



화장품 Overweight

K-뷰티 다이나믹스

Vol.1:지역/채널/카테고리편



OLIVE YOUNG

Dr. Groot **BORNTOSTANDOUT®**
Biodance



화장품 Overweight

K-뷰티 다이내믹스: 지역/채널/카테고리편

Summary

- ✓ 화장품 최대 수출국 2024년 중국, 2025년 미국, 2026년은 유럽
- ✓ 화장품 수출, 4~5년 내 프랑스를 넘어 1등 가능
- ✓ 2025년 이후 K뷰티 글로벌 대항해시대 진입

Top Picks 및 관심종목

기업명	투자의견	목표주가(12M)	현재주가(6월8일)
에이피알(278470)	BUY	510,000원	366,000원
한국콜마(161890)	BUY	110,000원	77,400원
실리콘투(257720)	BUY	52,000원	33,000원
아모레퍼시픽(090430)	BUY	150,000원	105,000원
코스맥스(192820)	BUY	240,000원	158,500원

목차

1. 지역: 미국을 넘어, 유럽, 그리고 중남미	3
1) 5월 화장품 수출, 미국/유럽 견인 고신장 지속	3
2) 미국의 강한 리바운드	6
3) 크레이지 유럽!	11
4) 2027년에는 중남미	16
5) 인도 시장을 서두르지 않는 이유	17
2. 채널: 글로벌 오프라인, 국내 다이소/약국 등	19
1) 미국/유럽 오프라인으로 확장 본격화	19
2) 신규 채널로 부상하고 있는 '약국'	29
3) 올리브영은 운이 좋다	32
4) 홈쇼핑: 다시 주목 받고 있는 채널의 가치	34
5) 다이소: 올리브영의 당당한 대항마로 자리매김	37
6) 이마트가 다이소의 화장품 확장을 좌시할 수 없는 이유	38
7) K뷰티의 글로벌 모멘텀이 국내 유통을 건강하게 만들다	39
3. 카테고리: 건기식/하이드로겔마스크/향수 등	41
1) 건기식(이너뷰티): 또하나의 K뷰티가 될 수 있을까?	41
2) 하이드로겔 마스크팩: 수요는 많은데, 만들 수 있는 곳이 별로 없다	50
3) 뷰티 디바이스: 높은 가성비로 글로벌 진출 본격화	53
4) 생활용품: 레거시 브랜드 대기업들의 핵심 성장 드라이버	57
5) 향수: K프래그런스 글로벌 모멘텀의 시작점에 서다	59
6) 색조 카테고리, 글로벌 확장의 어려움	34
4. 개별 업체별 1분기 리뷰 및 2분기 전망	65
1) LG생활건강: 바닥은 지난 듯	65
2) 달바글로벌: 코어근육 단련 효과	67
3) 동국제약: 화장품 수출은 이미 작년을 넘은 듯	69
4) 코스메카코리아: 1분기만 같아라	71
5) 펌텍코리아: 4공장 정상화 확인 필요	73
6) 코스맥스엔비티: 시장 변화의 흐름을 제대로 타는 중	75
7) 제넥: 역대 최대 매출 경신 중	77
5. 결론: 가치투자 영역을 즐길 때	78
기업분석	79
에이피알(278470)	80
한국콜마(161890)	84
실리콘투(257720)	88
아모레퍼시픽(090430)	92
코스맥스(192820)	96

2026년 6월 9일 | 산업분석_Industry In-depth

Overweight

Top Picks 및 관심종목

*CP 2026년 6월 8일

에이피알(278470)

BUY | TP 510,000원 | CP 366,000원

한국콜마(161890)

BUY | TP 110,000원 | CP 77,400원

실리콘투(257720)

BUY | TP 52,000원 | CP 33,000원

아모레퍼시픽(090430)

BUY | TP 150,000원 | CP 105,000원

코스맥스(192820)

BUY | TP 240,000원 | CP 158,500원

화장품

K-뷰티 다이내믹스: 지역/채널/카테고리편

화장품 최대 수출국 2024년 중국, 2025년 미국, 2026년은 유럽

심상치 않은 숫자다. 2026년 1분기 대 미국 화장품 수출이 YoY 40% 증가했다. 3월 아마존 뷰티 톱 100에 K뷰티 제품 수가 28개로 12월 대비 11개나 늘었다. 유럽 화장품 수출은 YoY 53% 증가하면서 규모 면에서 미국을 넘었다. 영국/폴란드/네덜란드 주요 지역 수출액 모두 다달이 앞자리 숫자가 바뀌고 있다. 지금 추세라면, 2026년 수출 증가율은 애초 기대치 YoY 15%를 훨씬 넘어 YoY 20% 이상도 가능할 수 있다. 화장품 최대 수출국이 2024년 중국, 2025년 미국에서 2026년은 유럽으로 매년 바뀌는 그야말로 K뷰티의 다이내믹스다.

화장품 수출, 4~5년 내 프랑스를 넘어 1등 가능

한국 화장품 산업은 이때까지 한번도 경험하지 못한 글로벌 확장 국면에 있다. 2025년 화장품 수출은 114억달러로 미국을 제치고 세계 2위 화장품 수출 대국으로 발돋움했다. 지금 속도면 4~5년 내에 1위 프랑스를 넘볼 수도 있겠다. 성장 여력과 가시성이 그만큼 크고 높다. 지역으로 보면, 미국과 유럽에 이어 중동과 중남미까지 수출 지역이 빠르게 확장하고 있다. 광범위한 지역에서 밀려드는 수출 주문을 감당하지 못할 때가 적지 않다. 어떤 제품은 한달에 300만개씩 만들어도 부족한 상황이다.

채널 측면에서, 2026년부터 얼타뷰티/코스트코, 타겟 등 글로벌 대형 오프라인 유통 업체 전개가 본격화되고 있다. 미국과 유럽 등 주요 선진국 소비의 85% 이상이 오프라인 채널이라는 점을 감안하면 한단계 큰 도약이다. 카테고리 측면에서, 기초에서 색조로, 바디와 헤어 케어, 향수까지 점점 수출 카테고리가 확장하고 있다. 이전에는 없던 늘 새로운 제형으로 뾰족하게 틈새를 파고들며 새로운 고객군을 창출하고 있다.

한국 수출 산업 내에서도 화장품의 입지는 괄목상대(刮目相對)할 만한 수준이다. 2026년 1분기 5대 유망 소비재 수출 품목 가운데 농수산식품을 앞지르며 1위 품목이 됐다. 한국 15대 수출 품목들과 비교해도 손색이 없다. 2025년 성장을 측면에서는 선박과 반도체에 이어서 3위에 랭크했고, 규모 면에서는 13위까지 올라왔다. 지금 속도면 2~3년 안에 톱 10에 진입할 수도 있겠다.

2025년 이후 K뷰티 글로벌 대항해시대 진입

<K뷰티, 다이내믹스> 시리즈를 통해 2025년부터 2026년 현재까지 어떻게 한국 화장품 산업이 글로벌로 뻗어나가고 있는지를 그 현황과 전망을 구체적으로 분석해본다. 지역/채널/카테고리와 브랜드/ODM/용기/유통/무역밴드 등 화장품 밸류체인 상 업체들의 변화까지 한국 화장품 시장의 중장기 전망에 도움이 될 것이다.



Analyst 박중대 forsword@hanafn.com

1. 지역: 미국을 넘어, 유럽, 그리고 중남미

1) 5월 화장품 수출, 미국/유럽 견인 고신장 지속

5월 화장품 수출 YoY 24%
고신장 지속

5월 화장품 수출은 YoY 24% 증가하면서 고신장을 이어갔다. 역시 미국(YoY 32%)이 강한 리바운드를 보여주면서 수출 증가를 견인했고, 유럽이 YoY 70%(9개국 합산) 증가하는 강한 모멘텀을 보였다. 유럽은 3대 화장품 수출 지역, 영국(YoY 114%), 폴란드(YoY 132%), 네덜란드(YoY 161%)가 압도적인 성장세를 보였다. 폴란드는 처음으로 월 수출 5천만 달러를 넘어지면서 앞자리가 또 바뀌는 기염을 토했다. 실리콘투의 유럽 공략이 얼마나 공격적인지, 또 그만큼 유럽 내 실리콘투의 역할이 얼마나 의미 있는지 엿볼 수 있는 대목이다.

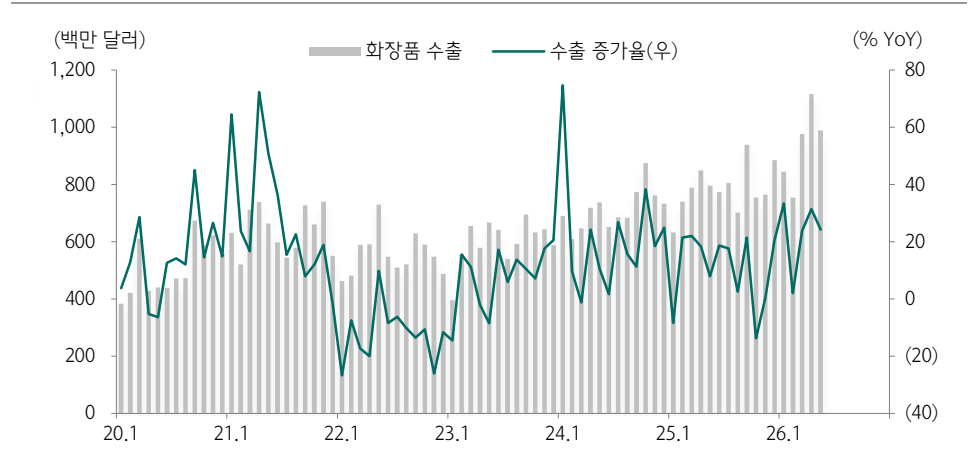
아쉬운 점은 일본 수출이 YoY 15% 감소했다는 점이다. 1년 6개월만에 월 수출액이 6천만 달러 대로 떨어지는 부진을 보였다. 일본은 상대적으로 색조 비중이 높는데, 최근 시장 포화와 경쟁심화로 상황이 녹록치 않다. 일본/색조 매출 비중이 높은 업체들, 아이패밀리에스씨, 클리오 등 브랜드 업체에 대해서는 다소 보수적인 접근이 바람직해보인다.

중국 수출 YoY 2% 고무적

중국 수출이 YoY 2% 증가한 점은 고무적이다. 이번 5월 수출 실적의 가장 큰 의미라고 할 수 있다. 설/추석 기간차 영향을 고려하면 실질적으로 1년 만에 YoY (+) 전환이다. 2025년 한국 화장품 수출이 YoY 10% 증가에 그친 가장 큰 이유가 대 중국 수출 부진이었다. YoY 23%나 감소하였다. 2026년 중국 수출이 YoY (+)로 돌아선다면 2026년 수출 증가율은 YoY 20%를 훌쩍 넘을 수 있다.

2분기 화장품 수출 YoY 25%
내외 증가 전망

도표 1. 화장품 수출 추이



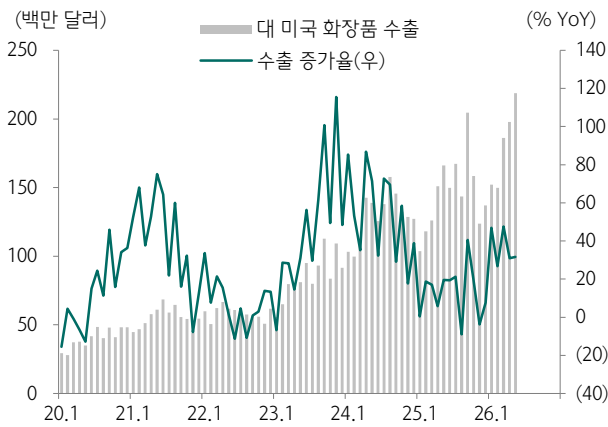
자료: KITA, 하나증권

**중국 MZ세대들의
글로벌 트렌드 동조 현상 주목**

여기서 주의해야할 게 있다. 중국의 한국 화장품 수입이 회복된다고 해서 설화수/후 매출 개선을 기대하는 것은 아니다. 중국도 중저가 인디 브랜드 수요이다. 최근 글로벌 화장품 시장의 뚜렷한 변화 중 하나가 중국 MZ세대들의 글로벌 트렌드 동조 현상이다. 미국에서 히트한 제품이 중국에서도 판매가 뚜렷하게 좋아지고 있다.

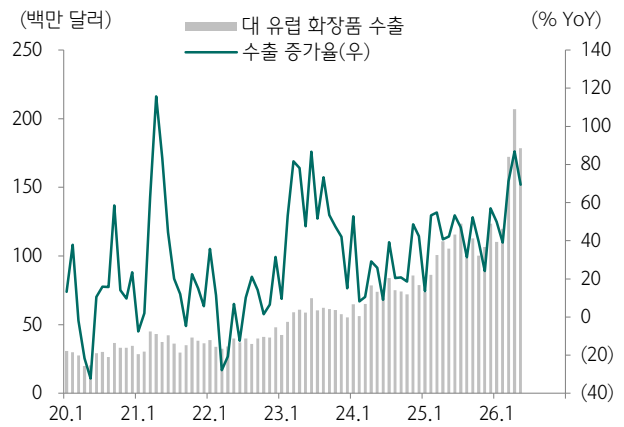
아모레퍼시픽은 설화수와 려를 제외한 모든 브랜드를 중국에서 철수하려던 애초 계획을 수정하고, 라네즈와 에스트라 중국 전개를 활발히 가져가고 있다. 립슬리핑마스크 등 미국 히트 제품의 중국 수요가 크게 늘고 있기 때문이다. 에이피알과 달바글로벌의 중국 매출도 별 마케팅 없이 YoY 20~30% 꾸준히 늘고 있다. 글로벌 히트 제품에 대한 추가 매출을 중국에서 기대할 수 있게 된 것이다. 심지어, 화장품 업계에서는 '중국에서 실적이 안좋은 이유는 글로벌에서 성공 못했기 때문'이라는 말이 나오고 있다. 이제 화장품 시장을 비중국 vs. 중국으로 나눠서 볼 필요가 없어졌다.

