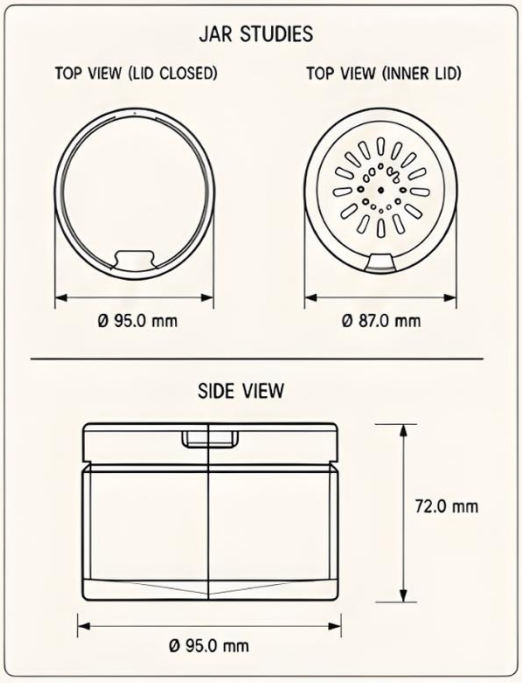
Born in Korea:
글로벌 화장품 레시피의 보고

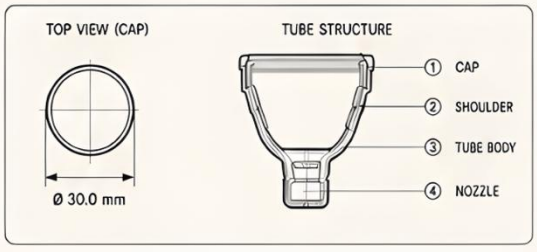
1. PORE PAD RECIPE

DAILY EXFOLIATING PAD
FORMULA: PORE REFINING



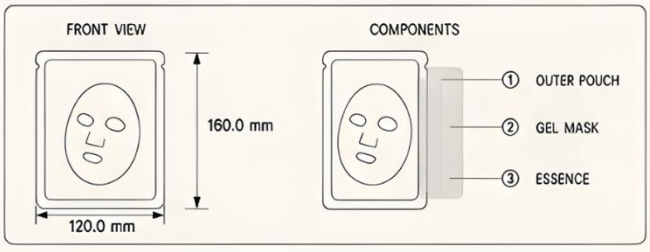
2. TUBE SUN CREAM RECIPE

DAILY UV CARE
FORMULA: SPF 50+ PA++++



3. GEL MASK RECIPE

DAILY INTENSIVE MASK
FORMULA: HYDRATING & SOOTHING



BNK 투자증권
BNK리서치센터 | 김지은 | 소비재 | juliakim@bnkfn.co. kr | (02)2071-7687

화장품

인디 브랜드 스킨케어 중심의 지역 다변화 초입

K-뷰티의 성장축은 중국에서 미국·유럽으로 분산되고 있다. 이제 시장의 초점은 브랜드가 아니라 그 성장을 제조하는 ODM으로 넘어가고 있다. 인디 브랜드의 폭발적 성장은 일시적 유행이 아닌, SNS·글로벌이커머스·트렌드 중심 소비가 결합된 구조 변화다. 따라서 한국 화장품 ODM은 K-뷰티 글로벌 확장의 핵심 인프라로 재평가될 국면에 들어섰다.

레거시 브랜드의 대응 전략

브랜드사는 SNS와 D2C 마케팅으로 글로벌 소비자를 확보하지만, 실제 히트 SKU를 빠르게 제품화하고 안정적으로 대량 생산하는 것은 ODM의 몫이다. 특히 ODM은 처방권을 소유하기 때문에, 브랜드사가 제조사를 쉽게 바꾸기 어렵다. 제형과 효능의 미세한 변화만으로도 소비자 이탈이 발생할 수 있는 화장품 특성상, 인기 SKU일수록 ODM과의 관계가 고착화된다. 실제 대형 ODM사는 매출액 대비 5~6% 수준의 높은 R&D 투자를 지속하고 있으며, 글로벌 MNC가 스킨케어 일부를 한국 ODM에 아웃소싱하기 시작했다는 점은 국내 ODM 기술력에 대한 재평가 신호로 볼 수 있다.

ODM의 성장 동력: 오프라인 침투와 해외 규제 장벽

앞으로의 관전 포인트는 오프라인 침투, 규제 대응, 생산 능력 확장이다. K-뷰티 인디브랜드는 아직 미국·일본 등 주요 시장에서 온라인 채널 중심으로 성장하고 있으나, H&B·드럭스토어 등 오프라인 확대가 본격화되면 초도 물량·안전재고·프로모션 물량이 선제적으로 ODM 수주로 연결된다. 또한 글로벌 규제가 복잡해질수록 인허가·시험·처방데이터·생산 인프라를 갖춘 대형 ODM의 진입장벽은 높아진다.

투자의견 Overweight, Top-pick 한국콜마 제시

Top pick으로 한국콜마(TP 112,000원)를 제시한다. 선케어에 이어 스킨케어 히트 제품 연쇄효과가 가시화되고 있다. 차선호주로는 코스맥스(TP 243,000원)를 제시한다. 코스맥스는 미국 법인 BEP 달성과 태국 캐파 확대가 하반기 실적의 추가 드라이버로 작동할 전망이다.

목차

Ⅰ. K-뷰티는 어떻게 성장했나 _ 04

1. 한국 화장품, 수출 지역 비중 변화

2. 이번 전성기의 주역은 인디브랜드

Ⅱ. 레시피를 가진 자가 판을 짠다 _ 12

1. ODM의 구조적 해자

2. 트렌드 대응을 위해 변화하는 레거시 브랜드

Ⅲ. ODM 산업의 성장 공식 _ 17

Ⅳ. 글로벌 규제 대응 역량에 따른 수주 재편_ 19

Ⅴ. 결론 _ 20

Ⅵ. 투자전략 _ 21

Ⅳ. 관련 기업 리포트 _ 22

1. 한국콜마(161890) [매수, TP: 112,000원]

2. 코스맥스(192820) [매수, TP: 243,000원]

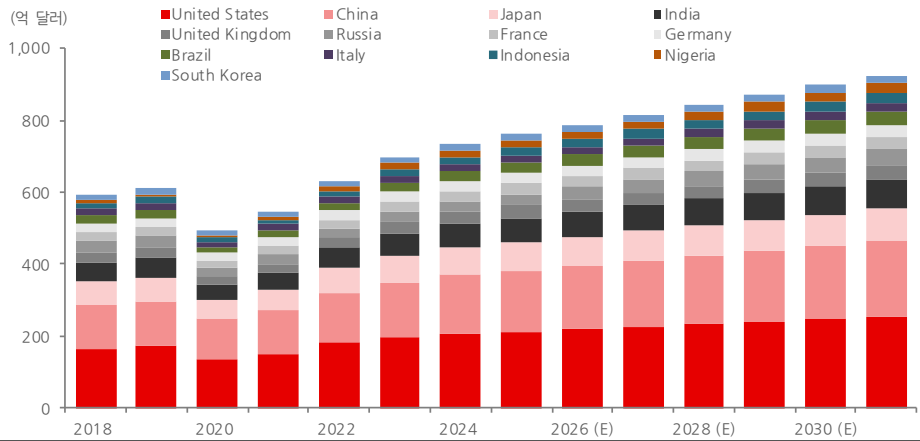
I. K-뷰티는 어떻게 성장했나

2025년 한국 화장품(HS 3304) 수출액은 94.2억 달러(+10% YoY)를 기록했으며, 현재 2026년 3월까지 25.7억 달러(+19% YoY)를 확정하면서 글로벌 수출 확대 기조가 이어지고 있다. 이 성장을 이끈 것은 구다이글로벌·APR 등 인디브랜드이며, 이들의 제조 인프라를 제공한 곳이 국내 ODM(제조자개발생산)이다. 시장은 여전히 인디브랜드 수혜주로만 평가하지만 실상은 다르다. 현재 국내 ODM사는 단순 처방[주1]을 넘어 규제 대응, 글로벌 인허가 등을 아우르는 K-뷰티 산업의 토대로 변모하는 초입에 들어섰다고 판단한다. 세계 최대 화장품 기업 스킨케어 아웃소싱 개시, EU CSDDD·PPWR이 만드는 규제 진입장벽, 인디브랜드 히트 SKU[주2] 증가가 그 근거이다.

주1: 제품을 만들기 위한 성분 구성과 배합 비율, 즉 포뮬러(Formula)

주2: Stock Keeping Unit, 재고 관리 단위

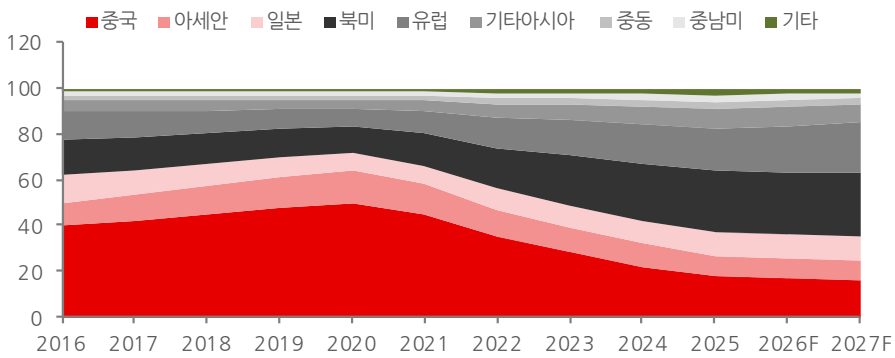
Fig. 1: 글로벌 화장품 시장 국가별 규모 추이 및 전망



자료: Statista, BNK투자증권

주석: 매출액 기준

Fig. 2: 한국 화장품 글로벌 수출액 지역별 비중 추이 및 전망



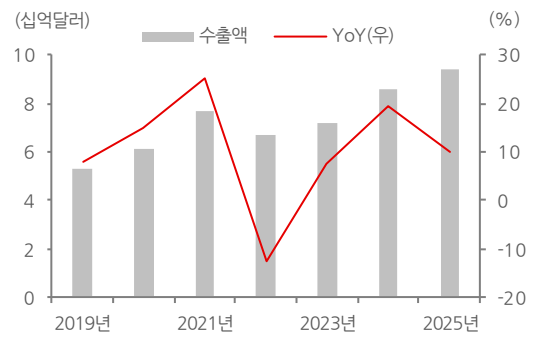
자료: K-stat, BNK투자증권

1. 한국 화장품 수출, 2025년 94억 달러- 수출 지역 비중 변화

한국 화장품 수출액은 2019년 53.2억 달러 대비 6년간 77% 성장한 94억 달러이다. 여기서 주목해야할 것은 총액의 성장보다 지역 구성의 다변화이다. K-뷰티 1차 전성기(2014~2016년)의 성장 엔진은 중국이었다. 중화권 수출 비중은 2021년 62.0%로 정점을 찍었고, 아모레퍼시픽(설화수)과 LG생활건강(더후)의 합산 시가총액이 한국 화장품 시가총액의 60% 이상을 차지하던 시기이다.

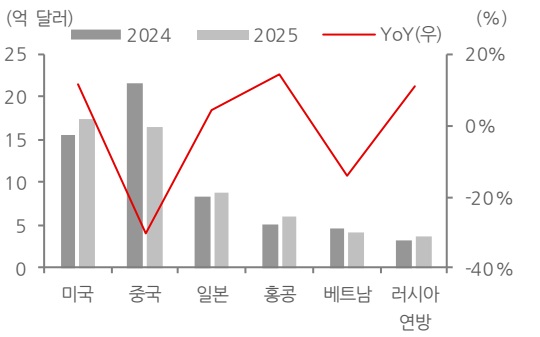
그러나 2022년 중국 봉쇄, C-뷰티 부상, 한한령 장기화의 복합적 리스크로 중화권 비중은 2025년 26.7%까지 급락했다. 같은 기간 전체 수출액이 오히려 증가했다는 사실은, 중국을 대체하는 새로운 성장축이 이미 작동하고 있음을 의미한다. 미국향 수출 비중은 2019년 8.1%에서 2025년 18.6%로 확대되었고, 유럽은 같은 기간 2.4%에서 8.7%로 3.6배 성장했다. 2026년 1분기 데이터는 이 추세가 가속되고 있음을 보여준다. 1Q26 유럽향 수출은 전년동기 대비 +76.2%, 미국향은 +39.9% 성장한 반면, 중화권은 -5.0%로 역성장했다.

Fig. 3: 한국 화장품 수출액 추이 및 전망



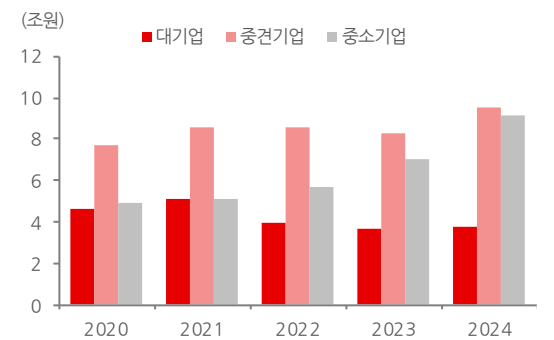
자료: K-stat, BNK투자증권

Fig. 4: 주요 국가별 화장품 수출액 현황



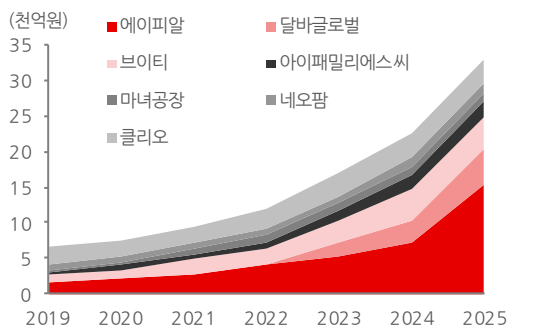
자료: Trass, BNK투자증권

Fig. 5: 국내 화장품 기업 규모별 매출액



자료: 한국보건산업진흥원, BNK투자증권

Fig. 6: 국내 인디 브랜드 매출액 추이



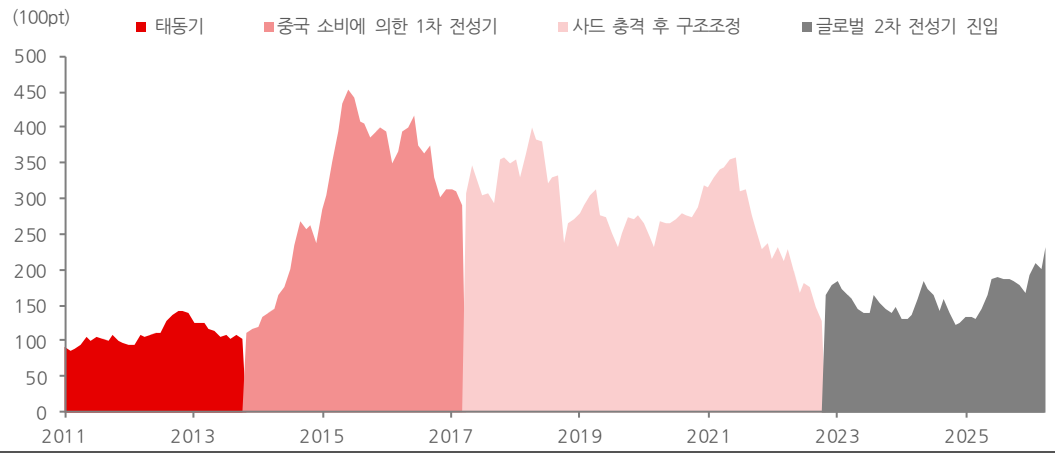
자료: 상장사 기준, Quantiwise, BNK투자증권

2. 이번 전성기의 주역은 인디브랜드

한국 화장품 산업은 과거에도 ODM을 토대로 한 인디브랜드 전성기를 경험한 바 있다. 2010년대 초중반 중국 소비자들의 K-뷰티 수요가 폭발하면서 설화수, 더후가 화장품 시장을 주도했지만 그 뒤로 미샤, 이니스프리, 에뛰드 하우스 등 로드샵 브랜드도 급성장했고, 이들의 제품 대부분은 한국 ODM사가 생산했다. 그러나 2017년 사드(THAAD) 배치에 따른 중국의 한한령, 그리고 이에 선행한 과잉 생산과 재고 사이클 붕괴가 겹치면서 1차 전성기는 종료되었다. 이후 한국 화장품 산업은 약 5년간의 조정기를 거쳤다.

