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

(214420)

토니모리

BUY(유지)

수출, ODM 중장기 실적 기대감 유효

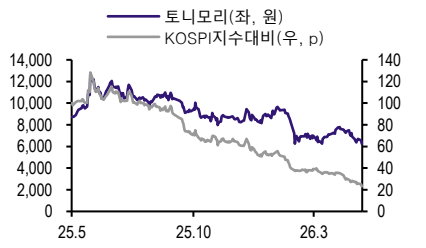
목표주가	9,000원(하향)
현재주가(05/27)	6,240원
상승여력	44.2%
시가총액	150십억원
발행주식수	24,055천주
52주 최고가 / 최저가	12,710 / 6,240원
3개월 일평균거래대금	2십억원
외국인 지분율	1.6%
주요주주	
배해동 (외 4인)	53.0%
자사주 (외 1인)	0.6%
토니모리우리사주 (외 1인)	0.2%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-19.5	-23.3	-21.8	-28.8
상대수익률(KOSPI)	-43.9	-55.1	-128.2	-240.8

(단위: 십억원, 원, %, 배)

재무정보	2024	2025	2026E	2027E
매출액	177	220	245	290
영업이익	12	14	21	28
EBITDA	18	21	27	34
지배주주순이익	16	11	16	21
EPS	680	463	649	898
순차입금	46	51	44	32
PER	9.1	18.1	9.6	7.0
PBR	1.4	1.7	1.2	1.0
EV/EBITDA	10.6	12.3	7.2	5.3
배당수익률	1.9	0.6	0.8	0.8
ROE	16.0	9.8	12.5	15.3
컨센서스 영업이익	-	-	0	0
컨센서스 EPS	-	-	0	0

주가추이



1Q26 Review: 미국 수출 부진

토니모리의 2026년 1분기 연결 매출액은 520억원(+6.3% YoY, -1.0% QoQ), 연결 영업이익은 42억원(+14.2% YoY, +425.0% QoQ, OPM: 8.0%)을 시현하였다. 올해 1분기 화장품 사업부문의 매출액은 322억원(-0.1% YoY, -7.7% QoQ), 영업이익은 34억원(+13.9% YoY, -8.3% QoQ)을 시현하였는데 신규채널(다이소, 올리브영 등), 면세 부문 탑라인 성장세가 오프라인 채널을 크게 상회하며 국내 화장품 탑라인 성장을 견인하였다(1분기 국내 화장품 매출액/영업이익: 240억/9.8억원, 1분기 국내 신규채널/면세/로드샵/유통점 탑라인 성장률: +52% YoY/+26% YoY/-22% YoY/-28% YoY). 한편 해외 수출의 경우 1분기 매출액/영업이익은 각각 82억/24억원을 시현하였는데 핵심 수출국인 미국 매출액이 전년 동기 대비 47% 하락하며 부진한 모습을 보였다(재고 소진에 따른 수주 감소로 매출액 하락). 화장품 ODM 메가코스의 경우 올해 1분기 매출액/영업이익은 208억/7억원(+10% YoY/+18% YoY)을 기록하며 견조한 성장세를 시현하였다(립 신제품 반응 호조에 따른 수주 증가 및 주요 고객사 SKU 확장 지속).

