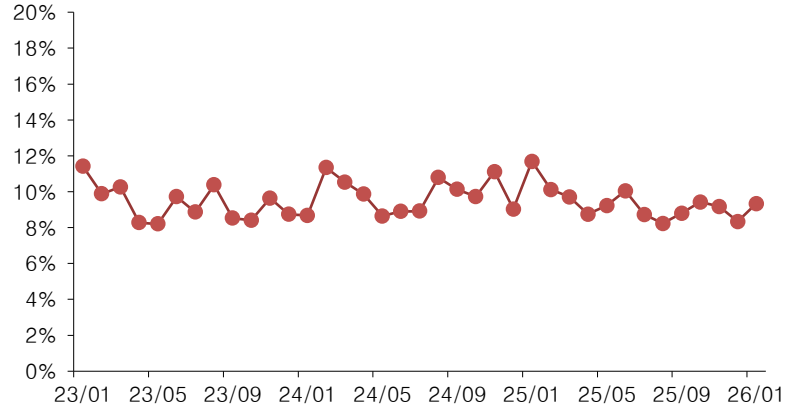
- 2025년 일본 향 화장품 연간 수출액 성장률: +5% YoY
- 브이티, 티르티르 등 치열한 일본 화장품 시장에서 한국 브랜드들 선전 중
- 하지만 아직 10%대 수출 비중을 유지 중이며 화장품 섹터 전체 센티에 영향을 끼칠 정도가 아님

일본 향 화장품 수출 추이



자료: KCS, 흥국증권 리서치센터

일본 향 화장품 수출 비중 추이



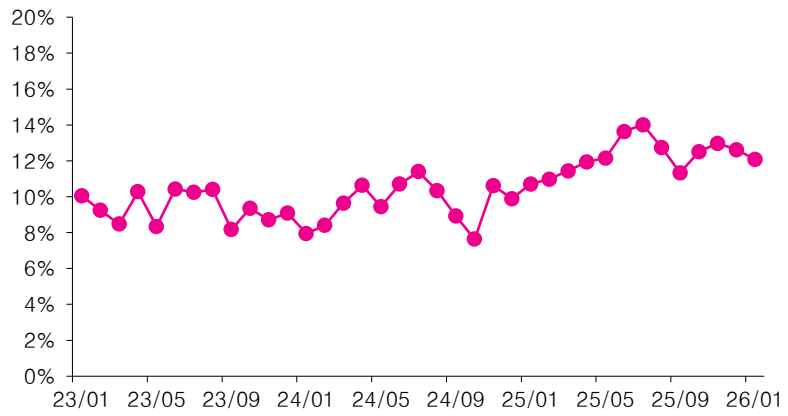
자료: KCS, 흥국증권 리서치센터

대유럽 화장품 수출 성장세

이제는 무시할 수 없는 유럽 화장품 수출

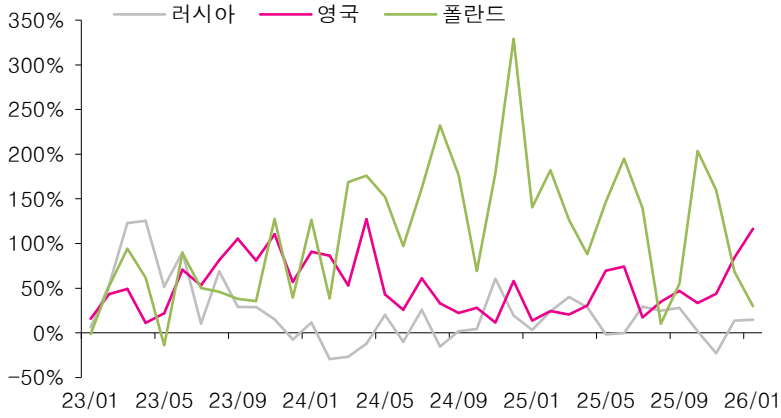
- 유럽 주요 7개국 화장품 수출 비중 증가 추세 뚜렷 (러시아+영국+폴란드+독일+프랑스+네덜란드+우크라이나)
- 러시아, 영국, 폴란드, 프랑스, 네덜란드, 터키 향 뷰티 수출 성장세 지속 (특히 러시아/폴란드 향 수출 급성장)
- 2025년 4분기 기준 주요 7개국 합산 수출 m/s: 13% vs. 2024년 말 합산 m/s: 8% (이제 중국을 넘보는 수준)
- 실리콘투를 중심으로 유럽 주요 국가 적극 진출 중 (인디 브랜드 재고 선구매, 플래그쉽 매장 확대)
- 유럽 수출 전략의 핵심은 공격적 오프라인 점포 개설

유럽 주요 7개국 합산 화장품 수출 비중 추이



자료: KCS, 흥국증권 리서치센터

유럽 주요 국가 화장품 수출 성장 추이



자료: KCS, 흥국증권 리서치센터

II. 수출 성장의 최대 수혜자는 ODM

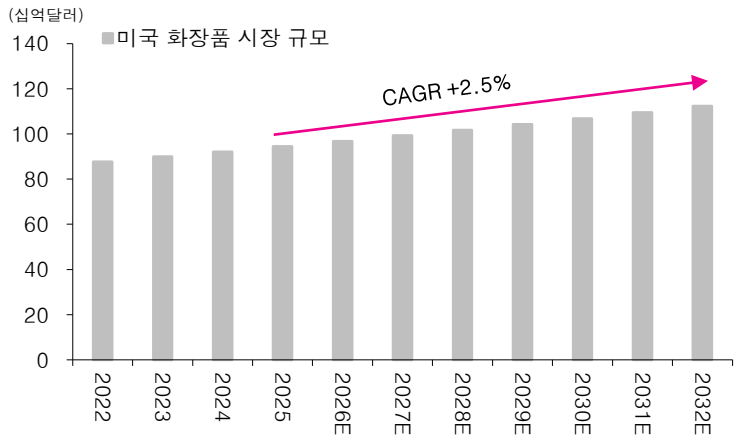
신규 인디 브랜드 지속 출현 + ODM 의존도 상승

수출 성장의 최대 수혜자는 ODM

현재 K-뷰티의 미국 화장품 시장 공략법은 과거 중국과 다름

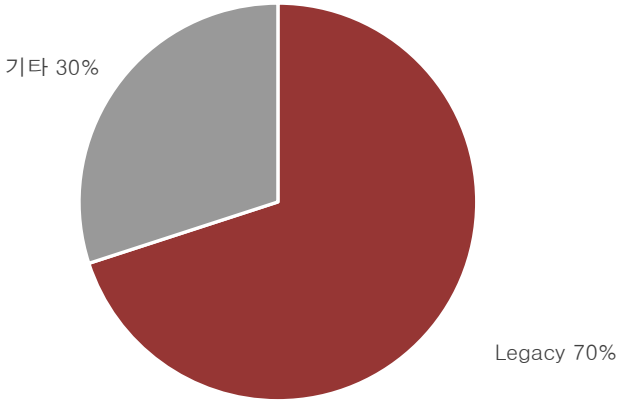
- 2014~2016년은 중국 소비의 전성기, 전체 시장 파이가 커지던 시절
- 중국 내 식품/화장품 본토 브랜드 안전성 이슈 + 중저가 라인업 부재
- 한국 화장품 브랜드들의 Sandwich 포지셔닝 + 면세/온라인 매출 호조 (Sulwhasoo, Whoo)
- 미국 화장품 시장은 이미 경직된 파이 + 보수적인 로컬 유통망

미국 화장품 시장 성장 추이



자료: Statista, 흥국증권 리서치센터

미국 내 Legacy 화장품 업체 시장 점유율



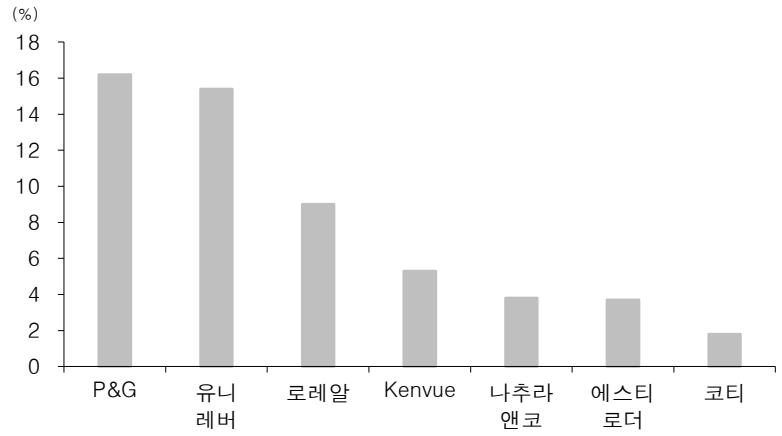
자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

수출 성장의 최대 수혜자는 ODM

미국 화장품 시장을 장악하고 있는 Legacy 업체들

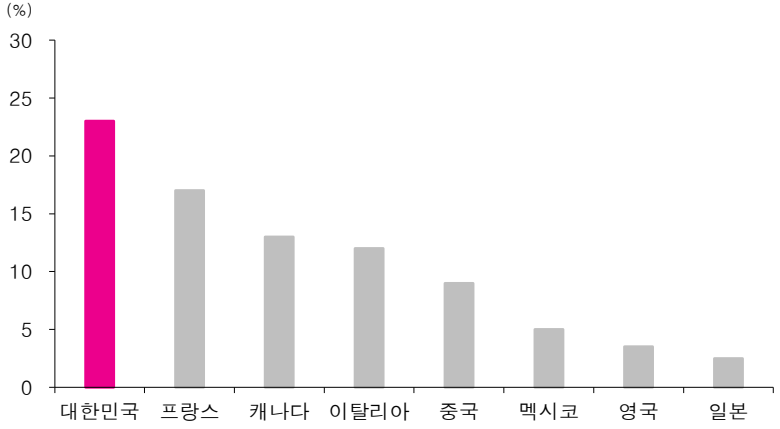
- 미국 대형 Legacy 업체들이 여전히 화장품 시장 장악 중
- 한국은 수입 화장품 시장 내 1위 국가로 등극 (2024년)
- 미국 내 인기 한국 브랜드의 대부분은 Indie, 온라인 브랜드

미국 내 주요 화장품 업체 점유율 순위



자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

미국 수입 화장품 시장 국가 별 점유율 순위 (2H25)



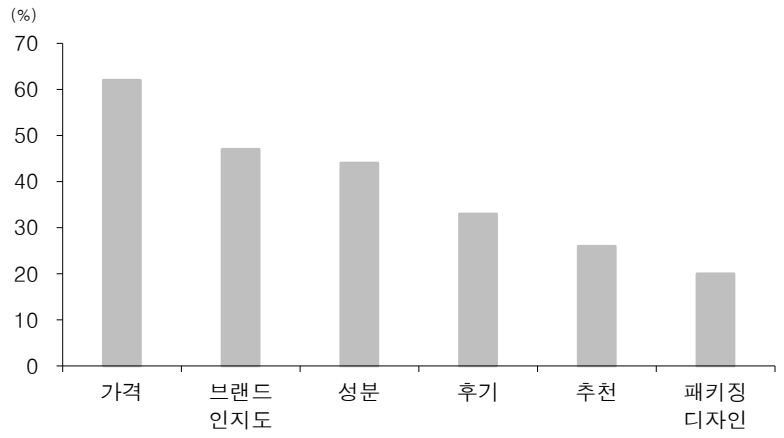
자료: KOTRA, 흥국증권 리서치센터

수출 성장의 최대 수혜자는 ODM

미국 온라인 화장품 트렌드: 가격 + TikTok

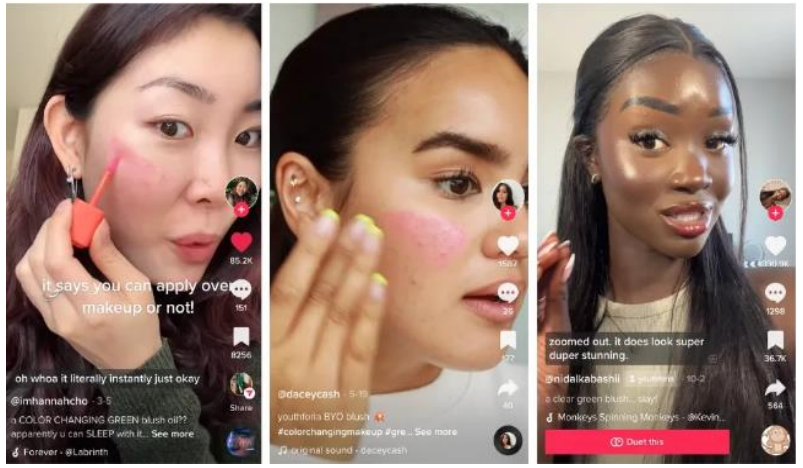
- 미국 Gen-Z들의 최대 관심도는 합리적인 가격!
- TikTok 마케팅을 선호하는 미국 Gen-Z들
- 싸고 유행 타는 제품들 선호 현상: K-화장품에는 기회이자 위기!

미국 Gen-Z들의 화장품 소비 성향



자료: Statista, 흥국증권 리서치센터

미국 TikTok 마케팅 사례



자료: 유로모니터, 흥국증권 리서치센터

수출 성장의 최대 수혜자는 ODM

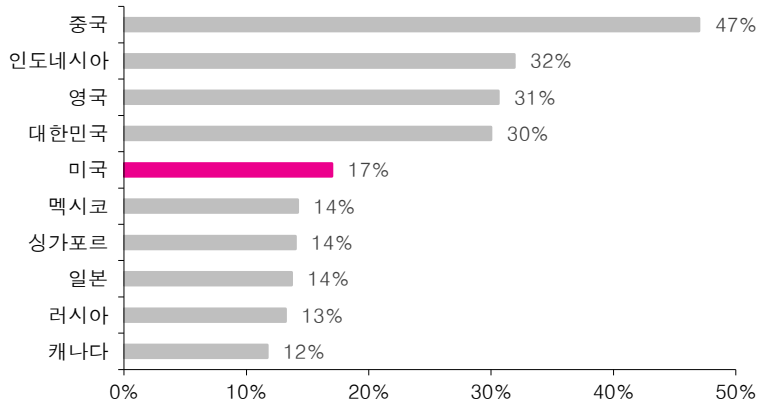
미국 향 K-화장품 수출 성장 지속의 조건은..