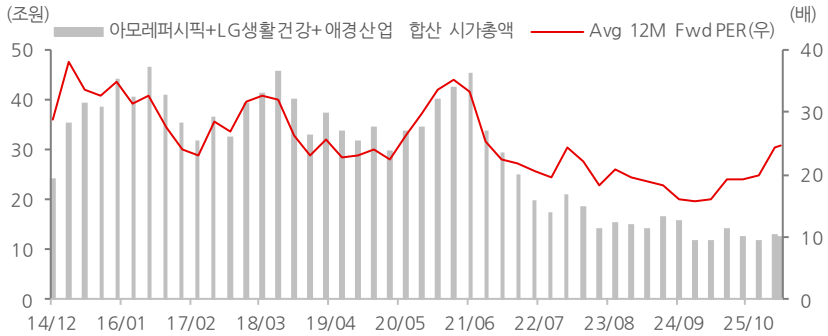
현재 한국 화장품 브랜드는 다시 고속 성장 국면에 진입했다. 그러나 이번 성장은 과거와 본질적으로 다르다. 첫째, 중국에 편향되었던 수출 구조가 미국·유럽·일본·동남아로 다변화되었다. 둘째 성장의 촉매가 달라졌다. 코로나 19이후 소비자들의 생활 패턴이 변화하면서 틱톡·인스타그램·유튜브 등 온라인 SNS 기반 소비 시장이 급속히 확대되었고, 이 흐름의 가장 큰 수혜를 받은 것이 브랜딩 가치가 높은 화장품 카테고리였다. K-뷰티 인디브랜드는 SNS 바이럴과 글로벌 이커머스 플랫폼을 결합하여, 과거 로드샵 브랜드가 중국 단일 시장에 의존했던 것과 달리 처음부터 글로벌 다지역 동시 침투를 실현했다. 인디브랜드 성공의 저변에는 성분 중심 소비로의 패러다임 전환이 있다. 클린뷰티로 시작되어 현재 더마코스메틱으로 이어진 관심이 브랜드 충성도를 약화시키는 동시에 처방 기술력을 보유한 ODM의 역할을 강화하는 방향으로 작용했다. 이것은 과거 중국 소비에 의한 전성기와 구별된다.

Fig. 7: 화장품 업종지수 추이



자료: Quantiwise, BNK투자증권

Fig. 8: 아모레퍼시픽, LG생활건강, 애경산업 시가총액 추이 및 P/E

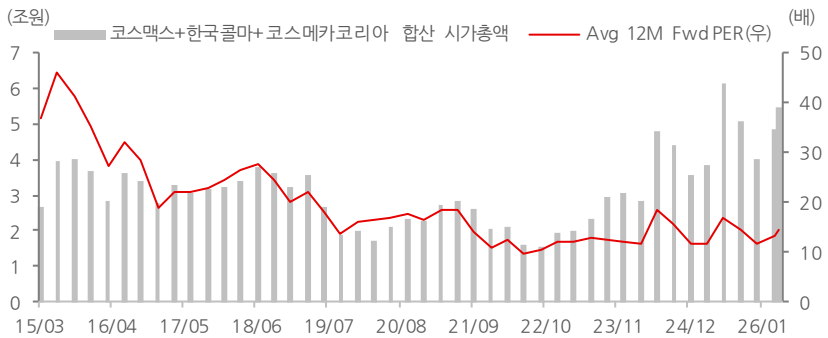


자료: Quantiwise, BNK투자증권

Fig. 9: 인디브랜드 시가총액 추이 및 P/E

자료: Quantiwise, BNK투자증권

Fig. 10: 국내 화장품 ODM 시가총액 추이 및 P/E

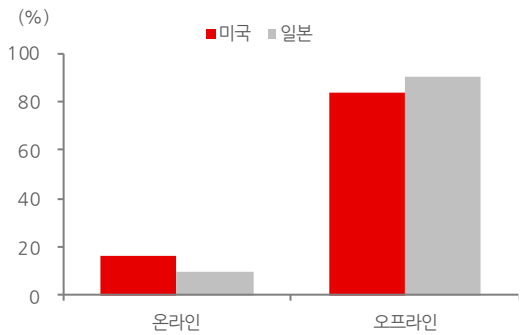


자료: Quantiwise, BNK투자증권

오프라인 채널 침투에 대한 선제적 수주는 이미 시작되었다

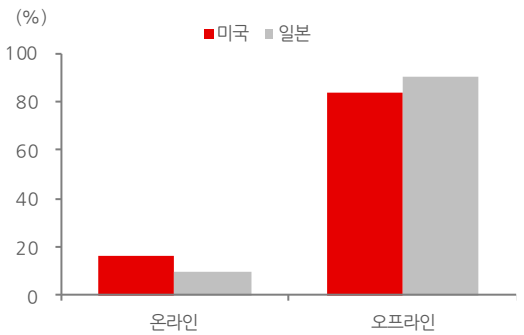
구다이글로벌(조선미녀 모회사)은 2025년 연결 매출 1조 4700억원을 돌파했고, APR(메디큐브)은 2025년 매출 1조 5,273억원(+111% YoY)·OPM 23.9%를 기록하며 아모레퍼시픽 시가총액을 추월했다. 인디브랜드의 성공 공식은 명확하다. 첫째, SNS 기반 D2C(Direct to Customer) 마케팅으로 국내뿐만 아닌 글로벌 소비자에 동시 다발적으로 접근한다. 둘째, 한국 ODM의 레시피 기반 제조 역량과 3~6개월의 빠른 제품화 속도를 활용한다. 셋째, 실리콘투·아마존 등 크로스보더 유통 플랫폼을 통해 초기 자본 없이도 글로벌 확장이 가능하다. 이 과정에서 ODM은 인프라 역할을 수행했다. 그러나 시장은 ODM을 여전히 인디브랜드 수혜주로만 평가하고 있다. 당사는 이 프레임이 Phase 1에 머물러 있다고 판단한다. Phase2에서는 ODM의 역할과 가치가 근본적으로 다르다. 글로벌 확장이 가속화되는 구간에서 원/달러 환율 상승은 ODM사의 수주 물량 확대를 유도하는 이익 성장의 동력이 되고 있다. 반대의 경우에는 원가 상승 리스크를 가격 전가 구조를 통해 방어한다.

Fig. 11: 소매시장 온/오프라인 비중



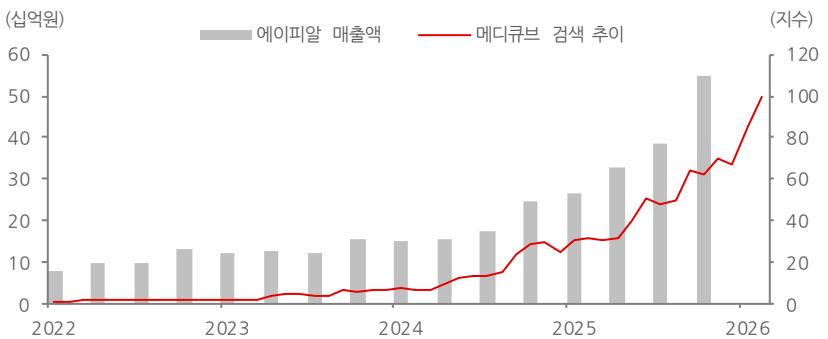
자료: US Census Bureau, Ministry of Economy, BNK투자증권
주석: 미국('25년 기준), 일본('24년 기준)

Fig. 12: 화장품 시장 온/오프라인 비중



자료: Euromonitor, Ministry of Economy, BNK투자증권
주석: '24년 기준

Fig. 13: 에이피알 매출액 추이와 메디큐브 구글 트렌드의 상관관계



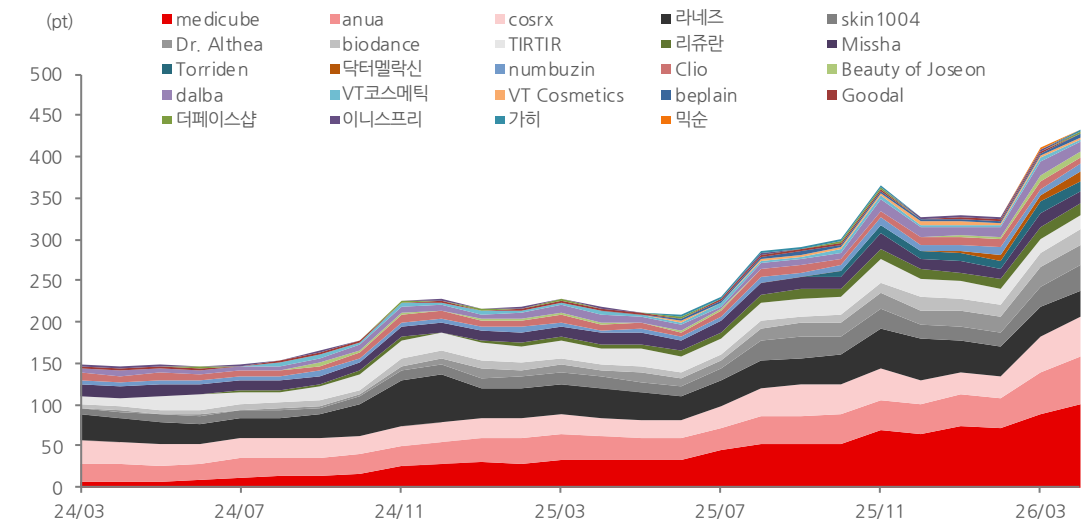
자료: Google trend, Dataguide, BNK투자증권

매장 입점 시 초도 물량·안전재고·프로모션 물량 선행 발주

K-뷰티 수출의 추가 성장 여력은 오프라인 채널 침투에 달려 있다. 미국과 일본의 화장품 시장은 오프라인 비중이 각각 70%, 90%에 달하나, K-뷰티의 현재 침투는 아마존·큐텐 등 온라인 채널에 집중되어 있다. 리테일러 유통비(40~50%), 슬로팅 피, MNC의 매대 지배력을 고려하면 K-뷰티의 핵심 경쟁력 중 하나인 가성비 컨셉이 오프라인에서도 유지될 수 있는지는 검증이 필요하다. 일본에서도 온라인 성공이 오프라인으로 완전히 전이되지 못한 선례가 있다. 그러나 ODM 관점에서 중요한 것은 오프라인 성공 자체보다 진출 시도가 만드는 수주 효과이다.

브랜드가 ULTA·세포라와 같은 오프라인 채널 입점을 추진하면 초도 물량·안전재고·프로모션 물량이 선행적으로 ODM에 발주된다. 올리브영의 미국 법인 설립(2025.02), 실리콘투의 미국 4,000개 매장 협업 등 오프라인 시도가 본격화되는 2026~2027년은 ODM 수주 확대의 변곡점이 될 전망이다. 현재 올리브영은 미국 서부센터를 구축하고 물류센터 가동을 시작했으며, 개점('26년 5월 예정) 준비 막바지에 있다.

Fig. 14: 전세계 K-뷰티브랜드 검색수 추이



자료: 구글트렌드, BNK투자증권

Fig. 15: 글로벌 H&B 채널별 베스트셀러 상위 순위

국가	H&B store	순위	제품명	제조사
영국	Boots	1위	Beauty of Joseon Relief Sun : Rice + Probiotics 50ml	한국콜마
영국	Boots	2위	Beauty of Joseon Relief Sun Aqua-Fresh : Rice + B5 50ml	한국콜마
영국	Boots	3위	SKIN1004 Madagascar Centella Hyalu-Cica Water-Fit Sun Serum	한국콜마
영국	Boots	4위	Anua Heartleaf Silky Moisture Sunscreen SPF50	한국콜마
영국	Boots	5위	Anua Azelaic Acid 10 Hyaluron Redness Soothing Serum	코스맥스
영국	Boots	7위	Beauty of Joseon Revive Eye Serum: Ginseng + Retinal	그린코스
영국	Boots	8위	SKIN1004 Madagascar Centella Ampoule 55ml	에스알바이오텍
영국	Boots	9위	Beauty of Joseon Revive Under Eye Patch: Ginseng + Retinal	한국콜마
영국	Boots	10위	Medicube Zero Pore Pad 2.0	Encos
영국	Boots	11위	Anua Azelaic Acid Serum + PDRN Serum Bundle	코스맥스
영국	Boots	13위	Biodance Bio Collagen-Real Deep Mask	Encos
영국	Boots	15위	Beauty of Joseon Glow Replenishing Rice Milk	한국콜마
영국	Boots	18위	Anua Niacinamide 10% + TXA 4% Serum	코스맥스
영국	Boots	20위	Beauty of Joseon Dynasty Cream	코스메카코리아
영국	Boots	21위	Anua Heartleaf Quercetinol Pore Deep Cleansing Foam	코스맥스
영국	Boots	22위	Anua TXA + Niacinamide & PDRN + Hyaluronic Bundle	코스맥스
영국	Boots	26위	Dr. Althea 345 Relief Cream	한국콜마
영국	Boots	27위	Beauty of Joseon Glow Serum: Propolis + Niacinamide	코스맥스
영국	Boots	30위	Anua PDRN Hyaluronic Acid Capsule 100 Serum	CNF COS
프랑스	Sephora	1위	Erborian: CC Crème	로레알
프랑스	Sephora	3위	Yepoda: The Depuff Eyespresso	-
프랑스	Sephora	4위	Beauty of Joseon: Relief Sun: Rice + Probiotics SPF50+	한국콜마
프랑스	Sephora	8위	Biodance: Bio Collagen-Real Deep Mask	Encos
프랑스	Sephora	15위	LANEIGE: Water Bank Cream Moisturizer	아모레퍼시픽
프랑스	Sephora	20위	LANEIGE: Lip Sleeping Mask	아모레퍼시픽
프랑스	Sephora	21위	Erborian: BB Crème Au Ginseng	한국콜마
프랑스	Sephora	23위	Beauty of Joseon: Dynasty Cream	코스메카코리아
프랑스	Sephora	24위	Beauty of Joseon:Revive Eye Serum: Ginseng + Retinal	그린코스
독일	DM	1위	147 Barrier Cream 50g	한국콜마
독일	DM	9위	Airy Fit Rice Sheet Mask	에이블씨앤씨
독일	DM	27위	Vitamin C Boosting Serum 30ml	한국콜마
독일	DM	34위	Airy Fit Aloe Sheet Mask	에이블씨앤씨
독일	Nocibe	35위	Belif: Aqua bomb brightening vitamin C cream 50ml	LG H&H
독일	Nocibe	44위	Belif: Moisturizing bomb sheet mask 25ml	LG H&H
독일	Nocibe	45위	Biodance:Hydrogel Mask Discovery Set	Encos
미국/캐나다	Sephora	29위	Biodance: Bio Collagen Real Deep Mask	Encos
미국/캐나다	Sephora	30위	Laneige: Lip Sleeping Mask	아모레퍼시픽
미국/캐나다	Sephora	33위	Innisfree: Daily UV Invisible Korean Sunscreen Lotion SPF50+ PA++++	아모레퍼시픽
미국/캐나다	Sephora	36위	Beauty of JoseonDay Dew Sunscreen Lightweight SPF50	한국콜마
미국	Ulta	9위	Medicube Zero Pore Pad 2.0	Encos

주) Boots는 beauty&skincare 기준, Sephora, DM, Ulta는 스킨케어 기준, Nocibe는 전체 뷰티 카테고리 기준,
자료: 각 홈페이지, BNK투자증권

Fig. 16: 아마존 베스트셀러 상위 순위

국가	E-commerce	순위	제품명	제조사
미국	Amazon	1위	Medicube Zero Pore Pad 2.0	엔코스
미국	Amazon	2위	Biodance: Bio Collagen Real Deep Mask	엔코스
미국	Amazon	7위	Medicube: Wrapping Mask Collagen Overnight peel off Facial Mask	코스맥스
미국	Amazon	15위	Medicube: jelly Cream with Hyaluronic Acid	한국씨앤비
미국	Amazon	32위	Medicube: Facial Cleanser Zero Pore Capsule	코스모코스
미국	Amazon	37위	KAHI: Wrinkle Bounce Multi balm stick	코스맥스
미국	Amazon	39위	Medicube: PDRN Pink Peptide Serum with salmon DNA	메가코스
미국	Amazon	42위	Dr.Melaxin: Calcium Multi Balm Stick	씨엔에프

주) Boots는 beauty&skincare, Sephora, DM, Ulta는 스킨케어, Nocibe는 전체 뷰티 카테고리, 2026년 5월 1일 기준
자료: Amazon, BNK투자증권

Fig. 17: 화장품 밸류체인별 기업 현황

자료: BNK투자증권

Ⅱ. 레시피를 가진 자가 판을 짠다

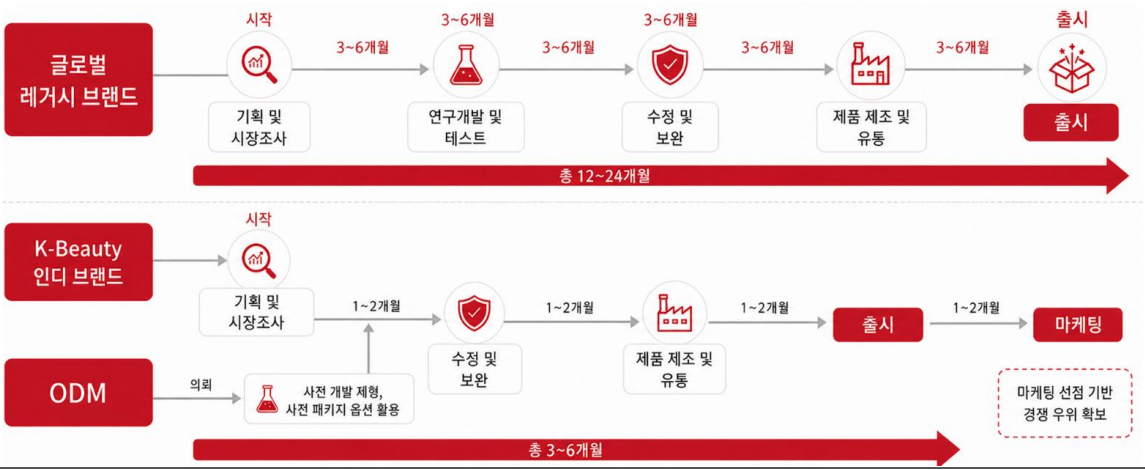
1. ODM의 구조적 해자

왜 브랜드가 ODM을 못 떠나는가

ODM과 OEM(주문자상표부착생산)의 본질적 차이는 처방 소유권의 귀속에 있다. OEM은 브랜드사가 처방을 소유하고 제조사는 이를 위탁 받아 생산만 수행하는 방식으로, 브랜드의 제조사 교체가 자유롭다. 반면 ODM은 제조사가 직접 R&D를 통해 처방을 개발하고 그 기술 소유권을 보유한다. 브랜드사는 해당 처방을 활용하여 제품을 출시하는 형태이다. 한국 화장품 제조 산업의 95% 이상은 제조사가 기술을 소유한 ODM 방식으로 운영되고 있다. 이러한 운영 방식은 동일 제품의 ODM사 교체가 어려운 현실을 보여준다.