도표 2. 대 미국 화장품 수출



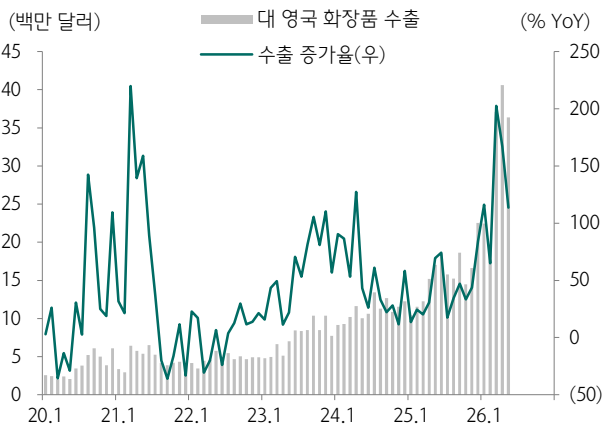
자료: KITA, 하나증권

도표 3. 대 유럽 화장품 수출



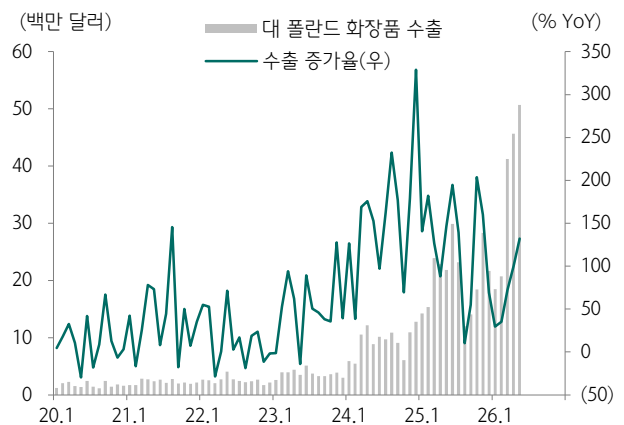
자료: KITA, 하나증권

도표 4. 대 영국 화장품 수출



자료: KITA, 하나증권

도표 5. 폴란드 화장품 수출



자료: KITA, 하나증권

4~5년 내에 1위 프랑스를
넘볼 수도

아무튼 화장품 수출은 애초 예상과 달리 굉장히 큰 폭 증가하고 있다. 2025년 화장품 수출은 114억달러로 미국을 제치고 세계 2위 화장품 수출 대국으로 발돋움했는데, 지금 속도면 4~5년 내에 1위 프랑스를 넘볼 수도 있겠다. 한국 수출 산업 내에서도 화장품의 입지는 괄목상대(刮目相對)할 만한 수준이다. 2026년 1분기 5대 유망 소비재 수출 품목 가운데 농수산식품을 앞지르며 1위 품목이 됐다. 한국 15대 수출 품목들과 비교해도 손색이 없다. 2025년 성장률 측면에서는 선박과 반도체에 이어서 3위에 랭크했고, 규모 면에서는 13위까지 올라왔다. 지금 속도면 2~3년 안에 톱 10에 진입할 수도 있겠다.

글로벌 온오프라인 유통망에 한국의 비내구재 소비재 상품이 이렇게 전방위적으로 전개된 적은 역사상 처음이다. 천재일우(千載一遇)의 기회다. 인류의 글로벌 확산, 한국의 압도적인 화장품 제조 인프라, 수많은 젊은 창업자들의 도전정신이 어우러져 K뷰티 특유의 '혁신성'과 '가성비'가 전세계 소비자들을 매료시키고 있다. 미국과 유럽에서 이렇게 강한 탄력이 이어진다면 2026년 화장품 수출 증가율은 YoY 20%를 훌쩍 넘을 수 있다. 만일 대 중국 수출이 YoY (+)로 돌아설 경우 2026년 화장품 수출 증가율은 YoY 25%에 달할 수도 있다. 2025년 (YoY 10%)과 비교하면 엄청난 약진이다. 2020년 이후 가장 높은 모멘텀이다.

도표 6. 화장품 지역별 수출 추이와 전망

(단위: 백만달러)

	20	21	22	23	24	25F	26F	27F
합계	6,112	7,661	6,687	7,182	8,567	9,431	10,820	12,463
중국	3,045	4,132	3,069	2,377	2,156	1,652	1,537	1,644
일본	548	665	622	667	840	881	942	999
기타아시아	1,439	1,422	1,444	1,847	2,228	2,483	2,731	2,950
북미	514	695	749	1,090	1,651	1,901	2,187	2,493
유럽	441	581	601	916	1,186	1,716	2,231	2,788
중동	65	82	106	150	286	439	593	741
중남미	22	36	39	52	88	172	344	516
기타	39	48	56	83	130	187	256	333
YoY	14.8%	25.3%	-12.7%	7.4%	19.3%	10.1%	14.7%	15.2%
중국	24.8%	35.7%	-25.7%	-22.6%	-9.3%	-23.4%	-7.0%	7.0%
일본	59.8%	21.4%	-6.4%	7.2%	26.0%	4.8%	7.0%	6.0%
기타아시아	-9.4%	-1.2%	1.6%	27.9%	20.6%	11.4%	10.0%	8.0%
북미	12.6%	35.3%	7.8%	45.5%	51.5%	15.2%	15.0%	14.0%
유럽	12.2%	31.7%	3.5%	52.3%	29.5%	44.7%	30.0%	25.0%
중동	43.3%	25.2%	30.6%	41.1%	90.4%	53.5%	35.0%	25.0%
중남미	-5.7%	66.4%	7.3%	33.1%	71.0%	94.4%	100.0%	50.0%
기타	18.9%	22.2%	16.8%	48.3%	57.5%	43.6%	37.0%	30.0%

자료: 하나증권

2) 미국의 강한 리바운드

(1) K뷰티 해외 실적 개선의 주요인으로 작용 중

실적 호조 공통된 특징은
미국/유럽 시장에서 선전

1분기 브랜드 업체들의 실적이 예상보다 좋았다. 아모레퍼시픽, 에이피알, 달바글로벌은 물론 그동안 부진했던 LG생활건강, 에이블씨엔씨, 클리오, 네오팜 대부분 업체들이 시장 기대치를 넘었다. 이들 업체들의 공통된 특징은 미국/유럽 시장에서 선전이다. 에이피알은 미국에서만 2,485억원 매출을 기록하는 기염을 토했다. YoY 250% 해당하는, 상대적으로 비수기임을 감안하면 엄청난 성과이다.

아모레퍼시픽의 코스알엑스는 미국과 EMEA 지역 매출 증가율이 YoY 30% 내외에 달했다. LG생활건강 북미 매출은 YoY 35% 증가하면서 실적 턴어라운드를 견인하고 있다. 닥터그루는 2025년 하반기에만 미국에서 300억원 매출을 기록한 바 있다. 달바글로벌도 미국 매출이 빠르게 늘고 있다(1분기 매출 243억원, YoY 193%). 우수 마케팅 인재 영입하고, 현지 인플루언서 네트워크를 확대하면서 온라인 매출을 크게 늘리고 있고, 얼타뷰티 점포도 예상보다 빨리 전점 입점했다. 미스트 이외 톤업선크림/비타크림/멀티밤 등이 순위권으로 빠르게 올라오고 있다.

에이블씨엔씨 미국 매출은 전년 동기대비 3배 이상 증가(매출 149억원)하면서 실적 개선을 견인하고 있다. 무엇보다 마케팅 효율이 빨리 자리잡으면서 마케팅비 확대를 공언한지 6개월만에 바로 전체 영업이익이 YoY (+)로 전환하는 서프라이즈를 기록했고, 이번 1분기에는 연결 영업이익 94억원(YoY 91%)으로 추세적인 실적 턴어라운드 국면에 있음을 굳혔다. 클리오의 미국 사업도 조금씩 기지개를 펴기 시작했다. YoY 30% 가까이 성장하면서 실적 턴어라운드의 기반을 다지고 있다. 동국제약의 화장품 사업은 해외 매출이 YoY 300% 증가했는데, 미국 비중이 43%로 절대적이다. 네오팜은 미국 사업을 직영 전환한 이후에 아마존을 중심으로 빠르게 온라인 매출이 올라오고 있다.

도표 7. 주요 브랜드 업체 미국 매출 규모와 비중

(단위: 십억원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	% YoY	매출 비중(%)
에이피알	70.8	96.2	150.5	255.1	248.5	250.8	41.9
아모레퍼시픽	157.2	134.4	156.8	182.6	174.7	11.1	15.4
LG생활건강	124.5	140.4	154.4	154.4	168.0	34.9	10.7
달바글로벌	8.3	12.7	17.6	26.1	24.3	192.8	14.2
브이티	4.7	11.6	14.9	16.8	7.1	51.0	6.2
에이블씨엔씨	4.5	5.0	10.9	15.3	14.9	228.5	24.3
클리오	5.7	5.8	7.6	8.4	7.3	28.1	9.3
아이패밀리에스씨	1.7	3.0	4.0	6.3	3.5	102.0	5.7
네오팜	0.8	2.1	1.5	2.0	1.7	114.5	5.0

주: 브이티, 아이패밀리에스씨, 네오팜은 당사 추정치 기준
자료: 하나증권

**2026년 이들 브랜드 업체들
미국 사업 기대치 넘어설 가능성**

2026년 이들 브랜드 업체들의 미국 사업은 기대치를 넘어설 가능성이 크다. 온라인은 물론, 오프라인으로 확장이 빠르게 진행되고 있기 때문이다. 에이피알은 올해 미국 오프라인에서 만 천억원 이상 매출을 기대하고 있다. 4월 이후 얼타뷰티 독점권이 풀리면서 코스트코/타겟/월마트 등 메이저 리테일러 추가 입점 중이다. 미국내 높은 제품 인지도를 감안하면 그 이상 달성 가능성이 높다. 아모레퍼시픽은 코스알엑스가 정상화되면서 아웃퍼폼을 기대할 수 있다. 달바글로벌의 경우 2025년 말 기준 해외 오프라인 입점 매장수가 6천개를 넘겼다. 얼타뷰티 전점 입점 효과도 1분기부터 본격화된다고 봐야 한다. 에이블씨엔씨는 BB크림 히트로 미국 코스트코에 입점했고, 이외 몇몇 메이저 리테일러와 협의 중이다. 아이패밀리에스씨는 틱톡에 이어 아마존 계정을 본격 가동했고, 네오팜은 아마존에 이어서 1분기 틱톡을 론칭했다.

(2) 2025년 미국은 중장기 지속 성장을 위한 사전 정치작업 시기였다

**2026년 대 미국 화장품 수출
증가율 YoY 40%(1분기)**

2026년 들어 대 미국 화장품 수출 증가율은 YoY 40%(1분기)에 이르고 있다. 2025년 연간 대 미국 화장품 수출 증가율 YoY 13%를 훌쩍 뛰어넘는 수치다. 이러한 고신장세가 지속될지는 아직 불투명하다. 더구나 미국-이란 전쟁과 유가 상승으로 글로벌 소비심리는 불안할 수밖에 없다. 그럼에도 불구하고 2026년 대 미국 화장품 수출 증가율은 애초 기대치(YoY 15%)를 넘어설 가능성이 크다는 판단이다. 전년도 한국 인디 브랜드들의 늘렸던 매출이 붓물 터지듯 나올 수 있는 시기가 2026년이기 때문이다.

**2025년 부진은 가격 통제
위한 물량 조절'**

2025년 대 미국 화장품 수출은 YoY 13% 증가에 그쳤다. 2023년 YoY 45%, 2024년 YoY 51%에 비하면 급격한 위축이었다. 8월과 11월에는 전년 동월 대비 화장품 수출이 감소하기도 했다. 아니 그 전에도 수상한 조짐이 있었다. 실리콘투의 2024년 4분기 매출이 전분기 대비 거의 반토막이 났다. OTC 규제로 한국 자외선차단제가 판매 중단됐다는 소리가 들렸다. MoCRA와 관세 영향도 불안 요인으로 작용했다. 한국 브랜드들끼리 경쟁이 선을 넘고 있다는 지적도 있었다. 수출 증가율이 둔화되면서 K뷰티 피크아웃에 대한 우려가 크게 확산하였다. 그런데, 우리가 2025년 미국 시장에서 간과한 부분이 있다. '가격 통제를 위한 물량 조절'이다.