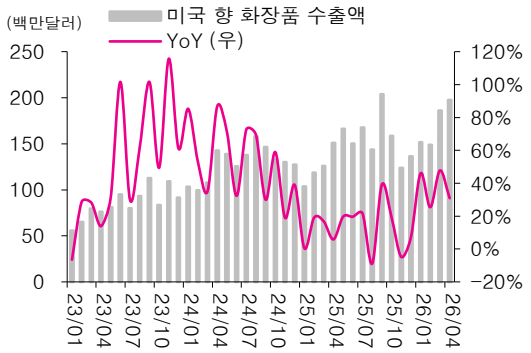
여전히 유효한 해외사업 및 ODM 실적 기대감

K-뷰티 글로벌 영토 확장이 가속화하고 있는 국면에서 2026년 1분기 전체 화장품 수출액은 전년 동기 대비 17% 증가, 4월 전체 수출액은 11억달러를 기록하며 역대 최고치를 갱신하였다. 특히 Peak-out 우려를 뒤로 하고 미국 향 화장품 수출액의 성장세가 가속화하고 있는데 1분기 미국 화장품 수출 성장률은 40% YoY를 시현하였다. K-뷰티의 글로벌 점유율 상승 속 토니모리의 중장기 해외 수출 성장 모멘텀은 여전히 유효하다고 판단하며 ODM 자회사의 수주 증가 지속에 대하여 긍정적으로 전망한다. 토니모리의 2026~27년 연결 매출액을 2,449억~2,897억원(+11~18% YoY), 연결 영업이익을 207억~285억원(+37~44% YoY, OPM: 8.5~9.8%)으로 추정한다.

토니모리 투자의견 BUY, 목표주가 9,000원

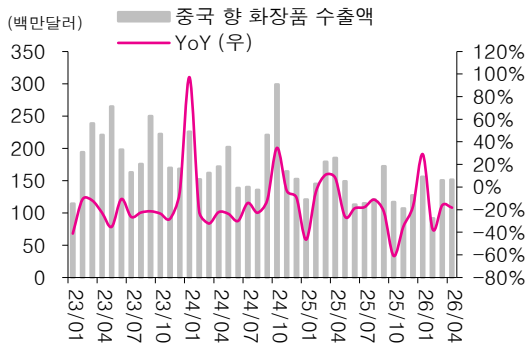
단기 미국 수출 부진의 영향으로 2026년 실적 추정치를 하향 조정하였으며 그에 따라 목표주가를 9천원으로 하향하였지만 중장기 화장품 수출 성장세와 ODM 이익 성장 모멘텀을 긍정적으로 보아 투자의견 BUY를 유지한다.