브랜드사가 원가 절감을 위해 제조사를 교체하려 할 경우 두 가지 장벽에 부딪힌다. 첫째, 처방 사용이 불가능하다. 제조사를 옮기면 기존 히트 제품과 동일한 제품을 더 이상 생산할 수 없으며, 새로운 제조사의 처방을 사용해야 하므로 엄밀히 말하면 다른 제품이 된다. 둘째, 소비자 이탈 리스크가 발생한다. 화장품은 피부에 직접 닿는 제품이기 때문에 소비자들이 제형이나 효능의 미세한 변화를 민감하게 감지한다. 인기 있는 히트 SKU의 처방이 변경되어 소비자 반응이 달라질 경우, 브랜드사는 그동안 축적한 브랜드 신뢰도와 매출을 한순간에 잃을 수 있다. 이는 원가 절감 효과를 훨씬 상회하는 리스크이다.

Fig. 18: 브랜드 자사 제품 vs ODM 협력 기반 제품 출시 타임라인 비교



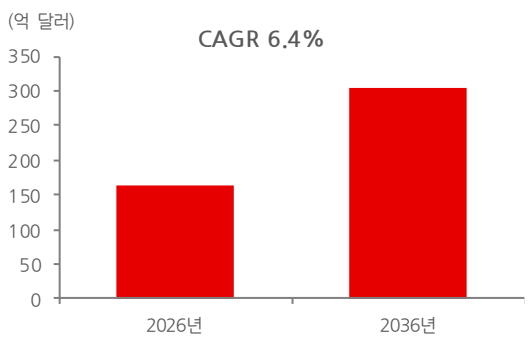
자료: BNK투자증권

R&D 투자

국내 ODM 기업 성장의 또 다른 핵심 동인은 지속적인 R&D 투자이다. 한국콜마는 매출액의 5~6%를 연구개발에 투자하는 기조를 유지하고 있다. 2024년 기준 한국콜마의 R&D 투자액은 1,553억원(YoY +12%)으로 증가했다. 코스맥스 한국 별도법인의 R&D 투자액도 1,367억원(YoY +31%)로 꾸준한 확대 추세이다. 이 수치가 의미 있는 이유는 기존 레거시 브랜드 기업의 매출 대비 R&D 투자 비중이 2~3% 수준인 반면, ODM 기업들은 5~6%를 유지한다.

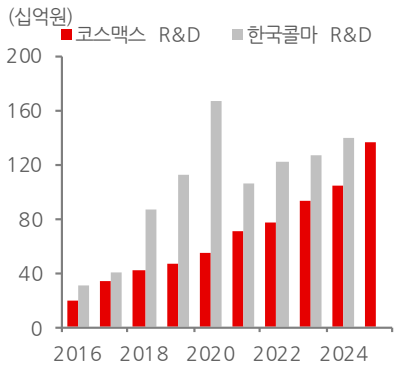
브랜드사보다 규모는 작지만 기술에 대한 투자는 2배 이상 높은 상황이다. 1,000명 이상의 연구원이 연간 8,000개 이상의 신제품을 개발하는 코스맥스, 스킨케어·선케어·메이크업·기능성 등 11개 전문 연구소를 운영하는 한국콜마 모두 이 투자의 산물이다. 처방권이 ODM 해자의 법적 기반이라면, R&D 투자는 그 해자를 매년 더 견고하게 만든다. 로레알·록시땅 등 세계 최대 화장품 업체가 한국 ODM에 스킨케어를 아웃소싱하기 시작한 배경도 결국 이 축적된 기술력에 대한 공식적 인정으로 해석된다.

Fig. 19: 글로벌 화장품 ODM 시장 전망



자료: Future Market Insight, BNK투자증권
주석: Leading Product Type: Sinkcare (46% share)

Fig. 20: 국내 대형 ODM R&D 비용 추이



자료: 각 사 사업보고서, BNK투자증권
주석: 한국콜마는 '18년 HK이노엔 인수, 코스맥스는 법인 합산

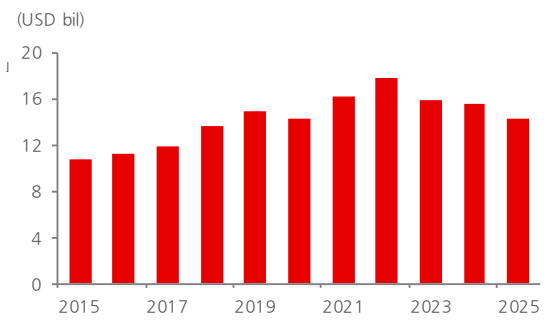
2. 트렌드 대응을 위해 변화하는 레거시 브랜드

글로벌 MNC의 전환이 시작되었다

글로벌 MNC의 ODM 활용 현황은 카테고리별로 극명하게 나뉜다. 메이크업은 이미 아웃소싱 비중이 70~80%에 달하며, 인터코스(이탈리아)가 에스티로더·로레알·LVMH 등 글로벌 Top30 중 24개사에 공급하고 있다. 코스맥스가 색조 분야에서 글로벌 경쟁력을 확보한 배경이기도 하다. 반면 스킨케어와 선케어는 MNC가 인하우스를 고수해온 영역이다. 효능·특허·피부안전성이 곧 브랜드 자산이라는 공식이 지배했고, 로레알은 전 세계 38개 자체 공장을 운영하며 스킨케어 인하우스 생산을 원칙으로 유지하고 있다. 그러나 ODM사가 제품의 전반적 상향평준화를 이뤄오면서 현재는 비싼돈을 주지 않더라도 좋은 성분과 기능을 가진 화장품을 구매할 수 있다.

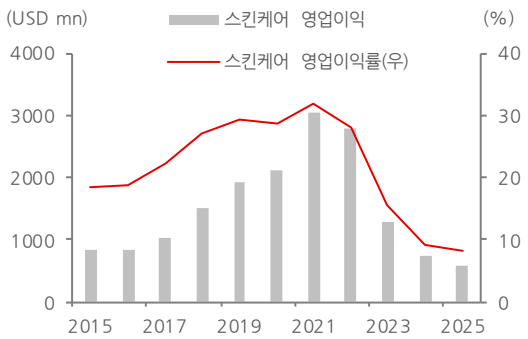
에스티로더의 구조조정이 아웃소싱 확대의 시장 신호이다. 에스티로더는 FY25 매출 143.3억 달러(-8.2% YoY), 영업손실 3.9억 달러를 기록하며 사상 최대 규모의 구조조정(7,000명 감원, 비용 12~16억 달러)에 돌입했다. 2024년 4월에는 인터코스와 신규 공급계약을 체결하여 미국 내 자체 생산시설의 상당 부분을 이관한 것으로 파악된다. 그동안 인하우스 공정을 고수해왔던 에스티로더가 비용 압박 하에 아웃소싱을 확대하기 시작한 것은, MNC 전반의 제조 전략 변화를 시사한다.

Fig. 21: 에스티로더 연간 매출액 추이



자료: Estee Lauder, BNK투자증권

Fig. 22: 에스티로더 스킨케어 영업이익 및 영업이익률



자료: Estee Lauder , BNK투자증권

공식인하우스+실질 간접 ODM의 이중 진입

글로벌 MNC의 K-뷰티 접근 방식은 두 단계로 진화하고 있다. 2017년~2019년에서는 브랜드 인수를 통한 간접 진입이었다. 유니레버의 카버코리아(AHC, 3조원), 로레알의 스타일난다(3CE, 6,000억원), 에스티로더의 해브앤비(Dr.Jart+, 1.3조원). Phase2(2025~)에서는 브랜드 인수에 더해 ODM 직접 아웃소싱이 추가되었다. 로레알의 고운세상코스메틱(Dr.G) 인수와 동시에 프랑스 럭셔리 브랜드 스킨케어 라인을 한국에 아웃소싱한 것이 그 증거이다. 로레알은 공식적으로 38개 자체 공장 기반 인하우스 생산을 유지하면서, 실질적으로는 K-뷰티 M&A를 통해 한국 ODM 생태계를 간접 활용하고 있다. Dr.G(고운세상코스메틱, 2025년 인수 완료)의 제품은 한국 ODM에서 생산되며, 3CE(스타일난다, 2018년 인수)의 색조 라인은 씨앤씨인터내셔널이 제조한다. 동시에 랑콤 레네르지를 한국콜마에 직접 아웃소싱하기 시작했다. 이 세가지를 합치면 로레알의 전략은 공식인하우스+실질 간접 ODM의 이중 진입으로 명확해진다.

Fig. 23: K-뷰티 브랜드 M&A 사례

인수대상	~2019년	~23년 이후
글로벌 MNC	'17년 유니레버 x 카버코리아 AHC 3조원(100%) '18년 미그로스 x 고운세상코스메틱 300억원(51%) '18년 로레알 x 스타일난다 3CE 6000억원(100%) '19년 에스티로더 x 해브앤비 Dr.Jart+ 1.3조원(100%)	'25년 로레알 x 고운세상코스메틱 Dr.G 인수
대기업	'21년 아모레퍼시픽 x 코스알엑스 Cosrx 1,800억원 (38%)	'23년 아모레퍼시픽 x 코스알엑스 Cosrx 7,551억원 (57%) '23년 LG생활건강 x 비바웨이브 425억원 (75%) '24년 신세계인터내셔널 x 어뮤즈 713억원 (100%)
인디브랜드		'24년 구다이글로벌 x 티르티르 '24년 구다이글로벌 x 라카코스메틱스 '25년 구다이글로벌 x크레이버코퍼레이션

자료: Dart, BNK투자증권

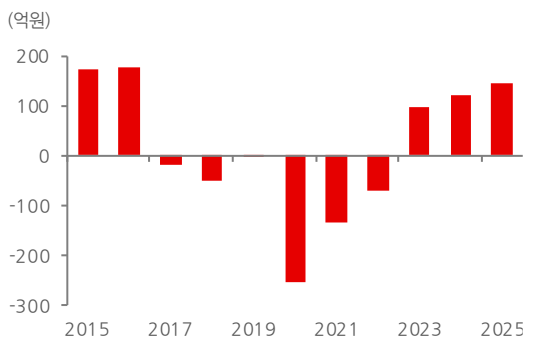
토니모리 자회사 메가코스-브랜드사가 ODM으로 역진입한 이유

ODM 산업의 BM 매력도를 보여주는 또 다른 사례는 브랜드사의 ODM 역진입이다. 토니모리는 2015년 화장품 제조사업부문을 물적분할하여 자회사 메가코스를 설립하고, 2017년 한국공장을 완공하며 OEM·ODM 사업에 본격 진출했다. 사드 사태 이후 중국향 브랜드 매출이 급감하는 상황에서 새로운 성장 동력을 모색한 결과이다. 초기에는 브랜드사 종속 법인이라는 프레임으로 외부 수주 확보에 어려움을 겪었다. 경쟁 브랜드 입장에서 토니모리 자회사에 제품 생산을 의뢰하는 것은 현실적으로 쉽지 않았기 때문이다.

사드 사태 이후 2018년까지 영업 적자가 지속되었고, 토니모리는 70억원의 긴급 출자를 단행해야 했다. 전환점은 글로벌 MNC 유니레버의 수주 확보였다. CGMP·ISO 22716 인증을 기반으로 글로벌 품질 기준을 충족시키며 유니레버, 더파운더즈, APR(메디큐브) 등을 주요 고객사로 확보했다. 이후 K-뷰티 글로벌 모멘텀이 시작되면서 수주가 폭발적으로 증가했다. 메가코스 매출은 2023년 424억원에서 2024년 583억원(+37.5%), 2025년 약 900억원(+54%)으로 2년간 2배 이상 성장하며 토니모리 연결 매출의 48%를 차지하게 되었다.

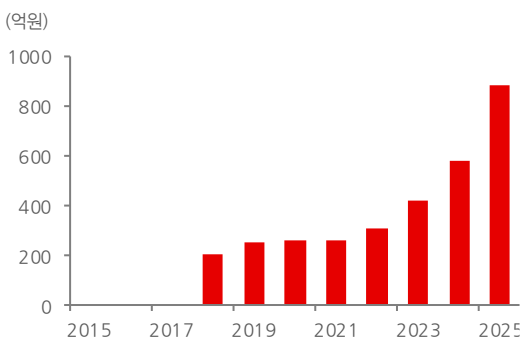
2025년 2분기에는 292억원(+84.2% YoY)으로 창사 이래 최대 분기 실적을 경신했다. 이 사례는 두 가지를 시사한다. 첫째, ODM 사업의 수익 모델이 브랜드 사업 대비 안정적이라는 것이다. 브랜드는 트렌드 변화에 직접 노출되지만, ODM은 다수 고객사의 수주 분산으로 실적 변동성이 낮다. 둘째, K-뷰티 수출 확대 국면에서 ODM 캐파를 보유한 업체에 수주가 집중되는 현상이 대형 ODM에만 국한되지 않고 중소 ODM까지 확산되고 있다는 것이다. 이는 ODM 산업 전체의 파이가 커지고 있음을 보여준다.

Fig. 24: 토니모리 영업이익(손실) 추이



자료: Dart 공시, BNK투자증권

Fig. 25: 메가코스 매출액 추이



자료: Dart 공시, BNK투자증권

Ⅲ. ODM 산업의 성장 공식: 생산설비·주문량·생태계

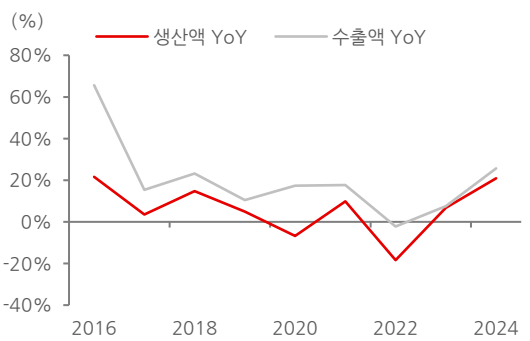
한국 화장품 제조업체는 2024년 기준 4,439개(식약처)에 달한다. 이 방대한 생태계에서 매년 수백 개의 신규 브랜드가 탄생하고, 이 중 SNS바이럴과 글로벌 유통 플랫폼을 통해 단기간에 수백억~수천억 규모로 성장하는 메가 인디브랜드가 출현하고 있다. ODM 사업의 본질은 제때 캐파를 확보하고, 가동률 높이는 볼륨을 만들어내는 것이다.

준비된 생산 능력

첫째, 선제적 설비 투자가 성장의 전제 조건이다. ODM 사업은 수주가 들어와도 생산 여력이 없으면 매출로 전환할 수 없는 현실이다. 화장품 공장은 착공부터 가동까지 통상 2~3년이 소요되므로, 현재의 수주 환경이 아닌 2~3년 후의 수요를 예측하여 투자를 집행해야 한다. 현재 가동률(코스맥스 61%, 한국콜마 77%)에 여유가 있어, 수주 증가 시 추가 CAPEX 없이도 매출 성장이 가능한 구간에 진입했다.

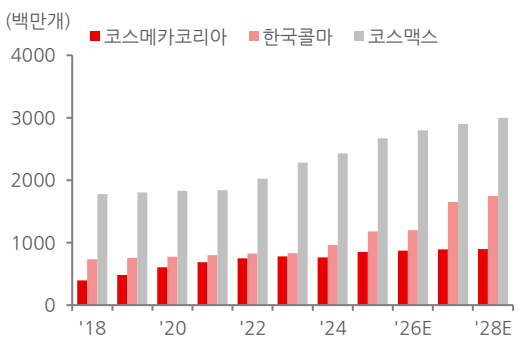
둘째, K-뷰티 인디브랜드 생태계의 확장이 볼륨의 원천이다. 구다이글로벌(조선미녀)이 4년 만에 매출 1조원을 돌파하고, APR(메디큐브)이 1.5조원을 기록한 것이 대표 사례이다. 핵심은 이 생태계의 파이프라인이 고갈되지 않는다는 점이다. 현재의 메가 인디브랜드가 성숙기에 진입하더라도, 그 뒤를 잇는 차세대 브랜드가 지속적으로 등장할 수 있는 생태계가 이미 갖춰져 있다. 2024~2025년에만 넘버즈인, 이퀄베리, 닥터리쥬올 등 신규 브랜드가 글로벌 리테일 트래픽 상위권에 진입했으며, 이들의 생산을 국내 ODM사가 담당하고 있다. 인디브랜드가 많이 나올수록 그 중에서 메가 인디브랜드가 탄생할 확률도 높아지며, 이는 ODM사의 수주 파이프라인을 지속적으로 강화하는 선순환 고리이다.