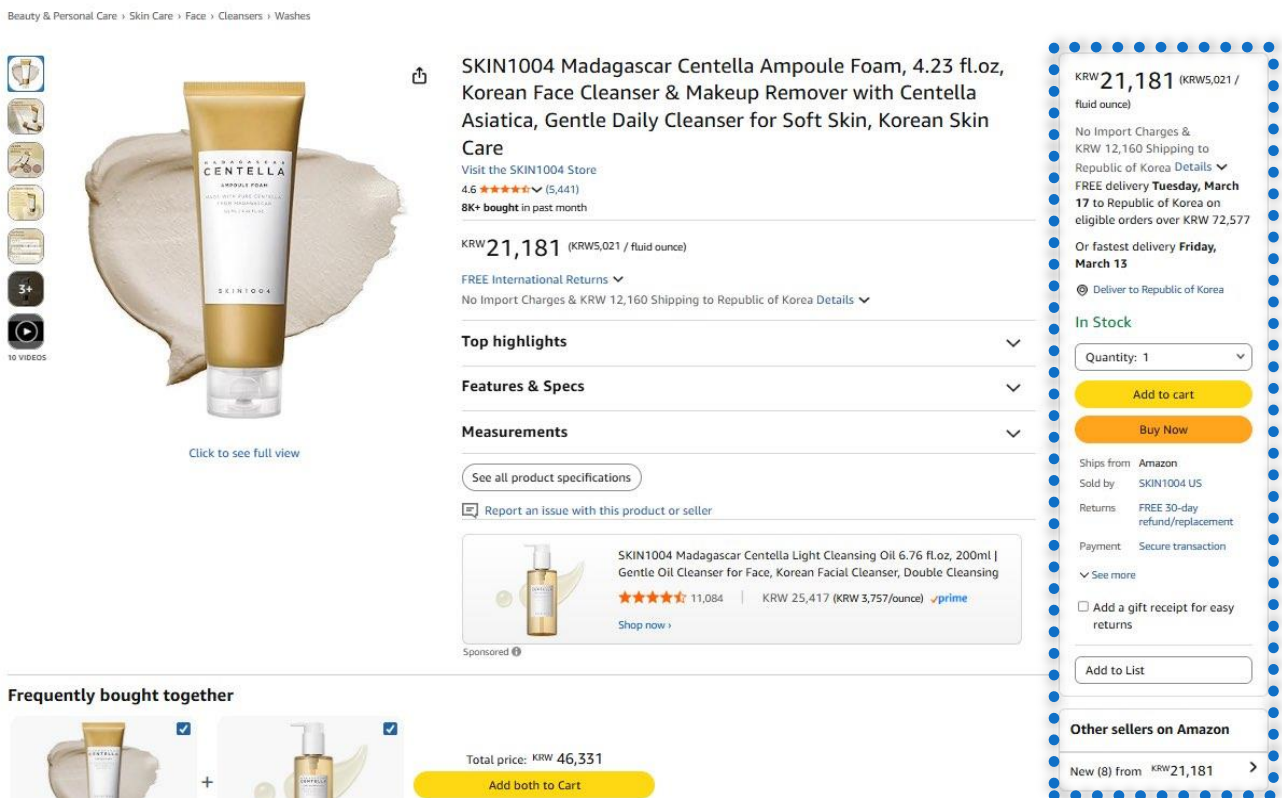
K뷰티는 2023년~24년 미국 아마존을 중심으로 가파른 신장세를 보였다. 처음 미국 시장에 진출하는 인디 브랜드들에게는 가격 관리보다 일단 매출이 중요할 수밖에 없다. 실리콘투 같은 무역벤더 업체들도 마찬가지다. 실리콘투 초기 온라인 유통은 리셀러 의존도가 컸는데, K뷰티는 리셀러들이 다루기 굉장히 좋은 구조를 갖고 있었다. 리셀러들이 실리콘투 스타 일코리아에서 도매가로 매입한 후 아마존에서 판매하는 경우가 많았다. 매입 원가가 상당히 낮았고, 리테일 가격을 따로 통제하지 않았기 때문에 소매 판매 가격이 천차만별이었다. 인디 브랜드들도 실리콘투를 통해 물량 밀어내기에 바빴다. 실적이 크게 올랐지만, 부작용도 만만치 않았다.

리셀러 중심의 지나친 가격 경쟁으로 리테일 가격이 대단히 불안해졌다. 아마존의 판매 시스템은 가격 교란을 더욱 부추겼다. 아마존은 하나의 상품에 대해 하나의 상세페이지만 존재하고, 한 화면에서 판매자별 직접 가격 비교가 가능한 Ond product one listing 시스템을 갖고 있다. 바이 박스(Buy Box)에서 '구매하기' 버튼을 누르면 최저가를 제시한 리셀러에서 매출이 자동으로 발생한다. 한명의 리셀러가 한 제품의 매출을 독식하는 구조다. 리셀러들의 가격 경쟁에 치열할 수밖에 없다. 가격 변동성이 크고, 소매 판매 가격은 불안정해졌다. 20달러에 팔아야하는 제품이 10달러에 팔리는 상황이 다반사였다. 이에 불안감을 느낀 브랜드 업체들이 가격 안정화를 위한 공급물량 조절을 실시했다.

코스알엑스는 거의 1년 동안
가격 정상화 작업

코스알엑스는 거의 1년 동안 가격 정상화 작업을 시행하느라 매출이 YoY 30% 감소하는 부진을 감수해야 했다. 바이오던스와 아누아는 2025년 B2B 물량을 줄였다. 이에 따라 이들의 B2B 핵심 벤더였던 실리콘투의 미국 지역 매출은 2024년 3분기를 정점으로 크게 위축되었고, 바이오던스 수출 제품 ODM 업체 제닉은 2025년 하반기 어닝쇼크를 기록했다. OTC와 관세 영향도 있었지만 브랜드 업체들의 가격 통제 영향도 적지 않았던 것이다.

도표 8. 아마존 판매 화면



자료: 아마존, 하나증권

(3) 중국 모멘텀과 미국 모멘텀의 차이: 가격 통제의 성공

이는 국내외를 막론하고 신규 시장 진출 초기 거칠 수밖에 없는 관문이다. 이 관문을 제대로 통과하지 못하면, 해당 시장에서 중장기 지속 성장을 담보하기 어렵다. 가격 통제가 안 되는 브랜드들을 코스트코와 얼타뷰티, 타겟 같은 메이저 리테일러들이 전개할 리 없다. 브랜드력은 결국 '가격'이라고 해도 과언이 아니다. 브랜드의 중장기 지속 성장은 가격에 대한 소비자 신뢰 기반 하에서 가능하다.

국내도 이마트/롯데마트 입점 위해서는 온라인 가격 안정화 필수

한국에서도 마찬가지다. 중소형 브랜드 업체들의 경우 신제품이 나왔을 때 일단 네이버 자사몰과 온라인 총판을 통해 유통한다. 처음부터 메이저 리테일러 매대에 입점하는 경우는 거의 없다. 온라인에서 일정 수준 판매가 이뤄지면 제품력이 인증되면서 오프라인 입점 제안이 가능해진다. 이마트나 롯데마트에 입점 제안하면 가장 먼저 들려오는 MD 담당자의 피드백은 온라인 가격 통제다. 11번가와 G마켓, 쿠팡 등에서 판매되는 가격이 천차만별일 경우, 이를 다잡지 못한다면 이마트/롯데마트 입점은 요원하다. 그런데 이미 총판을 거쳐 수많은 리셀러들에게 퍼진 제품들을 다 수거할 수는 없다. 이들 재고가 다 소진될 때까지 기다려야 한다. 최소 6개월 이상 시간이 소요된다. 그 기간 브랜드 업체들의 매출은 위축될 수밖에 없다. 메이저 리테일러에 입점하기 위해서는 감내해야 할 성장통이다.

중국 시장에서는 이걸 실패했다. 더페이스샵/메디힐/비디비치 등 수많은 국내 브랜드 업체들이 무리한 B2B 전략으로 중국 시장에서 가격 교란을 겪었다. 경험이 없었다. 다이공이나 성대리상들이 현금을 다발로 주고 직매입을 해가니 그렇게 좋을 수 없었다. 어디에 얼마에 팔리는지 알수 없어 짹짹하기는 했지만, 당장 막대한 매출을 포기하기 힘들었다. 오프라인과 온라인, 다운타운과 번두리 가격이 다 달랐다. 심지어 '짜퉁'이 섞여 팔리기도 했다. 문제를 깨달았을 때는 이미 수습하기 어려울 만큼 가격이 무너져 있었다. 리테일 가격 통제에 실패하면서 소비자들로부터 신뢰를 잃었고 대부분 철수했다. 메디힐은 그 신뢰를 회복하는데 거의 7~8년이 소요되었다. K뷰티의 중국 시장 부진에는 중국 경기 위축과 한한령, '애국소비' 영향도 있었지만, 가격 교란으로 인한 브랜드 인지도 훼손도 컸다.

중국 시장 가격 통제 실패 반면교사로 미국 시장 관문 통과

미국 시장에서는 이 관문을 잘 통과한 듯하다. 중국에서 경험은 좋은 '백신'이 되었다. 에이피알과 달바글로벌을 비롯 주요 인디 브랜드 업체들은 아마존 직진출을 통해 리셀러에 의한 가격 교란을 원천 차단했다. 코스알엑스는 주요 제품 가격이 안정화된 이후 2025년 4분기부터 매출이 YoY (+)로 돌아섰다. 바이오던스는 2025년 12월부터 대량 발주를 재개했다. 실리쿤투도 가격 관리에 상당한 자원을 투입하면서 2025년 3분기부터 미국 매출이 YoY (+)로 전환했다. 브랜드 업체들은 가격 통제의 중요성을 중국 경험을 통해 직시하고 있다. 이에 따라 실리쿤투 역시 초창기보다 입점 브랜드 업체와 가격 정책에 대해 훨씬 많은 정보를 공유하고 있다. 이제 어디서 얼마에 팔릴지 모른다는 브랜드 업체의 우려는 현저히 줄었다.

**단기적인 매출 포기하고
가격 안정화 1년 노력 결과**

모두 단기적인 매출과 이익을 포기하고 가격 안정화에 1년 가까이 노력한 결과이다. 이제 아마존 검색을 해보면 주요 K뷰티 브랜드들의 상세페이지 셀러는 2~3개 밖에 안된다. 브랜드 본사가 직접 통제하는 계정, 아마존 직매입 계정, 그리고 믿을 수 있는 리셀러 1~2개 정도가 고작이다. 2025년 하반기 이후 오프라인 메이저 리테일러 입점과 전개가 본격화되고 있는데, 그 배경 역시 이런 가격 안정화에 있다는 분석이다. 덕분에 2026년 들어 대 미국 화장품 수출 증가율은 더 높아지고 있다. 돌이켜보면, 2025년은 미국 시장에서 중장기 지속 성장을 위한 '사전 정지작업'의 기간이었다. 단기에 끝난 중국 모멘텀과 달리 지금 미국 모멘텀이 오래 갈 수 있는 기반을 닦은 것이다.

3) 크레이지 유럽!

(1) 화장품 업종 어닝 서프라이즈의 주역

1분기 에이피알 영국에서만 300억원 매출

1분기 화장품 업체들의 어닝 서프라이즈는 유럽에서 왔다. 에이피알은 영국에서만 300억원 매출을 올렸고, 실리콘투 역시 유럽에서만 1,620억원 매출을 기록했다. 덕분에 에이피알 1분기 매출 전망치는 5,000억원에서 5,900억원까지 올라갔고, 실리콘투 매출 전망 역시 3,200억원에서 3,400억원으로 뛰었다. 수출 호조는 코스맥스/한국콜마/코스메카코리아 등 ODM 업체들의 외형 성장을 제고로 이어졌다. 코스맥스/한국콜마 국내 사업 매출이 각각 YoY 17%, YoY 25%까지 증가했다. 2025년 4분기에 비하면 괄목할 만한 회복이다.

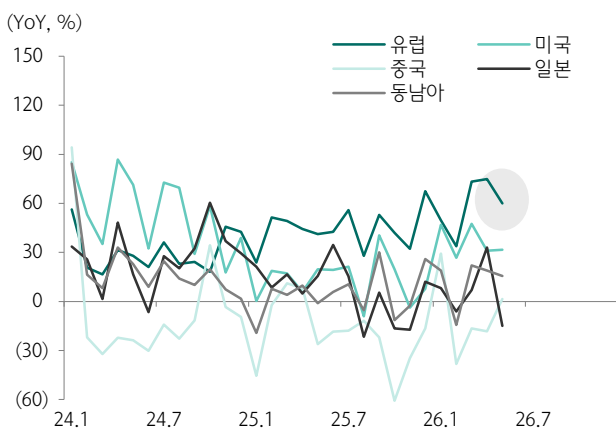
1분기 대 유럽 화장품 수출은 YoY 55% 증가하며, 미국을 넘어섰다. 영국/폴란드/네덜란드 등 유럽 수출 주요 지역 모두 수출액 앞자리가 바뀌었다. 영국은 유럽에서 가장 빠르게 글로벌 트렌드를 흡수하는 지역이다. 아울러, 유럽에서 가장 온라인 침투율이 높은 나라이다. 폴란드는 실리콘투 물류센터를 두고 있는 지역이고, 네덜란드 로테르담은 북동부 유럽 물류의 기착지다.

2024년 중국 → '25년 미국 → '26년 유럽으로 화장품 최대 수출 지역이 매년 바뀌는 다이나믹스

이런 흐름은 2분기에도 이어질 가능성이 크다. 에이피알의 제로모공패드 는 1분기 월 200만 개에서 2분기 월 300만개로 생산량을 늘린 것으로 알려져 있고, 실리콘투는 폴란드 물류센터를 두배로 확장하고 있다. 전술한 대부분 브랜드 업체들이 유럽 매출을 QoQ 증가세로 전망하고 있다.