1) 미국 내 한류 지속 (새로운 소비 그룹 유입)

2) 미국 오프라인 유통망 침투

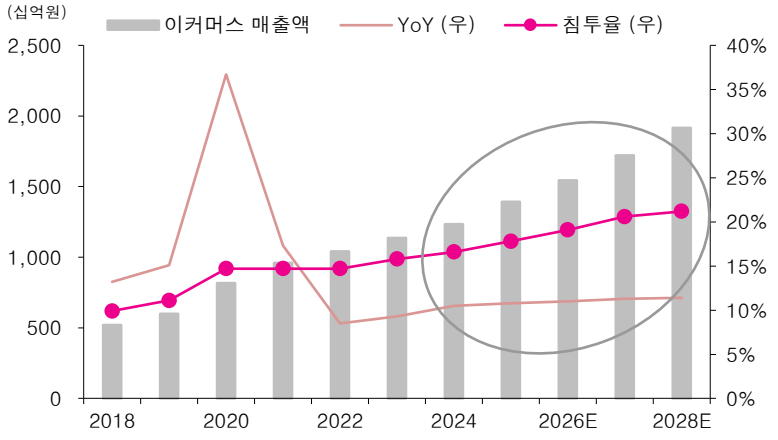
- 미국은 아직 오프라인이 중요한 나라! (중저가 화장품 고객베이스의 온라인 결제 능력 낮음)
- K-뷰티 주요 브랜드들 with or without 실리콘투, 오프라인 침투 본격화

글로벌 e-commerce 침투율 비교 (2025년)



자료: eMarketer, 흥국증권 리서치센터

미국 e-commerce 시장 성장 추이 및 전망



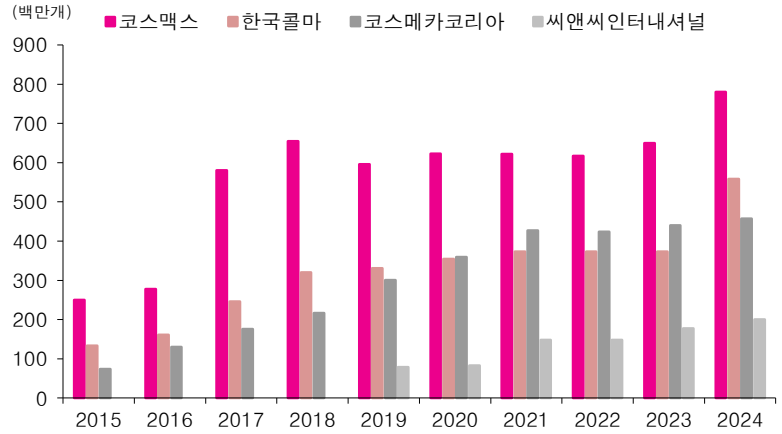
자료: eMarketer, 흥국증권 리서치센터

수출 성장의 최대 수혜자는 ODM

신규 인디 브랜드 지속 출현 + ODM 의존도 상승

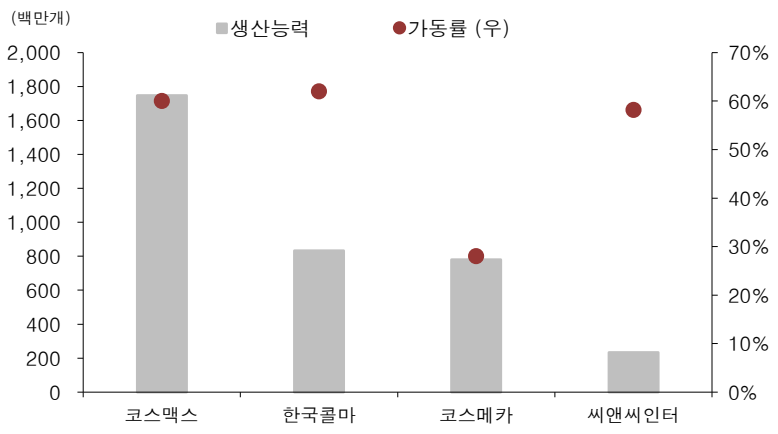
- Indie 중심 K-뷰티 외형 성장은 곧 국내 ODM사들 수주 증가로 직결
- K-뷰티 수출 성장의 주역은 Indie 브랜드 (자체 생산시설 X, 기획 및 마케팅 집중)
- 글로벌 이커머스 플랫폼 (아마존 등) 내 K-뷰티 인디 브랜드들의 치열한 경쟁은 오히려 국내 ODM들의 수주 증가 요인으로 작용

화장품 ODM 4사 국내 공장 CAPA 비교



자료: 각 사, 흥국증권 리서치센터

국내 주요 ODM 4사 CAPA/가동률 비교



자료: 각 사, 흥국증권 리서치센터

III. 투자전략 및 Valuation

ODM Overweight, Legacy 브랜드 Neutral

ODM Overweight: 대형 ODM 선호

화장품 섹터 중장기 Top Pick: 코스맥스 (192820)

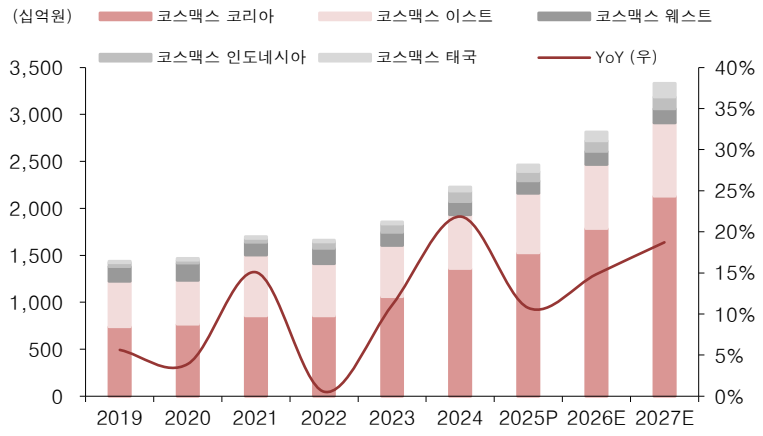
– 글로벌 1등 화장품 ODM 코스맥스의 핵심 경쟁력:

1) Short lead time (최장 6개월을 넘지 않는 신제품 개발 및 출시)

2) High Quality (불량품 최소화, 개별 프로젝트 단위 책임 생산 시스템 구축)

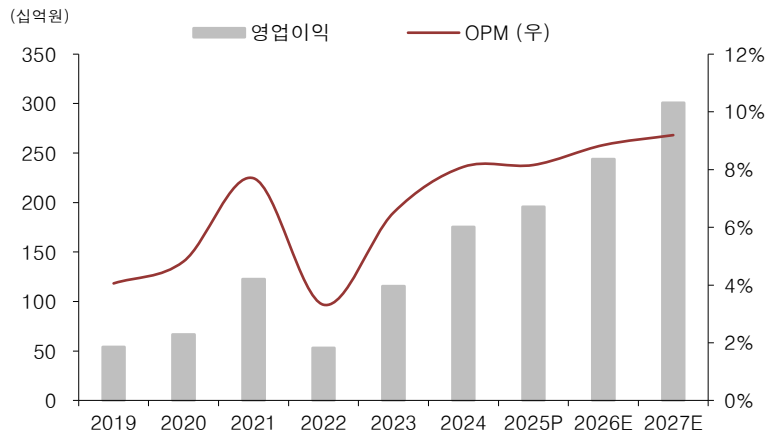
3) Strong R&D (글로벌 화장품 브랜드사와 유사한 수준의 R&D 인력 확보)

코스맥스 부문별 전체 연간 매출액 추이 및 전망



자료: 코스맥스, 흥국증권 리서치센터

코스맥스 연간 영업이익 추이 및 전망



자료: 코스맥스, 흥국증권 리서치센터

ODM Overweight: 대형 ODM 선호

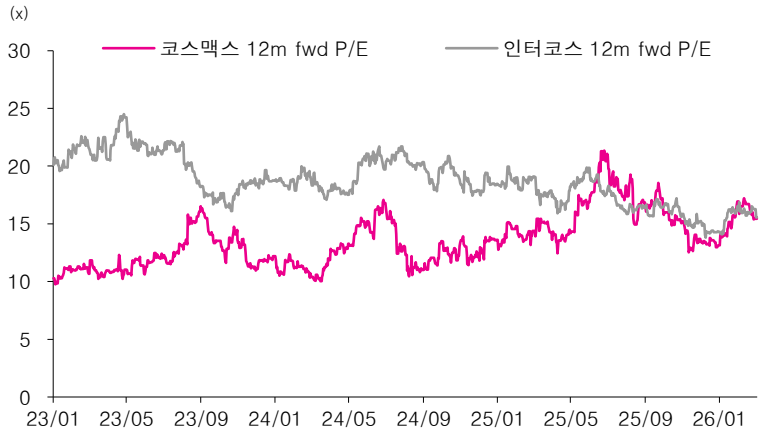
화장품 섹터 중장기 Top Pick: 코스맥스 (192820)

- 코스맥스 2026년 Fwd P/E: 13~14배 수준, K-뷰티의 글로벌 시장 m/s 상승 속 점진적 re-rating 전망
- 26년 상반기 화장품 수출 호조세와 더불어 다시 한번 찾아올 섹터 랠리의 중심에는 국내 ODM들이 자리하게 될 것으로 전망하며 코스맥스를 최선호주, 한국콜마를 차선호주로 제시

국내 주요 ODM 업체 12M Fwd P/E 추이

자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

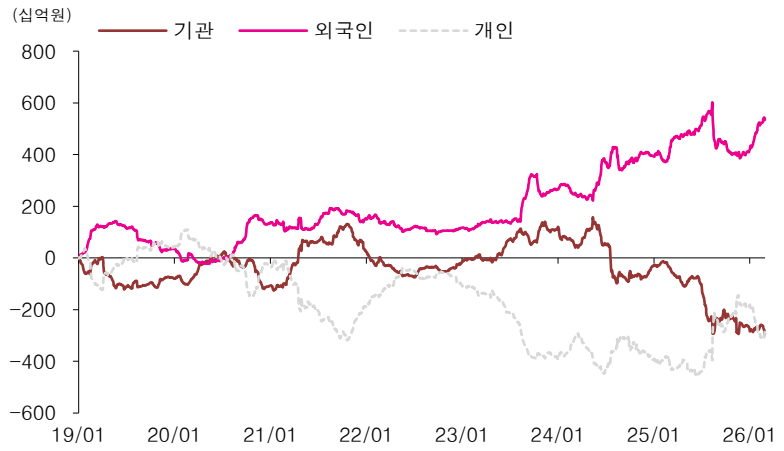
ODM 글로벌 1위 코스맥스 vs. 2위 Intercos 밸류에이션 비교



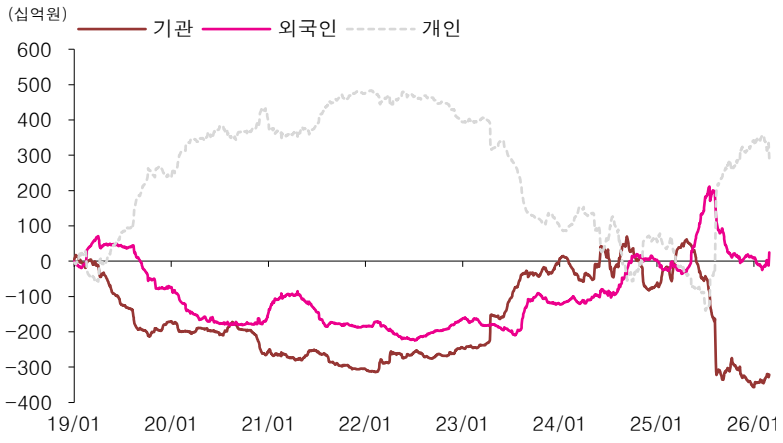
자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