Fig. 26: 화장품 산업 생산액 및 수출액



자료: Dataguide, BNK투자증권

Fig. 27: 국내 ODM3사 글로벌 생산능력 추이 및 전망

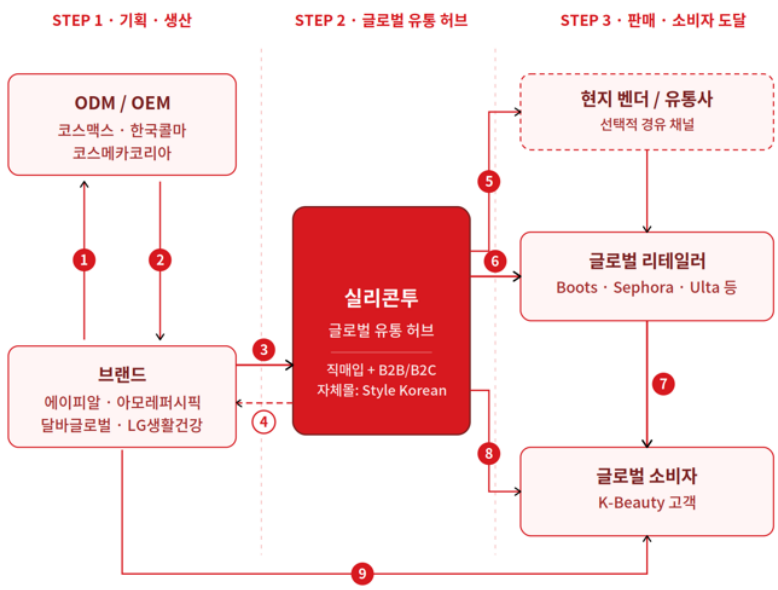


자료: Dataguide, BNK투자증권

셋째, 유통 인프라의 다변화가 성장의 지속성을 좌우한다. 현재 K-뷰티 인디브랜드의 유통 경로는 국내에서는 올리브영, 글로벌 수출에서는 실리콘투·아마존에 과도하게 집중되어 있다. 이는 단기적으로 효율적이나, 중장기적으로는 플랫폼 의존 리스크를 내포한다. 올리브영의 입점 심사가 까다로워지거나, 아마존의 수수료 정책이 변경될 경우 인디브랜드의 성장 속도에 직접적 영향을 미칠 수 있다. 반대로 유통 채널이 다변화될수록 인디브랜드의 진입 장벽이 낮아지고, 더 많은 브랜드가 더 빠르게 글로벌 시장에 접근할 수 있게 된다. 올리브영의 미국 법인 설립(2025년 2월), 실리콘투의 오프라인 매장 개점(2025년 1월, 캘리포니아), 다이소의 뷰티 카테고리 확대, 쿠팡의 글로벌 확장 등은 유통 다변화의 초기 신호로 해석된다. 이 유통 인프라가 원활히 확충될수록 ODM사의 수주 기반은 넓어질 것이며, 이는 캐파 투자의 회수 가시성을 높이는 핵심 변수이다.

종합하면, ODM 산업의 성장 공식은 선제적 공장 증설->인디브랜드 생태계의 볼륨 공급->유통 다변화를 통한 지속성 확보로 정리된다. 현재 국내 ODM은 캐파 투자 사이클을 완료했거나 진행 중이며, K-뷰티 인디브랜드 생태계는 역대 가장 활발한 국면에 있다. 남은 과제는 유통 인프라의 다변화이며, 이 변수의 진척도에 따라 두 회사의 중장기 성장 궤적이 결정될 전망이다.

Fig. 28: K-뷰티 인디브랜드 글로벌 유통 구조



자료: BNK투자증권

Ⅳ. 글로벌 규제 대응 역량에 따른 수주 재편

마지막으로 ODM 산업의 중장기 모니터링 포인트로 두 가지를 제시한다. 현재 구체적 수치가 확인되지 않았으므로, 현 시점에서는 핵심 투자 논거가 아닌 모니터링 포인트로 위치시킨다.

(1) 유럽: CSDDD·PPWR

최근 화장품 ODM 기업들은 CGMP 뿐만 아니라 ISO 규격의 생산 설비를 갖추는 등 글로벌 시스템을 구축하고 있으며, 최근에 EU규제에 관련해 대비하는 모습을 보이고 있다. K-뷰티 수출에서 빠르게 성장하는 시장이 유럽(1Q26 +76.2% YoY)인 만큼, EU 규제 환경과 교차하여 이해해야한다.

CSDDD는 2026년 Omnibus I 개정으로 EU 내 매출 15억 유로 초과, 직원 수 5000명 이상으로 적용 범위가 대폭 완화됐으며, 한국 인디브랜드는 직접 적용 대상이 아니다. 그러나 글로벌 뷰티 기업들의 Tier1 공급 업체로 ODM사는 공급망 실사 문서를 요구하고 있다. 국내 대형 ODM사는 관련 부서에 40명 이상 운영하는 반면, 중소형 ODM은 1~2명 또는 부서 자체가 없는 경우가 대부분이다. PPWR은 2026년 8월 12일부터 PFAS·중금속 제한 규제가 발효되고, 2030년부터 PET 용기 내 PCR 30% 의무화가 본격 적용된다. CSDDD는 ODM 경쟁사를 가르는 진입장벽이 될 것이며, PPWR은 용기 업체의 친환경 기술력이 경쟁 우위로 올라설 수 있다.

CSDDD: Corporate Sustainability Due Diligence Directive, 공급망실사지침
PPWR: Packaging and Packaging Waste Regulation

(2) 미국: OTC 선케어 규제 완화 가능성

FDA OTC(일반의약품) 자외선차단 필터 목록이 2000년 이후로 멈춰있다. 한국 선크림의 핵심 성분이 승인 목록에 없고, 이로 인해 최신형의 선케어 제품은 미국에서 찾아보기 힘들다. 그러나 올해 FDA가 BMT(베모트리지놀)에 대한 공식 리뷰를 개시했으며, 이는 현재 백탁 현상과 발림성이 좋은 핵심 UV 필터로 승인 시 이르면 내년부터 OTC 라벨링 수출이 가능해진다. 유럽은 상반기 수출 데이터를 보면 이미 한국 선크림 핵심 성분을 승인하여 동일 제품 수출이 가능한 상황임을 인지할 수 있다. 미국 OTC 규제 완화는 이미 검증된 한국 선케어 성장 궤도를 미국 오프라인 시장으로 이어질 수 있다는 점이 긍정적이다.

Ⅴ. 결론

하반기에도 글로벌 확장 전략 유효

스킨케어는 경기 민감도가 낮은 필수소비재적 성격이 강하다. 세안, 보습, 자외선 차단은 경기와 무관하게 반복 구매가 발생하는 카테고리이며, 2008년 금융위기 당시에도 미국 매스 뷰티 시장은 프리미엄 대비 상대적으로 견조한 흐름을 보였다. 소비 둔화 국면에서 소비자가 선택하는 것은 '구매 중단'보다는 '다운트레이딩'인 경우가 많다. 이 관점에서 가성비와 품질을 동시에 갖춘 K-뷰티는 경기 침체기에 오히려 점유율을 확대할 수 있는 포지션에 있다.

물류비와 원재료비 상승은 단기적으로 브랜드 마진을 압박할 수 있으나, 산업의 구조적 방향성을 훼손할 변수로 보기는 어렵다. 화장품은 제조원가 대비 소비자가격의 괴리가 큰 대표적 카테고리이다. 예컨대 선크림 한 개의 제조원가가 1~2달러 수준이고 소비자가격이 10달러대 중반이라면, 물류비가 일부 상승하더라도 글로벌 확장 전략 자체가 바뀔 가능성은 제한적이다. 오히려 판매 볼륨이 커질수록 단위당 물류비와 원재료 부담은 희석되며, 이 과정에서 발생하는 생산 물량 증가는 ODM 이익 레버리지 확대로 연결된다.

경쟁이 심해질수록 ODM이 강해진다

규제 장벽 역시 대형 ODM에게는 부담보다 해자에 가깝다. EU CSDDD·PPWR, 미국 OTC 선스크린 규제, MoCRA 등 주요 시장의 규제 복잡성이 높아질수록 RA(Regulatory Affairs) 인력, 시험·인증, 처방 데이터, 글로벌 생산 인프라를 갖춘 대형 ODM의 협상력은 강화된다. 인디브랜드 입장에서는 이 복잡성을 직접 내재화하기보다 ODM에 위탁하는 것이 시장 진입 속도와 비용 측면에서 유리하다. 여기에 브랜드 간 경쟁 심화도 ODM에는 부정적 변수로만 보기 어렵다. C-뷰티의 기술 추격, 로컬 브랜드의 K-뷰티 콘셉트 모방, 글로벌 럭셔리 브랜드의 스킨케어 라인 강화는 결국 더 많은 제품 출시와 더 짧은 리뉴얼 주기로 이어지고, 이는 제조 수요 확대를 의미한다.

브랜드간 경쟁에서는 승자와 패자가 갈리지만, ODM은 누가 점유율을 가져가더라도 생산 물량을 흡수할 수 있는 위치에 있다. 따라서 상반기 수출 모멘텀이 확인되는 현 시점에서, 하반기 경기 불확실성을 이유로 ODM 주가가 조정받는다면 이는 비중 확대 기회로 판단한다. 하반기 경기 둔화가 예상되는 가운데 K-뷰티의 성장을 훼손할 가능성은 제한적이며, ODM은 그 성장의 인프라로서 가장 안정적으로 수혜를 흡수할 수 있는 포지션에 있다.

Ⅵ. 투자전략: 하반기 ODM 투자 전략 유효

K-뷰티 수출은 중국 편향에서 미국·유럽 중심의 지역 다변화 구조로 완전히 재편됐으며, 인디브랜드의 오프라인 침투는 초입이다. 브랜드 간 경쟁이 심화될수록 ODM은 승자와 무관하게 물량을 흡수하는 수혜자이며, 규제 복잡성 확대는 대형 ODM의 진입장벽을 높이는 방향으로 작용한다. 특히 수출의 주력인 스킨케어·선케어는 필수소비재에 가까운 구매 패턴을 보이며, 혹여나 경기 둔화 국면이 와도 가성비를 앞세운 K-뷰티는 오히려 점유율 확대 기회를 맞이할 수 있다.

탑픽으로 한국콜마를 제시한다. 선케어에 이어 스킨케어 히트 SKU 연쇄효과가 가시화되고 있다. 차선호주로는 코스맥스를 제시한다. 코스맥스는 미국 법인 BEP 달성과 태국 캐파 확대가 하반기 실적의 추가 드라이버로 작동할 전망이다.

Fig. 29: 분석대상 기업 요약

구분		코스맥스	한국콜마	인터코스	코스메카코리아	씨앤씨인터내셔널
상장증시		**한국**	**한국**	**이탈리아**	**한국**	**한국**
투자의견		**Buy**	**Buy**	-	-	-
목표주가(원)		**250,000**	**112,000**	-	-	-
현재주가 (5/4)		**209,000**	**88,700**	**20,996**	**79,400**	**28,350**
시가총액 (십억원)		**2,406**	**2,110**	**2,023**	**874**	**405**
매출액 (십억원)	2025A	2,399	2,722	1,682	641	288
	2026E	2,715	2,972	1,903	742	307
	2027E	3,035	3,221	2,013	828	331
영업이익 (십억원)	2025A	196	240	154	84	22
	2026E	235	283	187	103	29
	2027E	276	330	207	119	35
순이익 (십억원)	2025A	123	125	80	45	14
	2026E	141	142	117	63	21
	2027E	169	172	132	75	33
P/E (X)	2025A	15.2	11.8	21.3	15.8	22.5
	2026E	17.0	14.6	17.1	13.4	21.2
	2027E	14.3	12.1	15.1	11.6	9.9
EV/EBITDA (X)	2025A	9.4	9.1	7.9	8.9	8.5
	2026E	9.5	9.5	7.8	8.3	5.7
	2027E	8.3	7.7	7.3	7.3	4.4
영업이익률 (%)	2025A	8.2	8.8	9.2	13.0	7.7
	2026E	8.7	9.5	9.8	14.0	9.4
	2027E	9.1	10.2	10.3	14.3	10.6
ROE (%)	2025A	23.9	14.7	10.4	19.3	5.1
	2026E	23.4	15.1	12.7	21.7	4.9
	2027E	23.2	16.0	13.2	20.9	9.7

자료: Bloomberg, BNK투자증권

관련 기업 리포트

한국콜마(161890) 23

코스맥스(192820) 35

2026/5/6

한국콜마 (161890)

기업분석 리포트

BNK 투자증권

산업 성장률을 상회하는 국내 법인 중심의 이익 체력

1Q26 Preview: 국내 법인의 성장으로 영업OP YoY +21% 예상

2026년 1분기 연결 실적은 매출액 6,992억원(YoY +7.1%), 영업이익 725억원(YoY +21.0%)을 기록하며 시장 컨센서스에 부합하거나 소폭 상회할 전망이다. 핵심은 별도(국내) 법인의 압도적인 성장으로, 라운드랩과 닥터엘시아 등 고성장 인디 브랜드들의 글로벌 수출 물량이 쏟아지며 별도 매출 성장률(YoY +23.2%)이 한국 화장품 업황 수출 성장률(+19.0%)을 상회하고 있다. 비록 미국 법인이 주요 고객사의 주문 감소로 일시적인 외형 축소를 겪고 있으나, 국내 법인의 대량 주문에 따른 영업 레버리지 효과와 인하우스 생산 비중 확대가 해외 법인의 부진을 충분히 상쇄하며 전사 수익성 개선을 견인하고 있다. 연간 실적은 매출액 2조 9,477억원(YoY +8.3%), 영업이익 2,760억원(YoY +15.2%)을 돌파할 것으로 기대된다.

투자의견 매수, 목표주가 112,000원 커버리지 개시

투자의견 매수, 목표주가 112,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 2026년 12개월 선행 추정 지배 EPS에 Target PER을 적용하여 산출했다. 글로벌 ODM 1위와 3위 사업자 코스맥스, 인터코스의 12개월 선행 PER을 기본으로 하되, 별도 OPM 글로벌 피어 기준 최고 수준과 MNC 스킨케어 수주 개시 및 히트 SKU연쇄 효과를 감안하여 추가 할증 여부를 검토했다. 자회사인 HK이노엔의 지분 가치에 대해서는 비지배주주귀속분을 차감하는 방식을 사용했다. 현재 주가는 2026년 예상 실적 기준 14.7배의 PER 수준에서 거래되고 있어 경쟁사 대비 저평가 구간에 있으며, 별도 법인의 압도적인 성장세와 글로벌 다국적 기업향 수주 확대를 통한 위상 제고를 고려할 때 밸류에이션 리레이팅의 여력이 충분하다고 판단된다.

Fig. 1: 한국콜마 연결재무제표 요약

	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액(십억원)	2,452	2,722	2,948	3,200	3,500
영업이익	194	240	276	302	355
세전이익	140	212	244	274	339
순이익[지배]	90	125	143	166	212
EPS(원)	3,830	5,299	6,057	7,039	8,976
증감률(%)	1587.9	38.4	14.3	16.2	27.5
PER(배)	14.4	11.7	14.6	12.6	9.9
PBR	1.6	1.6	2.0	1.8	1.5
EV/EBITDA	10.3	9.1	10.1	9.3	7.9
ROE(%)	12.5	14.7	14.7	15.0	16.6
배당수익률	1.3	1.4	1.0	1.0	1.0

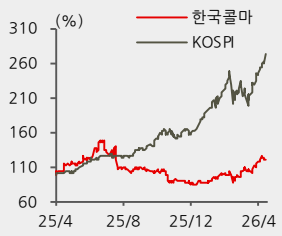
자료: 한국콜마, BNK투자증권 / 주: K-IFRS 연결

투자의견	매수
[신규]	
목표주가(6M)	112,000원
[신규]	*26.3%*
현재주가	88,700원
2026/5/4	

주식지표

시가총액	2,094십억원
52주최고가	109,200원
52주최저가	61,100원
상장주식수	2,361만주/0.0만주
자본금/액면가	12십억원/500원
60일평균거래량	24만주
60일평균거래대금	19십억원
외국인지분율	36.3%
자기주식수	0.0만주/0.0%
주요주주및지분율	
한국콜마홀딩스 외	26.6%
NIHON KOLMAR	11.8%

주가동향



김지은

소비재

juliakim@bnkfn.co.kr

(02)2071-7687

BNK투자증권 리서치센터

07325 서울시 영등포구 여의대로 56

한화손해보험빌딩 10층

www.bnkfn.co.kr

1. 기업개요

한국콜마(161890)는 화장품·의약품 R&D 전문 기업이다. 단순 수탁 생산(OEM)을 넘어 제조사가 포뮬레이션을 직접 개발·소유하고 브랜드사에 제안하는 ODM 구조를 확립했으며, 이것이 오늘날 한국콜마 교섭력의 근간이다. 사업 구조는 적극적인 M&A를 통해 화장품 ODM(한국·중국 무석·미국·캐나다), 제약(HK이노엔, 2018년 CJ헬스케어 인수), 패키징(연우, 2022년 인수)으로 이어지는 수직계열화 체계를 갖추고 있다. 2025년 기준 부문별 매출 비중은 화장품(연우 포함) 약 61%, HK이노엔 약 31%이며, 글로벌 화장품 생산 능력은 연간 약 12억 개(한국 6.3억, 중국 무석 2.2억, 미국 2.3억, 캐나다 0.9억)에 달한다. 2025년 7월 완공된 미국 2공장은 한국 세종 공장의 자동화 설비를 이어받아 북미 스킨케어·선케어 수요 대응의 핵심 거점으로 자리잡고 있다.