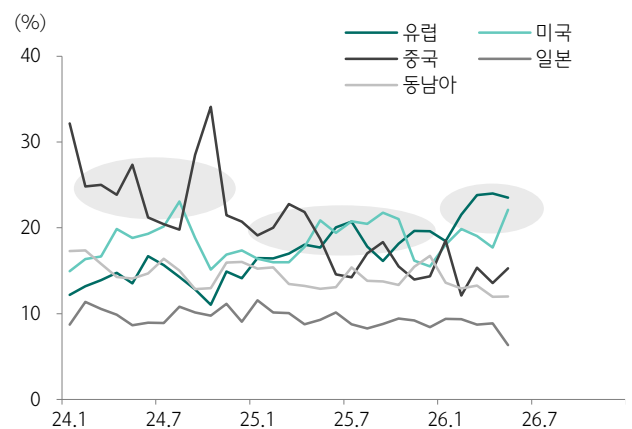
지금 추세가 이어진다면 2026년에는 유럽이 한국 화장품 최대 수출 지역이 될 수 있다. 대 미국 화장품 수출 증가율이 YoY 40% 이상으로 회복되고 있는 점을 감안하면 엄청난 약진이다. 이렇게 되면, 2026년 화장품 수출 증가율은 우리가 예상했던 것보다 훨씬 높을 수 있다. YoY 20% 이상도 가능하다(현재 추정치 2026년 YoY 15%). 2025년 화장품 수출 증가율이 YoY 10%였다는 점을 상기해볼 때, 2026년 수출 성과는 더욱 두드러져 보일 수 있다. 2024년 중국 → '25년 미국 → '26년 유럽으로 화장품 최대 수출 지역이 매년 바뀌는 K뷰티 글로벌 모멘텀의 다이나믹스를 확실히 느낄 수 있게 해주는 대목이다.

도표 9. 한국 화장품 지역별 수출 증가율



자료: KITA, 하나증권

도표 10. 한국 화장품 지역별 수출 비중



자료: KITA, 하나증권

독일/영국/프랑스는
세계 화장품 시장 규모 5~7위

유럽 시장은 크다. 독일/영국/프랑스는 세계 화장품 시장 규모 5~7위에 위치하고 있는 화장품 시장 대국이다. 한국(10위)보다 큰 나라들이다. 대 유럽 화장품 수출 규모는 미국을 능가할 기세다. 만일 4월, 5월에도 이와 같은 수출 실적이 유지된다면 유럽 시장 내 K뷰티 사업 규모가 한단계 레벨업했다고 평가할 수 있을 것이다. 2026년 미국을 제치고 한국 화장품 수출 지역 1위로 올라설 수 있을 것이며, 동시에 2026년 화장품 수출 증가율이 예상(전체 YoY 15%, 유럽 YoY 30%)보다 훨씬 높을 수 있다.

도표 11. 글로벌 화장품 시장규모 톱 20

(단위: 십억달러)

	국가명	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	% CAGR (19~23)	% CAGR (24~30)
1	미국	78.3	87.8	95.6	103.4	109.1	113.9	118.3	122.3	126	130.7	135.3	6.4	3.7
2	중국	66	72.2	67.6	69.8	73.5	77.3	81.3	85.3	89.3	93.8	98.4	3.3	5
3	브라질	21.3	21.3	24	27.1	29.7	32.3	35.1	38.1	41.1	44.6	48.4	7.6	8.5
4	일본	24.3	24.1	25.3	26.5	27.8	28.9	29.8	30.7	31.6	32.6	33.6	-1.6	3.2
5	독일	15.7	15.8	17.3	19.1	20.1	20.9	21.7	22.4	23.1	23.9	24.7	4.3	3.5
6	영국	13.5	14.1	15.1	16.2	16.9	17.7	18.7	19.7	20.9	22	23.3	2.8	5.4
7	프랑스	12	12.2	13.1	13.9	14.6	15.2	15.9	16.5	17.2	17.9	18.7	1.8	4.2
8	인도	10.1	11.2	12.5	13.7	14.9	16.1	17.3	18.6	20	21.5	23.1	7.3	7.6
9	멕시코	9.5	10.6	11.9	13.6	15	16.6	18.3	20.2	22.2	24.5	27	7.8	10.3
10	대한민국	10.3	10.9	11.6	12.2	12.8	13.3	13.9	14.4	14.8	15.4	16	2.3	3.7
11	이탈리아	8.9	9.7	10.6	11.7	12	12.2	12.4	12.6	12.8	13	13.2	4.4	1.6
12	스페인	7	7.7	8.7	9.6	10.2	10.8	11.2	11.6	12	12.6	13	5	4.1
13	캐나다	6.8	7.1	8.1	9.1	9.5	9.8	10.1	10.4	10.7	11	11.3	6.7	3
14	러시아	6.7	6.9	7.4	7.9	8.1	8.4	8.6	8.9	9.2	9.5	9.9	3.2	3.3
15	호주	5.8	6.1	6.6	7.1	7.6	8	8.4	8.9	9.4	9.9	10.5	5.2	5.6
16	인도네시아	5.4	5.7	6.3	6.6	7.2	7.8	8.5	9.2	9.8	10.6	11.5	6.4	8.1
17	사우디아라비아	4.7	5.1	5.8	6.3	6.8	7.5	8.3	9.2	10.3	11.5	12.8	6.7	11
18	태국	4.7	4.8	5.4	6.2	6.9	7.6	8.2	8.9	9.5	10.3	11.1	3.9	8.2
19	이란	1.4	2.5	4	6	8.1	10.1	12.7	16.1	20.5	25.8	32.6	69.1	26.1
20	폴란드	3.9	4.2	4.7	5.2	5.7	6.1	6.5	6.9	7.3	7.8	8.2	6.2	6.4
	기타국	76.6	82.5	91.9	105.3	120.2	138.9	160.4	186	216.6	266.4	331	6.8	18.4
	합계	393	422.7	453.3	496.4	536.5	579.2	625.5	676.8	734.4	815.2	913.4	5.3	9.3

주: 2025. 02. 20 기준

자료: Euromonitor, 하나증권

영국은 최근 유럽에서 K뷰티 온오프라인 전개가 가장 활발한 곳

영국은 최근 유럽에서 K뷰티 온오프라인 전개가 가장 활발한 곳이다. 퓨어서울, 스킨큐피드가 K뷰티 전문 매장을 크게 오픈했으며, 부츠, 슈퍼드럭, 록판타스틱 등에도 매대를 넓히고 있다. 아마존에서는 에이피알이 선전 중이다. 에이피알은 영국에 물류센터를 두고, 1분기 영국에서만 매출 300억원을 넘긴 것으로 파악되고 있다. 1분기 영국 수출의 1/3은 에이피알 몫이었다고 해도 과언이 아니다. 아모레퍼시픽의 라네즈는 2023년과 2024년 스페이스NK와 부츠(Boots)에 입점하면서 유럽 진출의 교두보로 삼았다.

부츠는 2024년 12월부터 2025년 2월 말까지 약 15초마다 한국 스킨케어 제품을 팔았으며 (글로벌이코노믹, 2025.5.15), K-뷰티 제품군을 계속 늘리고 있다. 실리콘투의 편집숍 '모이다'는 2024년 12월 런던에 첫 영국 매장을 열었고, 2025년 말까지 총 3개 점포를 열었다. LC생활건강도 영국에서 빌리프를 '글램터치' 온오프라인에 모두 입점시켰다.

폴란드 수출 증가는 실리콘투 영향

폴란드 수출 증가는 실리콘투 영향이 크다. 실리콘투는 폴란드 물류센터를 애초 900평에서 현재 4,000평까지 늘린 상태인데, 2분기 2,000평 규모 물류센터를 하나 더 추가했다. 현재 유럽은 50개 정도 브랜드 운영하고 있는데, 전체 운영 브랜드(600여개)의 1/10밖에 안된다. i) 점포수와 채널이 확장되면서 매출이 증가하고, ii) SKU가 증가하면서 매출이 증가하고, 거기에 iii) 신규 브랜드가 입점하면서 또 매출이 증가하는 양적 확장세가 한창이다. 1분기 실리콘투의 유럽 매출은 1,600억원까지 증가하면서 실적 개선의 주요인으로 작용했다.

한편, 네덜란드는 유럽 해상 물류의 중심지이며, 로테르담은 유럽으로 들어가는 관문이다. 유럽 동북부로 들어가는 많은 현지 중소형 벤더들이 네덜란드를 통해 K뷰티를 수입하고 있다. 에이피알도 네덜란드에 물류센터를 두고 주변 지역을 전개하고 있다.

(2) 유럽에서 실리콘투가 더 중요한 이유

실리콘투의 유럽에서 입지가 미국보다 훨씬 큼

한국 화장품 수출에서 미국이 차지하는 비중은 16%, 유럽은 10% 정도로 미국의 절반을 조금 넘는다. 그런데 두 지역 수출에 상당한 기여를 하고 있는 실리콘투의 1분기 매출을 보면 미국에 비해 유럽 매출이 두배 가까이 더 크다. 실리콘투의 유럽 매출은 QoQ 100% 가까이 증가했다. 유럽이 생각보다 상당히 빠른 속도로 매출을 올리고 있다. 실리콘투의 유럽에서 입지가 미국보다 훨씬 크다는 것을 의미한다.

유통 채널 구조를 볼 때, 미국은 그래도 온라인 비중이 크다. 화장품 카테고리에서는 30% 이상 온라인에서 유통되고 있고, 한국 화장품만 따져보면 70%가 온라인이다. 최근 실리콘투의 미국 사업 부진 주요인은 아마존에서 경쟁심화였다. 코스알엑스처럼 큰 브랜드들은 독자적인 판매를 하고 있고, 아시아비엔씨, 화해 등 여러 한국 플랫폼 기업들이 미국 시장을 노크하고 있다. 이러한 모습은 앞으로도 실리콘투의 미국 실적 가시성을 떨어뜨리는 요인이다.

하지만, 유럽은 미국보다 이커머스 침투율이 떨어진다. 화장품의 경우 미국의 온라인 채널 비중은 30%에 이르지만 유럽은 10%도 채 되지 않는다. 시장의 규모는 미국과 비슷하지만, 유럽은 단일 국가가 아니다. EU 회원국만 27개국이고, 쓰는 언어만 20개다. 국가별로 따져 봐야 할 규제와 물류 시스템이 다 다르다. 따라서, 아마존이 미국처럼 '지배력'이 높지 않다. 아마존의 지배력이 낮은 만큼 인디 브랜드 업체가 미국처럼 아마존에 막대한 비용을 지불하면서 온라인 채널에 직접 진출할 유인이 떨어진다.

오프라인 유통은 미국처럼 인디 브랜드 업체가 현지 법인 하나 세우고 전개할 수 있는 상황이 아님

오프라인 유통 역시 미국처럼 인디 브랜드 업체가 현지 법인 하나 세우고 전개할 수 있는 상황이 아니다. 전술한 바와 같이 국가별로 법과 제도, 물류 시스템이 다 다르다. 단일 브랜드가 일일이 대응하면서 직접 유통을 전개하기 어렵다. 인디 브랜드 업체가 직접 유럽을 전개할 경우 프랑스, 오스트리아, 독일을 지역별로 별도의 영업과 매출 전망이 되어야 하고, 물류 효율을 생각하면 매출 전망이 엄격하게 맞아 떨어져야 한다. 그렇지 않을 경우 어떨 때는 재고 부족으로 유통 업체로부터 신뢰성을 잃고, 어떨 때는 과재고로 물류비용만 증가하게 된다.

물류와 판매 분산으로 효율성 저하

물류와 판매가 분산되다 보니 레버리지 효과도 떨어진다. 예를 들어 10억원씩 5개국 재고의 입출고를 따로 관리하는 것보다 50억원을 한꺼번에 실리콘투에 입고 시키는게 훨씬 레버리지 효과가 크다. 재고의 운송 시간 증가에 따른 현금흐름도 부담이다. 예를 들어 30억원 어치 재고 가 유럽으로 나가려면 컨테이너 3~4대가 필요하고, 선적까지 1개월, 바다 위에서 3개월, 현지 유통 업체 물류 창고 입고까지 포함하면 총 5개월이 소요된다. 상품 대금 입금 은 유통 업체에 입고 후 2개월이다.

결국 30억원 매출이 현금으로 가시화되는데 6~7개월이 소요되는 것이다. 월 매출 30억원 거래라면 약 180억원의 자금이 묶이는 구조인데, 이는 개별 브랜드가 감당하기 어려운 것이다. 실리콘투 선적 후 일주일 후에 바로 입금해준다. 어마어마한 현금흐름의 차이다. 물론, 아모레퍼시픽 같이 큰 브랜드 업체는 이미 충분한 물류 인프라를 준비해놓았기 때문에 이런 우려가 없지만, 규모가 상대적으로 작은 인디 브랜드 업체들은 굉장히 비효율적이고 힘든 작업이다.

유럽 현지 유통 업체들 입장에서 실리콘투에 대단히 호의적

유럽 현지 유통 업체들 입장에서 실리콘투에 대단히 호의적이다. 실리콘투는 각 지역별 유통 업체들에 안정적인 재고 공급이 가능하다. 현재 실리콘투는 유럽에 약 300억원 규모의 재고를 유지하고 있으며, 월 약 200억원 정도가 매출로 출고되고 있는 상황이다. 이러한 재고 규모와 공급 체인을 갖춘 벤더사는 유럽 내에 드물다. 현지 리테일 유통 업체들도 매우 놀라고 있다고 한다.