커버리지 종목 수급 점검

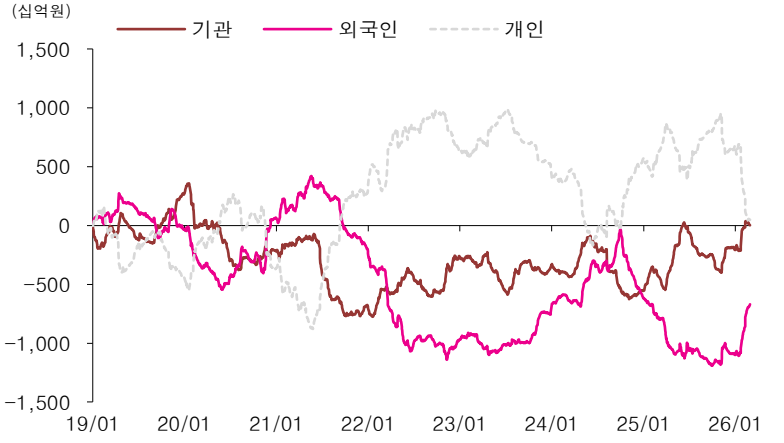
코스맥스 투자자별 누적 순매수 추이



한국콜마 투자자별 누적 순매수 추이

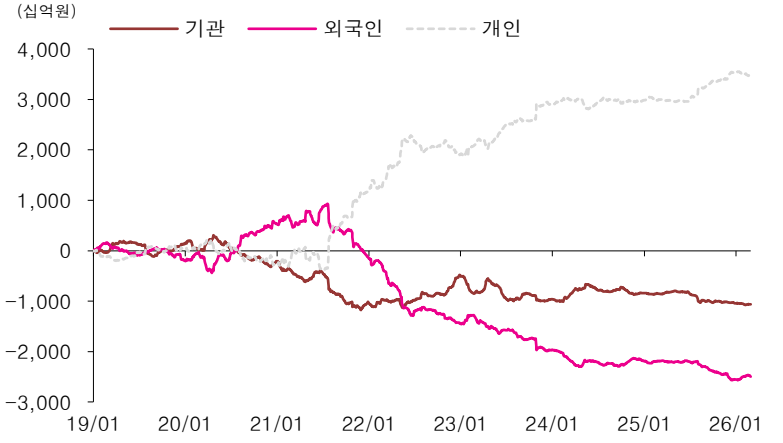


아모레퍼시픽 투자자별 누적 순매수 추이



자료: DataGuide, 흥국증권 리서치센터

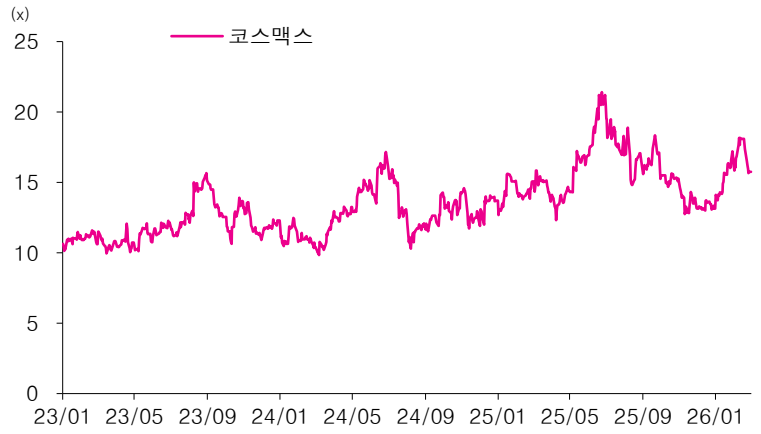
LG생활건강 투자자별 누적 순매수 추이



자료: DataGuide, 흥국증권 리서치센터

주요 기업 Valuation

코스맥스 12M Fwd P/E

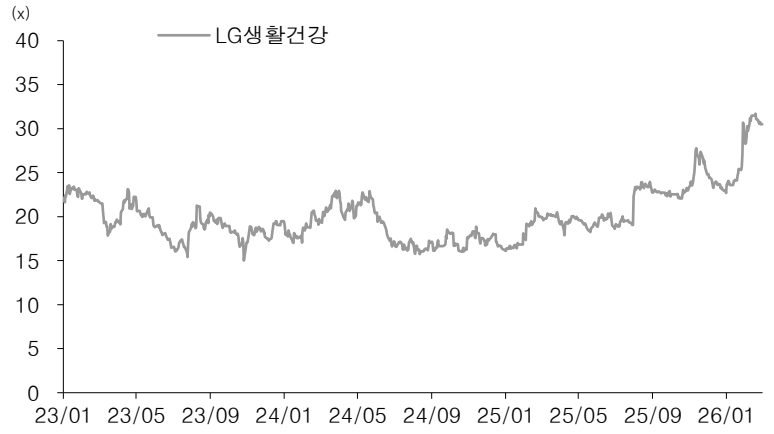


한국콜마 12M Fwd P/E

아모레퍼시픽 12M Fwd P/E

자료: DataGuide, 흥국증권 리서치센터

LG생활건강 12M Fwd P/E



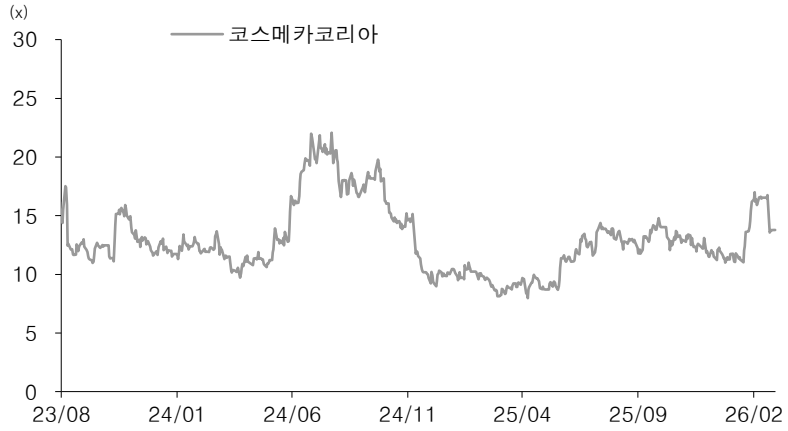
자료: DataGuide, 흥국증권 리서치센터

주요 기업 Valuation

실리콘투 12M Fwd P/E

펌텍코리아 12M Fwd P/E

코스메카코리아 12M Fwd P/E



자료: DataGuide, 흥국증권 리서치센터

씨앤씨인터내셔널 12M Fwd P/E

자료: DataGuide, 흥국증권 리서치센터

화장품 Peer Valuation

	시가총액 (백만달러)	주가수익률(%)				P/E(배)		P/B(배)		EV/EBITDA(배)		ROE(%)	
		1M	3M	6M	12M	26E	27E	26E	27E	26E	27E	26E	27E
국내													
아모레퍼시픽	6,029	13.2	22.8	25.5	25.6	29.1	25.0	1.8	1.7	12.33	10.79	6.5	7.2
LG생활건강	2,782	-3.4	-5.8	-10.7	-16.7	33.3	21.5	0.8	0.8	6.3	5.15	2.8	3.9
코스맥스	1,468	0.3	15.9	-13.2	11.0	16.3	13.4	3.3	2.8	8.49	7.4	22.2	21.6
한국콜마	1,226	13.7	14.0	-2.6	25.9	12.5	10.5	1.8	1.5	6.84	5.97	11.2	11.8
코스메카코리아	614	1.1	20.1	35.9	99.3	14.1	12.2	2.8	2.3	7.64	6.45	19.9	18.9
씨앤씨인터내셔널	285	-10.2	-3.1	-30.1	-18.9	20.5	12.9	1.1	1.0	8.1	6.63	6.1	9.6
클리오	160	-2.9	-0.1	-11.2	-27.4	13.7	12.4	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
애경산업	289	27.2	22.7	-1.5	16.6	23.7	17.4	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
중국													
Proya Cosmetics	27,449	-2.8	-1.3	-14.9	-19.6	17.2	15.5	4.3	3.6	11.8	10.6	25.7	24.0
Shanghai Chicmax	23,604	-13.8	-30.9	-37.1	54.9	18.3	14.6	7.5	6.0	14.2	11.5	42.7	43.4
Guangdong Dongpeng	8,296	-1.6	0.7	2.9	20.3	19.6	16.3	1.1	1.0	6.2	5.7	5.4	6.2
Hangzhou Haoyue	6,493	-2.5	-3.2	-12.2	6.9	21.1	16.5	1.9	1.8	14.0	11.9	8.2	10.6
Yunnan Botanee	2,804	3.8	12.2	-0.1	6.1	39.2	31.8	3.0	2.9	22.9	18.4	7.7	9.2
Shanghai Jahwa	2,122	4.4	-6.3	-17.4	19.8	38.0	30.4	2.1	2.0	23.7	19.3	5.6	6.5
Yatsen Holding	381	-1.5	-29.6	-58.0	6.3	7.8	-	0.8	-	-	-	8.0	-

기준일: 2026년 2월 27일
자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

화장품 Peer Valuation

	시가총액 (백만달러)	주가수익률(%)				P/E(배)		P/B(배)		EV/EBITDA(배)		ROE(%)	
		1M	3M	6M	12M	26E	27E	26E	27E	26E	27E	26E	27E
유럽													
LVMH	302,799	-3.3	-18.2	1.5	-25.1	22.4	19.4	3.6	3.3	11.3	10.4	16.2	17.3
L'Oreal	237,690	-2.0	2.5	-4.0	7.9	27.9	25.8	5.4	5.0	18.3	17.2	19.8	19.9
Unilever	155,983	6.7	10.8	5.1	10.7	19.2	18.0	8.0	7.3	13.5	12.9	40.8	40.3
Henkel Ag & Co	39,423	7.1	16.9	13.2	1.3	13.9	13.3	1.4	1.3	9.4	9.3	10.0	9.9
Beiersdorf	27,325	-2.4	6.1	-1.4	-27.1	21.9	20.8	2.4	2.2	11.2	10.9	11.3	11.2
Intercos	1,336	-8.8	3.1	-2.1	-17.2	18.9	15.9	2.2	2.1	8.3	7.8	11.7	13.3
일본													
Kao	19,435	6.9	8.4	-1.8	2.9	22.7	20.4	2.7	2.6	11.0	10.3	12.3	13.1
Shiseido	8,231	19.5	50.5	34.1	19.0	33.5	27.8	2.1	2.0	12.3	11.4	6.4	7.4
Kose	2,411	11.6	22.8	8.2	0.2	27.6	25.4	1.3	1.2	10.0	9.2	4.7	5.1
Fancl	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
미국													
Procter & Gamble	379,997	6.7	12.1	3.5	-5.9	23.4	22.4	7.1	6.7	16.9	16.2	31.6	31.8
Johnson & Johnson	599,004	7.7	21.0	39.6	50.6	21.5	19.8	6.8	6.0	16.6	15.6	33.6	33.8
Colgate-Palmolive	77,991	5.9	23.4	15.3	6.7	25.1	23.5	227.9	139.8	16.5	15.8	436.9	468.4
Estee Lauder	37,347	-15.6	0.6	10.4	39.3	45.0	33.1	9.1	8.2	17.7	15.2	20.8	26.4
Ulta Beauty	30,033	1.7	23.5	27.1	84.8	26.3	23.7	10.9	9.3	16.6	15.5	43.6	41.1
Elf Beauty	4,821	-5.2	10.0	-35.0	16.2	26.3	22.3	4.0	3.7	16.8	14.0	20.3	19.8
Coty Inc	2,174	-23.8	-26.7	-43.1	-56.6	8.5	6.4	0.6	0.6	5.6	5.6	8.3	9.1

기준일: 2026년 2월 27일
자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

Ⅳ. 기업 분석

1. 코스맥스(192820.KS)	여전히 강한 이익 성장 모멘텀
2. 한국콜마(161890.KS)	미국 공장 불확실성만 없다면
3. 아모레퍼시픽(090430.KS)	코스알엑스 턴어라운드 시작, 조금 더 지켜봐야
4. LG생활건강(051900.KS)	뚜렷한 이익 성장 전략 제시 필요

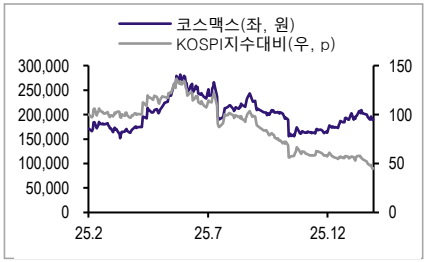
1. 코스맥스(192820)

여전히 강한 이익 성장 모멘텀

BUY(유지)

목표주가	250,000원(상향)
현재주가(02/27)	190,000원
상승여력	+31.6%
시가총액	2,156십억원
발행주식수	11,350천주
52주 최고가 / 최저가	282,000 / 151,400원
3개월 일평균거래대금	15십억원
외국인 지분율	38.0%
주요주주	
코스맥스비티아이 (외 1인)	27.5%
국민연금공단 (외 1인)	11.7%
GIC Private Limited (외 1인)	6.3%

(배, %)	2024	2025P	2026E
PER	19.7	17.6	14.1
PBR	3.6	3.9	3.2
EV/EBITDA	9.4	10.4	8.3
배당수익률	1.5	1.2	1.2
ROE	20.5	23.9	24.7



4Q25 실적: 일회성 이익 제외 시 영업이익 시장 기대치 소폭 하회

- 코스맥스 4분기 연결 매출액: 6,010원(+7.7% YoY, +2.6% QoQ), 영업이익: 409억원(+2.7% YoY, -4.3% QoQ, OPM: 6.8%)
- 컨센서스 대체적으로 부합, 대손상각비 환입 등 일회성 이익 제외 시 영업이익 시장 기대치 소폭 하회
- 4분기 국내 법인 매출액/영업이익: 3,597억/360억원(국내 OPM: 10.0%), 61억원 상각비 환입 감안 시 다소 아쉬운 수익성 시현

국내 법인 수익성 악화 우려는 일시적, 1등 ODM 중장기 이익 성장 전망 유효

- 2025년 하반기 겔마스크팩, 선크림 등 제품 믹스 변화에 따른 국내 법인 수익성 악화 우려 존재, 하지만 일시적 단기 이슈로 판단
- 2026년 상반기 견조한 화장품 수출 성장세에 힘입어 핵심 고마진 고객사들의 주문량 증가 예상, 국내 법인 수익성 향상 전망
- 상반기 신규 기초 브랜드 수출 호조 전망 + 별도 OPM 상승, 중국/미국 법인 실적 개선 지속 예상, 1등 화장품 ODM 경쟁력 유지

투자의견: BUY (유지), 목표주가: 250,000원 (상향)

- 2026년 연결 매출액 2.75조원(+14.8% YoY), 연결 영업이익 2,439억원(+24.6% YoY, OPM: 8.9%)으로 전망
- 작년 하반기 제품 믹스 변화에 따른 수익성 악화 우려는 일시적, 결국 봄이 오면 다시 찾게 될 화장품 ODM 대장
- 2026~27년 실적 추정치는 기존 그대로 유지, 25년 상반기 화장품 ODM 업사이클 밸류에이션 적용하여 목표주가 25만원으로 상향

분기 실적 Summary

(단위: 십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25P	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025P	2026E
매출액	589	624	586	601	685	729	672	670	2,399	2,755
영업이익	51	61	43	41	57	74	55	58	196	244
영업이익률(%)	*8.7%*	*9.8%*	*7.3%*	*6.8%*	*8.3%*	*10.1%*	*8.2%*	*8.7%*	*8.2%*	*8.9%*
지배주주순이익	8	21	9	85	34	50	33	36	123	153
지배주주순이익률(%)	*1.4%*	*3.4%*	*1.5%*	*14.1%*	*5.0%*	*6.9%*	*4.9%*	*5.3%*	*5.1%*	*5.5%*

자료: 흥국증권 리서치센터

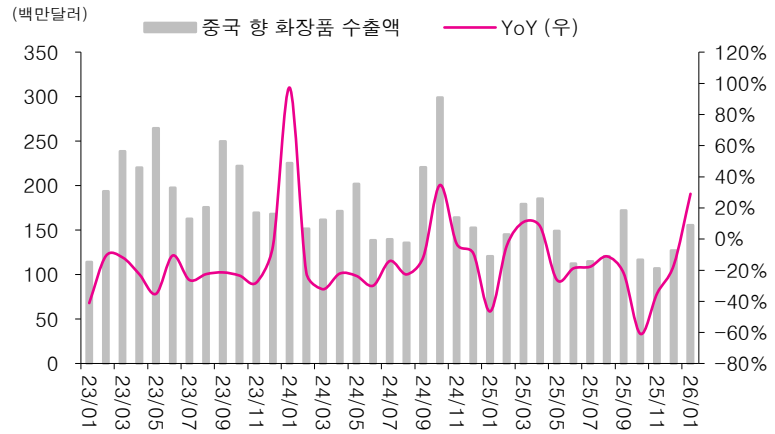
부문별 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25P	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025P	2026E	2027E
연결 매출액	**589**	**624**	**586**	**601**	**685**	**729**	**672**	**670**	**2,399**	**2,755**	**3,271**
코스맥스 코리아	363	421	384	360	421	497	454	411	1,527	1,783	2,129
코스맥스 이스트	163	149	140	181	181	161	150	192	633	683	780
코스맥스 웨스트	29	30	37	37	28	30	39	41	133	139	151
코스맥스 인도네시아	30	21	22	26	35	23	24	29	98	111	124
코스맥스 태국	24	23	15	11	35	33	19	12	73	98	146
영업이익	**51**	**61**	**43**	**41**	**57**	**74**	**55**	**58**	**196**	**244**	**301**
코스맥스 코리아	34	50	34	36	41	60	42	42	155	184	224
해외 및 기타	17	11	8	5	16	14	13	16	41	60	77
수익성(%)											
영업이익률	**8.7%**	**9.8%**	**7.3%**	**6.8%**	**8.3%**	**10.1%**	**8.2%**	**8.7%**	**8.2%**	**8.9%**	**9.2%**
성장성(YoY %)											
연결 매출액	**11.7%**	**13.1%**	**10.5%**	**7.7%**	**16.3%**	**16.8%**	**14.7%**	**11.5%**	**10.7%**	**14.8%**	**18.7%**
코스맥스 코리아	15.0%	20.8%	10.3%	3.9%	16.1%	18.1%	18.5%	14.3%	12.4%	16.8%	19.4%
코스맥스 이스트	3.4%	0.7%	22.4%	17.0%	11.0%	8.4%	7.0%	5.6%	10.1%	8.0%	14.2%
코스맥스 웨스트	-26.0%	-16.7%	13.5%	24.2%	-1.3%	0.7%	6.7%	12.1%	-3.3%	5.1%	8.4%