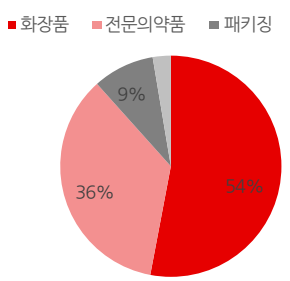
제품 경쟁력의 핵심은 선케어(Sun Care) 부문의 독보적 기술력이다. 매출액의 5% 이상을 R&D에 투자하고 전체 임직원의 약 3분의 1이 연구 인력으로 구성된 연구 중심 기업이다. 지배구조 측면에서는 콜마홀딩스가 지주회사로서 한국콜마를 지배하고 있으며, 한국콜마는 HK이노엔(지분43.0%)·연우(지분 100%)등을 자회사로 보유한 중간지주회사 구조이다

Fig. 2: 한국콜마 기업 연혁

연도	연혁
2012.10	한국콜마㈜로부터 분할 설립
2012~	국내 화장품 업계 최초 ODM 방식 정착
2016.09	미국 PTP사 인수 → Kolmar USA 설립
2016.11	캐나다 CSR사 인수 → Kolmar Canada 설립
2018.04	CJ헬스케어(현 HK이노엔) 인수
2020.04	씨케이엠(소멸) + HK이노엔(존속) 합병
2020.11	CMO 제약 비즈니스 매각
2021.08	HK이노엔 코스닥 상장
2022.04	연우 지분 45% 인수 + 글로벌 콜마 상표권 100% 확보
2023.10	연우 지분 100% 인수

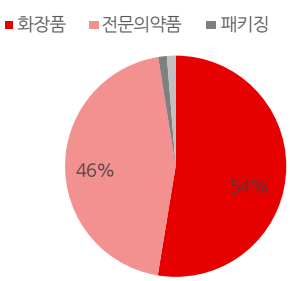
자료: 한국콜마, BNK투자증권

Fig. 3: 한국콜마 부문별 매출 비중('25년)



자료:한국콜마, BNK투자증권

Fig. 4: 한국콜마 부문별 영업이익 비중('25년)



자료: 한국콜마, BNK투자증권

2. 투자포인트

(1) 선케어 기술력, 국내 시장점유율 73% 글로벌 히트의 제조기

2013년 국내 업체 최초로 선 제품의 미국 FDA 인증을 획득한 이후 사내 'UV 기술 연구소'를 운영하고 있다. 국내 선케어 시장 내 점유율은 약 73%로 추산되며, 한동안 아마존 베스트셀러 상위권을 차지한 조선미녀 맑은쌀 선크림, 달바 워터풀 톤업 선크림 등 글로벌 K-선케어 히트 제품의 대다수가 동사의 ODM을 통해 생산된다. 미국 아마존 Facial Sunscreen 카테고리 TOP30 내 한국 제품 중 과반수가 한국콜마 제품으로 파악된다. 선케어 제품은 기초 제품 대비 포뮬러 구현 난이도가 높아 ASP가 높고, SKU 가짓수가 제한적이어서 대량 생산 시 고정비 희석 효과가 극대화된다. 실제로 2024~2025년 2분기 별도 영업이익률 모두 14.9%로 연중 최고치를 기록했다.

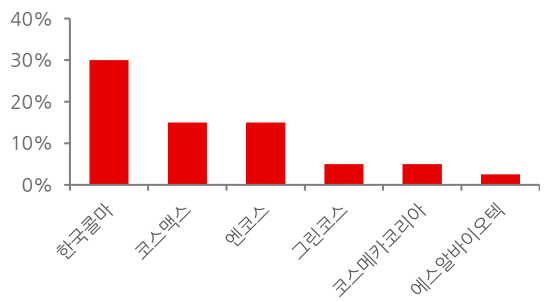
Fig. 5: 선케어 기술 마일스톤

연도	연혁
2013	국내 화장품 ODM 최초 선케어 미국 FDA 허가 획득
2019	UV·근적외선·블루라이트 동시 차단. 산자부 장관상 수상, PCT 153개국 출원
2020	왁스 최소화 선스틱 제형 내 난용성 성분 안정 혼합 기술 등록
2024	자외선 노출 피부노화 억제 마이크로바이옴 세계 최초 발견
2025	유기·무기 자차 복합체 세계 최초 안정화. 장파장 차단
2025.07	펜실베이니아 스콧 타운십, 연간 1.2억개 생산 가능. FDA OTC 인증 취득
진행중	세계 최대 화학기업 BASF와 전략 파트너십. 프랑스 PolymerExpert MOU 체결
5년 내 상용화	자외선을 반사·흡수 대신 '굴절'로 무해화. 백탁·자극 없는 완벽 차단 목표
5년 내 상용화	글로벌 UV·피부 빅데이터 기반, AI가 개인 맞춤 차단 포뮬러 자동 설계

자료: 한국콜마, BNK투자증권

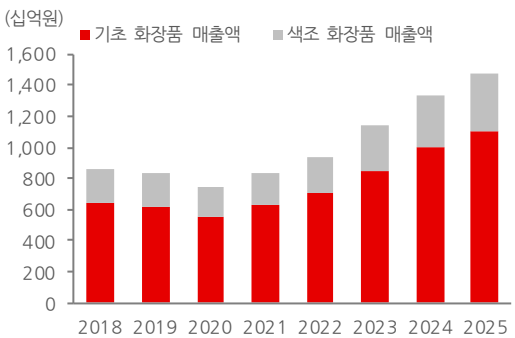
주석: 자외선 차단 특허 100여건, 경쟁사 대비 1.7배 수준

Fig. 6: H&B 베스트셀러 제품 기준 ODM사별 비중



자료: BNK투자증권

Fig. 7: 기초 및 색조 화장품 매출 추이

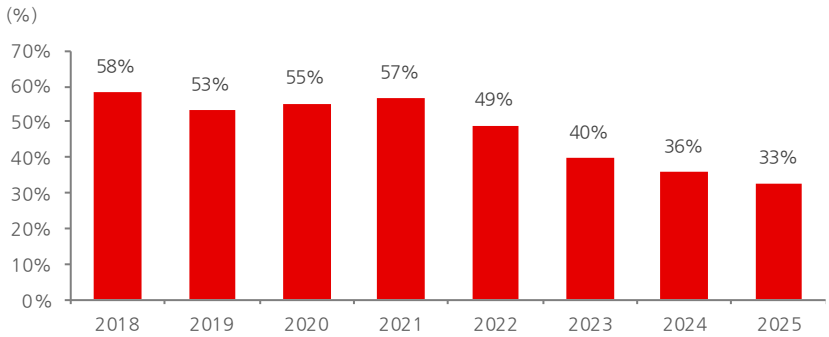


자료: 한국콜마, BNK투자증권

(2) 고객 포트폴리오 변화: 레거시 의존 탈피, 세계 최대 화장품 기업 스킨케어향 수주 개시

과거 상위 레거시 고객사에 40~50% 집중되었던 매출 구조는 현재 20% 미만으로 분산되었다. 그 자리를 조선미녀, 라운드랩, 달바, 닥터엘시아 등 수출 주도형 인디브랜드가 채우고 있으며, 이들의 오더는 초기 다품종 소량에서 대량 히트 SKU 중심으로 대형화되는 추세이다. 실제로 최근 사업보고서 2024년(제13기)과 2025년(제14기) 기준으로 매출액의 10% 이상을 차지하는 단일 거래처는 확인되지 않았다. 이는 ODM 마진 구조에서 가장 핵심적인 변화로, 라인 전환 비용 감소와 고정비 레버리지가 동시에 작동하는 환경이 조성되고 있다. 여기에 더해 글로벌 럭셔리 뷰티 그룹으로부터 플래그십 스킨케어 제품 수주를 개시한 것이 유의미하다. 해당 제품의 성과가 다음 수주를 이어줄 관건이다.

Fig. 8: 연도별 상위 5개 고객사 매출 합산 비중 (화장품 부문)



자료:사업보고서, BNK투자증권

(3) 히트 SKU 연쇄효과, 다음 주자는 닥터엘시아

한국콜마 별도 OPM이 개선되는 핵심은 단일 히트 SKU의 대량 연속 생산이다. 2024~2025년 이 메커니즘을 가장 극명하게 보여준 사례가 스킨1004 선크림과 조선미녀 맑은 쌀 선크림이었다. 두 제품 모두 글로벌 SNS 바이럴을 타며 연간 수천만 개 수준의 발주가 이어졌고, 라인 전환 없이 동일 공정을 연속 가동할 수 있는 구조가 만들어지면서 한국콜마 별도 OPM은 2022년 7.8%에서 2025년 12.5%로 개선되었다.

당사는 2026년 유사한 패턴의 다음 주자로 닥터엘시아를 주목한다. 닥터엘시아의 대표 제품인 345크림은 선크림이 아닌 기초 스킨케어 카테고리이나, 핵심 논거는 카테고리가 아닌 수주 규모이다. 345크림은 글로벌 SNS 트래픽에서 가파른 상승세를 보이고 있으며, 한국콜마가 제조사다. 해당 제품이 스킨1004의 궤적을 따라 단일 SKU 대량 발주 구조로 전환될 경우, 기초 스킨케어임에도 고정비 희석 효과가 극대화되며 별도 OPM에 유의미한 개선이 나타날 수 있다.

Fig. 9: 글로벌 H&B 채널별 베스트셀러 상위 순위

국가	H&B store	순위	제품명	제조사
영국	Boots	1위	Beauty of Joseon Relief Sun : Rice + Probiotics 50ml	한국콜마
영국	Boots	2위	Beauty of Joseon Relief Sun Aqua-Fresh : Rice + B5 50ml	한국콜마
영국	Boots	3위	SKIN1004 Madagascar Centella Hyalu-Cica Water-Fit Sun Serum	한국콜마
영국	Boots	4위	Anua Heartleaf Silky Moisture Sunscreen SPF50	한국콜마
영국	Boots	9위	Beauty of Joseon Revive Under Eye Patch: Ginseng + Retinal	한국콜마
영국	Boots	15위	Beauty of Joseon Glow Replenishing Rice Milk	한국콜마
프랑스	Sephora	4위	Beauty of Joseon: Relief Sun: Rice + Probiotics SPF50+	한국콜마
프랑스	Sephora	21위	Erborian: BB Crème Au Ginseng	한국콜마
독일	DM	1위	147 Barrier Cream 50g	한국콜마
독일	DM	27위	Vitamin C Boosting Serum 30ml	한국콜마
미국/캐나다	Sephora	36위	Beauty of JoseonDay Dew Sunscreen Lightweight SPF50	한국콜마

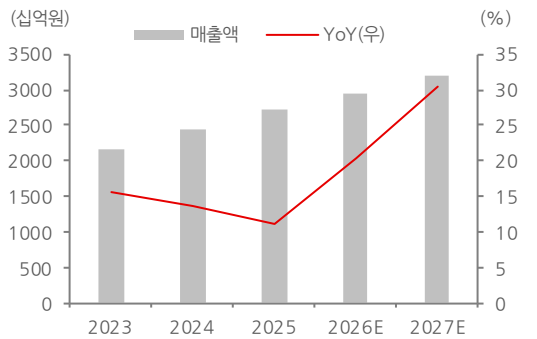
주) Boots는 beauty&skincare 기준, Sephora, DM, Ulta는 스킨케어 기준, Nocibe는 전체 뷰티 카테고리 기준,
자료: 각 홈페이지, BNK투자증권

3. 실적전망

2026년 1분기 연결 실적은 매출액 6,992억원(YoY +7.1%), 영업이익 725억원(YoY +21.0%)을 기록하며 시장 컨센서스에 부합하거나 소폭 상회할 전망이다. 핵심은 별도(국내) 법인의 압도적인 성장으로, 라운드랩과 닥터엘시아 등 고성장 인디 브랜드들의 글로벌 수출 물량이 쏟아지며 별도 매출 성장률(YoY +23.2%)이 한국 화장품 수출 성장률(+19.0%)을 상회하고 있다. 비록 미국 법인이 주요 고객사의 주문 감소로 일시적인 외형 축소를 겪고 있으나, 국내 법인의 대량 주문에 따른 영업 레버리지 효과와 인하우스 생산 비중 확대가 해외 법인의 부진을 충분히 상쇄하며 전사 수익성 개선을 견인하고 있다.

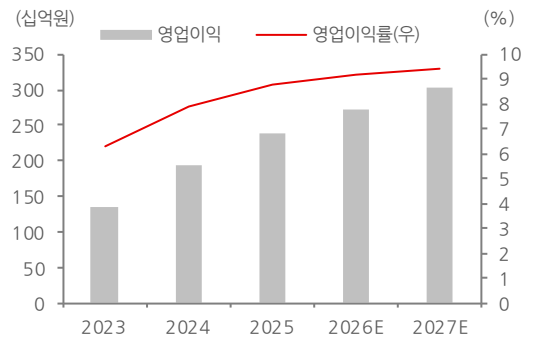
연간 실적은 매출액 2조 9,477억원(YoY +8.3%), 영업이익 2,760억원(YoY +15.2%)을 돌파할 것으로 기대된다. 고객사 포트폴리오 변화와 2분기 선케어 성수기 모멘텀에 주목해야 한다. 과거 특정 대형 고객사에 의존하던 구조에서 벗어나 세계 최대 화장품 기업으로부터 플래그십 스킨케어 제품을 수주하며 K-ODM의 기술력을 입증하는 과정으로, 이는 향후 수주 물량 확대로 이어져 밸류에이션 리레이팅의 추가 동력이 될 것이다. 특히 독보적인 기술력을 보유한 선케어 카테고리가 2분기 역대급 실적을 예고하고 있는 가운데, 현 주가는 2026년 예상 실적 기준 PER 14.6배 수준으로 피어 대비 현저히 저평가되어 있다. 따라서 별도 법인의 견고한 펀더멘탈과 하반기 미국 사업 안정화 가시성을 고려 시, 주가 조정기는 매수 기회로 활용할 것을 권고한다.

Fig. 10: 한국콜마 연결 매출액 추이 및 전망



자료: BNK투자증권

Fig. 11: 한국콜마 연결 영업이익 추이 및 전망



자료: 한국콜마, BNK투자증권

4. 밸류에이션

투자의견 매수, 목표주가 112,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 2026년 12개월 선행 추정 지배 EPS에 Target PER을 적용하여 산출했다. 글로벌 ODM 1위와 3위 사업자 코스맥스, 인터코스의 12개월 선행 PER을 기본으로 하되, 별도 OPM 글로벌 피어 기준 최고 수준과 MNC 스킨케어 수주 개시 및 히트 SKU연쇄 효과를 감안하여 추가 할증 여부를 검토했다. 자회사인 HK이노엔의 지분 가치에 대해서는 비지배주주귀속분을 차감하는 방식을 사용했다. 현재 주가는 2026년 예상 실적 기준 14.6배의 PER 수준에서 거래되고 있어 경쟁사 대비 저평가 구간에 있으며, 별도 법인의 압도적인 성장세와 글로벌 다국적 기업향 수주 확대를 통한 위상 제고를 고려할 때 밸류에이션 리레이팅의 여력이 충분하다고 판단된다.