부츠도 여러 벤더를 써봤지만, 이렇게 빠르게 재고를 공급하는 업체는 없었다는 평가다. 입점을 시켜 줘도 재고가 제대로 확충이 안돼 매대를 빈 상태로 놔둬야 했던 과거와 판이하게 달라진 모습이다. 실리콘투는 주문 후 3일 내 제품이 유통 업체에 도착하고, 당일엔 다른 제품 샘플도 함께 들어가고 있다. 한국의 '빨리 빨리' 문화가 유럽 화장품 유통 시장에서도 빛을 발휘하고 있는 것이다.

유럽은 실리콘투 입장에서 미국보다 편한 시장이다. 미국은 영토가 넓고 시스템이 복잡하다 보니 생각보다 진행 속도가 느리고, 비용도 많이 소요된다. 알타뷰티나 세포라는 1월에 입점 계약을 해도 실제 출시 시점은 8월 또는 내년으로 미뤄지는 경우가 대부분이다. 반면 유럽은 큰 나라가 없어 시스템이 단순하고 미국보다 오히려 접근하기 쉬운 구조다. 언어와 개별 유통 업체들의 물리적 장벽은 존재하지만 공급 난이도만 따지면 미국보다 유럽이 훨씬 수월하다는 것이다. 따라서, 유럽 시장에서 실리콘투에 대한 브랜드들의 의존도는 미국보다 훨씬 높아 질 가능성이 크다.

물론, 실리콘투 유럽도 온라인 매출이 더 크다. 미국처럼 리셀러들이 주요 거래처들이다. 다만, 온라인 경쟁은 미국 아마존에 비할 바가 아니다. 미국 아마존처럼 경쟁이 심하지 않기 때문에 가격 민감도는 떨어진다. 전술한 바와 같이 이커머스 침투율이 낮고, 미국처럼 아마존의 영향력이 크지 않기 때문에 리테일 유통 업체들이 아마존 가격에 그렇게 신경을 쓰지 않는다.

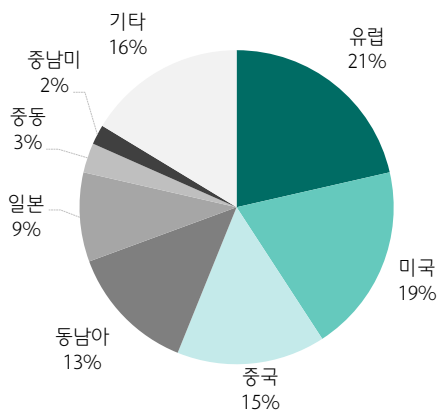
유럽 수요는 대단히 좋은 상황

수요는 대단히 좋은 상황이다. 현재 유럽의 K뷰티 유통을 전개하고 있는 부츠/까르푸/테스코 등 리테일 유통 업체들의 경우 화장품 MD 담당자가 아닌 경영진에서 전략적으로 K뷰티 소싱을 확대하고 있다. 대형 유통 업체들의 상품운용본부장이 한국을 직접 방문해 K뷰티 제품 입점을 요청하는 경우가 많아지고 있다. 다양한 국가에서 K뷰티 수요는 크게 증가하는데, 경쟁은 제한적인 상황이다. 무역벤더 실리콘투의 높은 시장 점유율과 높은 성장률이 나오는 이유다.

실리콘투는 유럽을 더 큰 시장으로 보고 있음

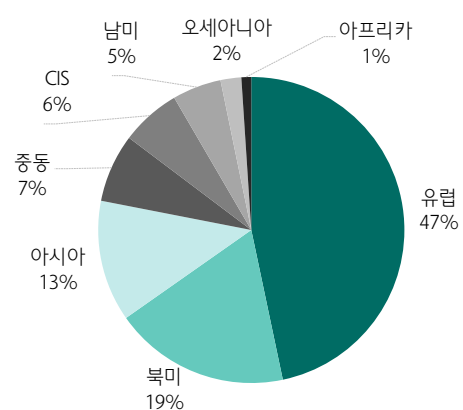
결국, 실리콘투가 미국보다 유럽을 더 큰 시장으로 보고 있는 이유는 실리콘투의 역량을 보다 필요로 하고, 발휘할 수 있기 때문이다. i) 미국보다 오프라인 채널 비중이 큰데, ii) 국가별로 특색있는 로컬 채널이 다양하게 있어서 실리콘투 같은 유통벤더의 역할이 더 중요하다. iii) 미국보다 오프라인 채널 진입장벽이 높다고 볼 수 있다. 상대적으로 미국은 메이저 리테일러들의 집중도가 높고, 진입장벽이 낮다. 최근 이공이공/모스트/그레이스 등 중소형 유통벤더들이 미국 메이저 리테일러들의 거래코드를 다수 확보할 수 있게 된 것을 봐도 알 수 있다. iv) 실리콘투는 언어/통관 절차/라벨 이슈 등에서 여러 시행착오를 겪으며 경험과 데이터를 축적한 만큼 경쟁우위에 있다.

도표 12. 2026년 1분기 화장품 수출 지역별 비중



자료: KITA, 하나증권

도표 13. 2026년 1분기 실리콘투 지역별 매출 비중



자료: 실리콘투, 하나증권

4) 2027년에는 중남미

한국 화장품 수출은 실리콘투가 채빙선 역할

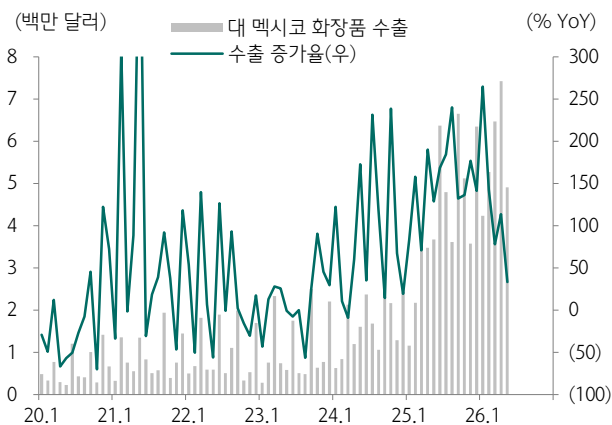
2027년에는 중남미가 부각될 것으로 기대한다. 한국 화장품 수출은 실리콘투가 채빙선 역할을 하고 있다. 실리콘투는 1년에 150만개 B2B 거래 데이터가 쌓이고 있고, 이런 빅데이터를 기반으로 신규 진출 지역을 물색한다. 2025년 7월부터 중동 실리콘투 물류센터가 본격 가동하면서 수출 증가율이 제고되고 있고, 2026년 6월에는 멕시코 법인 셋업을 완료하고 영업이 본격화될 것으로 보인다. 현재 중남미 화장품 수출이 크게 증가하고 있는데, 이는 현지 개인/소규모 벤더들을 통한 '모세혈관' 수출이다. 2026년 중순부터 중남미 화장품 수출의 '대동맥'이 하나 생기는 꼴이다.

유럽에서 스페인 마케팅 확대는 자연스럽게 중남미 사업 확대로 이어지고 있음

유럽에서 스페인 마케팅 확대는 자연스럽게 중남미 사업 확대로 이어지고 있다. 같은 스페인어를 사용하기 때문이다. 콜롬비아, 파라과이를 거치면 남미의 최종 종착지는 브라질이다. 브라질은 포르투갈어를 사용하기 때문에 스페인어 콘텐츠를 활용하지 못한다. 철로 사이즈가 다를 정도로 물류 또한 완전히 다르다. 시장 진입에 상당한 노력과 자본이 투입될 것이다. 각 지역 전담 인력들을 크게 확충하고 있고, 글로벌 매니지먼트 팀을 두고 각 지역 사업의 회계와 규정 등을 총괄 관리하고 있다.

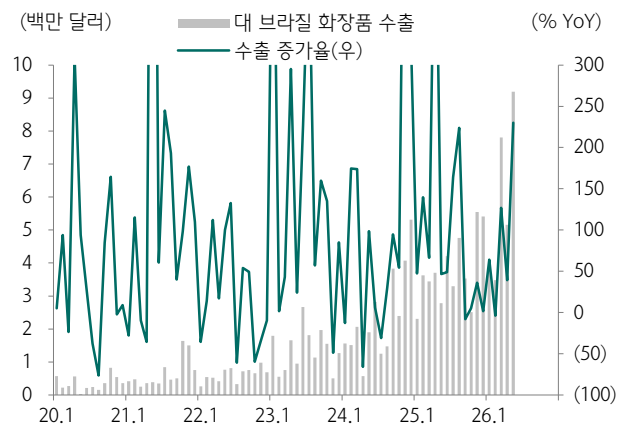
각 지역마다 크고 작은 사건도 다반사다. 멕시코에서는 치안의 우려 때문에 A급 웨어하우스를 임차해야 하고, 시큐리티도 따로 써야 한다. 한국 화장품 산업의 사업 권역이 글로벌 전역으로 확장되면서 유통 벤더의 역할과 중요성은 더 커졌다. 이 작업을 중소형 인디 브랜드 업체가 직접 통제한다는 것은 대단히 힘들고 비효율적인 일이다. 실리콘투는 말한다. '마케팅은 시장 수요를 만들어내는 과정인데, 대부분 브랜드 업체들은 제품을 잘 만들어 놓고, 시장 사이즈를 만들어낼 줄 모른다.' 유통을 모르기 때문이다.

도표 14. 대 멕시코 화장품 수출



자료: KITA, 하나증권

도표 15. 대 브라질 화장품 수출



자료: KITA, 하나증권

5) 인도 시장을 서두르지 않는 이유

인도 시장 다양한 국내 브랜드
진입 중

2025년 2월 스킨1004가 인도 최대 뷰티 이커머스 '티라'를 비롯해 '나이카', '아마존' 등 현지 주요 플랫폼 9곳에 입점했다. 이어서 2025년 1~7월 매출은 전년 동기 대비 345% 성장했다고 발표하기도 했다. 아모레퍼시픽은 2013년 이니스프리 인도 법인을 설립하며 현지 시장에 진입했다. 이후 2019년 라네즈와 에뛰드, 2020년 설화수를 선보이며 포트폴리오를 확대했다. 최근에는 코스알엑스를 비롯해 에스트라, 미장센, 려 등이 추가로 진출했다. 올해 3월에는 에이피알(APR)은 3월 메디큐브를 나이카에 공식 입점하며 인도 공략을 본격화했다. 달바글로벌은 나이카에서 화이트 트러플 퍼스트 스프레이 세럼, 선크림, 비타 토닝 라인 등을 판매 중이다.

나이카는 '인도의 올리브영'으로 불린다. 최근 인도에서는 뷰티 인플루언서 및 커뮤니티를 중심으로 K뷰티 수요가 급격히 증가하고 있다. 2026년까지 인도 내 K뷰티 시장은 연 평균 9.4% 성장할 것이라는 전망도 있다(모던인텔리전스). 2025년 인도 뷰티 및 퍼스널 케어 시장 규모는 331억 달러(약 47조 3,300억원)에 이른 것으로 추정한다(스태티스타). 인도 이커머스 시장 규모는 2021년 약 600억 달러에서 2025년 1,300억 달러 규모로 연평균 21.3% 성장했다. 온라인 구매 장벽이 낮아지면서 화장품 등 K소비재가 현지 소비자와 접점을 넓힐 수 있는 기반이 마련되고 있다는 분석이다.

인도는 한국 화장품 산업에서
대표적인 신흥시장

인도는 한국 화장품 산업에서 대표적인 신흥시장이다. 인도 내 한국 인지도 또한 대단히 높다. 네루대학교 한국어과 강의에는 40명 정원에 10만 명이 지원했을 정도다. 인구는 중국을 넘어서 세계 1위다. 더구나 25세 이하 인구 비율이 40%에 이를 정도로 젊은 국가이고 그만큼 화장품 산업의 잠재 여력도 크다.

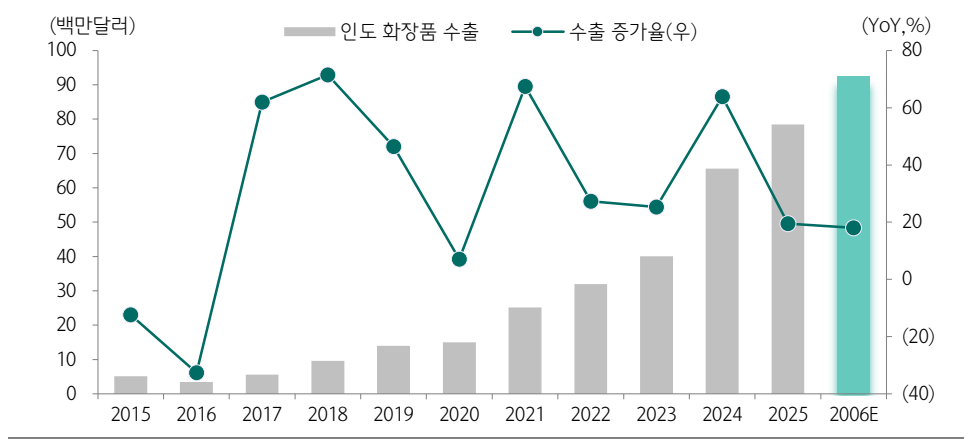
투명하지 않은 유통,
그레이 마켓은 부담

하지만, 대부분 국내 브랜드 업체들이 그렇게 인도를 서두르지 않고 있다. 개발도상국 시장의 한계 때문이다. 투명하지 않은 유통, 그레이 마켓이 워낙 크다. 더구나 인도 관공서의 부정부패는 혀를 내두를 정도다. 해당 관청에 15개 부서가 있다면 15명의 담당자에게 모두 뇌물을 줘야 공장을 세울 수 있다고 한다. 중국 시장에서 갖가지 수난을 경험한 한국 브랜드 업체들 입장에서는 중국보다 부패지수가 더 높은 인도 시장이 조심스러울 수밖에 없다. 인도 무역벤더가 주문한다고 무턱대고 제품을 팔았다가는 브랜드 인지도만 훼손될 수 있다. 철저한 사전 준비가 필요한 것이다.