그림 1 미국 향 화장품 수출액 월별 성장 추이



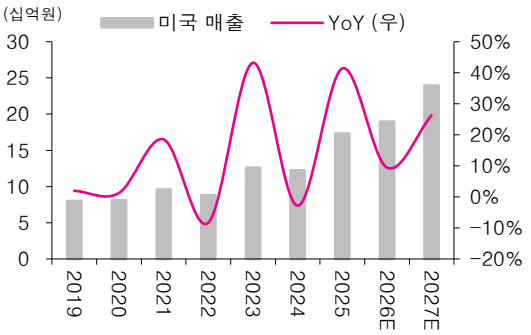
자료: KCS, 흥국증권 리서치센터

그림 2 중국 향 화장품 수출액 월별 성장 추이



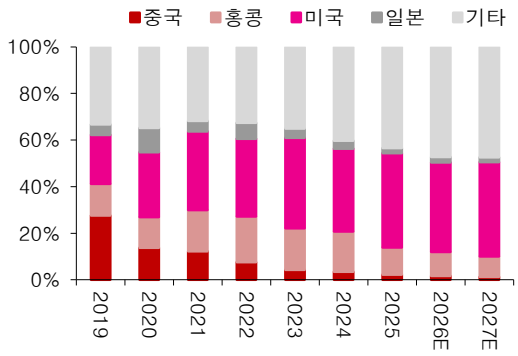
자료: KCS, 흥국증권 리서치센터

그림 3 토니모리 연간 미국 매출액 추이 및 전망



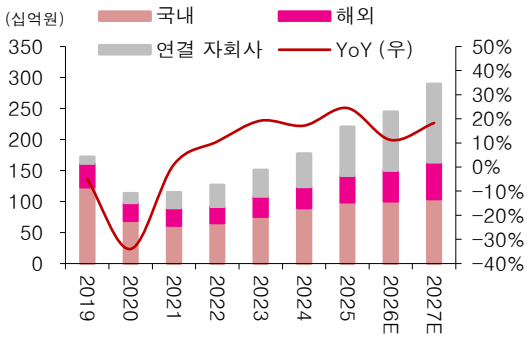
자료: 토니모리, 흥국증권 리서치센터

그림 4 토니모리 국가 별 수출 비중 추이 및 전망



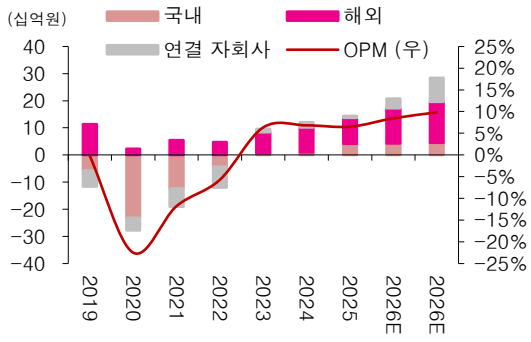
자료: 토니모리, 흥국증권 리서치센터

그림 5 토니모리 연결 매출액 추이 및 전망



자료: 토니모리, 흥국증권 리서치센터

그림 6 토니모리 연결 영업이익 추이 및 전망



자료: 토니모리, 흥국증권 리서치센터

표 1 토니모리 실적 추이 및 전망 (단위: 십억원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
연결 매출액	**48.9**	**62.5**	**56.3**	**52.6**	**52.0**	**71.3**	**63.1**	**58.6**	**220.3**	**244.9**	**289.7**
별도 매출	**32.2**	**36.7**	**37.6**	**34.9**	**32.2**	**39.8**	**40.8**	**36.9**	**141.4**	**149.8**	**163.3**
국내	**23.2**	**25.4**	**24.7**	**25.3**	**24.0**	**25.9**	**25.0**	**25.5**	**98.7**	**100.5**	**104.2**
로드샵	2.6	2.3	2.3	2.3	2.0	2.0	2.1	1.9	9.5	8.0	6.3
유통점	5.0	4.6	3.9	4.3	3.6	3.5	2.9	3.1	17.8	13.0	9.3
면세	4.5	5.4	5.5	5.1	5.7	6.1	5.7	5.3	20.5	22.8	23.4
온라인	6.0	5.2	5.4	5.4	4.9	4.7	5.6	5.6	22.0	20.8	20.5
신규채널	5.1	8.0	7.6	8.2	7.7	9.6	8.7	9.7	28.9	35.8	44.7
해외	**9.0**	**11.3**	**12.9**	**9.6**	**8.2**	**14.0**	**15.8**	**11.4**	**42.8**	**49.4**	**59.1**
중국	0.3	0.3	0.2	0.1	0.1	0.4	0.2	0.1	0.9	0.8	0.8
홍콩	1.2	1.4	1.2	1.2	1.3	1.6	1.1	1.1	5.0	5.1	5.2
미국	2.9	4.6	6.4	3.4	1.5	5.5	8.1	3.8	17.3	19.0	23.9
일본	0.2	0.2	0.2	0.3	0.4	0.2	0.1	0.3	0.9	1.1	1.2
기타	4.5	4.7	4.9	4.6	4.9	6.3	6.2	6.0	18.6	23.4	28.0
연결 자회사	**16.7**	**25.8**	**18.7**	**17.7**	**19.8**	**31.4**	**22.2**	**21.6**	**78.8**	**95.1**	**126.4**
영업이익	**3.6**	**5.6**	**4.3**	**0.8**	**4.2**	**6.3**	**5.6**	**4.6**	**14.4**	**20.7**	**28.5**
별도 매출	**3.0**	**3.6**	**3.4**	**3.7**	**3.4**	**5.2**	**4.8**	**3.9**	**13.7**	**17.3**	**19.6**
국내	1.0	0.6	1.0	1.5	1.0	1.1	1.0	1.2	4.2	4.2	4.5
해외	2.0	3.0	2.4	2.2	2.4	4.1	3.8	2.6	9.6	13.0	15.2
연결 자회사	**0.6**	**2.0**	**0.9**	**-2.9**	**0.8**	**1.1**	**0.8**	**0.8**	**0.6**	**3.5**	**8.8**
영업이익률(%)	7.5%	8.9%	7.7%	1.5%	8.0%	8.8%	8.9%	7.9%	6.5%	8.5%	9.8%
별도 매출	9.3%	9.8%	9.1%	10.6%	10.5%	13.1%	11.8%	10.4%	9.7%	11.5%	12.0%
국내	4.3%	2.4%	4.2%	6.0%	4.1%	4.1%	4.0%	4.7%	4.2%	4.2%	4.3%
해외	22.1%	26.6%	18.5%	22.8%	29.4%	29.7%	24.2%	23.2%	22.4%	26.4%	25.7%
연결 자회사	3.9%	7.7%	4.9%	-16.5%	3.9%	3.5%	3.6%	3.6%	0.8%	3.6%	7.0%
연결 매출액(YoY)	17.1%	32.7%	25.2%	21.8%	6.3%	14.1%	12.0%	11.5%	24.5%	11.2%	18.3%
국내	8.9%	6.8%	11.8%	14.6%	3.4%	1.8%	1.4%	0.8%	10.5%	1.8%	3.8%
해외	6.4%	21.4%	44.6%	24.5%	-9.1%	23.6%	22.7%	19.0%	24.4%	15.4%	19.7%