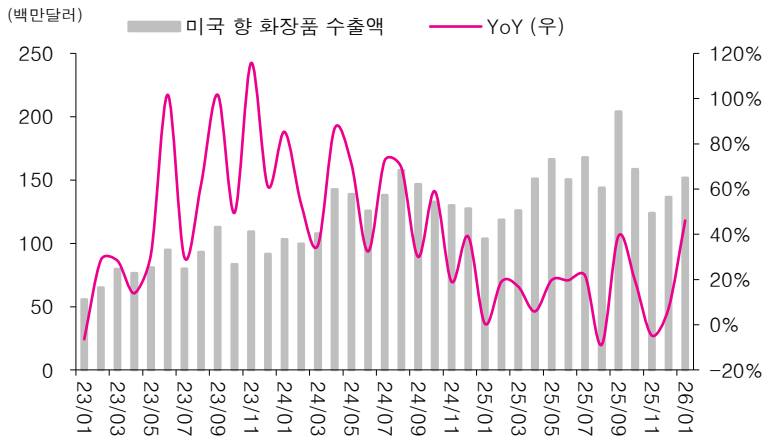
자료: 흥국증권 리서치센터

Key chart

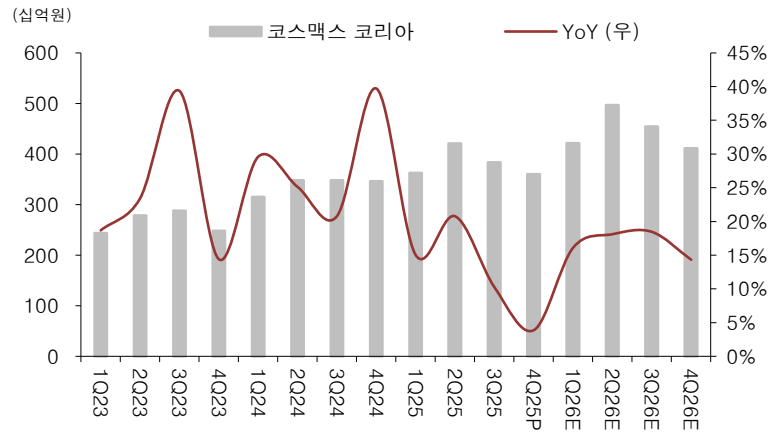
중국 향 화장품 월별 수출액 YoY 성장 추이



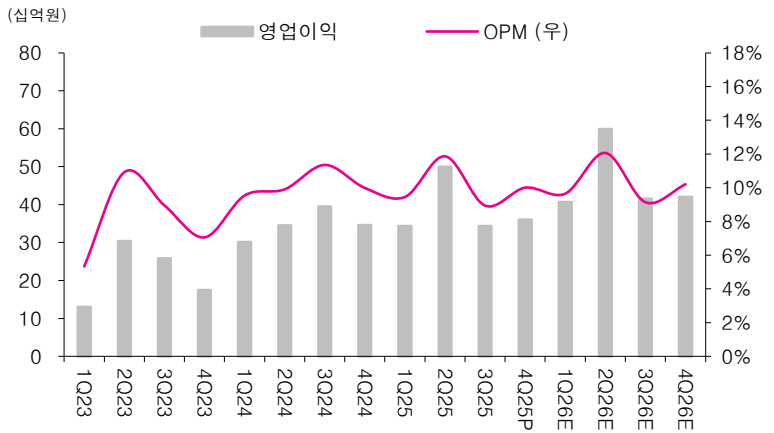
미국 향 화장품 월별 수출액 YoY 성장 추이



코스맥스 국내 법인 분기별 매출액 추이



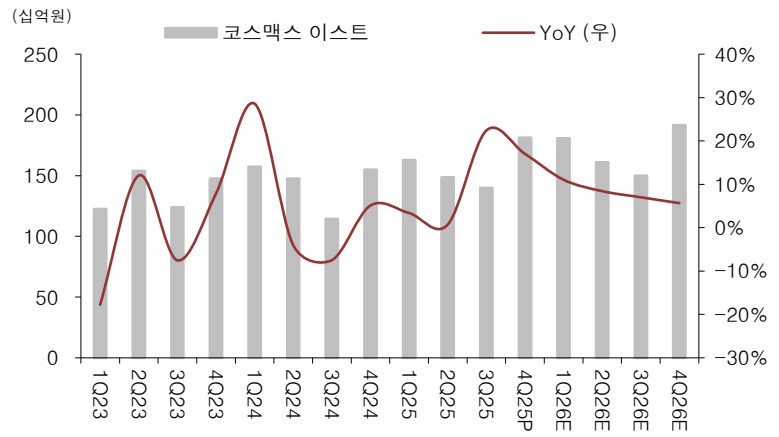
코스맥스 국내 법인 분기별 영업이익 추이



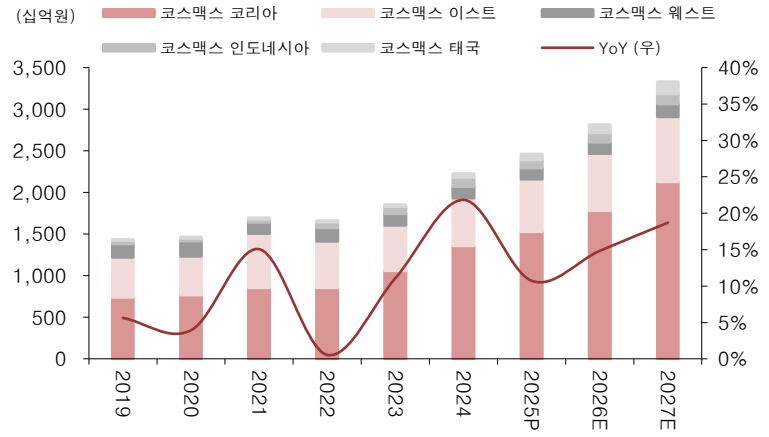
자료: 흥국증권 리서치센터

Key chart

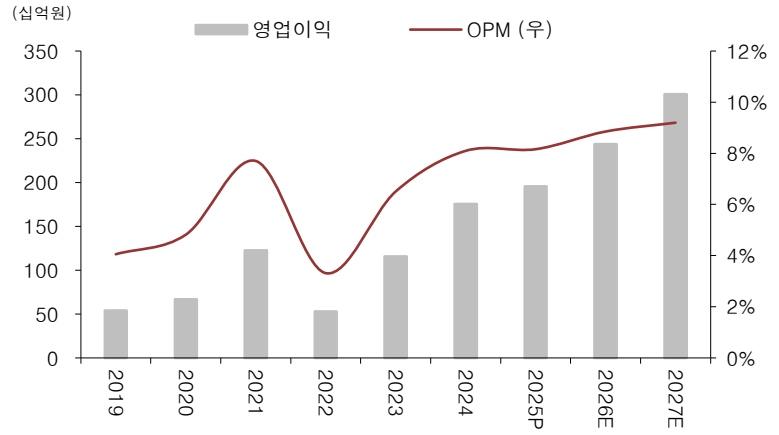
코스맥스 중국 법인 분기별 매출액 추이



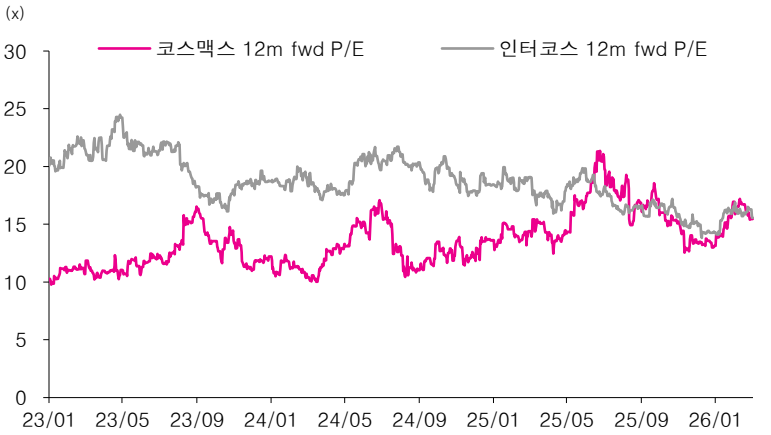
코스맥스 부문별 전체 연간 매출액 추이 및 전망



코스맥스 연간 영업이익 추이 및 전망



ODM 1위 코스맥스 vs. 2위 Intercos 밸류에이션 비교



자료: 흥국증권 리서치센터

실적 추정치 변경 및 Valuation

실적 추정치 변경

	변경 전			변경 후			변경률		
	2025P	2026E	2027E	2025P	2026E	2027E	2025P	2026E	2027E
매출액 (십억원)	2,404	2,785	3,321	2,399	2,755	3,271	0%	-1%	-2%
영업이익 (십억원)	204	245	304	196	244	301	-4%	0%	-1%
영업이익률 (%)	*8.5%*	*8.8%*	*9.1%*	*8.2%*	*8.9%*	*9.2%*			
지배기업순이익 (십억원)	131	158	203	123	153	194	-6%	-4%	-4%

코스맥스 목표주가 산정 P/E Multiple Valuation

	2026E	2027E	비고
EPS (원)	13,456	17,137	2026~27E EPS average: 15,297
목표 PER (배)		16.5	2025년 상반기 업사이클 12M Fwd P/E 평균
목표주가 (원)		**250,000**	
현재주가 (원)		190,000	
상승여력 (%)		+31.6%	

자료: 흥국증권 리서치센터

코스맥스(192820) 요약 재무제표

포괄손익계산서 (단위:십억원)

결산기	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	**1,777**	**2,166**	**2,399**	**2,755**	**3,271**
증가율 (Y-Y,%)	11.1	21.9	10.7	14.8	18.7
영업이익	**116**	**175**	**196**	**244**	**301**
증가율 (Y-Y,%)	117.9	51.6	11.6	24.6	23.4
EBITDA	175	244	272	330	389
영업외손익	(31)	(38)	(28)	(36)	(36)
순이자수익	(26)	(38)	(41)	(42)	(40)
외화관련손익	(1)	16	(7)	16	16
지분법손익	(2)	(0)	(0)	0	0
세전계속사업손익	84	138	168	208	265
당기순이익	**38**	**88**	**131**	**162**	**207**
지배기업당기순이익	**57**	**86**	**123**	**153**	**194**
증가율 (Y-Y,%)	174.1	50.2	43.1	24.3	27.4
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	8.7	10.8	14.4	15.7	14.7
영업이익증가율(3Yr)	20.2	12.7	54.5	28.2	19.7
EBITDA증가율(3Yr)	15.9	11.9	34.4	23.6	16.8
순이익증가율(3Yr)	n/a	37.1	n/a	62.6	32.8
영업이익률(%)	6.5	8.1	8.2	8.9	9.2
EBITDA마진(%)	9.9	11.3	11.3	12.0	11.9
순이익률 (%)	2.1	4.1	5.5	5.9	6.3
NOPLAT	**52**	**113**	**153**	**190**	**235**
(+) Dep	59	69	76	86	88
(-) 운전자본투자	(133)	90	57	42	61
(-) Capex	86	165	165	103	103
OpFCF	158	(73)	7	132	159

재무상태표 (단위:십억원)

결산기	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	822	943	1,198	1,343	1,559
현금성자산	271	264	444	485	551
매출채권	283	357	395	454	538
재고자산	218	257	285	327	388
비유동자산	735	991	1,075	1,095	1,114
투자자산	134	150	138	144	150
유형자산	547	778	875	893	909
무형자산	54	63	62	59	56
자산총계	**1,557**	**1,934**	**2,273**	**2,438**	**2,673**
유동부채	989	1,114	1,379	1,406	1,460
매입채무	365	368	419	479	565
유동성이자부채	569	656	903	867	833
비유동부채	209	311	291	302	315
비유동이자부채	143	223	205	213	222
부채총계	**1,199**	**1,425**	**1,669**	**1,708**	**1,774**
자본금	6	6	6	6	6
자본잉여금	29	28	12	12	12
이익잉여금	313	384	481	608	776
자본조정	15	56	55	55	55
자기주식	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
자본총계	**359**	**509**	**603**	**730**	**898**
투하자본	754	1,112	1,256	1,314	1,390
순차입금	442	615	664	595	504
ROA	3.9	4.9	5.8	6.5	7.6
ROE	12.1	20.5	23.9	24.7	25.4
ROIC	6.6	12.1	12.9	14.8	17.4

주요투자지표 (단위:십억원, 원)

결산기	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Per share Data					
EPS	5,034	7,560	10,821	13,456	17,137
BPS	31,941	41,711	48,831	59,982	74,815
DPS	500	2,300	2,300	2,300	2,300
Multiples(x,%)					
PER	25.1	19.7	17.6	14.1	11.1
PBR	4.0	3.6	3.9	3.2	2.5
EV/ EBITDA	10.7	9.4	10.4	8.3	6.8
배당수익율	0.4	1.5	1.2	1.2	1.2
PCR	7.2	6.2	6.5	9.1	7.7
PSR	0.8	0.8	0.9	0.8	0.7
재무건전성 (%)					
부채비율	334.3	280.0	276.6	233.9	197.5
Net debt/Equity	123.2	120.9	110.0	81.6	56.0
Net debt/EBITDA	252.3	251.8	244.1	180.3	129.6
유동비율	83.0	84.6	86.9	95.5	106.8
이자보상배율	4.5	4.6	4.8	5.9	7.5
이자비용/매출액	1.8	2.1	2.0	1.8	1.5
자산구조					
투하자본(%)	65.1	72.9	68.3	67.6	66.5
현금+투자자산(%)	34.9	27.1	31.7	32.4	33.5
자본구조					
차입금(%)	66.5	63.3	64.7	59.7	54.0
자기자본(%)	33.5	36.7	35.3	40.3	46.0

현금흐름표 (단위:십억원)

결산기	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업현금	**231**	**73**	**298**	**196**	**220**
당기순이익	38	88	131	162	207
자산상각비	59	69	76	86	88
운전자본증감	79	(127)	66	(42)	(61)
매출채권감소(증가)	8	(68)	(37)	(59)	(85)
재고자산감소(증가)	(15)	(20)	(40)	(42)	(61)
매입채무증가(감소)	60	(38)	146	60	86
투자현금	**(105)**	**(160)**	**(167)**	**(102)**	**(102)**
단기투자자산감소	(22)	(2)	(1)	(0)	(0)
장기투자증권감소	4	2	(2)	(0)	(0)
설비투자	(86)	(165)	(165)	(103)	(103)
유무형자산감소	1	0	1	2	2
재무현금	**(39)**	**68**	**56**	**(53)**	**(52)**
차입금증가	(39)	73	81	(27)	(25)
자본증가	(115)	0	0	0	0
배당금지급	0	(6)	(26)	(26)	(26)
현금 증감	88	(1)	183	41	66
총현금흐름(Gross CF)	**199**	**274**	**331**	**237**	**281**
(-) 운전자본증가(감소)	(133)	90	57	42	61
(-) 설비투자	86	165	165	103	103
(+) 자산매각	1	0	1	2	2
Free Cash Flow	247	20	110	95	119
(-) 기타투자	(4)	(2)	2	0	0
잉여현금	250	22	109	94	118

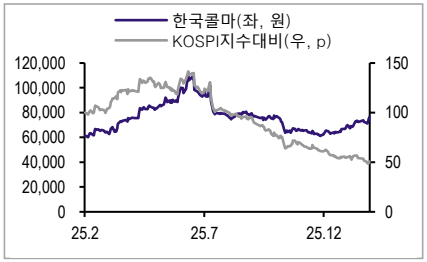
주) 재무제표는 연결기준으로 작성

미국 공장 불확실성만 없다면

BUY(유지)

목표주가	88,000원(유지)
현재주가(02/27)	76,300원
상승여력	+15.3%
시가총액	1,801십억원
발행주식수	23,605천주
52주 최고가 / 최저가	109,200 / 60,100원
3개월 일평균거래대금	13십억원
외국인 지분율	36.7%
주요주주	
한국콜마홀딩스 (외 23인)	26.6%
NIHON KOLMAR (외 1인)	11.8%
국민연금공단 (외 1인)	9.3%

(배, %)	2024	2025P	2026E
PER	14.4	14.5	12.9
PBR	1.6	2.0	1.8
EV/EBITDA	7.9	7.9	6.9
배당수익률	1.3	0.9	0.9
ROE	12.5	14.7	14.5



4Q25 실적: 대체적으로 시장 기대치 부합

- 한국콜마 4분기 연결 매출액: 6,555원(+11.0% YoY, -4.0% QoQ), 영업이익: 478억원(+36.0% YoY, -18.1% QoQ, OPM: 7.3%)
- 대체적으로 시장의 기대치를 부합하는 실적, 일회성 비용(상여, 판매보증금 등) 제외 시 컨센서스 소폭 상회하는 수준
- 4분기 국내 별도 매출액/영업이익: 2,683억/223억원(+11.2% YoY/+23.2% YoY, 별도 OPM: 8.3%), 국내 공장 견조한 성장세 유지

국내 별도 성장세는 견고, 미국 공장이 발목을 잡는다

- 2026년 1분기 국내 별도 법인 매출액 성장률 20% YoY, 영업마진 13% 예상, 글로벌 MNC 매출 본격화 및 신규 인디 주문 급성장 전망
- 2026년 상반기 화장품 수출 호조세와 더불어 별도 법인의 견조한 실적 흐름 예상, 하지만 미국 공장 적자 지속은 아쉬운 대목
- 기존 미국 1공장 핵심 고객사 주문 감소 및 신규 2공장 비용 추가 발생으로 26년 미국 법인 적자는 164억원 수준이 될 것으로 전망

투자의견: BUY (유지), 목표주가: 88,000원 (유지)