더구나, K뷰티는 미국과 유럽과 같은 선진국 시장에서 공급이 부족할 정도로 고성장이고 있다. 투명한 선진국 시장도 아직 제대로 대응하고 있지 못한 개척 단계인 상황에서 불확실성 높은 인도 시장에 서둘러 들어갈 하등의 이유가 없는 것이다. 아무튼, 인도 시장은 계속 한국 화장품에 러브콜을 보내고 있다. 수요가 없는 게 아니라 공급을 제한적으로 하고 있는 것뿐이다. 유럽과 중동, 중남미 이후에는 인도라고 봐야 한다. K뷰티 글로벌 확장 여력은 아직 상단을 논하기 힘들 정도로 충분하다.

대 인도 화장품 수출은 2026년
9천만 달러를 넘어설 전망

도표 16. 대 인도 화장품 수출 추이



자료: KITA, 하나증권

2. 채널: 글로벌 오프라인, 국내 다이소/약국 등

1) 미국/유럽 오프라인으로 확장 본격화

(1) 아마존에서 압도적 성과 기반

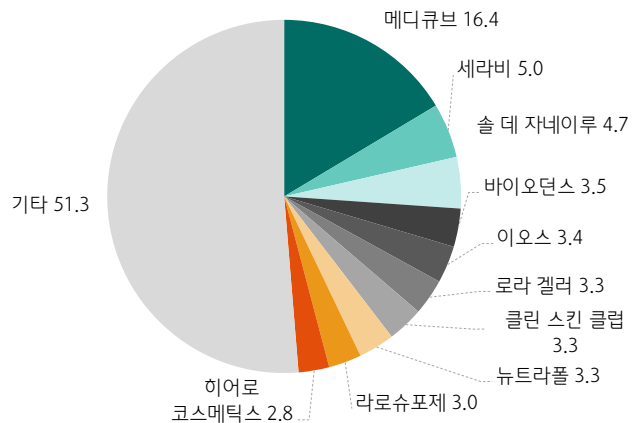
아마존 블랙 프라이데이 매출
메디큐브의 점유율 16.4%로
압도적인 1위

2025년 11월 아마존 블랙 프라이데이 뷰티&퍼스널케어 주요 브랜드 점유율이 발표되었을 때 한국의 많은 화장품 투자자들은 경악을 했다. 메디큐브의 점유율이 16.4%로 압도적인 1위에 올랐기 때문이다. 2위인 세라비(5%)의 세배가 넘는다. 이후 사이버먼데이를 비롯 매일 업데이트되는 아마존 판매 결과를 보면 K뷰티의 점유율은 계속 상승하고 있다. 빅 스프링 세일이 있었던 3월에는 아마존 뷰티&퍼스널케어 톱 100에 K뷰티 제품 수가 28개로 12월 대비 11개나 늘었다.

미국에서는 이제 온라인에서 오프라인으로 확장이 본격화되고 있다. 미국 아마존에서 검증된 주요 브랜드들이 오프라인 진출로 매출 전망을 크게 늘리고 있다. 아마존에서 성공은 오프라인 유통 업체들에게는 큰 신뢰로 작용하기 때문에 많은 점포에 많은 SKU를 동시에 전개할 수 있게 된다. 2025년 하반기 이후 아모레퍼시픽은 에스트라의 해외 진출이 세포라를 중심으로 빠르게 전개중이며, 에이피알은 미국 얼타뷰티 1,400개 매장 입점 완료했다. 달바글로벌도 2025년 하반기 이후 미국 얼타뷰티 입점 효과가 커지고 있다. 조선미녀는 2025년 7월 세포라와 독점 계약을 맺었다. 이외에도 에이블씨엔씨, 아이패밀리에스씨, 네오팜, 브이티 등 레거시 브랜드들도 미국 오프라인 입점에 물꼬를 텄다.

도표 17. 2025년 아마존 블랙 프라이데이 Beauty & Personal Care 주요 브랜드 점유율

메디큐브는 16.4%의 압도적인
시장점유율을 보였다



자료: 아마존, 하나증권

도표 16. 아마존 Beauty & Personal Care 베스트셀러 랭킹

순위	제품명	브랜드명
1	메디큐브 제로 모공 패드	메디큐브
2	메디큐브 콜라겐 오버나잇 래핑 마스크	메디큐브
3	바이오던스 콜라겐 리얼 딥 마스크	바이오던스
4	뉴트로지나 메이크업 리무버 티슈	뉴트로지나
5	메디큐브 콜라겐 젤리 크림	메디큐브
6	히어로 코스메틱스 마이티패치	히어로 코스메틱스
7	메디큐브 핑크 PDRN 펩타이드 세럼	메디큐브
8	이오스 바닐라 캐시미어 바디 로션	이오스
9	메디큐브 딥 비타민C 캡슐 크림	메디큐브
10	클린 스킨 클럽 클린 타올	클린 스킨 클럽
11	이퀄베리 비타민 일루미네이팅 세럼	이퀄베리
12	줄랩 크림-투-파우더 아이새도	줄랩
13	뉴트로지나 메이크업 리무버 와이프	뉴트로지나
14	메이블린 래쉬 워셔블 마스크라	메이블린
15	아마존 베이직스 화장솜	아마존 베이직스
16	디오디너리 글리콜산 토너	디오디너리
17	일리온 세라마이드 아토 크림	일리온
18	코스알엑스 스네일 뮤신 리퍼어링 세럼	코스알엑스
19	엘타MD 틴티드 페이스 선크림	엘타MD
20	아누아 PDRN 히알루론산 세럼 미스트	아누아
21	이오스 바닐라 캐시미어 바디 워시 젤	이오스
22	니조랄 비듬 제거 샴푸	니조랄
23	판옥실 아크네 포밍 워시	판옥실
24	아누아 PDRN 히알루론산 크림	아누아
25	메디큐브 제로 모공 캡슐 클렌징 폼	메디큐브
26	래쉬 이펙트 마스크라	래쉬
27	로라 겔러 뉴욕 파우더 파운데이션	로라 겔러 뉴욕
28	메디큐브 PDRN 핑크 콜라겐 젤 마스크	메디큐브
29	로레알파리 콜라겐 데일리 페이스 모이스처라이저	로레알파리
30	아마존 베이직스 리퀴드 핸드 솜	아마존 베이직스
31	아누아 아젤라산 10 히알루론산 세럼	아누아
32	메디큐브 트리플 콜라겐 크림	메디큐브
33	아쿠아포 힐링 오인먼트	아쿠아포
34	폴라초이스 스킨 퍼펙팅 BHA 리퀴드	폴라초이스
35	솔 데 자네이로 헤어&바디 퍼퓸 미스트	솔 데 자네이로
36	라로슈포제 더블 리퍼어 페이스 모이스처라이저	라로슈포제
37	닥터엘시아 345 릴리프 크림	닥터엘시아
38	메디큐브 PDRN 핑크 펩타이드 아이 세럼	메디큐브
39	큐팁스 뷰티 케어 면봉	큐팁스
40	가히 랭클 바운스 멀티밤	가히
41	셀리맥스 비타A 레티날 샷 타이팅 부스터	셀리맥스
42	심플리바이탈 페이스 모이스처라이저	심플리바이탈
43	네이티브 데오도란트	네이티브
44	디오디너리 히알루론산+B5 세럼	디오디너리
45	배니크림 데일리 페이스 모이스처라이저	배니크림
46	디오디너리 나이아신아마이드 세럼	배니크림
47	키치 더마플레인 여성용 면도기	키치
48	세라비 데일리 모이스처라이징 로션	세라비
49	아누아 나이아신아마이드+TXA 세럼	아누아
50	구디 Ouchless 헤어밴드	구디

순위	제품명	브랜드명
51	수퍼급 언씬 선크림	수퍼급
52	닥터멜락신 필샷 흑미 필링 앰플	닥터멜락신
53	그레이스&스텔라 언더 아이 마스크	그레이스&스텔라
54	솔트앤스톤 알루미늄 프리 데오도란트	솔트앤스톤
55	뉴트라폴 여성 모발 영양제	뉴트라폴
56	큐팁스 가정용 면봉	큐팁스
57	엘프 인스턴트 리프트 브로우 펜슬	엘프
58	아마존 베이직스 소금 입욕제	아마존 베이직스
59	미세스마이어스 클린 데이 핸드솜	미세스마이어스
60	고퓨어 타이팅닝&리프트 넥 크림	고퓨어
61	가르니에 미셀라 워터 클렌저	가르니에
62	달바 화이트 트러플 퍼스트 스프레이 세럼	달바
63	아누아 여성초 포어 컨트롤 클렌징 오일	아누아
64	트루스킨 비타민C 페이스 세럼	트루스킨
65	세라비 PM 페이스 모이스처라이징 로션	세라비
66	바이오더마 미셀라 워터 클렌저	바이오더마
67	트리헛 바닐라 시어 슈가 스크럽	트리헛
68	DRMTLGY 유니버설 틴티드 모이스처라이저	DRMTLGY
69	키치 울트라 썬디 새틴 스크런치	키치
70	블루리자드 센서티브 미네랄 선크림 로션	블루리자드
71	AOA 메이크업 스펀지 세트	AOA
72	조선미녀 리바이브 아이 세럼	조선미녀
73	메소드 바디 워시	메소드
74	라로슈포제 포밍 페이스 클렌저	라로슈포제
75	원더스킨 립 스테인 필 오프 마스크	원더스킨
76	레블론 컬러스테이 펜슬	레블론
77	도브 딥 모이스처 바디워시	도브
78	닥터멜락신 칼솔 멀티 밤	닥터멜락신
79	네이티브 코코넛&바닐라 샴푸/컨디셔너	네이티브
80	배니크림 젠틀 페이스 클렌저	배니크림
81	뉴트로지나 하이드로 부스트 페이스 워시	뉴트로지나
82	L3 레벨3 스타일링 파우더	L3
83	ZORAMI 이어/노즈 헤어 트리머	ZORAMI
84	라로슈포제 시카플라스트밤 B5	라로슈포제
85	발틱 코직산 비누	발틱
86	미샤 M퍼펙트 커버 비비크림	미샤
87	아비브 콜라겐 펩타이드 아이 패치	아비브
88	메디큐브 엑소좀 샷 제로	메디큐브
89	세라비 하이드레이팅 미네랄 선크림	세라비
90	사슈 스테이-N 필 오프 립 라이너	사슈
91	스킨스마트 페이스 클렌저	스킨스마트
92	글램네틱 프레스 온 네일	글램네틱
93	바디 리스토어 샤워 스티머	바디 시르토어
94	나트륨 멀티 오일 하이드레이팅 바디워시	나트륨
95	세라비 하이드레이팅 페이스 클렌저	세라비
96	미엘 오가닉스 로즈마리&민트 헤어 오일	미엘
97	도브 센서티브 뷰티 바	도브
98	라로슈포제 하이드레이팅 젠틀 페이스 클렌저	라로슈포제
99	시크릿 클리니컬 여성용 데오도란트	시크릿
100	디그리 맨 울트라클리어 데오도란트	디그리

주: 26.4. 1 기준
자료: 아마존, 하나증권

K뷰티 입점 이후 얼타뷰티 실적과 주가 턴어라운드

K뷰티 입점 이후 얼타뷰티의 실적과 주가가 턴어라운드하고 있다. 얼타뷰티의 2025년 실적 턴어라운드에는 K뷰티 기여도가 컸다. 2023~24년 실적 부진의 주요인은 i) 온라인 채널 확대에 의한 오프라인 채널 위축, ii) 미국 내 K뷰티 침투율 상승에 따른 시장 점유율 하락이었다. 얼타뷰티는 이 가운데 두번째 요인, 즉 K뷰티를 2024년 말부터 적극적으로 내재화하였고, 그 성과가 바로 나타나고 있는 것이다. K뷰티 오프라인 채널 입점의 유효성이 입증되면서 얼타뷰티의 K뷰티 입점은 더욱 활발해지고 있다. 아울러 세포라는 물론, 코스트코와 타겟, 부츠 등 미국/유럽의 다른 메이저 리테일러들도 K뷰티를 더욱 공격적으로 전개하고 있다.