Fig. 12: 밸류에이션

항목명	단위		비고
EPS	원	6,384	(a): 12M Fwd. 예상 EPS
비교 PER	X	16.3	(b): 2026년 Global Peer (코스맥스, INTERCOS) 12M Fwd 예상 PER
할증률	%	8.0	(c): 별도 OPM 피어 최고 수준, MNC 스킨케어 수주 개시 및 히트 SKU 연쇄 효과
적정 PER	X	17.6	(d): (b) x (1+(c))
적정주가	X	112,249	(f): (a) x (d)
목표주가	원	112,000	
현재주가	원	88,700	2026년 5월 4일 종가
상승여력	%	26.3	

자료: 한국콜마, BNK투자증권

Fig. 13: 분기별 실적 요약

(십억원, %)	25/3	25/6	25/9	25/12	26/3E	26/6E	26/9E	26/12E
매출액	653	731	683	655	706	793	758	698
증감률(YoY)	13.6	10.7	9.0	11.0	22.7	20.0	21.0	18.2
[주요 법인별]								
국내 본사(별도)	274	328	322	268	338	378	364	300
중국 법인	42	50	32	33	46	53	35	32
미국 법인	22	18	8	7	8	13	22	15
캐나다 법인	9	10	9	8	9	10	9	8
화장품 용기(연우)	64	71	62	55	56	70	65	57
제약(HK이노엔)	247	263	261	292	265	285	279	302
영업이익	60	73	58	48	69	95	72	37
증감률(YoY)	84.8	2.4	6.9	36.2	14.3	28.6	23.4	-22.7
영업이익률	9.2	10.1	8.5	7.3	9.7	11.9	9.5	5.3
세전이익	32	54	54	71	61	87	64	29
법인세	9	12	12	10	14	20	15	7
법인세율	28.5	22.6	21.8	14.4	23.0	23.0	23.0	22.9
지배기업순이익	13	35	32	45	37	56	38	12
증감률(YoY)	-60.5	163.7	-9.0	41.8	178.1	51.6	-31.7	-68.1

자료: 한국콜마, BNK투자증권

Fig. 14: 분석대상 기업 요약

구분		한국콜마	코스맥스	인터코스	코스메카코리아	씨앤씨인터내셔널
상장증시		한국	한국	이탈리아	한국	한국
현재주가 (5/4)		88,700	209,000	21,355	79,400	28,350
시가총액 (십억원)		2,091	2,400	2,058	854	389
매출액 (십억원)	2025A	2,722	2,399	1,682	641	288
	2026E	2,972	2,715	1,903	742	307
	2027E	3,221	3,035	2,013	828	331
영업이익 (십억원)	2025A	240	196	154	84	22
	2026E	283	235	187	103	29
	2027E	330	276	207	119	35
순이익 (십억원)	2025A	125	123	80	45	14
	2026E	142	141	117	63	21
	2027E	172	169	132	75	33
P/E (X)	2025A	11.8	15.2	21.3	15.8	22.5
	2026E	14.6	17.0	17.1	13.4	21.2
	2027E	12.1	14.3	15.1	11.6	9.9
P/B (X)	2025A	1.6	3.4	2.2	2.8	1.2
	2026E	2.0	3.7	2.2	2.7	1.0
	2027E	1.7	3.0	2.0	2.2	0.9
EV/EBITDA (X)	2025A	9.1	9.4	7.9	8.9	8.5
	2026E	9.5	9.5	7.8	8.3	5.7
	2027E	7.7	8.3	7.3	7.3	4.4
매출액성장률 (%)	2025A	*11.0*	*10.7*	*7.0*	*22.2*	*2.0*
	2026E	*9.2*	*13.2*	*13.1*	*15.7*	*6.4*
	2027E	*8.4*	*11.8*	*5.8*	*11.7*	*7.8*
영업이익률 (%)	2025A	8.8	8.2	9.2	13.0	7.7
	2026E	9.5	8.7	9.8	14.0	9.4
	2027E	10.2	9.1	10.3	14.3	10.6
순이익률 (%)	2025A	4.6	5.1	4.8	7.1	5.0
	2026E	4.8	5.2	6.1	8.5	6.9
	2027E	5.3	5.6	6.6	9.0	9.9
ROE (%)	2025A	14.7	23.9	10.4	19.3	5.1
	2026E	15.1	23.4	12.7	21.7	4.9
	2027E	16.0	23.2	13.2	20.9	9.7

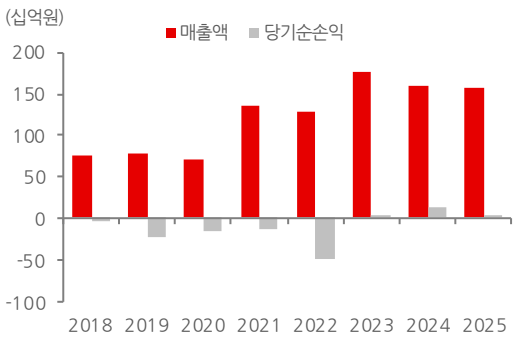
자료: Bloomberg, BNK투자증권
주석: 2026 년 5 월 4 일 종가 기준

5. 리스크요인

가장 직접적인 요인은 해외 법인의 수익성 회복 지연과 국가별 규제 환경이다. 미국과 캐나다 법인은 주요 고객사의 주문 감소와 미국2공장 가동에 따른 초기 고정비 및 감사 비용 부담으로 인해 영업적자가 지속되고 있으며, 실질적인 흑자 전환은 가동률 개선 속도에 따라 2027년 이후 장기적인 관점에서 지켜봐야 할 전망이다. 또한, 미국 시장의 OTC(일반의약품) 규제는 한국 선케어 제품의 기술적 우위를 제한할 수 있는 요소로 작용하며, 중국 시장의 경우 현지 사업 특성상 스킨케어 처방을 공개해야 하는 부담이 있어 적극적인 카테고리 확장과 수익성 방어에 제약이 따르고 있다.

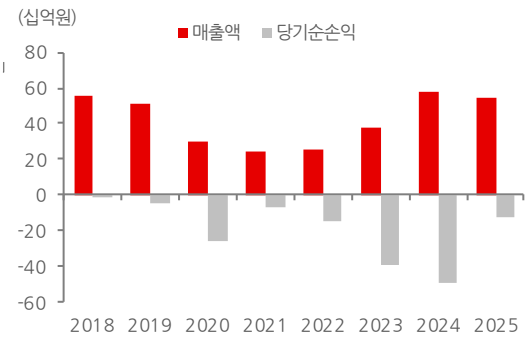
고객사 포트폴리오 재편 과정에서의 변동성과 거시적 업황 둔화 역시 주의 깊게 살펴야 할 대목이다. 최근 실적 성장을 견인하는 인디 브랜드들의 약진에도 불구하고, 과거 매출 비중이 컸던 레거시 브랜드의 매출 안정화가 지연되거나, 추가적인 이탈 이슈가 발생할 경우 전사 성장 폭이 상쇄될 위험이 있다. 아울러 글로벌 화장품 ODM 시장의 경쟁 심화로 인한 마진 압박과 함께, 2026년 한국 화장품 수출 증가율이 시장 기대치인 14%를 하회하거나 전사 영업이익률이 9%미만으로 떨어질 경우 밸류에이션을 저해하는 하방 리스크로 작용할 수 있다.

Fig. 15: 한국콜마 중국 법인 매출액 및 순손익 추이



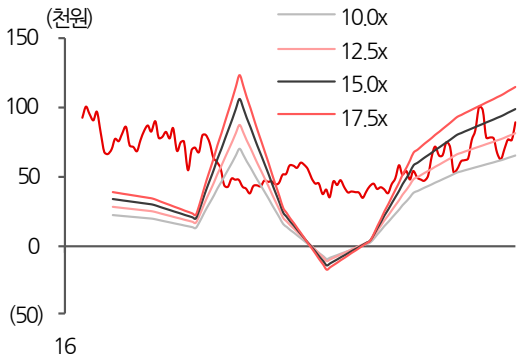
자료: 한국콜마, BNK투자증권
주석: 북경콜마와 무석콜마 합산 수치

Fig. 16: 미국 법인 매출액 및 순손익 추이



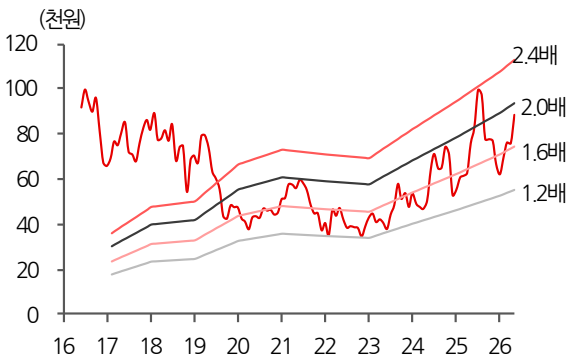
자료: 한국콜마, BNK투자증권

Fig. 17: 한국콜마 PER 밴드 차트



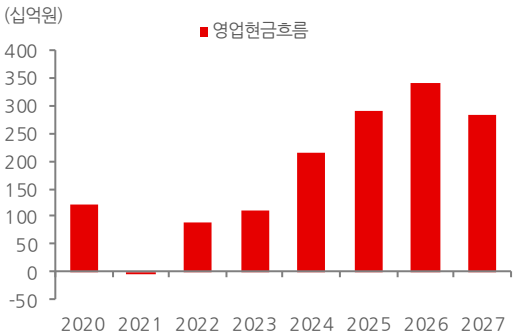
자료: ValueWise, BNK투자증권

Fig. 18: 한국콜마 PBR 밴드 차트



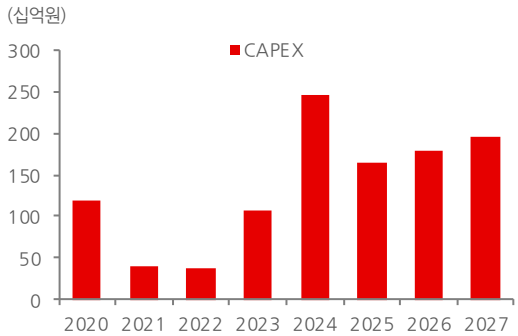
자료: ValueWise, BNK투자증권

Fig. 19: 영업현금흐름 추이 및 전망



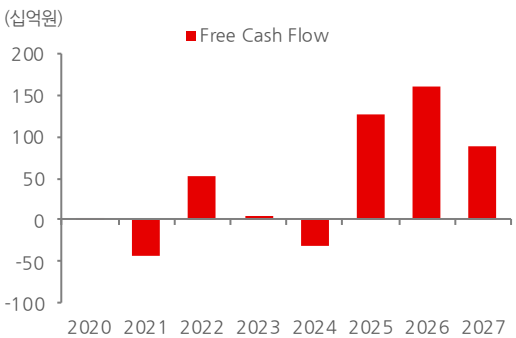
자료: ValueWise, BNK투자증권

Fig. 20: Capex 추이 및 전망



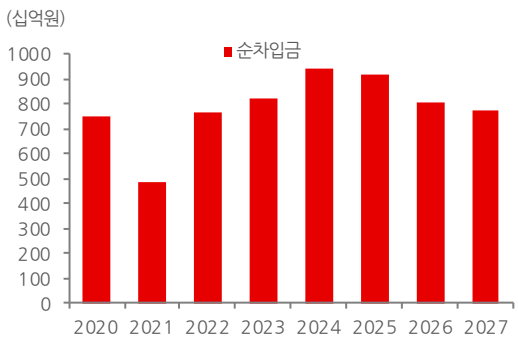
자료: ValueWise, BNK투자증권

Fig. 21: Free Cash Flow 추이 및 전망



자료: ValueWise, BNK투자증권

Fig. 22: 순차입금 추이 및 전망



자료: ValueWise, BNK투자증권

재무상태표

(십억원)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	859	1,010	1,170	1,307	1,519
현금성자산	142	225	331	359	480
매출채권	284	333	360	395	440
재고자산	328	325	345	405	438
비유동자산	2,268	2,448	2,567	2,696	2,798
투자자산	55	135	136	138	140
유형자산	811	902	1,000	1,107	1,187
무형자산	1,249	1,243	1,263	1,283	1,303
자산총계	**3,127**	**3,458**	**3,737**	**4,003**	**4,318**
유동부채	1,215	1,360	1,467	1,536	1,603
매입채무	188	231	320	360	395
단기차입금	667	639	639	639	639
비유동부채	406	430	434	440	447
사채및장기차입금	309	330	330	330	330
부채총계	**1,621**	**1,790**	**1,902**	**1,977**	**2,051**
지배기업지분	793	910	1,033	1,179	1,370
자본금	12	12	12	12	12
자본잉여금	295	301	301	301	301
이익잉여금	488	593	715	861	1,052
자본총계	**1,506**	**1,667**	**1,835**	**2,026**	**2,267**
총차입금	1,151	1,233	1,234	1,236	1,237
순차입금	942	917	807	770	641

포괄손익계산서

(십억원)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	**2,452**	**2,722**	**2,948**	**3,200**	**3,500**
매출원가	1,753	1,931	2,101	2,290	2,500
매출총이익	699	791	847	910	1,000
매출총이익률	28.5	29.1	28.7	28.4	28.6
판매비와관리비	505	552	571	608	645
판관비율	20.6	20.3	19.4	19.0	18.4
영업이익	**194**	**240**	**276**	**302**	**355**
영업이익률	7.9	8.8	9.4	9.4	10.1
EBITDA	286	344	368	400	460
영업외손익	-54	-28	-32	-28	-16
금융이자손익	-40	-32	-26	-25	-23
외화관련손익	15	-1	0	0	0
기타영업외손익	-29	5	-6	-3	7
세전이익	**140**	**212**	**244**	**274**	**339**
세전이익률	5.7	7.8	8.3	8.6	9.7
법인세비용	14	44	56	63	78
법인세율	10.0	20.8	23.0	23.0	23.0
계속사업이익	125	168	188	211	261
당기순이익	**125**	**168**	**188**	**211**	**261**
당기순이익률	5.1	6.2	6.4	6.6	7.5
지배기업순이익	90	125	143	166	212
총포괄손익	105	178	188	211	261

현금흐름표

(십억원)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동현금흐름	**215**	**291**	**341**	**284**	**357**
당기순이익	125	168	188	211	261
비현금비용	244	226	184	197	219
감가상각비	92	104	92	98	105
비현금수익	-49	-24	-10	-11	-13
자산및부채의증감	-40	0	61	-25	-10
매출채권감소	40	-47	-27	-35	-45
재고자산감소	-53	4	-20	-60	-33
매입채무증가	-7	44	89	40	35
법인세환급(납부)	-25	-42	-56	-63	-78
투자활동현금흐름	**-205**	**-248**	**-217**	**-236**	**-218**
유형자산증가	-247	-164	-180	-195	-175
유형자산감소	2	2	0	0	0
무형자산순감	-13	-15	-30	-30	-30
재무활동현금흐름	**-43**	**40**	**-19**	**-19**	**-19**
차입금증가	48	82	1	2	2
자본의증감	33	6	0	0	0
배당금지급	-19	-23	-20	-20	-20
현금의증가	-29	83	105	29	120
기말현금	142	225	331	359	480
잉여현금흐름(FCF)	-32	127	161	89	182

자료: 감사보고서(12월 결산), BNK투자증권 리서치센터

주요투자지표

	2024	2025	2026F	2027F	2028F
EPS (원)	3,830	5,299	6,057	7,039	8,976
BPS	33,579	38,566	43,759	49,933	58,045
CFPS	13,611	15,707	15,344	16,811	19,805
DPS	720	864	864	864	864
PER (배)	14.4	11.7	14.6	12.6	9.9
PSR	0.5	0.5	0.7	0.7	0.6
PBR	1.6	1.6	2.0	1.8	1.5
PCR	4.0	4.0	5.8	5.3	4.5
EV/EBITDA	10.3	9.1	10.1	9.3	7.9
배당성향 (%)	13.6	12.1	10.8	9.7	7.8
배당수익률	1.3	1.4	1.0	1.0	1.0
매출액증가율	13.7	11.0	8.3	8.6	9.4
영업이익증가율	42.4	23.6	15.2	9.4	17.5
순이익증가율	1634.9	38.9	14.3	16.2	27.5
EPS증가율	1588.1	38.3	14.3	16.2	27.5
부채비율 (%)	107.7	107.4	103.6	97.6	90.5
차입금비율	76.4	74.0	67.3	61.0	54.6
순차입금/자기자본	62.5	55.0	44.0	38.0	28.3
ROA (%)	4.1	5.1	5.2	5.5	6.3
ROE	12.5	14.7	14.7	15.0	16.6
ROIC	7.6	7.9	8.9	9.5	10.5

주: K-IFRS 연결 기준, 2026/5/4 종가 기준

투자의견 및 목표주가 변경

종목명	날짜	투자의견	목표주가 (6M)	괴리율(%) 평균	괴리율(%) H/L
한국콜마 (161890)	26/05/06	매수	112,000원	-	-

주가 및 목표주가 변동 추이(2Y)

투자등급 (기업 투자의견은 향후 6개월간 추천일 종가 대비 해당 종목의 예상수익률을 의미함.)
기업: 6개월 예상수익률 / 매수(Buy) +10% 이상, 보유(Hold) -10~+10%, 매도(Sell) -10% 이하
산업: 6개월 투자비중에 대한 의견 / 비중확대(Overweight), 중립(Neutral), 비중축소(underweight)
조사분석자료 투자등급 비율(2026.03.31기준) / 매수(Buy) 75.4%, 보유(Hold) 24.6%, 매도(Sell) 0.0%

이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. 자료 제공일 현재 당사는 상기 회사가 발행한 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않으며, 지난 1년간 상기 회사의 유가증권(DR, CB, IPO 등) 발행과 관련하여 주간사로 참여한 적이 없습니다. 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다. 당자료는 상기 회사 및 상기회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락없이 복사, 대여, 재배포될 수 없습니다. 이 자료에는 네이버에서 제공한 나눔글꼴이 적용되어 있습니다.

2026/5/6

코스맥스 (192820)

기업분석 리포트

BNK 투자증권

양적 성장을 넘어 영업 레버리지의 구간으로

1Q26 Preview: 별도 법인 고성장, 해외 법인 반등으로 실적 개선 전망

2026년 1분기 연결 실적은 매출액 6,650억원(YoY +13.0%), 영업이익 600억원(YoY +17.8%)을 기록하며 영업이익은 컨센서스 소폭 상회할 것으로 전망된다. 국내 법인은 아누아, 메디큐브, 넘버즈인 등 글로벌 시장에서 약진하는 스킨케어 인디 브랜드들의 주문이 몰리며 두 자릿수의 외형 성장을 지속하고 있다. 특히 고단가 제품인 선케어 비중이 확대되며 수익성을 뒷받침하고 있다. 해외에서는 중국 법인 역시 낮은 기저 효과와 서부 지역 신규 고객사 확보에 힘입어 15% 이상의 성장률을 기록하며 전사 외형 확대를 견인하고 있다. 연간 실적은 매출액 2조 7,200억원(YoY +13.4%), 영업이익 2,536억원(YoY +29.5%)을 돌파하며 높은 실적을 경신할 것으로 기대된다. 여전히 K-뷰티를 향한 글로벌 수요 지속성이 확인되는 가운데, 브랜드사들의 전략이 수출 데이터 호조로 연결되며 강력한 이익 모멘텀을 형성하고 있다.