자료: 토니모리, 흥국증권 리서치센터

표 2 토니모리 목표주가 산정 P/E Multiple Valuation

	2026E	2027E	비고
EPS (원)	649	898	2026~27년 EPS 평균: 773
목표 PER (배)		11.8	국내 화장품 섹터 2026~27년 P/E 평균
목표주가 (원)		**9,000**	
현재주가(원)		6,240	
상승여력 (%)		44.2%	

자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위:십억원)

결산기	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	**177**	**220**	**245**	**290**	**345**
증가율 (Y-Y,%)	17.1	24.5	11.2	18.3	19.1
영업이익	**12**	**14**	**21**	**28**	**40**
증가율 (Y-Y,%)	25.8	18.7	44.3	37.4	38.9
EBITDA	18	21	27	34	45
영업외손익	1	(2)	(0)	(0)	(0)
순이자수익	(2)	(2)	(2)	(2)	(1)
외화관련손익	1	0	0	0	0
지분법손익	1	3	11	11	11
세전계속사업손익	13	13	20	28	39
당기순이익	**17**	**11**	**16**	**22**	**31**
지배기업당기순이익	**16**	**11**	**16**	**21**	**30**
증가율 (Y-Y,%)	342.0	(32.0)	39.4	38.3	39.9
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	15.6	20.2	17.5	17.8	16.1
영업이익증가율(3Yr)	n/a	n/a	29.2	33.0	40.2
EBITDA증가율(3Yr)	n/a	400.5	19.1	23.4	29.9
순이익증가율(3Yr)	n/a	n/a	74.3	9.6	38.9
영업이익률(%)	6.8	6.5	8.5	9.8	11.5
EBITDA마진(%)	10.4	9.4	11.0	11.9	13.1
순이익률 (%)	9.4	5.2	6.5	7.5	8.9
NOPLAT	**9**	**13**	**16**	**22**	**31**
(+) Dep	6	6	6	6	6
(-) 운전자본투자	10	9	3	7	8
(-) Capex	2	3	3	3	3
OpFCF	2	7	16	18	25

재무상태표

(단위:십억원)

결산기	2024	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	69	81	93	115	146
현금성자산	24	19	24	34	51
매출채권	20	32	36	42	50
재고자산	19	25	28	33	39
비유동자산	141	146	147	149	151
투자자산	73	78	81	85	88
유형자산	54	52	49	46	44
무형자산	14	16	17	18	19
자산총계	**211**	**227**	**240**	**263**	**297**
유동부채	54	83	88	96	105
매입채무	17	23	26	30	36
유동성이자부채	36	56	59	62	65
비유동부채	39	19	14	10	6
비유동이자부채	34	14	9	5	(0)
부채총계	**94**	**101**	**103**	**106**	**111**
자본금	5	5	5	5	5
자본잉여금	90	90	90	90	90
이익잉여금	20	28	43	63	92
자본조정	(5)	(5)	(8)	(8)	(8)
자기주식	(3)	(3)	(3)	(3)	(3)
자본총계	**117**	**125**	**137**	**157**	**186**
투하자본	118	127	130	136	144
순차입금	46	51	44	32	13
ROA	7.9	5.1	6.7	8.5	10.7
ROE	16.0	9.8	12.5	15.3	18.3
ROIC	7.8	10.4	12.6	16.8	22.1

주요투자지표

(단위:십억원,원)