도표 17. 2026년 주요 화장품 업체별 오프라인 진출 현황

기업명	내용	비고
에이피알	<ul style="list-style-type: none"> • 얼타뷰티 1,400개 매장 입점(2025.8) • 타겟 1500개 매장 입점(2026.4) • 월마트 3000개 매장 입점 계획(2026.6) • 코스트코 미국/캐나다 입점 협의 중 	타겟은 독립 진열대 운영
아모레퍼시픽	<ul style="list-style-type: none"> • 세포라: 라네즈/설화수/이니스프리/에스트라/아이오페 전국 점포 입점 • 한울 380개 점포 입점 	세포라 중심 전략
달바글로벌	<ul style="list-style-type: none"> • 얼타뷰티 2025년 초도 200개에서 2026년 상반기 전점 입점 완료 • 코스트코 2025년 4분기 150개 매장 입점 후 2026년 225개로 확장 • 이외 타겟 협의 중 	북미/유럽/일본 합쳐 5000개 이상 오프라인 매장 확보 얼타뷰티 SKU 7개에서 15개로 확장
LG생활건강	<ul style="list-style-type: none"> • 닥터그루트: 2026년 9월 북미 코스트코 682개 매장 입점 - 2026년 세포라 90개 입점, 8월 400개 전매장 입점 계획 • CNP: 2026년 2월 얼타뷰티 전점 입점 • 더페이스샵: 미감수 6종 타겟 입점 • 빌리프: 2020년 얼타뷰티, 아쿠아밤/모이스처라이징밤 등 스테디셀러 	닥터그루트 대표 제품 SRS(Scalp Revitalizing Solution) 라인 중심 CNP 프로폴리스/더마앤서 라인, 립세린
애경산업	<ul style="list-style-type: none"> • 투에딧: 미니쇼, 팰리스 뷰티, 코르하임 입점 • 생활용품 바디케어: 2026년 월마트 신규 입점 예상 	
동국제약	<ul style="list-style-type: none"> • 2026년 5월 얼타뷰티 전점 입점 	마데카 크림 타임 리버스를 시작으로 PDRN/마데카 말차 라인 등 확대 계획
아이패밀리에스씨	<ul style="list-style-type: none"> • 2025년 8월 얼타뷰티 400개 매장 초도 입점 	
네오팜	<ul style="list-style-type: none"> • 아토팜: 2025년 7월 H마트 60개 매장 입점 • 리얼베리어: 2025년 7월 TJX 1,500개 매장 입점 	
브이티	<ul style="list-style-type: none"> • 얼타뷰티 2025년 7월 입점 완료, • 코스트코 2026년 하반기 입점 계획 	

자료: 하나증권

(2) 미국 메이저 리테일러들의 K뷰티에 대한 입장 변화와 의미

**메이저 리테일러 수요 증가로
중간벤더 시장 확대**

글로벌 메이저 리테일러들의 정책 변화를 확연히 알 수 있는 데가 중간벤더 시장이다. 실리콘투는 물론, 예스아시아, 그레이스, 이공이공, 아시아비엔씨, 모스트, 구다이글로벌의 우마도 있다. 이들은 애초 대 중국 무역을 하거나(실리콘투/우마), 올리브영 벤더(그레이스), B2C 해외직구 플랫폼(예스아시아), 또는 온라인 판매/마케팅 에이전시(이공이공) 업체들이었다. 이들이 이구동성으로 하는 말은 i) K뷰티의 해외 수요가 너무 좋다는 것이다. ii) 메이저 리테일러들이 직접 움직이고 있기 때문에 입점이 굉장히 유리하며, iii) 한번에 전개를 크게 늘릴 수 있도록 10개 이상 브랜드를 번들로 묶어서 하는 제안을 매우 선호하고 있을 뿐 아니라, iv) 브랜드별 진열이 아닌 K뷰티 Zone을 따로 만들어서 카테고리별로 진열을 시작했다고 한다.

첫째, 메이저 리테일러들이 직접 움직이고 있다는 말에 주목할 필요가 있다. 일반적으로 얼타뷰티/코스트코 등 대형 리테일러들은 이미 '거래 코드'를 부여한 중간벤더를 통해 신규 브랜드 MD를 조율한다. 웬만하면 MD 담당자가 직접 관리해야 하는 '거래 코드'를 늘리려고 하지 않는다. 그게 훨씬 효율적이고 편하기 때문이다. 국내외를 막론하고 대형 유통업체들은 다 그렇다. 얼타뷰티/코스트코 뿐 아니라, 한국의 이마트와 올리브영, 카카오선물하기도 마찬가지다. 신규 브랜드들은 일단 거래 코드를 갖고 있는 벤더들의 눈에 들어야 한다. 그런데, 최근 글로벌 메이저 리테일러들이 하늘의 별따기만큼 어려웠던 거래 코드를 적극적으로 내주고 있다. 그레이스, 이공이공, 모스트, 우마 모두 단독으로 신규 코드를 받고 사업을 확장하고 있다.

**K뷰티 Zone을 만들어
카테고리별로 진열 시작**

둘째, K뷰티 Zone을 만들어 카테고리별로 진열을 시작했다고 하는 부분도 의미가 있다. 오프라인 채널은 매대 위치가 굉장히 중요하다. 그런데 미국이나 유럽에 가보면 여전히 오프라인 매장 매대 가운데 잘 보이지도 않는 제일 구석진 곳에 한국 화장품이 진열되어 있는 것을 심심치 않게 볼 수 있다. 아직 이들 메이저 리테일러들에게, 아니 최소한 화장품 담당 MD 입장에서는 K뷰티가 핵심 품목이 아니라는 것이다. 특히, 유럽의 리테일러 MD들은 K뷰티의 확장에 자존심 상한 자국 브랜드를 대변하듯 의도적으로 K뷰티 매대 위치를 가장 열악한 곳에 두고 있다는 말도 들린다. 현재 많은 오프라인 매장에서 K뷰티 소비는 소비자들이 제품을 구석구석 찾아서 구매하는 것이다. 얼마나 대단한 구매 수요인가?

여전히 거래 코드를 주지 않고 기존 벤더를 통한 MD를 선호하는 고집을 꺾지 않고 있다는 말도 있다. 실리콘투가 여전히 유럽 물량의 적지 않은 부분을 오리엔트레이드(현지 벤더)에 의존하는 것도 이런 이유 때문일지 모른다. 최소한 유럽보다 훨씬 실용주의를 추구하는 미국은 빠르게 바뀌고 있다. 거래 코드도 전향적으로 확대하고 있고, 매대 수는 물론, 위치도 소비자들에게 가장 잘 보이는 엔드매대 쪽으로 접근하고 있다.

**10개 이상 브랜드를 번들로
묶어서 하는 제안 선호**

셋째, 10개 이상 브랜드를 번들로 묶어서 하는 제안을 선호하고 있다는 말은, 벤더사들의 역할 증대와 벤더 시장 확대 여력을 보여준다. 메디큐브/달바/스킨천사 등 메이저 인디 브랜드들은 메이저 리테일러와 별도 입점 계약을 맺겠지만, 대부분 인디 브랜드들은 이러한 패키지에 묶여서 전개될 가능성이 높다. 예를 들어 올리브영 톱 10 제품들을 한데 모아 얼타뷰티에 입점 제안하는 것이다. 얼타뷰티 입장에서 짧은 시간에 최신 트렌드를 반영할 수 있으니 효율적이다. 다양한 브랜드 풀(Pool)을 갖고 있는 벤더사들의 역할과 의미가 커질 수밖에 없다.

(3) 무역벤더들의 사업 기회 확대 중: 그레이스/이공이공/모스트 등

K뷰티 무역벤더 시장에
많은 사업 기회

글로벌 메이저 리테일러들의 정책 변화는 K뷰티 무역벤더 시장에 많은 사업 기회를 열어주고 있다. 올리브영 최대 벤더로 알려진 그레이스는 해외 메이저 리테일러들로 K뷰티 공급을 본격화하고 있다. 원래 글로벌 브랜드를 국내에 유통(올리브영)하는 브랜드 라이선스 사업을 했는데, 지금은 K뷰티 해외 수요가 너무 좋기 때문에 역으로 한국 브랜드를 글로벌로 유통하는 해외벤더 사업을 확장하고 있다. 올리브영 입점 브랜드를 번들로 묶어서 코스트코와 일본의 메이저 드럭스토어 마츠모토키요시 등에 납품을 준비하고 있다. 모두 단독 코드를 다 받아놓은 상태이며, 세포라와 타겟도 목표하고 있다. 연결 기준 2024년 매출 1,355억원, 2025년 1,620억원, 2026년 2,500억원 규모가 예상된다.

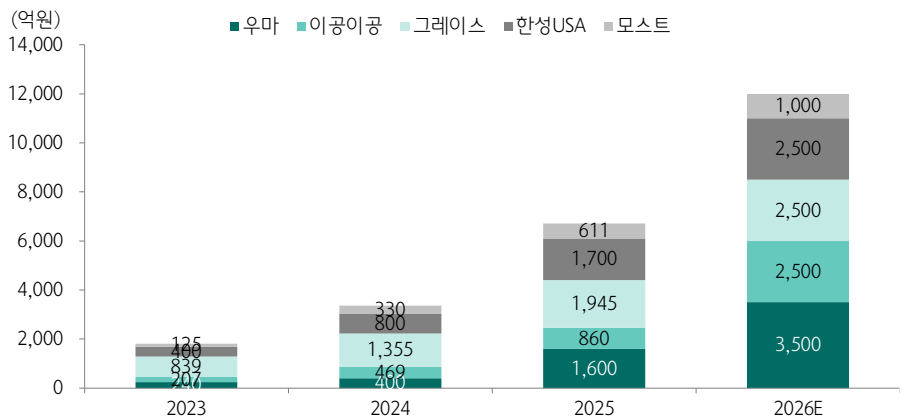
한국 최고의 미국 아마존 컨슈머 마케팅 업체로 명성을 쌓아온 이공이공 역시 2년 준비 기간을 마치고, 2026년 오프라인 B2B 사업을 본격화할 계획이다. 이공이공은 그동안 가히, 롬앤, 비알머드 등 국내 화장품 브랜드 판권을 확보해 북미 시장에 성공적으로 유통했다. 아마존 최다 성공사례를 배출한 기업으로 유명하다. 상품 기획부터 마케팅까지 대행하고 있다. 이제 온라인에서 오프라인 유통으로 영역을 확대, 코스트코, 세포라 등 주요 채널과 직접 계약을 맺고 K뷰티 제품을 공급하고 있다. 북미(미국/캐나다/멕시코) 지역 중대형 오프라인 유통업체 90여개 거래코드를 확보하면서 이 부분에서만 2026년 전년대비 3배 이상 매출을 목표하고 있다. 북미를 시작으로 유럽과 아시아로 확대를 계획하고 있다. 이공이공의 2025년 매출 규모는 약 860억원이며, 2026년 매출 목표는 약 2,500억원이다.

이공이공/모스트/그레이스 등
2026년 큰폭 매출 증가 예상

모스트 역시 코스트코 벤더로 가파른 실적 개선세에 있다. 코스알엑스/바이오던스/조선미녀 등 35개 한국 인디 브랜드 화장품을 북미 코스트코에 주로 납품하고 있다. 코스트코 납품을 위한 번역, 문구는 물론 대용량 패키징까지 맡아서 기획 하고 있기 때문에 디자인도 두고 있다. 매출 규모는 2023년 125억원(OP 10억원)에서 2024년 330억원(영업이익 79억원), 2025년 550억원(OP 25%), 2026년 1,000억원을 도전하고 있다. 직원이 20명이 채 안되는 데, 브랜드 업체로부터 제안이 많이 들어오고 있어 캐파가 부족한 상황이다.

도표 18. 주요 무역벤더 매출 추이와 전망

2026년 주요 무역벤더들의
매출 규모는 전년 대비
2배 가까이 증가할 전망



주: 우마, 한성USA는 추정치
자료: 각사, 언론, 하나증권

**무역벤더 시장의 확대는
K뷰티 글로벌 진출 파이프라인
확장 측면 고무적**

무역벤더 시장의 확대는 K뷰티 글로벌 진출의 파이프라인이 커지고 있다는 측면에서 고무적인 일이다. 2026년 K뷰티의 글로벌 모멘텀을 2025년보다 좋게 보는 이유 가운데 하나다. 시장이 확대되면서 개별 업체들의 특성도 드러나고 있다. 각기 다른 강점을 살리면서 글로벌 리테일러와 K뷰티 브랜드 사이 가교 역할을 하고 있다.

무역벤더 역할은 다양하다. 첫째, 가장 기본적인 '총판'역할이 있다. 많은 자본이 필요하지 않기 때문에 진입장벽이 낮고, 규모가 작으며, 현재 가장 많은 업체들이 이 형태로 사업을 진행하고 있다. 처음에는 대리점 형태로 시작했다가 거래 규모가 커지면 브랜드 업체에게 지역 독점권을 받는다. 다양한 해외 중소형 온오프라인 리테일러/리셀러들에게 브랜드를 소개하고 납품한다. 재고에 대한 부담을 일부 지지만 크지는 않다. 가장 큰 문제는 가격통제가 어렵다는 점이다. 리셀러들에게 판매되는 물량은 최종적으로 누구에게 얼마의 가격에 판매됐는지 모른다. 메이저 리테일러의 거래 코드를 갖고 있지는 않은 경우가 대부분이기 때문에 이들 대형 유통업체에 직접 입점은 불가능하다.

**각 벤더들의 특성에 따라
물류부터 마케팅, 매장관리까지
스펙트럼 다양**

둘째, 물류센터 역할이 큰 업체들이 있다. 실리콘투가 대표적이다. 총판+풀필먼트라고 볼 수 있다. 미국/유럽에서 유통할 때 가장 큰 문제가 재고관리다. 너무 많은 재고를 갖고 가게 되면 벤더들의 비용 부담이 크다. 너무 적으면 결품이 나기 때문에 유통업체에 신뢰가 훼손된다. 인디 브랜드의 자금력의 한계 때문에 현지 물류센터를 임대/운영하기는 힘들다. 이런 재고/물류 문제를 해결한 게 실리콘투이다. 막대한 양의 직매입을 통해 브랜드 업체들이 미국/유럽 현지에서 재고 문제 없이 맘놓고 마케팅/판매할 수 있는 기회를 열어주었다. 예스 아시아도 이와 같은 모델을 따라가고 있다.