투자의견 매수, 목표주가 243,000원 커버리지 개시

투자의견 매수, 목표주가 243,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 12개월 Fwd EPS에 Target PER을 적용하여 산출했다. 국내 법인의 안정적인 외형성장과 더불어, 오랜 적자였던 미국 법인이 2026년 연간 손익분기점을 통과하고 중국 법인이 로코프로젝트를 통해 체질 개선에 노력하는 등 해외 법인의 이익 기여가 본격화될 것이라는 기대감에 기반하고 있다. 태국은 2026년 9월 신공장 가동이 예정되어 있다. 또한 국내 인디 브랜드들의 주문이 과거 다품종 소량 생산에서 히트 상품 위주의 대량 발주로 전환됨에 따라 영업 레버리지 효과가 극대화되고 있으며, 하이드로겔 마스크팩의 수율 개선과 고마진 제품 믹스 강화가 맞물려 하반기로 갈수록 전사 이익의 질이 한층 높아지는 선순환 구조가 정착될 전망이다.

Fig. 1: 코스맥스 연결재무제표 요약

	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액(십억원)	2,166	2,399	2,720	2,950	3,150
영업이익	175	196	254	275	315
세전이익	138	157	205	227	271
순이익[지배]	86	123	125	144	173
EPS(원)	7,560	10,843	11,055	12,693	15,214
증감률(%)	50.2	43.4	2.0	14.8	19.9
PER(배)	19.7	15.0	18.9	16.5	13.7
PBR	3.6	3.3	3.7	3.1	2.7
EV/EBITDA	9.8	10.1	9.5	8.7	7.4
ROE(%)	20.5	23.9	20.8	20.6	21.0
배당수익률	1.5	2.0	1.6	1.6	1.6

자료: 코스맥스, BNK투자증권 / 주: K-IFRS 연결

투자의견	**매수**
[신규]	
목표주가(6M)	**243,000원**
[신규]	*16.38%*
현재주가	**209,000원**
2026/5/4	

주식지표

시가총액	2,372십억원
52주최고가	282,000원
52주최저가	155,700원
상장주식수	1,135만주/0.0만주
자본금/액면가	6십억원/500원
60일평균거래량	9.0만주
60일평균거래대금	18십억원
외국인지분율	39.8%
자기주식수	0.4만주/0.0%
주요주주및지분율	
코스맥스비티아	27.5%
이 외	
국민연금공단	11.2%

주가동향

김지은

소비재

juliakim@bnkfn.co.kr

(02)2071-7687

BNK투자증권 리서치센터

07325 서울시 영등포구 여의대로 56

한화손해보험빌딩 10층

www.bnkfn.co.kr

1. 기업개요

코스맥스는 2014년 3월 코스맥스비티아이의 화장품 제조 부문이 인적분할되어 설립된 글로벌 1위 화장품 연구·개발·생산 기업이다. 단순 제품 위탁 생산을 넘어 독자적인 R&D 역량을 바탕으로 화장품 포뮬러와 제형을 개발하여 제안하며, 현재 전 세계 4,500여 개 이상의 브랜드 고객사에 기초 및 색조 화장품, 마스크 시트 등을 공급하고 있다. 전체 인력의 약 25%인 전문 연구원들이 판교 R&I 센터를 중심으로 매년 8,000개 이상의 신제품을 개발하고 있으며, 1,800여 건이 넘는 특허를 보유하는 등 높은 기술력을 갖추고 있다.

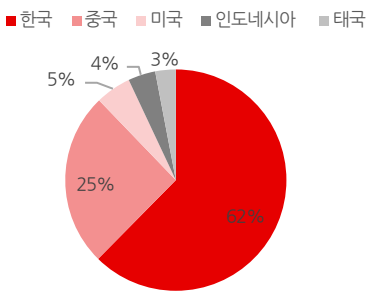
현재 한국을 필두로 중국(상해, 광저우), 미국(뉴저지), 인도네시아(자카르타), 태국(방콕) 등에 글로벌 생산 네트워크를 구축하고 있다. 2025년 말 기준 연간 약 26억개의 생산 능력을 확보하며 글로벌 공급망의 중추 역할을 수행한다. 2026년 2월에는 이탈리아 ODM 업체 '케미노바'의 지분 51%를 인수하며 유럽 시장까지 제조 기반을 확대했으며, 최근 글로벌 시장에서 약진하는 K-뷰티 인디 브랜드들의 핵심 생산 파트너로서 외형 성장을 지속하고 있다. 지배구조상으로는 지주회사인 코스맥스비티아이 외 10인이 약 27.5%의 지분을 보유한 최대 주주이며, 국민연금공단(11.7%)이 주요 주주로 참여하고 있다.

Fig. 2: 코스맥스 기업 연혁

연도	연혁
2004	중국 화장품 ODM 시장 진출
2013	미국 시장 진출 및 북미 생산 네트워크 구축
2014	코스맥스비티아이㈜로부터 화장품 제조 부문 인적분할 설립
2016	인도네시아 법인 MUI 할랄 인증 획득
2017	미국 'Nu-world' 인수
2018, 2021	인도네시아, 태국 법인 각각 설립
2024	중국 Yatsen 공장 가동 및 실적 연결 편입
2025	연간 26억 개 생산 능력 확보, 글로벌 1위 ODM 기업 등극
2026	이탈리아 '케미노바' 지분 인수

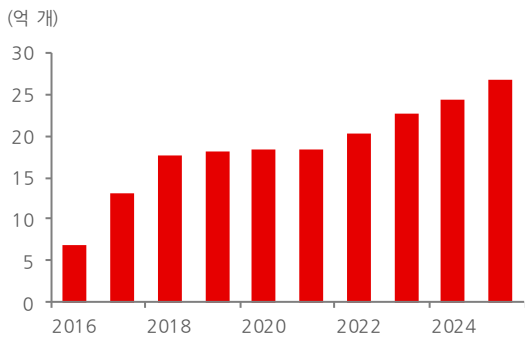
자료: 코스맥스, BNK투자증권

Fig. 3: 코스맥스 지역별 매출 비중('25년)



자료:코스맥스, BNK투자증권

Fig. 4: 코스맥스 총 생산능력(CAPEX) 추이('25년)



자료: 코스맥스, BNK투자증권

2. 투자포인트

(1) 캐파 증설 완료 후 가동률 상승 =OPM레버리지

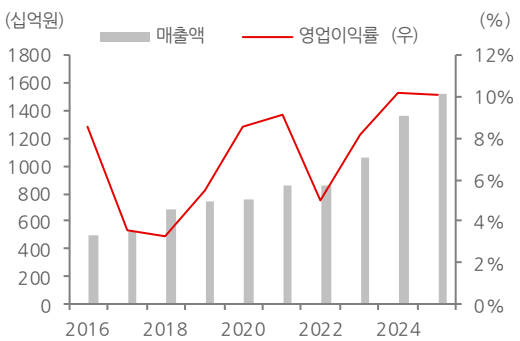
2025년 한국(별도) 매출액은 1조 5,264억원(YoY +12.4%), OPM 10.1%를 기록했다. 2026년 매출액은 1조 7,200억원(YoY +12.7%)을 전망한다. 2025년 한국 캐파가 10.2억 개로 30.8% 증설 완료되었으며 가동률은 61% 수준이다. 매출 성장에 따른 가동률 상승이 고정비 레버리지로 직결되는 구간이다.

주력 고객사는 메디큐브, 아누아, 조선미녀, 롬앤, 클리오, 티르티르 등이며 색조와 기초의 매출 비중이 약 5:4로 균형을 이루고 있다. 수익성 개선의 관건은 신규 히트 SKU 대량 생산 수주 여부이다. 2025년 신규 인디 고객사가 전년 대비 500개 증가하면서 초기 R&D 비용 증가와 생산성 저하가 3Q25 OPM하락(9.8%->7.3%)의 주 원인이었다. 이는 구조적 훼손이 아닌 일시적 믹스 효과이며, 연간 OPM은 8.2%(+0.1%p YoY)로 오히려 개선되었다.

(2) 중국 법인: 시장 개선보다 자체 전략이 드라이버

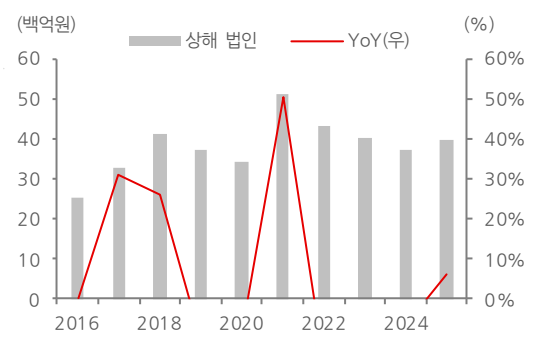
2025년 중국 법인 매출액은 6,327억원(YoY +10.1%)을 기록했다. 2026년 매출액은 7100억원(YoY +12.7%)을 전망한다. 4Q25 상해 법인은 YoY +23% 고성장하며 회복 추세가 가시화되었다. 성장의 핵심 동인은 시장 전체의 회복보다 자체 전략 실행력이다. 첫째, 공동영업 시너지와 대형 고객사 중심 오더 확대가 상해 법인을 견인하고 있다. 둘째, 로코프로젝트 기반으로 3~4선 도시 영업망을 확장하여 고객사 다변화에 성공했다. 프로야, 바이췌링 등 자체 생산능력을 보유한 대형 로컬업체도 단가 경쟁을 위해 ODM을 활용하기 시작한 것으로 파악된다. 셋째, 광저우 법인은 Yatsen JV(잇센그룹 Perfect Daily 전용 공장) 편입 효과와 C-뷰티 확대에 따른 색조 수주 확대가 기대된다.

Fig. 5: 한국법인(별도) 매출액 및 영업이익률 추이



자료: Quantiwise, BNK투자증권

Fig. 6: 상해 법인 매출액 및 YoY 증감률



자료: Quantiwise, BNK투자증권

2. 투자포인트

(3) 미국 법인: 연간 OPM BEP 가시성 확대

2025년 미국 매출액은 1,326억원(YoY -3.3%)을 기록했다. 2026년 매출액은 1,580억원(YoY+19.2%)을 전망한다. 연말 프로모션 물량이 집중되는 2Q 또는 3Q에 분기 흑자 전환이 유력하다. 2025년 상반기 286억원 출자와 LA영업사무소 신설을 통한 서부 인디브랜드 유치 성과가 2026년부터 실적에 반영될 것으로 기대된다. 미국은 브랜드사 자체 테스트 절차로 제품 출시 후 ODM 매출 인식까지 평균 1년이 소요되므로, 2025년 영업 성과가 2026년 매출로 가시화되는 구조이다. 다만 순이익 흑자전환은 분기 50억원 규모 대여금 이자비용 영향으로 2027년 이후로 전망한다.

(4) 동남아 법인: 높은 이익률의 성장 엔진

2025년 인도네시아·태국 합산 매출액은 1,696억원(YoY +9.0%)을 기록했다. 동남아 사업의 매출 비중은 7% 수준으로 크지 않으나, 당기순이익률이 10% 이상으로 한국 법인 대비 높은 수익성을 시현하고 있다. 이는 현지 생산원가가 한국 대비 낮고, ODM 경쟁강도가 상대적으로 약하며, 고볼륨 로컬 브랜드 오더 비중이 높기 때문이다. 다만 인도네시아는 대외 불확실성과 C-뷰티 저가 침투 영향으로 1Q26 매출이 전년동기대비 약 20% 역성장할 것으로 추정되어, 회복시점은 하반기가 될 전망이다. 태국은 2026년 9월 신공장 가동(캐파 1억->2.3억개)이 예정되어 있으며, 50년 상각으로 감가상각비 부담은 제한적일 것이다.

Fig. 7: 분기별 실적 요약

(십억원, %)	25/3	25/6	25/9	25/12	26/3E	26/6E	26/9E	26/12E
매출액	589	624	586	601	665	705	660	690
증감률(YoY)	11.7	13.1	10.5	7.7	13.0	13.1	12.7	14.8
[주요 법인별]								
한국(별도)	363	421	384	360	410	465	435	410
중국	163	149	140	181	187	175	155	193
미국	29	30	37	37	38	38	40	42
인도네시아	30	21	22	26	23	20	24	26
태국	24	23	15	11	25	24	18	15
기타	-19.1	-19.5	-11.5	-13.9	-18	-17	-12	4
영업이익	51	61	43	41	60	67	56	70
증감률(YoY)	13.0	30.2	-1.6	2.7	33.1	43.4	29.0	76.1
영업이익률	8.7	9.8	7.3	6.8	9.1	9.5	8.5	10.2
세전이익	25	26	40	65	48	55	43	58
법인세	15	5	29	-23	15	17	13	17
법인세율	57.8%	17.3%	73.3%	-35.5%	31.1%	30.9%	30.2%	30.0%
지배기업순이익	8	21	9	85	29	34	26	38
증감률(YoY)	-57.7	-37.8	-57.5	616.5	52.8	1.1	23.5	217.6

자료: 코스맥스, BNK투자증권

3. 실적전망

2026년 1분기 연결 실적은 매출액 6,650억원(YoY +13.0%), 영업이익 600억원(YoY +17.8%)을 기록하며 영업이익은 컨센서스 소폭 상회할 것으로 전망된다. 국내 법인은 아누아, 메디큐브, 넘버즈인 등 글로벌 시장에서 약진하는 스킨케어 인디 브랜드들의 주문이 몰리며 두 자릿수의 외형 성장을 지속하고 있다. 특히 고단가 제품인 선케어 비중이 확대되며 수익성을 뒷받침하고 있다. 해외에서는 중국 법인 역시 낮은 기저 효과와 서부 지역 신규 고객사 확보에 힘입어 15% 이상의 성장률을 기록하며 전사 외형 확대를 견인하고 있다.

연간 실적은 매출액 2조 7,200억원(YoY +13.4%), 영업이익 2,536억원(YoY +29.5%)을 돌파하며 사상 최대치를 경신할 것으로 기대된다. 실적 개선의 핵심 열쇠는 미국 법인이 분기 매출 400억원을 넘어서며 손익분기점을 넘어가면서 만성 적자에서 벗어나 본격적인 이익 기여 구간에 진입한다는 점이다. 또한 국내 인디 브랜드들의 주문이 과거 다품종 소량 생산에서 히트 상품 위주의 대량 발주로 전환됨에 따라 영업 레버리지 효과가 극대화되고 있으며, 하이드로겔 마스크팩의 수율 개선과 고마진 제품 믹스 강화가 맞물려 하반기로 갈수록 전사 이익의 질이 한층 높아지는 선순환 구조가 정착될 전망이다.

4. 밸류에이션

투자의견 매수, 목표주가 243,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 12개월 Fwd EPS에 Target PER을 적용하여 산출했다. 국내 법인의 안정적인 외형성장과 더불어, 오랜 적자였던 미국 법인이 2026년 연간 손익분기점을 통과하고 중국 법인이 로코프로젝트(Low-Cost project)를 통해 체질 개선에 성공하는 등 해외 법인의 이익 기여가 본격화될 것이라는 기대감에 기반하고 있다.