- 2026년 연결 매출액 2.98조원(+9.4% YoY), 연결 영업이익 2,737억원(+14.2% YoY, OPM: 9.2%)으로 전망
- 미국 공장 적자 폭 확대는 아쉽지만 국내 별도 ODM 탑라인 성장세는 견조할 것으로 전망, 상반기는 Sun 시즌으로 마진 극대화 예상
- 실적 추정치 기존 그대로 유지, 미국 공장 de-rating 리스크로 인해 작년 상반기 업사이클 밸류에이션에 할인율 적용, TP 8.8만원 유지

분기 실적 Summary

(단위: 십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25P	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025P	2026E
매출액	653	731	683	656	706	790	767	718	2,722	2,979
영업이익	60	73	58	48	58	80	77	58	240	274
영업이익률(%)	*9.2%*	*10.1%*	*8.5%*	*7.3%*	*8.3%*	*10.1%*	*10.1%*	*8.1%*	*8.8%*	*9.2%*
지배주주순이익	13	35	32	45	19	53	50	17	125	139
지배주주순이익률(%)	*2.0%*	*4.8%*	*4.7%*	*6.8%*	*2.7%*	*6.7%*	*6.6%*	*2.4%*	*4.6%*	*4.7%*

자료: 흥국증권 리서치센터

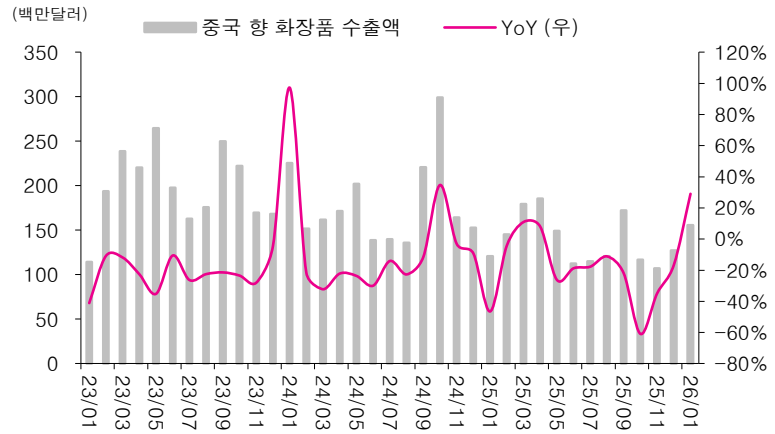
부문별 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25P	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025P	2026E	2027E
매출액	**653**	**731**	**683**	**656**	**706**	**790**	**767**	**718**	**2,722**	**2,979**	**3,243**
별도	**274**	**328**	**322**	**268**	**316**	**384**	**372**	**296**	**1,193**	**1,368**	**1,477**
무석콜마	42	50	32	33	42	54	31	35	156	162	171
미국법인	22	18	8	7	9	8	14	9	55	39	53
캐나다법인	9	10	9	8	9	11	9	8	36	36	36
HK이노엔	247	263	261	292	275	270	286	324	1,063	1,155	1,293
연우	64	71	62	55	65	72	63	56	251	257	262
영업이익	**60**	**73**	**58**	**48**	**58**	**80**	**77**	**58**	**240**	**274**	**320**
별도	**34**	**49**	**44**	**22**	**39**	**56**	**54**	**28**	**150**	**177**	**191**
무석콜마	3	6	-2	-2	0	5	-1	-1	6	3	5
미국법인	2	0	-6	-8	-7	-6	-3	-1	-13	-16	1
캐나다법인	-1	0	-1	-3	-1	-1	-1	-1	-5	-4	-3
HK이노엔	25	20	26	40	29	29	31	35	111	124	138
연우	-1	1	0	1	0	0	0	0	0	-1	-1
영업이익률	**9.2%**	**10.1%**	**8.5%**	**7.3%**	**8.3%**	**10.1%**	**10.1%**	**8.1%**	**8.8%**	**9.2%**	**9.9%**
별도	**12.4%**	**14.9%**	**13.8%**	**8.3%**	**12.4%**	**14.5%**	**14.5%**	**9.6%**	**12.5%**	**13.0%**	**13.0%**
무석콜마	7.5%	12.2%	-5.0%	-4.9%	-0.2%	8.7%	-2.2%	-2.1%	3.8%	2.0%	2.8%
미국법인	6.9%	-1.1%	-79.0%	-123.9%	-82.4%	-69.5%	-20.0%	-10.0%	-24.4%	-41.5%	2.0%
캐나다법인	-14.9%	3.0%	-14.1%	-38.8%	-10.0%	-10.0%	-10.0%	-10.0%	-15.0%	-10.0%	-8.0%
HK이노엔	10.3%	7.4%	9.9%	13.7%	10.7%	10.7%	10.7%	10.7%	10.4%	10.7%	10.7%
연우	-1.6%	1.1%	-0.3%	1.5%	-0.3%	-0.3%	-0.3%	-0.3%	0.2%	-0.3%	-0.2%
성장성(% YoY)											
연결 매출액	**13.6%**	**10.7%**	**9.0%**	**11.0%**	**8.0%**	**8.0%**	**12.2%**	**9.5%**	**11.0%**	**9.4%**	**8.9%**
별도	10.7%	10.5%	17.7%	11.2%	15.3%	16.9%	15.6%	10.2%	12.6%	14.7%	8.0%

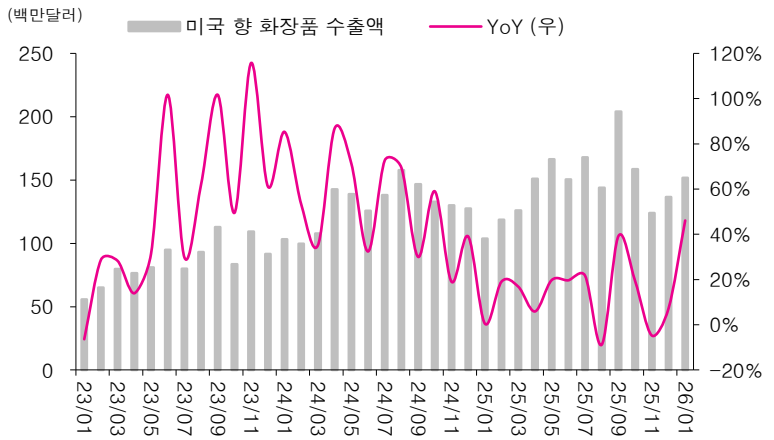
자료: 흥국증권 리서치센터

Key chart

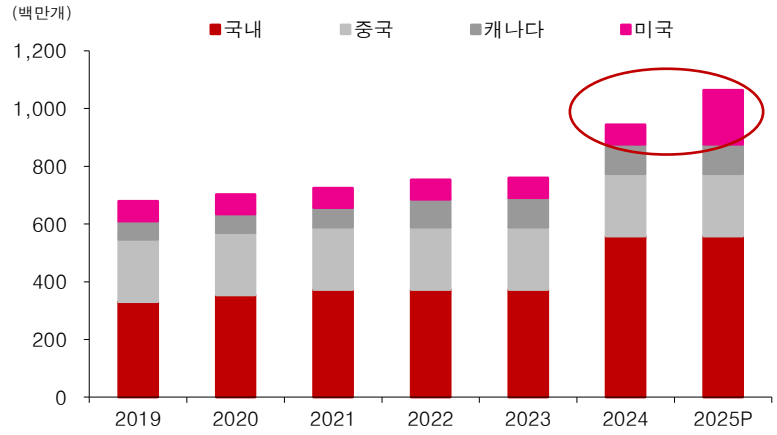
중국 향 화장품 월별 수출액 YoY 성장 추이



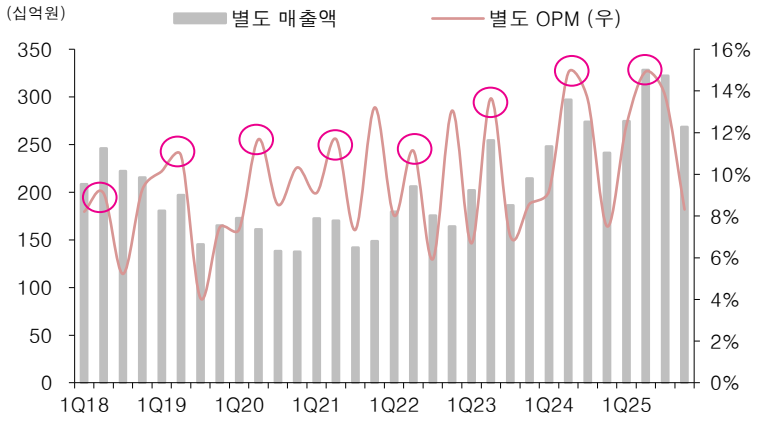
미국 향 화장품 월별 수출액 YoY 성장 추이



한국콜마 연간 CAPA 추이 및 전망 (미국 2공장 가동)



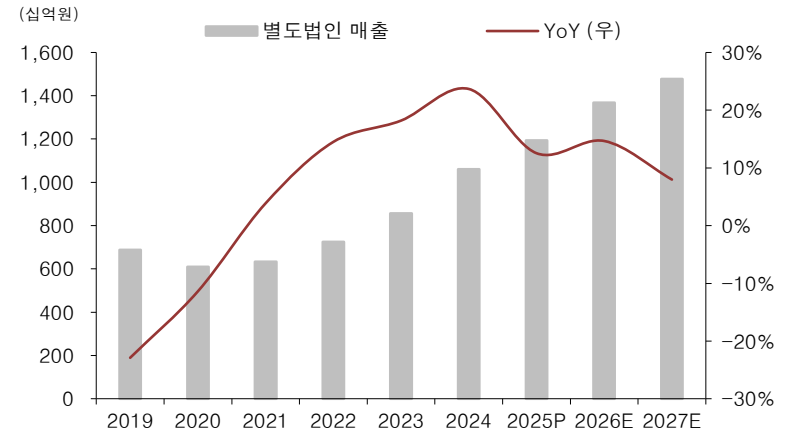
한국콜마 별도 법인 분기별 영업이익률 추이 및 전망



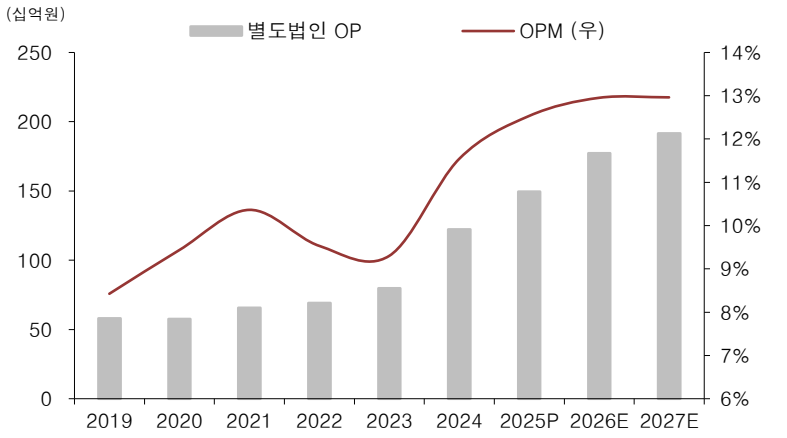
자료: 흥국증권 리서치센터

Key chart

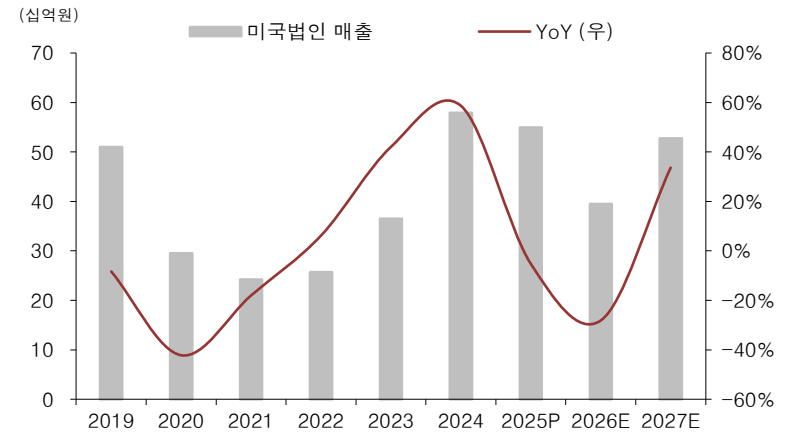
한국콜마 별도 법인 연간 매출액 추이 및 전망



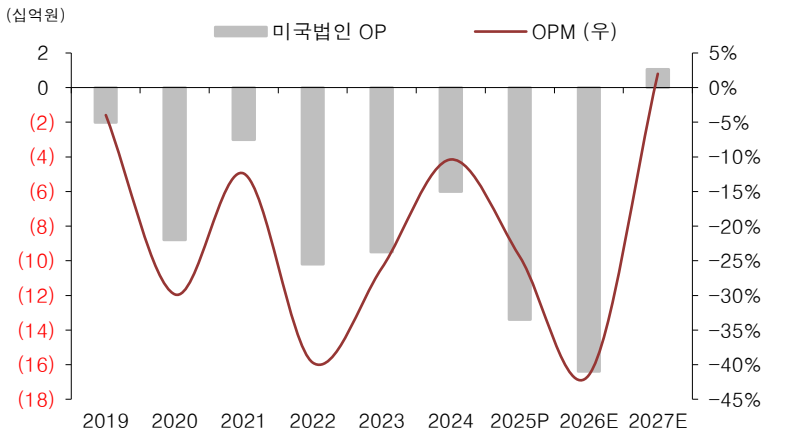
한국콜마 별도 법인 연간 영업이익 추이 및 전망



한국콜마 미국 법인 연간 매출액 추이 및 전망



한국콜마 미국 법인 연간 영업이익 추이 및 전망



자료: 흥국증권 리서치센터

실적 추정치 변경 및 Valuation

실적 추정치 변경

	변경 전			변경 후			변경률		
	2025	2026E	2027E	2025	2026E	2027E	2025	2026E	2027E
매출액 (십억원)	2,708	2,972	3,228	2,722	2,979	3,243	1%	0%	0%
영업이익 (십억원)	238	274	317	240	274	320	1%	0%	1%
영업이익률 (%)	*8.8%*	*9.2%*	*9.8%*	*8.8%*	*9.2%*	*9.9%*			
지배기업순이익 (십억원)	119	141	167	125	139	167	5%	-2%	0%

한국콜마 목표주가 산정 P/E Multiple Valuation

	2026E	2027E	비고
EPS (원)	5,905	7,085	2026~27E EPS average: 6,495
목표 PER (배)		13.6	글로벌 화장품 ODM 업체 2026~27E P/E 평균
목표주가 (원)		**88,000**	
현재주가 (원)		76,300	
상승여력 (%)		+15.3%	

자료: 흥국증권 리서치센터

한국콜마(161890) 요약 재무제표

포괄손익계산서 (단위:십억원)