결산기	2024	2025	2026E	2027E	2028E
Per share Data					
EPS	680	463	649	898	1,256
BPS	4,574	4,907	5,392	6,235	7,433
DPS	120	50	50	50	50
Multiples(x,%)					
PER	9.1	18.1	9.6	7.0	5.0
PBR	1.4	1.7	1.2	1.0	0.8
EV/ EBITDA	10.6	12.3	7.2	5.3	3.6
배당수익율	1.9	0.6	0.8	0.8	0.8
PCR	7.7	7.6	19.0	9.3	6.2
PSR	0.8	0.9	0.6	0.5	0.4
재무건전성 (%)					
부채비율	80.4	81.1	75.2	67.5	59.5
Net debt/Equity	39.2	41.0	32.2	20.3	7.1
Net debt/EBITDA	249.8	249.1	163.0	92.7	29.1
유동비율	127.5	97.8	104.9	119.3	138.9
이자보상배율	5.5	8.0	12.7	18.5	27.1
이자비용/매출액	1.7	1.1	0.9	0.7	0.6
자산구조					
투하자본(%)	54.7	56.7	55.1	53.3	50.8
현금+투자자산(%)	45.3	43.3	44.9	46.7	49.2
자본구조					
차입금(%)	37.5	36.0	33.3	29.7	25.7
자기자본(%)	62.5	64.0	66.7	70.3	74.3

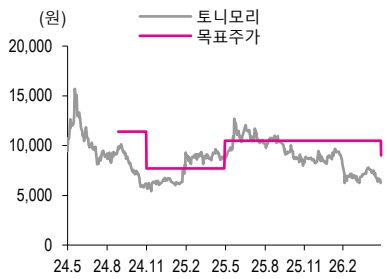
주) 재무제표는 연결기준으로 작성

현금흐름표

(단위:십억원)

결산기	2024	2025	2026E	2027E	2028E
영업현금	**9**	**9**	**4**	**9**	**16**
당기순이익	17	11	16	22	31
자산상각비	6	6	6	6	6
운전자본증감	(8)	(15)	(3)	(7)	(8)
매출채권감소(증가)	(0)	(22)	(4)	(7)	(8)
재고자산감소(증가)	(2)	(8)	(3)	(5)	(6)
매입채무증가(감소)	(7)	15	3	5	6
투자현금	**(11)**	**(2)**	**4**	**4**	**3**
단기투자자산감소	(1)	12	(0)	(0)	(0)
장기투자증권감소	(5)	(4)	9	9	9
설비투자	(2)	(3)	(3)	(3)	(3)
유무형자산감소	0	(3)	(1)	(1)	(1)
재무현금	**(4)**	**(3)**	**(3)**	**(3)**	**(3)**
차입금증가	(4)	(1)	(2)	(2)	(2)
자본증가	0	0	0	0	0
배당금지급	0	(3)	(1)	(1)	(1)
현금 증감	(6)	4	5	10	16
총현금흐름(Gross CF)	**19**	**26**	**8**	**16**	**24**
(-) 운전자본증가(감소)	10	9	3	7	8
(-) 설비투자	2	3	3	3	3
(+) 자산매각	0	(3)	(1)	(1)	(1)
Free Cash Flow	7	11	0	5	12
(-) 기타투자	5	4	(9)	(9)	(9)
잉여현금	2	7	10	15	21

토니모리 - 주가 및 당사 목표주가 변경



최근 2년간 당사 투자의견 및 목표주가 변경

날짜	투자의견	적정가격(원)	평균주가 괴리율(%)	최고(최저)주가 괴리율(%)
2024-09-23	담당자변경			
2024-09-23	Buy	11,400	(32.1)	(11.1)
2024-11-28	Buy	7,700	(0.3)	25.3
2025-05-29	Buy	10,500	(13.9)	21.1
2026-05-28	Buy	9,000		

투자의견(향후 12개월 기준)

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

최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율 (2026년 03월 31일 기준)

Buy (96.2%)	Hold (3.8%)	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.

Heungkuk
흥국증권

http://www.heungkuksec.co.kr

□ 주소 (본사) 서울시 영등포구 국제금융로 2길 32 (여의도파이낸스 타워 14층)
(리서치센터) 서울시 영등포구 국제금융로 2길 32(여의도파이낸스타워 6층)
□ 전화번호 영업부 대표 02) 6742-3635
□ 팩스 영업부 대표 02) 739-6286