Fig. 8: 밸류에이션

항목명	단위		비고
EPS	원	11,588	(a): 12M Fwd. 예상 EPS
비교 PER	X	16.6	(b): Global Peer, INTERCOS 12M Fwd 예상 PER
할증률	%	26.0	(c): 글로벌 ODM 1위 + 순수 ODM 구조 프리미엄
적정 PER	X	20.9	(d): (b) x (1+(c))
적정주가	X	242,754	(f): (a) x (d)
목표주가	원	243,000	
현재주가	원	209,000	2026년 5월 4일 종가
상승여력	%	16.3	

자료: 코스맥스, BNK투자증권

Fig. 9: 분석대상 기업 요약

구분		코스맥스	한국콜마	인터코스	코스메카코리아	씨앤씨인터내셔널
상장증시		한국	한국	이탈리아	한국	한국
현재주가 (5/4)		**209,000**	**88,700**	**21,355**	**79,400**	**28,350**
시가총액 (십억원)		**2,400**	**2,091**	**2,058**	**854**	**389**
매출액 (십억원)	2025A	2,399	2,722	1,682	641	288
	2026E	2,715	2,972	1,903	742	307
	2027E	3,035	3,221	2,013	828	331
영업이익 (십억원)	2025A	196	240	154	84	22
	2026E	235	283	187	103	29
	2027E	276	330	207	119	35
순이익 (십억원)	2025A	123	125	80	45	14
	2026E	141	142	117	63	21
	2027E	169	172	132	75	33
P/E (X)	2025A	15.2	11.8	21.3	15.8	22.5
	2026E	17.0	14.6	17.1	13.4	21.2
	2027E	14.3	12.1	15.1	11.6	9.9
P/B (X)	2025A	3.4	1.6	2.2	2.8	1.2
	2026E	3.7	2.0	2.2	2.7	1.0
	2027E	3.0	1.7	2.0	2.2	0.9
EV/EBITDA (X)	2025A	9.4	9.1	7.9	8.9	8.5
	2026E	9.5	9.5	7.8	8.3	5.7
	2027E	8.3	7.7	7.3	7.3	4.4
매출액성장률 (%)	2025A	*10.7*	*11.0*	*7.0*	*22.2*	*2.0*
	2026E	*13.2*	*9.2*	*13.1*	*15.7*	*6.4*
	2027E	*11.8*	*8.4*	*5.8*	*11.7*	*7.8*
영업이익률 (%)	2025A	8.2	8.8	9.2	13.0	7.7
	2026E	8.7	9.5	9.8	14.0	9.4
	2027E	9.1	10.2	10.3	14.3	10.6
순이익률 (%)	2025A	5.1	4.6	4.8	7.1	5.0
	2026E	5.2	4.8	6.1	8.5	6.9
	2027E	5.6	5.3	6.6	9.0	9.9
ROE (%)	2025A	23.9	14.7	10.4	19.3	5.1
	2026E	23.4	15.1	12.7	21.7	4.9
	2027E	23.2	16.0	13.2	20.9	9.7

자료: Bloomberg, BNK투자증권
주석: 2026 년 5 월 4 일 종가 기준

Fig. 10: 글로벌 H&B 채널별 베스트셀러 상위 순위

국가	H&B store	순위	제품명	제조사
영국	Boots	5위	Anua Azelaic Acid 10 Hyaluron Redness Soothing Serum	코스맥스
영국	Boots	11위	Anua Azelaic Acid Serum + PDRN Serum Bundle	코스맥스
영국	Boots	18위	Anua Niacinamide 10% + TXA 4% Serum	코스맥스
영국	Boots	21위	Anua Heartleaf Quercetinol Pore Deep Cleansing Foam	코스맥스
영국	Boots	22위	Anua TXA + Niacinamide & PDRN + Hyaluronic Bundle	코스맥스
영국	Boots	27위	Beauty of Joseon Glow Serum: Propolis + Niacinamide	코스맥스

주) Boots는 beauty&skincare 기준, Sephora, DM, Ulta는 스킨케어 기준, Nocibe는 전체 뷰티 카테고리 기준,
자료: 각 홈페이지, BNK투자증권

Fig. 11: 아마존 베스트셀러 상위 순위

국가	E-commerce	순위	제품명	제조사
미국	Amazon	7위	Medicube: Wrapping Mask Collagen Overnight peel off Facial Mask	코스맥스
미국	Amazon	37위	KAHI: Wrinkle Bounce Multi balm stick	코스맥스

주) Boots는 beauty&skincare, Sephora, DM, Ulta는 스킨케어, Nocibe는 전체 뷰티 카테고리, 2026년 5월 1일 기준
자료: Amazon, BNK투자증권

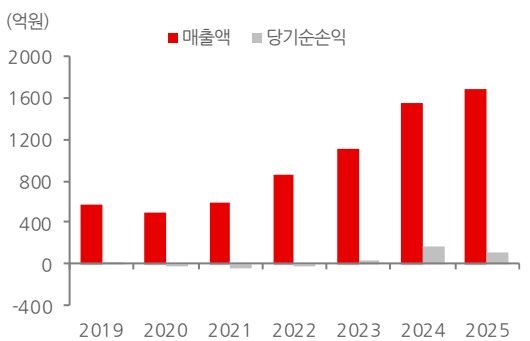
5. 리스크요인

대외적인 주요 리스크는 동남아시아 시장 내 중국 로컬브랜드의 공세 강화와 이에 따른 로컬 수주 위축이다. 최근 인도네시아 법인은 C-뷰티의 침투 확대와 높은 기저 부담으로 인해 매출이 역성장하고 있으며, 태국 법인은 본사에 지급하는 로열티 비용이 원가로 인식되면서 수익성에 부담을 안고 있다.

또한, 중장기적으로 나프타 기반의 원부자재 가격 상승과 수급 불안정이 원가 부담을 높일 수 있으며, 이를 제품 가격에 온전히 반영할 수 있는지에 대한 불확실성이 존재한다. 제품 구성 면에서도 대량 생산 위주의 색조 제품 비중이 줄고 주문이 분산된 스킨케어 비중이 늘어나면서, 일시적인 역레버리지 효과와 마진 하락이 나타날 가능성이 제기된다.

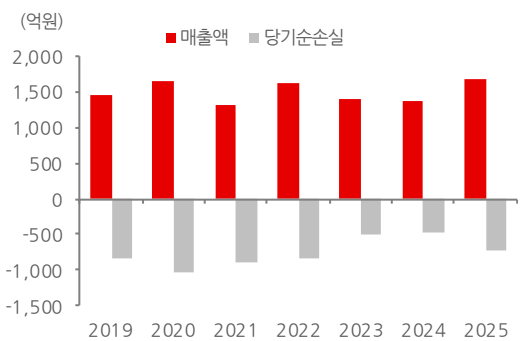
내부적인 재무 구조와 운영 측면에서는 미국 법인의 자본잠식 상태와 이자 비용 부담이 가장 큰 걸림돌이다. 미국 법인은 현재 부채가 자산을 초과한 완전자본잠식 상태로 재무구조 개선이 시급하며, 영업이익이 흑자로 전환되더라도 대여금에 대한 분기별 약 50억원의 이자 비용 때문에 순이익 달성까지는 상당한 시간이 소요될 것으로 보인다. 이와 더불어 연령이 높은 매출채권의 증가와 높은 부채비율, 인건비 상승에 따른 마진 압박 등도 전사적인 수익성을 저해할 수 있는 요인이다. 아울러 중국 사업의 핵심인 코스맥스 이스트 법인의 상장 추진 여부를 둘러싼 불확실성 역시 예의주시해야 할 리스크로 뽑힌다.

Fig. 12: 인도네시아·태국 법인 합산 매출액 및 당기순손익 추이



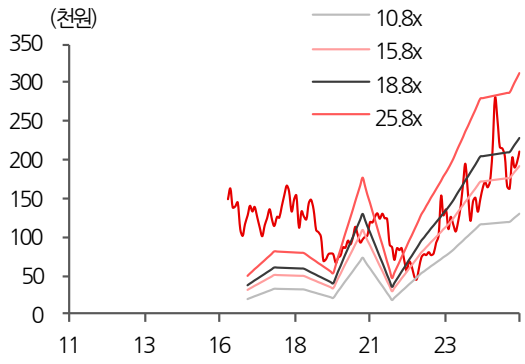
자료: Quantiwise, BNK투자증권

Fig. 13: 미국 법인 매출액 및 당기순손실 추이



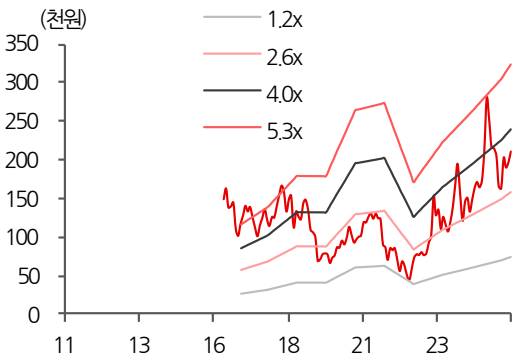
자료: Quantiwise, BNK투자증권

Fig. 14: 코스맥스 PER 밴드 차트



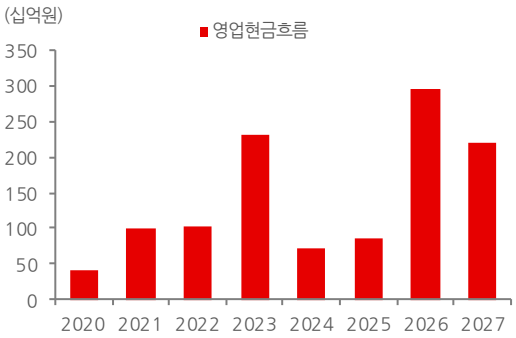
자료: ValueWise, BNK투자증권

Fig. 15: 코스맥스 PBR 밴드 차트



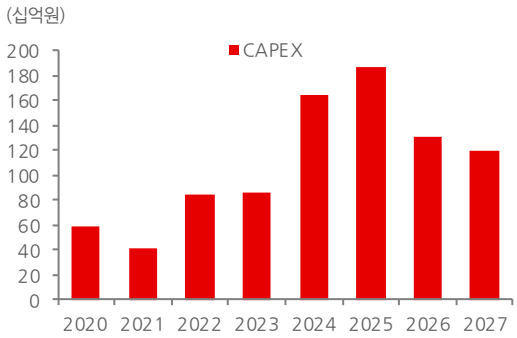
자료: ValueWise, BNK투자증권

Fig. 16: 영업현금흐름 추이 및 전망



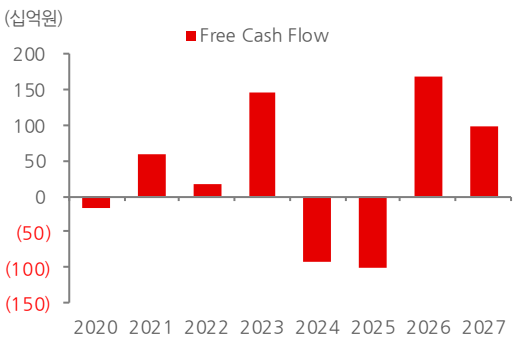
자료: ValueWise, BNK투자증권

Fig. 17: Capex 추이 및 전망



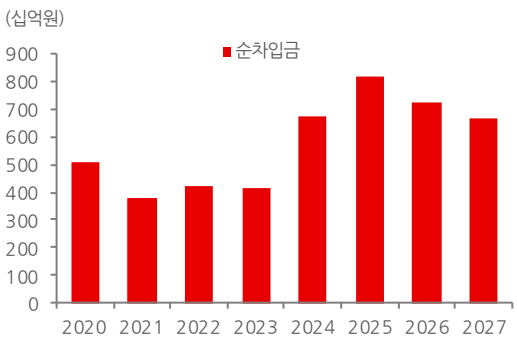
자료: ValueWise, BNK투자증권

Fig. 18: Free Cash Flow 추이 및 전망



자료: ValueWise, BNK투자증권

Fig. 19: 순차입금 추이 및 전망



자료: ValueWise, BNK투자증권

재무상태표

(십억원)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	943	975	1,165	1,280	1,453
현금성자산	256	192	346	410	518
매출채권	349	427	430	470	510
재고자산	257	271	295	305	325
비유동자산	991	1,150	1,208	1,247	1,285
투자자산	56	53	59	60	63
유형자산	778	926	979	1,018	1,057
무형자산	63	64	62	61	56
자산총계	**1,934**	**2,125**	**2,373**	**2,527**	**2,737**
유동부채	1,114	1,201	1,332	1,363	1,415
매입채무	231	271	350	370	395
단기차입금	464	499	499	499	499
비유동부채	311	312	324	326	332
사채및장기차입금	188	195	195	195	195
부채총계	**1,425**	**1,513**	**1,656**	**1,689**	**1,747**
지배기업지분	474	558	646	753	888
자본금	6	6	6	6	6
자본잉여금	28	13	13	13	13
이익잉여금	384	483	571	678	813
자본총계	**509**	**612**	**717**	**839**	**990**
총차입금	968	1,044	1,078	1,085	1,103
순차입금	673	818	725	668	577

포괄손익계산서

(십억원)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	**2,166**	**2,399**	**2,720**	**2,950**	**3,150**
매출원가	1,748	1,990	2,228	2,425	2,583
매출총이익	418	409	492	525	567
매출총이익률	19.3	17.0	18.1	17.8	18.0
판매비와관리비	243	213	238	250	252
판관비율	11.2	8.9	8.8	8.5	8.0
영업이익	**175**	**196**	**254**	**275**	**315**
영업이익률	8.1	8.2	9.3	9.3	10.0
EBITDA	244	270	335	360	410
영업외손익	-38	-39	-49	-48	-44
금융이자손익	-38	-40	-36	-34	-34
외화관련손익	16	-7	0	0	0
기타영업외손익	-16	8	-13	-14	-10
세전이익	**138**	**157**	**205**	**227**	**271**
세전이익률	6.4	6.5	7.5	7.7	8.6
법인세비용	49	25	63	68	82
법인세율	35.5	15.9	30.7	30.0	30.3
계속사업이익	88	131	142	159	189
당기순이익	**88**	**131**	**142**	**159**	**189**
당기순이익률	4.1	5.5	5.2	5.4	6.0
지배기업순이익	86	123	125	144	173
총포괄손익	120	134	142	159	189

현금흐름표

(십억원)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동현금흐름	**73**	**87**	**297**	**219**	**261**
당기순이익	88	131	142	159	189
비현금비용	227	208	186	197	222
감가상각비	69	74	81	85	95
비현금수익	-42	-62	-7	-10	-10
자산및부채의증감	-127	-87	74	-26	-23
매출채권감소	-68	-73	-3	-40	-40
재고자산감소	-20	-13	-24	-10	-20
매입채무증가	-38	40	79	20	25
법인세환급(납부)	-50	-74	-63	-68	-82
투자활동현금흐름	**-160**	**-179**	**-140**	**-124**	**-134**
유형자산증가	-165	-187	-130	-120	-130
유형자산감소	4	4	0	0	0
무형자산순감	-4	-6	-3	-3	0
재무활동현금흐름	**68**	**28**	**-3**	**-31**	**-19**
차입금증가	256	76	34	7	18
자본의증감	0	-16	0	0	0
배당금지급	-6	-26	-37	-37	-37
현금의증가	-1	-64	154	64	108
기말현금	256	192	346	410	518
잉여현금흐름(FCF)	-92	-100	167	99	131

자료: 감사보고서(12월 결산), BNK투자증권 리서치센터

주요투자지표

	2024	2025	2026F	2027F	2028F
EPS (원)	7,560	10,843	11,055	12,693	15,214
BPS	41,737	49,206	56,961	66,356	78,271
CFPS	24,144	24,457	28,304	30,519	35,287
DPS	2,300	3,300	3,300	3,300	3,300
PER (배)	19.7	15.0	18.9	16.5	13.7
PSR	0.8	0.8	0.9	0.8	0.8
PBR	3.6	3.3	3.7	3.1	2.7
PCR	6.2	6.7	7.4	6.8	5.9
EV/EBITDA	9.8	10.1	9.5	8.7	7.4
배당성향 (%)	29.5	28.6	26.3	23.5	19.8
배당수익률	1.5	2.0	1.6	1.6	1.6
매출액증가율	21.9	10.7	13.4	8.5	6.8
영업이익증가율	51.6	11.6	29.5	8.4	14.5
순이익증가율	50.2	43.4	1.9	14.8	19.9
EPS증가율	50.2	43.4	1.9	14.8	19.9
부채비율 (%)	280.0	247.1	230.9	201.4	176.5
차입금비율	190.3	170.5	150.4	129.4	111.4
순차입금/자기자본	132.3	133.6	101.1	79.6	58.3
ROA (%)	5.1	6.5	6.3	6.5	7.2
ROE	20.5	23.9	20.8	20.6	21.0
ROIC	12.1	13.1	12.8	13.7	14.9

주: K-IFRS 연결 기준, 2026/5/4 종가 기준

투자의견 및 목표주가 변경

종목명	날짜	투자의견	목표주가 (6M)	괴리율(%) 평균	괴리율(%) H/L
코스맥스 (192820)	26/05/06	매수	240,000원	-	-

주가 및 목표주가 변동 추이(2Y)

투자등급 (기업 투자의견은 향후 6개월간 추천일 종가 대비 해당 종목의 예상수익률을 의미함.)
기업: 6개월 예상수익률 / 매수(Buy) +10% 이상, 보유(Hold) -10~+10%, 매도(Sell) -10% 이하
산업: 6개월 투자비중에 대한 의견 / 비중확대(Overweight), 중립(Neutral), 비중축소(underweight)
조사분석자료 투자등급 비율(2026.03.31기준) / 매수(Buy) 75.4%, 보유(Hold) 24.6%, 매도(Sell) 0.0%

이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. 자료 제공일 현재 당사는 상기 회사가 발행한 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않으며, 지난 1년간 상기 회사의 유가증권(DR, CB, IPO 등) 발행과 관련하여 주간사로 참여한 적이 없습니다. 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다. 당자료는 상기 회사 및 상기회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락없이 복사, 대여, 재배포될 수 없습니다. 이 자료에는 네이버에서 제공한 나눔글꼴이 적용되어 있습니다.

BNK 투자증권

BNK 투자증권

BNK 투자증권

고객지원센터 1577-2601 www.bnkfn.co.kr

〈본사/영업부〉
부산시 부산진구 새싹로1(부전동) 부산은행 부전동별관 3층, 4층 / [본사] **T** 051-669-8000 / **F** 051-669-8009
[영업부] **T** 051-669-8080 / **F** 051-669-8099

〈서울영업부〉
서울시 영등포구 국제금융로2길(여의도동) 24, BNK금융타워 6층 / **T** 02-3215-1500 / **F** 02-786-2998

〈경남영업부〉
경상남도 창원시 마산회원구 3.15대로 642 BNK경남은행본점 1층 / **T** 055-290-7100 / **F** 055-290-7199

〈울산영업부〉
울산시 남구 중앙로 202 BNK경남은행 울산영업부 1층 / **T** 052-271-6117 / **F** 052-271-6111

BNK

BNK 부산은행 BNK 경남은행 BNK 캐 피 탈 BNK 투자증권 BNK 저축은행
BNK 자산운용 BNK 신용정보 BNK 시 스 템 BNK 벤처투자 BNK 썸농구단