결산기	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	**2,156**	**2,452**	**2,722**	**2,979**	**3,243**
증가율 (Y-Y,%)	15.5	13.7	11.0	9.4	8.9
영업이익	**136**	**194**	**240**	**274**	**320**
증가율 (Y-Y,%)	85.8	42.4	23.6	14.2	17.0
EBITDA	230	286	343	377	423
영업외손익	(102)	(54)	(27)	(42)	(42)
순이자수익	(36)	(39)	(34)	(32)	(34)
외화관련손익	1	15	0	15	15
지분법손익	2	13	0	(0)	(0)
세전계속사업손익	34	140	212	232	278
당기순이익	**25**	**125**	**168**	**179**	**214**
지배기업당기순이익	**5**	**90**	**125**	**139**	**167**
증가율 (Y-Y,%)	흑전	1,634.9	38.2	11.9	20.0
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	17.7	15.6	13.4	11.4	9.8
영업이익증가율(3Yr)	3.8	32.0	48.4	26.2	18.2
EBITDA증가율(3Yr)	7.8	26.1	32.1	18.0	14.0
순이익증가율(3Yr)	(46.1)	42.3	n/a	92.3	19.6
영업이익률(%)	6.3	7.9	8.8	9.2	9.9
EBITDA마진(%)	10.7	11.7	12.6	12.7	13.1
순이익률 (%)	1.2	5.1	6.2	6.0	6.6
NOPLAT	**100**	**174**	**190**	**211**	**247**
(+) Dep	94	92	103	104	103
(-) 운전자본투자	17	44	23	28	29
(-) Capex	107	247	148	85	76
OpFCF	70	(25)	122	201	244

재무상태표 (단위:십억원)

결산기	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	898	859	1,132	1,354	1,614
현금성자산	269	199	408	563	755
매출채권	324	294	327	358	389
재고자산	281	328	364	398	433
비유동자산	2,111	2,268	2,326	2,319	2,303
투자자산	180	208	224	233	242
유형자산	660	811	869	871	864
무형자산	1,271	1,249	1,233	1,215	1,197
자산총계	**3,009**	**3,127**	**3,458**	**3,673**	**3,917**
유동부채	1,284	1,215	1,301	1,360	1,423
매입채무	390	360	397	433	469
유동성이자부채	854	799	843	865	889
비유동부채	307	406	519	551	583
비유동이자부채	249	352	455	485	514
부채총계	**1,591**	**1,621**	**1,820**	**1,912**	**2,006**
자본금	11	12	12	12	12
자본잉여금	262	295	295	295	295
이익잉여금	368	488	596	719	869
자본조정	7	(2)	(2)	(2)	(2)
자기주식	0	0	0	0	0
자본총계	**1,419**	**1,506**	**1,638**	**1,761**	**1,911**
투하자본	2,209	2,410	2,463	2,480	2,488
순차입금	835	952	890	787	648
ROA	0.2	2.9	3.8	3.9	4.4
ROE	0.8	12.5	14.7	14.5	15.2
ROIC	4.5	7.5	7.8	8.5	9.9

주요투자지표 (단위:십억원)

결산기	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Per share Data					
EPS	227	3,816	5,275	5,905	7,085
BPS	28,347	33,579	38,166	43,351	49,715
DPS	600	720	720	720	720
Multiples(x,%)					
PER	236.2	14.4	14.5	12.9	10.8
PBR	1.9	1.6	2.0	1.8	1.5
EV/ EBITDA	9.0	7.9	7.9	6.9	5.8
배당수익율	1.1	1.3	0.9	0.9	0.9
PCR	5.0	4.1	4.6	5.9	5.5
PSR	0.6	0.5	0.7	0.6	0.6
재무건전성 (%)					
부채비율	112.1	107.7	111.1	108.6	105.0
Net debt/Equity	58.8	63.2	54.3	44.7	33.9
Net debt/EBITDA	363.1	333.0	259.8	208.5	153.0
유동비율	70.0	70.7	87.0	99.5	113.4
이자보상배율	3.8	5.0	7.1	8.5	9.5
이자비용/매출액	2.1	1.9	1.5	1.4	1.3
자산구조					
투하자본(%)	83.1	85.6	79.6	75.7	71.4
현금+투자자산(%)	16.9	14.4	20.4	24.3	28.6
자본구조					
차입금(%)	43.8	43.3	44.2	43.4	42.3
자기자본(%)	56.2	56.7	55.8	56.6	57.7

현금흐름표 (단위:십억원)

결산기	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업현금	**112**	**215**	**369**	**277**	**299**
당기순이익	25	125	168	179	214
자산상각비	94	92	103	104	103
운전자본증감	(76)	(40)	43	(28)	(29)
매출채권감소(증가)	(60)	40	(23)	(31)	(32)
재고자산감소(증가)	(41)	(53)	(34)	(34)	(35)
매입채무증가(감소)	26	(7)	103	36	36
투자현금	**(156)**	**(205)**	**(162)**	**(100)**	**(90)**
단기투자자산감소	(35)	49	0	(3)	(3)
장기투자증권감소	1	14	(0)	(3)	(3)
설비투자	(107)	(247)	(148)	(85)	(76)
유무형자산감소	(16)	(11)	5	(3)	(2)
재무현금	**(8)**	**(43)**	**(2)**	**(25)**	**(19)**
차입금증가	8	25	60	52	53
자본증가	0	0	0	0	0
배당금지급	(17)	(19)	(17)	(17)	(17)
현금 증감	(49)	(29)	202	152	189
총현금흐름(Gross CF)	**245**	**320**	**392**	**306**	**328**
(-) 운전자본증가(감소)	17	44	23	28	29
(-) 설비투자	107	247	148	85	76
(+) 자산매각	(16)	(11)	5	(3)	(2)
Free Cash Flow	106	18	225	189	221
(-) 기타투자	(1)	(14)	0	3	3
잉여현금	106	32	225	187	218

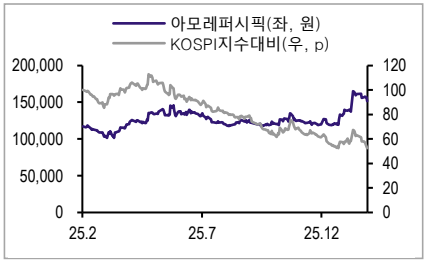
주) 재무제표는 연결기준으로 작성

코스알엑스 턴어라운드 시작, 조금 더 지켜봐야

HOLD(유지)

목표주가	135,000원(상향)
현재주가(02/27)	151,400원
상승여력	-10.8%
시가총액	8,856십억원
발행주식수	58,493천주
52주 최고가 / 최저가	165,100 / 101,200원
3개월 일평균거래대금	40십억원
외국인 지분율	26.2%
주요주주	
아모레퍼시픽그룹 (외 17인)	50.1%
국민연금공단 (외 1인)	7.4%
자사주 (외 1인)	0.1%

(배, %)	2024	2025P	2026E
PER	10.5	38.1	27.4
PBR	1.4	1.9	1.8
EV/EBITDA	13.4	15.2	13.6
배당수익률	1.1	0.7	0.7
ROE	11.7	4.6	6.1



4Q25 실적: 일회성 비용 제외 시 컨센서스 상회

- 아모레퍼시픽 4분기 연결 매출액: 1.16조원(+6.6% YoY, +14.4% QoQ), 영업이익: 525억원(-33.1% YoY, -42.9% QoQ, OPM: 4.5%)
- 일회성 인건비 536억원 제외 시 컨센서스 상회 수준, 라네즈/에스트라 본업 브랜드 안정적 성장세 + 코스알엑스 턴어라운드가 핵심 요인
- 국내 화장품 +8% YoY 성장, 북미/EMEA +9% YoY/+45% YoY 성장, 코스알엑스 +11% YoY 성장(2025년 첫 YoY 성장)

코스알엑스 턴어라운드는 긍정적, 조금 더 지켜보자!

- 4분기 코스알엑스 역대 최대 매출액 시현(1,550억원, OPM: 23%), 신제품(RX라인) 탑라인 성장세 + Mix 개선
- 2026년 코스알엑스 가이던스 제시: 매출액 +10% YoY 성장, OPM 20% 중반대
- 2025년 코스알엑스 기저 낮아 올해 1분기부터 가이던스 이상의 성장률 달성 필요, 코스알엑스의 성장 지속가능성 조금 더 지켜봐야 함

투자의견: HOLD (유지), 목표주가: 135,000원 (상향)

- 2026년 연결 매출액 4.45조원(+4.7% YoY), 연결 영업이익 4,127억원(+22.9% YoY, OPM: 9.3%)으로 전망
- 2026년 상반기 코스알엑스 탑라인 성장세 및 수익성 지속 가능 여부 확인 후 실적 추정치 상향 가능
- 북미 브랜드 경쟁 심화, 중국 화장품 사업 침체 지속 등 여러 불확실성 여전히 존재, 아모레퍼시픽에 대한 보수적인 관점 유지

분기 실적 Summary

(단위: 십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25P	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025P	2026E
매출액	1,068	1,005	1,017	1,163	1,106	1,045	1,075	1,225	4,253	4,452
영업이익	118	74	92	53	118	77	100	118	336	413
영업이익률(%)	11.0%	7.3%	9.0%	4.5%	10.7%	7.3%	9.3%	9.6%	7.9%	9.3%
지배주주순이익	111	36	66	31	98	57	81	98	244	334
지배주주순이익률(%)	11.1%	3.7%	6.7%	1.9%	9.0%	5.6%	7.6%	8.1%	5.8%	7.6%

자료: 흥국증권 리서치센터

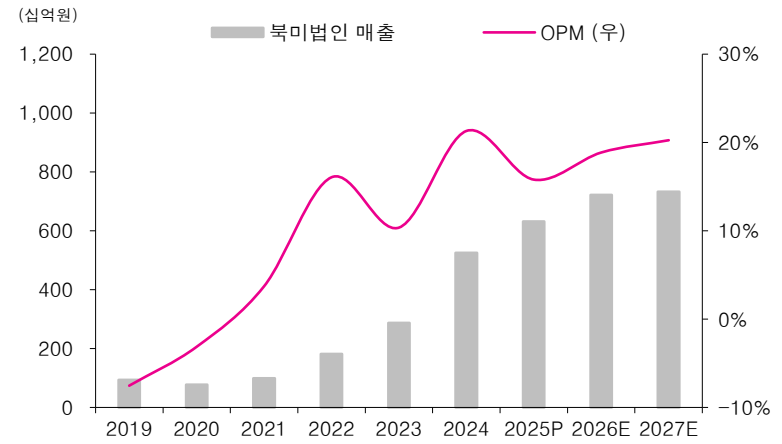
부문별 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25P	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025P	2026E	2027E
연결 매출액	**1,068**	**1,005**	**1,017**	**1,163**	**1,106**	**1,045**	**1,075**	**1,225**	**4,253**	**4,452**	**4,734**
한국	577	554	557	588	597	578	585	614	2,276	2,373	2,553
화장품	477	454	447	476	487	475	471	494	1,854	1,928	2,078
생활용품	101	99	109	112	110	102	113	120	422	445	475
해외	473	436	441	566	500	458	480	601	1,917	2,038	2,141
아시아	261	258	231	295	247	249	244	300	1,044	1,040	1,053
유럽	55	44	53	89	63	51	65	98	241	278	356
북미	157	134	157	183	189	157	172	203	632	721	732
영업이익	**118**	**74**	**92**	**53**	**118**	**77**	**100**	**118**	**336**	**413**	**460**
한국	49	40	59	-4	38	43	47	46	144	173	177
화장품	50	38	49	-9	36	41	41	41	128	159	160
생활용품	-1	1	11	5	2	1	6	5	16	15	17
해외	70	36	43	62	86	39	57	75	211	256	300
아시아	11	17	10	27	21	8	18	25	65	72	84
유럽	15	5	9	16	13	8	11	17	45	49	68
북미	44	14	24	19	52	23	28	34	100	136	148
영업이익률(%)	**11.0%**	**7.3%**	**9.0%**	**4.5%**	**10.7%**	**7.3%**	**9.3%**	**9.6%**	**7.9%**	**9.3%**	**9.7%**
한국	8.5%	7.2%	10.7%	-0.7%	6.3%	7.4%	8.0%	7.5%	6.3%	7.3%	6.9%
화장품	10.5%	8.5%	10.9%	-1.9%	7.4%	8.7%	8.6%	8.2%	6.9%	8.2%	7.7%
생활용품	-1.0%	1.2%	9.6%	4.5%	1.5%	1.2%	5.6%	4.4%	3.7%	3.3%	3.5%
해외	14.7%	8.2%	9.8%	11.0%	17.1%	8.5%	11.8%	12.5%	11.0%	12.6%	14.0%
아시아	4.4%	6.6%	4.3%	9.2%	8.5%	3.3%	7.4%	8.2%	6.3%	6.9%	8.0%
유럽	26.4%	12.2%	17.0%	18.1%	20.8%	14.7%	16.5%	17.6%	18.7%	17.5%	19.1%
북미	27.7%	10.1%	15.0%	10.4%	27.2%	14.7%	16.2%	16.5%	15.8%	18.9%	20.2%

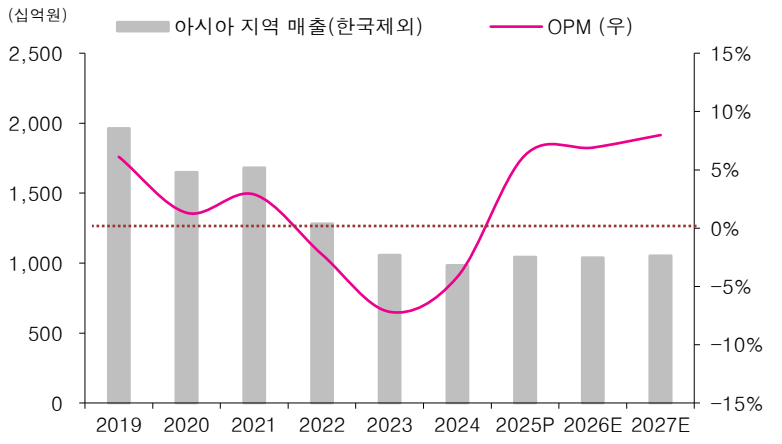
자료: 흥국증권 리서치센터

Key chart

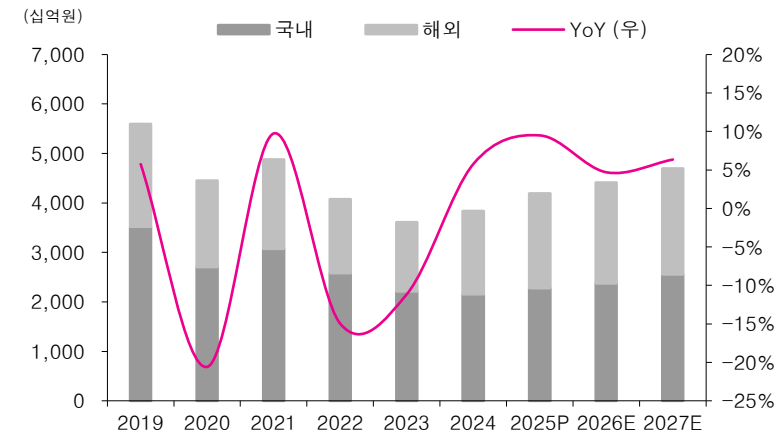
아모레퍼시픽 북미 법인 매출액 추이 및 전망



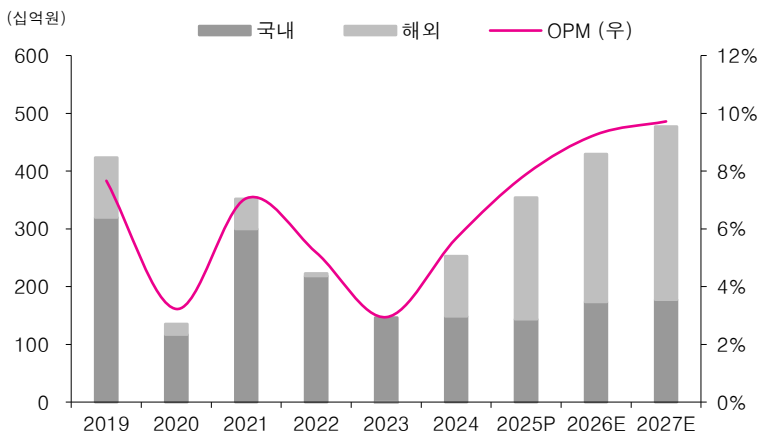
아모레퍼시픽 아시아 화장품 매출액 추이 및 전망



아모레퍼시픽 부문별 전체 연간 매출액 추이 및 전망



아모레퍼시픽 부문별 전체 연간 영업이익 추이 및 전망



자료: 흥국증권 리서치센터

실적 추정치 변경 및 Valuation

실적 추정치 변경

	변경 전			변경 후			변경률		
	2025	2026E	2027E	2025	2026E	2027E	2025	2026E	2027E
매출액 (십억원)	4,270	4,685	5,109	4,253	4,452	4,734	0%	-5%	-7%
영업이익 (십억원)	377	467	538	336	413	460	-11%	-12%	-14%
영업이익률 (%)	*8.8%*	*10.0%*	*10.5%*	*7.9%*	*9.3%*	*9.7%*			
지배기업순이익 (십억원)	299	366	419	244	334	371	-19%	-9%	-11%

아모레퍼시픽 목표주가 산정 P/E Multiple Valuation

	2026E	2027E	비고
EPS (원)	5,520	6,137	2026~27E EPS average: 5,829
목표 PER (배)		23.2	글로벌 화장품 브랜드 업체 12M Fwd P/E 평균
목표주가 (원)		**135,000**	
현재주가 (원)		151,400	
상승여력 (%)		-10.8%	

자료: 흥국증권 리서치센터

아모레퍼시픽(090430) 요약 재무제표

포괄손익계산서 (단위:십억원)

결산기	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	**3,674**	**3,885**	**4,253**	**4,452**	**4,734**
증가율 (Y-Y,%)	(11.1)	5.7	9.5	4.7	6.3
영업이익	**108**	**220**	**336**	**413**	**460**
증가율 (Y-Y,%)	(49.5)	103.8	52.3	22.9	11.5
EBITDA	360	478	604	657	694
영업외손익	172	400	8	28	28
순이자수익	(4)	(16)	3	12	12
외화관련손익	6	27	0	0	0
지분법손익	39	393	(0)	0	0
세전계속사업손익	281	621	344	441	488
당기순이익	**174**	**602**	**247**	**339**	**376**
지배기업당기순이익	**180**	**593**	**244**	**334**	**371**
증가율 (Y-Y,%)	33.9	229.4	(58.9)	37.1	10.8
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	(6.1)	(7.2)	0.9	6.6	6.8
영업이익증가율(3Yr)	(8.9)	(13.7)	16.2	56.3	27.8
EBITDA증가율(3Yr)	(15.7)	(12.2)	6.3	22.2	13.2
순이익증가율(3Yr)	99.6	49.3	24.1	25.0	(14.5)
영업이익률(%)	2.9	5.7	7.9	9.3	9.7
EBITDA마진(%)	9.8	12.3	14.2	14.8	14.7
순이익률 (%)	4.7	15.5	5.8	7.6	7.9
NOPLAT	**67**	**214**	**242**	**318**	**354**
(+) Dep	252	257	268	244	234
(-) 운전자본투자	119	(270)	141	30	38
(-) Capex	134	81	83	145	145
OpFCF	66	660	286	387	405

재무상태표 (단위:십억원)

결산기	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	1,952	1,735	1,996	2,227	2,493
현금성자산	681	519	525	690	870
매출채권	324	418	458	479	510
재고자산	394	498	545	570	607
비유동자산	3,934	5,049	4,911	4,879	4,860
투자자산	1,152	978	950	989	1,029
유형자산	2,442	2,296	2,226	2,126	2,037
무형자산	341	1,774	1,734	1,764	1,794
자산총계	**5,887**	**6,784**	**6,907**	**7,106**	**7,353**
유동부채	813	1,096	1,121	1,112	1,115
매입채무	374	530	548	573	609
유동성이자부채	299	367	279	234	188
비유동부채	201	362	330	282	233
비유동이자부채	51	73	34	(27)	(87)
부채총계	**1,014**	**1,457**	**1,451**	**1,394**	**1,348**
자본금	35	35	35	35	35
자본잉여금	794	623	613	613	613
이익잉여금	4,101	4,601	4,768	5,025	5,317
자본조정	(32)	(6)	(16)	(16)	(16)
자기주식	(4)	(10)	(10)	(10)	(10)
자본총계	**4,873**	**5,326**	**5,455**	**5,712**	**6,005**
투하자본	4,240	5,226	5,222	5,208	5,213
순차입금	(330)	(79)	(212)	(483)	(769)
ROA	3.1	9.4	3.6	4.8	5.1
ROE	3.7	11.7	4.6	6.1	6.4
ROIC	1.6	4.5	4.6	6.1	6.8

주요투자지표 (단위:십억원, 원)

결산기	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Per share Data					
EPS	2,914	9,937	3,973	5,520	6,137
BPS	70,933	76,066	78,196	81,916	86,152
DPS	910	1,125	1,130	1,130	1,130
Multiples(x,%)					
PER	49.8	10.5	38.1	27.4	24.7
PBR	2.0	1.4	1.9	1.8	1.8
EV/ EBITDA	23.7	13.4	15.2	13.6	12.4
배당수익율	0.6	1.1	0.7	0.7	0.7
PCR	22.7	12.6	16.8	17.7	17.0
PSR	2.7	1.9	2.5	2.3	2.2
재무건전성 (%)					
부채비율	20.8	27.4	26.6	24.4	22.5
Net debt/Equity	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Net debt/EBITDA	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
유동비율	240.0	158.3	178.1	200.2	223.6
이자보상배율	24.8	13.6	n/a	n/a	n/a
이자비용/매출액	0.4	0.7	n/a	n/a	n/a
자산구조					
투하자본(%)	69.8	77.7	78.0	75.6	73.3
현금+투자자산(%)	30.2	22.3	22.0	24.4	26.7
자본구조					
차입금(%)	6.7	7.6	5.4	3.5	1.6
자기자본(%)	93.3	92.4	94.6	96.5	98.4

현금흐름표 (단위:십억원)

결산기	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업현금	**348**	**335**	**487**	**561**	**579**
당기순이익	174	602	247	339	376
자산상각비	252	257	268	244	234
운전자본증감	(36)	(192)	(45)	(30)	(38)
매출채권감소(증가)	(13)	(53)	(49)	(21)	(30)
재고자산감소(증가)	(11)	(42)	(73)	(26)	(36)
매입채무증가(감소)	7	(27)	167	24	36
투자현금	**(186)**	**(312)**	**(212)**	**(215)**	**(216)**
단기투자자산감소	(82)	282	(128)	(2)	(2)
장기투자증권감소	0	(2)	1	(1)	(1)
설비투자	(134)	(81)	(83)	(145)	(145)
유무형자산감소	(12)	(20)	4	(29)	(29)
재무현금	**(99)**	**(99)**	**(245)**	**(183)**	**(185)**
차입금증가	(49)	(31)	(132)	(106)	(107)
자본증가	0	0	0	0	0
배당금지급	(47)	(63)	(78)	(78)	(78)
현금 증감	57	(55)	30	163	178
총현금흐름(Gross CF)	**441**	**573**	**623**	**591**	**616**
(-) 운전자본증가(감소)	119	(270)	141	30	38
(-) 설비투자	134	81	83	145	145
(+) 자산매각	(12)	(20)	4	(29)	(29)
Free Cash Flow	176	743	404	387	404
(-) 기타투자	0	2	(1)	1	1
잉여현금	176	741	405	386	404

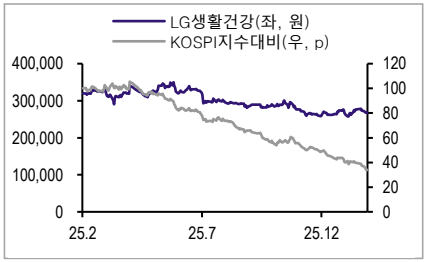
주) 재무제표는 연결기준으로 작성

뚜렷한 이익 성장 전략 제시 필요

HOLD(유지)

목표주가	240,000원(유지)
현재주가(02/27)	267,000원
상승여력	-10.1%
시가총액	4,086십억원
발행주식수	15,302천주
52주 최고가 / 최저가	349,500 / 257,000원
3개월 일평균거래대금	24십억원
외국인 지분율	26.9%
주요주주	
LG (외 1인)	34.7%
국민연금공단 (외 1인)	7.0%
Silchester International Investors LLP (외 1인)	6.1%

(배, %)	2024	2025P	2026E
PER	n/a	30.0	18.8
PBR	0.8	0.9	0.8
EV/EBITDA	8.6	7.0	5.7
배당수익률	1.3	1.3	1.3
ROE	-1.8	2.5	3.8



4Q25 실적: 어닝 쇼크, 컨센서스 크게 하회

- LG생활건강 4분기 연결 매출액: 1.47조원(-8.5% YoY, -6.8% QoQ), 영업이익: -727억원(적자전환 YoY, 적자전환 QoQ, OPM: -4.9%)
- 역대 최악의 분기 어닝 쇼크, 화장품 부문 영업적자 814억원 시현 + 희망퇴직/구조조정 관련 대규모 일회성 비용(약 850억원) 발생
- 면세 채널 구조조정 강도 높게 진행 중(4분기 면세 매출액 450억원 수준, -41% YoY), 중국 현지 화장품 매출도 19% YoY 하락

명확한 화장품 이익 성장 전략 제시 필요

- 면세 + 중국 현지 화장품 사업 부진 지속 예상, 북미 사업은 아직 초기 단계 성장, 핵심 전략 브랜드 부재
- 2025년 9월 멀티브랜드사 출신 CEO 교체 이후 아직 뚜렷한 화장품 사업전략을 제시하지 못하고 있음
- 향후 한한령 전면 해제 및 중국 소비 경기 회복 시 바닥권 주가의 단기 회복세 시현 가능, 채널별 명확한 화장품 이익 성장 전략 필요

투자의견: HOLD (유지), 목표주가: 240,000원 (유지)

- 2026년 연결 매출액 6.31조원(-0.7% YoY), 연결 영업이익 2,525억원(+47.9% YoY, OPM: 4.0%)으로 전망
- 밸류에이션 리레이팅을 위한 글로벌 화장품 이익 성장 전략 제시 필요, 북미 등 비중국 지역 핵심 브랜드 육성 전략 구체화 필요
- 화장품 부문 영업적자 지속, 중국 소비 경기 침체 지속 등으로 인해 LG생활건강 투자의견 HOLD, TP 24만원 유지

분기 실적 Summary

(단위: 십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25P	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025P	2026E
매출액	1,698	1,605	1,580	1,473	1,614	1,592	1,618	1,484	6,356	6,309
영업이익	142	55	46	-73	42	57	104	50	171	252
영업이익률(%)	*8.4%*	*3.4%*	*2.9%*	*-4.9%*	*2.6%*	*3.6%*	*6.4%*	*3.4%*	*2.7%*	*4.0%*
지배주주순이익	98	35	18	-252	44	63	103	-74	-100	135
지배주주순이익률(%)	*5.8%*	*2.2%*	*1.2%*	*-17.1%*	*2.7%*	*3.9%*	*6.3%*	*-5.0%*	*-1.6%*	*2.1%*

자료: 흥국증권 리서치센터

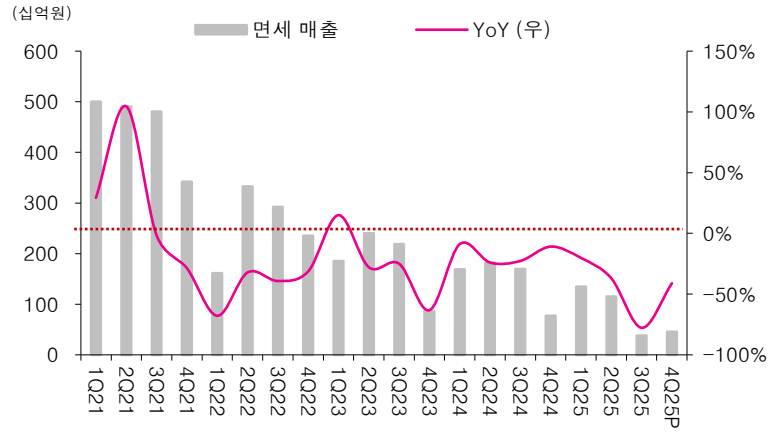
부문별 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25P	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025P	2026E	2027E
연결 매출액	**1,698**	**1,605**	**1,580**	**1,473**	**1,614**	**1,592**	**1,618**	**1,484**	**6,356**	**6,309**	**6,494**
화장품	708	605	471	566	588	568	495	573	2,350	2,223	2,310
생활용품	573	542	596	523	598	563	600	533	2,235	2,293	2,395
음료	416	458	513	384	429	460	524	379	1,771	1,793	1,789
영업이익	**142**	**55**	**46**	**-73**	**42**	**57**	**104**	**50**	**171**	**252**	**333**
화장품	59	-16	-59	-81	-43	-14	-3	1	-98	-60	57
생활용품	37	29	42	19	36	30	46	21	126	133	119
음료	47	43	63	-10	49	41	61	28	142	179	156
영업이익률	**8.4%**	**3.4%**	**2.9%**	**-4.9%**	**2.6%**	**3.6%**	**6.4%**	**3.4%**	**2.7%**	**4.0%**	**5.1%**
화장품	8.3%	-2.7%	-12.5%	-14.4%	-7.3%	-2.5%	-0.7%	0.1%	-4.2%	-2.7%	2.5%
생활용품	6.4%	5.3%	7.1%	3.6%	6.0%	5.4%	7.7%	4.0%	5.6%	5.8%	5.0%
음료	11.3%	9.3%	12.2%	-2.6%	11.4%	8.9%	11.7%	7.4%	8.0%	10.0%	8.7%
성장성(YoY %)											
연결 매출액	-1.8%	-8.8%	-7.8%	-8.5%	-4.9%	-0.8%	2.4%	0.8%	-6.7%	-0.7%	2.9%
화장품	-3.4%	-19.4%	-26.5%	-19.0%	-17.0%	-6.0%	5.0%	1.2%	-16.7%	-5.4%	3.9%
생활용품	2.2%	2.0%	4.1%	4.7%	4.2%	3.9%	0.6%	1.8%	3.2%	2.6%	4.4%
음료	-4.1%	-4.2%	2.4%	-6.7%	3.1%	0.5%	2.3%	-1.2%	-2.9%	1.2%	-0.2%
연결 영업이익	-5.7%	-65.4%	-56.5%	-	-70.6%	3.5%	125.5%	-	-62.8%	47.9%	31.8%

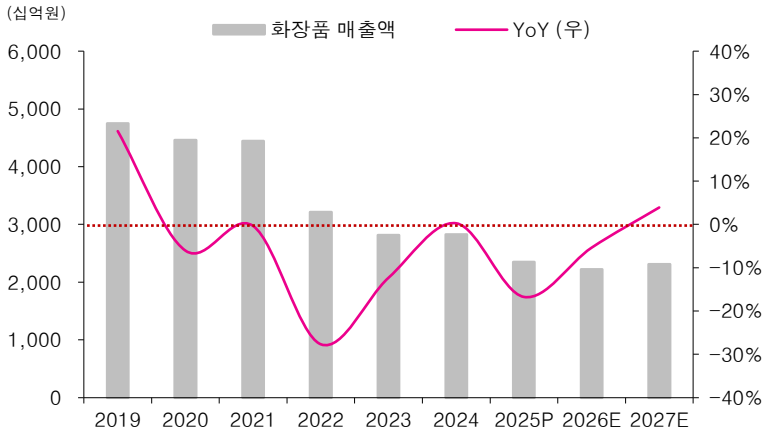
자료: 흥국증권 리서치센터

Key chart

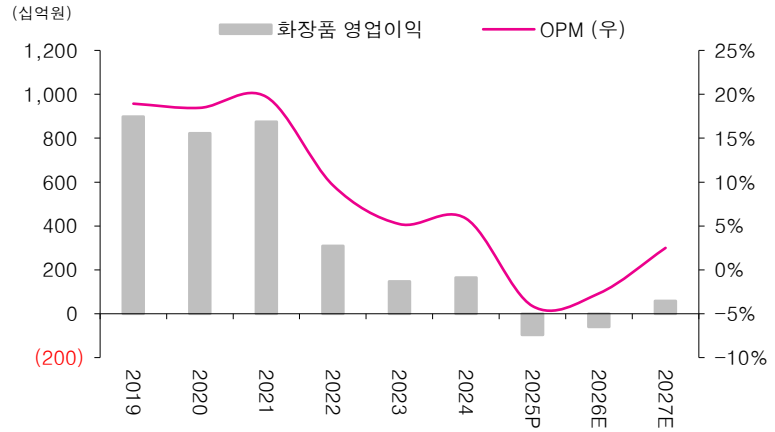
LG생활건강 분기별 면세 판매액 추이



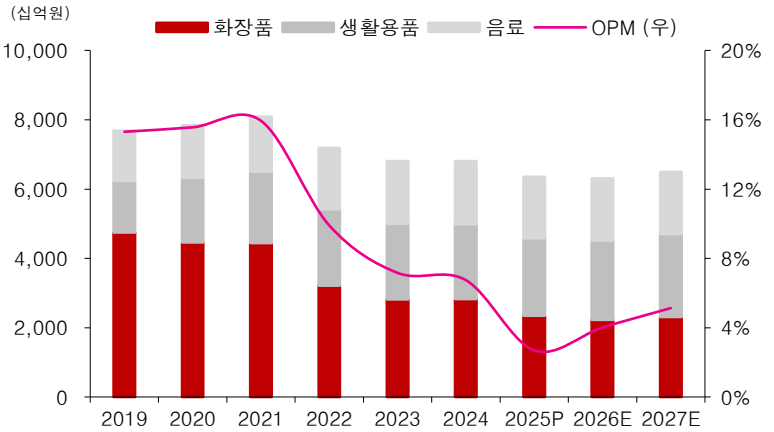
LG생활건강 화장품 부문 매출액 추이 및 전망



LG생활건강 화장품 부문 영업이익 추이 및 전망



LG생활건강 부문별 전체 연간 매출액 추이 및 전망



자료: 흥국증권 리서치센터

실적 추정치 변경 및 Valuation

실적 추정치 변경

	변경 전			변경 후			변경률		
	2025	2026E	2027E	2025	2026E	2027E	2025	2026E	2027E
매출액 (십억원)	6,364	6,306	6,478	6,356	6,309	6,494	0%	0%	0%
영업이익 (십억원)	245	263	350	171	252	333	-30%	-4%	-5%
영업이익률 (%)	*3.8%*	*4.2%*	*5.4%*	*2.7%*	*4.0%*	*5.1%*			
지배기업순이익 (십억원)	157	169	226	(100)	135	211	-164%	-20%	-7%

LG생활건강 목표주가 산정 P/E Multiple Valuation

	2027E	비고
EPS (원)	14,180	
목표 PER (배)	17.3	글로벌 화장품 브랜드 12M Fwd P/E 평균에 25% 할인 적용
목표주가 (원)	**240,000**	
현재주가 (원)	267,000	
상승여력 (%)	-10.1%	

자료: 흥국증권 리서치센터

LG생활건강(051900) 요약 재무제표

포괄손익계산서 (단위:십억원)

결산기	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	**6,805**	**6,812**	**6,356**	**6,309**	**6,494**
증가율(Y-Y,%)	(5.3)	0.1	(6.7)	(0.7)	2.9
영업이익	**487**	**459**	**171**	**252**	**333**
증가율(Y-Y,%)	(31.5)	(5.7)	(62.8)	47.9	31.8
EBITDA	757	715	415	502	574
영업외손익	(211)	(142)	(234)	(73)	(53)
순이자수익	7	16	9	32	44
외화관련손익	(1)	(11)	4	6	6
지분법손익	10	6	3	1	1
세전계속사업손익	276	317	(63)	179	279
당기순이익	**164**	**204**	**(86)**	**138**	**215**
지배기업당기순이익	**143**	**189**	**(100)**	**135**	**211**
증가율(Y-Y,%)	(39.7)	32.5	적전	흑전	55.9
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	(4.6)	(5.6)	(4.0)	(2.5)	(1.6)
영업이익증가율(3Yr)	(26.4)	(29.1)	(37.9)	(19.7)	(10.2)
EBITDA증가율(3Yr)	(20.1)	(23.0)	(25.4)	(12.8)	(7.0)
순이익증가율(3Yr)	(41.4)	(38.1)	n/a	(5.5)	1.8
영업이익률(%)	7.2	6.7	2.7	4.0	5.1
EBITDA마진(%)	11.1	10.5	6.5	7.9	8.8
순이익률(%)	2.4	3.0	(1.4)	2.2	3.3
NOPLAT	**288**	**296**	**124**	**194**	**256**
(+) Dep	270	256	245	249	242
(-) 운전자본투자	(91)	112	(50)	(9)	16
(-) Capex	152	131	96	142	147
OpFCF	497	308	322	310	335

재무상태표 (단위:십억원)

결산기	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	2,430	2,856	2,414	2,302	2,283
현금성자산	928	1,271	908	804	740
매출채권	571	609	568	564	580
재고자산	885	922	861	854	879
비유동자산	4,791	4,550	4,407	4,328	4,262
투자자산	476	359	333	347	361
유형자산	2,307	2,226	2,095	2,021	1,958
무형자산	2,008	1,964	1,979	1,961	1,944
자산총계	**7,220**	**7,406**	**6,821**	**6,631**	**6,545**
유동부채	1,090	1,296	932	726	548
매입채무	749	727	718	716	741
유동성이자부채	222	457	123	(86)	(293)
비유동부채	582	424	383	322	260
비유동이자부채	319	178	121	49	(23)
부채총계	**1,671**	**1,720**	**1,316**	**1,048**	**809**
자본금	89	89	89	89	89
자본잉여금	97	97	97	97	97
이익잉여금	5,604	5,696	5,504	5,581	5,734
자본조정	(357)	(315)	(303)	(303)	(303)
자기주식	(71)	(71)	(47)	(47)	(47)
자본총계	**5,549**	**5,686**	**5,505**	**5,583**	**5,736**
투하자본	5,023	4,961	4,748	4,646	4,581
순차입금	(387)	(637)	(665)	(841)	(1,056)
ROA	2.0	2.6	(1.4)	2.0	3.2
ROE	2.7	3.4	(1.8)	2.5	3.8
ROIC	5.6	5.9	2.5	4.1	5.6

주요투자지표 (단위:십억원, 원)

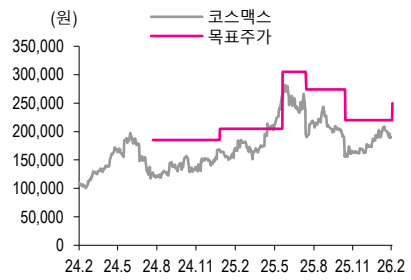
결산기	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Per share Data					
EPS	8,664	11,633	(7,502)	8,912	14,180
BPS	306,665	314,161	309,523	313,986	322,782
DPS	3,500	3,500	3,510	3,520	3,530
Multiples(x,%)					
PER	41.0	26.2	(34.9)	29.4	18.5
PBR	1.2	1.0	0.8	0.8	0.8
EV/ EBITDA	7.3	6.2	8.6	6.8	5.5
배당수익율	1.0	1.1	1.3	1.3	1.3
PCR	9.0	7.5	20.8	11.9	10.1
PSR	0.9	0.8	0.7	0.7	0.7
재무건전성(%)					
부채비율	30.1	30.2	23.9	18.8	14.1
Net debt/Equity	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Net debt/EBITDA	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
유동비율	223.0	220.4	258.9	317.1	416.3
이자보상배율	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
이자비용/매출액	0.3	0.3	0.3	0.1	n/a
자산구조					
투하자본(%)	78.2	75.3	79.3	80.1	80.6
현금+투자자산(%)	21.8	24.7	20.7	19.9	19.4
자본구조					
차입금(%)	8.9	10.0	4.2	(0.7)	(5.8)
자기자본(%)	91.1	90.0	95.8	100.7	105.8

현금흐름표 (단위:십억원)

결산기	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업현금	**659**	**528**	**199**	**393**	**437**
당기순이익	164	204	(86)	138	215
자산상각비	270	256	245	249	242
운전자본증감	113	(114)	65	9	(16)
매출채권감소(증가)	24	(33)	38	4	(17)
재고자산감소(증가)	75	(3)	52	6	(25)
매입채무증가(감소)	39	(33)	(67)	(2)	25
투자현금	**(141)**	**(152)**	**(178)**	**(163)**	**(169)**
단기투자자산감소	4	(5)	(77)	(4)	(4)
장기투자증권감소	4	(2)	(2)	(3)	(3)
설비투자	(152)	(131)	(96)	(142)	(147)
유무형자산감소	12	(15)	(10)	(14)	(15)
재무현금	**(268)**	**(53)**	**(457)**	**(338)**	**(337)**
차입금증가	(171)	7	(267)	(280)	(279)
자본증가	0	0	0	0	0
배당금지급	(97)	(60)	(59)	(58)	(58)
현금 증감	255	343	(440)	(108)	(69)
총현금흐름(Gross CF)	**700**	**716**	**219**	**384**	**452**
(-) 운전자본증가(감소)	(91)	112	(50)	(9)	16
(-) 설비투자	152	131	96	142	147
(+) 자산매각	12	(15)	(10)	(14)	(15)
Free Cash Flow	651	459	163	237	275
(-) 기타투자	(4)	2	2	3	3
잉여현금	655	457	161	234	272

주) 재무제표는 연결기준으로 작성

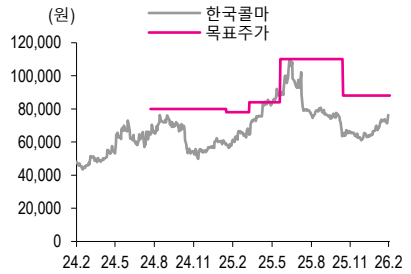
코스맥스 - 주가 및 당사 목표주가 변경



최근 2년간 당사 투자의견 및 목표주가 변경

날짜	투자의견	적정가격(원)	평균주가 괴리율(%)	최고(최저)주가 괴리율(%)
2024-08-19	담당자변경			
2024-08-19	Buy	185,000	(24.7)	(9.1)
2025-01-23	Buy	205,000	(11.0)	28.3
2025-06-19	Buy	305,000	(16.7)	(7.5)
2025-08-13	Buy	274,000	(23.7)	(11.1)
2025-11-13	Buy	220,000	(19.1)	(5.0)
2026-03-03	Buy	250,000		

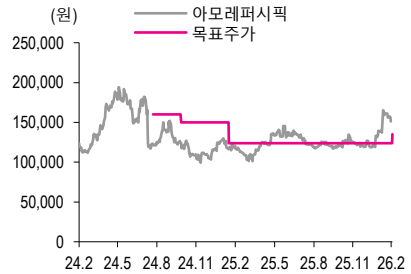
한국콜마 - 주가 및 당사 목표주가 변경



최근 2년간 당사 투자의견 및 목표주가 변경

날짜	투자의견	적정가격(원)	평균주가 괴리율(%)	최고(최저)주가 괴리율(%)
2024-08-19	담당자변경			
2024-08-19	Buy	80,000	(21.7)	(4.8)
2025-02-13	Buy	78,000	(19.7)	(12.6)
2025-04-08	Buy	84,000	(4.5)	9.6
2025-06-19	Buy	110,000	(23.5)	(0.7)
2025-11-13	Buy	88,000	(24.5)	(13.3)
2026-03-03	Buy	88,000		

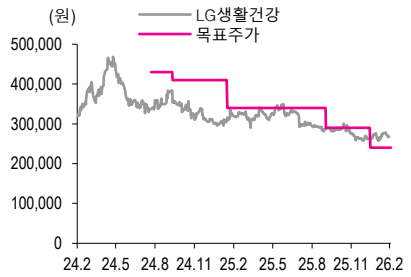
아모레퍼시픽 - 주가 및 당사 목표주가 변경



최근 2년간 당사 투자의견 및 목표주가 변경

날짜	투자의견	적정가격(원)	평균주가 괴리율(%)	최고(최저)주가 괴리율(%)
2024-08-19	담당자변경			
2024-08-19	Buy	160,000	(18.1)	(4.9)
2024-10-24	Buy	150,000	(23.6)	(13.5)
2025-02-13	Hold	124,000	0.5	33.2
2026-03-03	Hold	135,000		

LG생활건강 - 주가 및 당사 목표주가 변경



최근 2년간 당사 투자의견 및 목표주가 변경

날짜	투자의견	적정가격(원)	평균주가 괴리율(%)	최고(최저)주가 괴리율(%)
2024-08-19	담당자변경			
2024-08-19	Buy	430,000	(17.5)	(10.6)
2024-10-08	Hold	410,000	(20.8)	(12.7)
2025-02-13	Hold	340,000	(7.6)	0.3
2025-10-02	Hold	290,000	(4.3)	3.8
2026-01-14	Hold	240,000	12.0	7.1
2026-03-03	Hold	240,000		

투자의견(향후 12개월 기준)

기업	Buy(매수): 15% 이상	산업	OVERWEIGHT (비중확대): 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상
	Hold(중립): -15% ~15%		NEUTRAL (중립): 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준(± 5%) 예상
	Sell(매도): -15% 이하		UNDERWEIGHT (비중축소): 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상

최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율 (2025년 12월 31일 기준)

Buy	(97.4%)	Hold	(2.6%)	Sell	(0.0%)

Compliance Notice

- 당사는 보고서 제공시점 현재 상기 종목을 1% 이상 보유하고 있지 않으며, 동 보고서를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자는 상기 종목의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 보고서 제공시점 기준으로 지난 6개월간 상기 종목의 유가증권 발행에 주간사로 참여한 사실이 없습니다.
- 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서는 당사 고객들의 투자에 관한 정보를 제공할 목적으로 당사 고객에 한하여 배포되는 자료입니다. 본 보고서의 내용은 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 신뢰성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 보고서가 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 본 보고서의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 동의없이 무단 복제, 대여, 전송, 변형 및 배포 될 수 없습니다.

흥국씨앗체

흥국씨앗체는 흥국의 기업철학 모티브를 반영한 글씨체로서, 세계 3대 디자인상인 독일 '2015 iF 디자인 어워드'에서 커뮤니케이션 분야 브랜드 아이덴티티 부문 본상을 수상하였습니다. 친근하고 희망적인 느낌의 흥국씨앗체는 고객존중과 으뜸을 지향하는 흥국의 아이덴티티를 부각시킵니다.

Thank you

http://www.heungkuksec.co.kr

본 조사자료는 고객의 투자에 참고가 될 수 있는 각종 정보제공을 목적으로 제작되었습니다.
본 조사자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다.
따라서 이 조사자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 조사자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단복제 및 배포할 수 없습니다.

□ 주소 (본사) 서울시 영등포구 국제금융로2길 32(여의도파이낸스타워 14층)
(사무소) 서울시 영등포구 국제금융로2길 32(여의도파이낸스타워 6층)
□ 전화번호 영업부 대표 02)6742-3600
□ 팩스 영업부 대표 02)6742-3629