셋째, 마케팅 역할이 큰 업체들이 있다. 이공이공/우마가 대표적이다. 이공이공은 아마존에 이전시 사업을 통해 숙련된 마케팅 역량이 오프라인 유통에도 빛을 발휘할 것으로 보인다.

넷째, 마케팅은 물론, 판매 가격, 오프라인 매대 운용까지 총괄 책임지는 업체들도 있다. 그레이스와 우마, 모스트, 랜딩인터내셔널 같은 업체들이다. 그레이스는 애초 한국에서 올리브영 벤더를 수행하면서 갈고닦은 역량이다. 판매 현황과 매대 위치, 경쟁 상황, 마케팅 전략까지 브랜드와 공유하면서 매출을 올리고 브랜드를 빌드업한다. 우마는 국내 최대 인디브랜드 그룹사인 구다이글로벌의 무역벤더사다. 브랜드사의 무역벤더인 만큼 브랜드 업체들의 고충을 누구보다 잘 이해하고 있다. 판매현황은 물론, 이익률까지 공유하면서 마케팅/판매를 책임지고 있다. 모스트는 코스트코 전문 벤더이고(폰드그룹 계열사), 랜딩인터내셔널은 100개 이상의 K뷰티 브랜드를 얼타뷰티/타겟/월마트 등에 진출 시킨 것으로 알려져 있다.

이들 업체들의 특징은 모두 대형 리테일러들의 단독 코드를 갖고 있으며, 철저히 계약된 리테일러들에게만 제품을 공급한다는 점이다. 엄격한 가격통제가 가능하고, 브랜드 업체들에게는 아주 믿음직한 벤더들이다. 물론, 업체마다 성격은 조금씩 다르다. 마케팅보다는 리테일러에 대한 제품 공급/운용관리에 초점이 맞춰진 전통적인 브랜드 벤더들이 있고, 상품기획과 마케팅/브랜드 빌딩에 더 강점을 가진 업체들도 있다.

이제 전통적인 단순 유통, 총판 의미의 무역벤더는 설 자리가 좁아질 수밖에 없다. 성격이 조금씩 변하는 업체들도 있다. 실리콘투는 초기 리셀러 중심에서 최종 리테일러 대상 판매 비중을 늘리고 있다. 브랜드 업체들의 가격 통제와 관리적인 수요를 맞추기 위해서이다. 아울러, 마케팅보다는 물류 인프라 제공에 좀더 비중을 두고 있다. 시장이 커지고, 메이저 리테일러들에 대한 입점이 본격화되면서 더욱 대규모 자금이 필요한 물류센터/풀필먼트 기능의 중요성이 커지고 있기 때문이다. 벤더의 역할은 물류/재고관리는 물론, 브랜드 현지화, 마케팅, 가격 통제, 매대 관리까지 영역이 확대되고 있다. 벤더 사업의 스펙트럼이 넓어진 만큼, 사업 기회는 많아졌고, 개별 업체들의 강점에 따라 다양한 형태의 벤더 사업자들이 출현할 수 있게 되었다. 실리콘투는 물류에서 압도적인 경쟁력을 보이며, 매장 운영 관리에는 그레이스, 브랜드 마케팅에는 우마가 상대적으로 강점을 보일 수 있다.

(4) 역사상 처음 있는 현상, 가늠하기 힘든 상단

2026년 들어 대 미국/유럽 화장품 수출 증가율은 서프라이즈한 숫자를 이어가고 있다. 아마존에 더해, 오프라인 채널 전개가 활발하게 이뤄지고 있기 때문이다. 주지하다시피 한국만 소비시장에서 온라인 침투율이 50%가 넘는다. 미국/유럽/일본 대부분 지역에서는 85% 이상이 오프라인이다. 한국 유통 매출 1위 업체는 롯데쇼핑이 아니라 쿠팡이지만, 미국 유통 매출 1위 업체는 아마존이 아니라 월마트다. 이때까지 뉴스는 떠들썩했지만, 사실 전체 소비의 20%도 안되는 온라인 채널에서만 북적였을 뿐이다. 오프라인으로 제대로 들어가기 시작한 것은 2025년 하반기부터다.

한국 비내구재 유형상품의
메이저 리테일러 입점 전개가
이렇게 전방위적으로 발생한 적은
역사상 처음

오프라인은 입점 후 정상화에 시간이 많이 소요된다. 온라인처럼 상세페이지 작업만 끝나면 바로 전국에 노출되는게 아니다. 업체별 리뉴얼 일정표를 따라야 하고, 지역별 물류센터에 입고되어야 하며, VMD(Visual Merchandising)을 비롯 판촉물도 따로 준비해야 한다. 미국도 그렇지만, 유럽은 더욱 느리고 원칙주의다. 따라서 오프라인 입점 효과는 2026년부터 본격화된다고 보는 게 합리적이다. 전세계 매출 1위 업체가 월마트이고, 그 규모는 800조원 수준이다. 미국/유럽 메이저 리테일러들에 의한 오프라인 시장은 우리 소비재 업체가 한번도 경험해보지 못한 어마어마한 규모의 시장이다. 2026년 수출 실적, 브랜드 업체들의 실적은 예상보다 훨씬 좋을 수 있다.

한국 비내구재 유형상품 가운데 코스트코/타겟/월마트 등 메이저 리테일러들에 입점 전개가 이렇게 전방위적으로 발생한 적은 역사상 처음이다. 패션은 어렵도 없고, 식품은 불닭볶음면 같은 '대박' 상품이 있었지만 대기업 일부에 한정된다. K푸드는 현지 레스토랑이 의미 있는 것이지 수출 수요는 그다지 크지 않다. 가공식품의 소비기한/통관/물류 등의 제약 때문이다. 세계 곳곳에서 K뷰티 전용 매대 또는 매장이 빠르게 확산하고 있다.

메이저 리테일러들의 '독점권' 해제 시기 주목 필요

또 한가지 간과하지 말아야 할 게 메이저 리테일러들의 '독점권' 해제 시기다. 온라인과 달리 오프라인은 메이저 리테일러들이 일정 기간 독점 판매권을 요구한다. 브랜드력이 낮을 수록 더 길고 엄격하다. 메디큐브, 달바, 라네즈도 모두 얼타뷰티와 세포라와 각각 1년에서 길게는 3년 독점 유통권 계약을 맺고 있다. In-&-out의 기회비용에 대한 안전마진 확보 때문이다. 인지도와 실적 가시성이 높을 수록 독점 유통 기간이 짧다. 따라서, 오프라인 유통 초기보다 독점권이 해제된 이후 매출 규모가 굉장히 커질 수 있다. 예를 들어 메디큐브의 경우 2026년 4월 얼타뷰티 독점권이 종료되었다. 라네즈의 경우 2026년 말에 북미 세포라 독점권이 끝난다. 검증이 끝난 제품들인 만큼, 독점권 종료 이후 입점을 원하는 메이저 리테일러들이 줄을 서고 있다. 2026년보다 2027년 미국 오프라인 전개 효과는 훨씬 클 수 있다는 말이다.

이에 따라 한국 무역벤처들의 움직임도 활발하다. 가장 큰 무역벤처 실리콘투의 미국/유럽 유통은 메이저 리테일러는 물론 중소형 로컬 유통업체까지 범위를 넓히고 있다. 올리브영은 미국 캘리포니아에 약 3,600㎡(1100평) 규모 물류센터를 가동하기 시작했다. 5월 현지 매장 오픈을 성황리에 마쳤으며, 8월에는 세포라 온오프라인 채널에 'K뷰티 존'을 론칭할 계획이다. 구다이글로벌은 기존 우마에 더해 한성US를 추가 인수하면서 현지 공급망(SCM)과 유통 인프라를 확충하고 있다. 한성USA는 2025년 약 1,700억원의 매출을 올렸는데, 2024년 대비 2배를 웃도는 규모다.

(5) 실리콘투를 걱정하지 마세요

실리콘투의 사업 범위는 한성USA나 우마보다 훨씬 넓음

한편, 구다이글로벌이 한성USA를 인수한다는 뉴스에 실리콘투 주가가 주간 20% 이상 하락했었다. 구다이글로벌은 실리콘투를 통해 조선미녀 등 주요 브랜드들은 미국에 유통 중인데, 이번 인수로 미국 유통을 내재화하지 않을까 하는 우려이다. 구다이글로벌은 이미 우마를 통해 자산 브랜드들을 글로벌로 전개하고 있는데, 한성USA를 통해 미국 메이저 리테일러들에 유통을 좀더 공고히 하려는 전략으로 보인다. 하지만, 이 때문에 실리콘투 실적이 훼손될 것은 거의 없다.

브랜드 업체 입장에서 유통은 넓을 수록 좋다. 구다이글로벌은 실리콘투가 하던 유통을 빼앗아 오는게 아니라, 실리콘투가 미진한 부분을 보완하려고 하는 측면이 강하다. 특히, 2026년은 중요하다. 메이저 리테일러들에게 주었던 유통 독점권이 해제되면서 다양한 유통 업체 입점 가능해진 상황이기 때문이다. 전략적으로 자사 유력 브랜드들은 한데 묶어 편대를 구성, 협상력을 높이면서 메이저 리테일러에 입점 시키고자 하는 니즈가 커질 수 있다. 한성USA는 미국 오프라인 유통, 특히 얼타뷰티/코스트코/타겟에 특화돼 있는 업체이다.

한편, 실리콘투 사업 채널과 지역 범위는 한성USA나 우마보다 훨씬 넓다. 실리콘투 북미 매출에서 메이저 리테일러 비중이 25%정도이고, 구다이글로벌 매출 비중은 11%(조선미녀 6%, 스킨천사 3%, 티르티르 2% 등) 정도이다. 조선미녀는 북미에서 오프라인은 세포라 독점으로 전개중이고, 실리콘투는 아이허브에서만 유통하고 있기 때문에 빼앗길 것도 없다. 라운드랩은 실리콘투가 얼타뷰티에 입점시켰지만, 전체적으로 중첩되는 영역이 대단히 작다.

실리콘투 입장에서
얼타뷰티/세포라 등 메이저
리테일러들의 의미는 제한적

실리콘투와 구다이글로벌의 전략 방향과 사업 범위는 사뭇 다르다. 실리콘투 입장에서 사업 구조상 얼타뷰티/세포라 등 메이저 리테일러들의 의미는 그렇게 크지 않다. 메이저 리테일러나 메이저 인디 브랜드 입장에서 모두 실리콘투가 별로 필요 없기 때문이다. 얼타뷰티 같은 메이저 리테일러들 입장에서 막강한 바잉파워로 메이저 브랜드와 직접 소통할 수 있기 때문에 실리콘투 같은 중간벤더 의미가 약하다. 조선미녀와 메디큐브 같은 메이저 인디 브랜드들 입장에서 메이저 리테일러로부터 직접 입점 제안을 받거나 할 수 있으니 굳이 실리콘투를 통한 필요가 없다.

실리콘투의 전개 대상 핵심 브랜드는 제품력은 어느정도 인정받았으나, 메이저 리테일러로부터 입점 제안을 직접 받기 힘든 중소형 인디 브랜드들이다. 핵심 전개 채널은 아직 메이저 인디 브랜드들에게 직접 제안하기 어려운 수많은 미국과 유럽/중동의 중소형 온오프라인 리테일러들이다. 아울러, 실리콘투는 조선미녀와 메디큐브 같은 메이저 인디 브랜드들을 온오프라인 중소형 리테일러들에게 전개하는 총판 역할을 담당할 수 있다. 메이저 인디 브랜드 업체들 입장에서 중소형 리테일러들에게까지 직접 소통하기 어렵기 때문이다. 또한, 실리콘투는 중소형 인디 브랜드들을 메이저 리테일러들에게 전개할 수 있다. 메이저 리테일러들 입장에서 중소형 인디 브랜드들에게까지 직접 소통하기 어렵기 때문이다. 조선미녀, 메디큐브 같은 메이저 인디 브랜드들 입에서는 온라인과 메이저 오프라인 리테일러들은 직접 본사에서 통제하면서 유통 전개하고, 중소형 온오프라인 리테일러들에게는 실리콘투 같은 벤더들을 통해 전개하는 게 합리적이고, 실제로 대부분 그런 구도로 전개되고 있다.

미니소/해피뷰티 등
각 State별 로컬 유통사 전개에
초점

실리콘투의 사업 범주와 산업 내 역할에 대한 정확한 이해가 필요하다. 현재 실리콘투는 메이저 리테일러보다 좀더 작은 미니소/해피뷰티 등 각 State별 로컬 유통사 전개에 더 초점을 맞추고 있다. 수많은 중소형 인디 브랜드들이 실리콘투 입점을 두드리고 있으며, 실리콘투도 유망한 신규 인디 브랜드들을 물색하고 있다.

한편, 올리브영 PB의 유럽 전개를 폴란드 유통사 '가보나'에 맡긴 것을 두고, 실리콘투의 독점력이 해소된 것이 아닌가 우려할 수 있다. 먼저 알아둬야 할 것은, 유럽은 유통 업체 MD들이 엄청 보수적이라는 점이다. 신규 브랜드/거래코드/벤더도 잘 용인하지 않는다. 그래서, K뷰티가 오프라인 매대에 올라가는데 시간 많이 소요되고 있다. 실리콘투 유럽 매출에서 25%는 오리엔트레이드라는 현지 벤더 통해서 전개하고 있다. 벤더가 벤더를 쓰는 재하청 구조이다. 오죽하면 직접 '모이다'를 열겠는가. 에이블씨엔씨/네오팜 등도 현지 벤더와 실리콘투를 같이 활용하고 있다. 올리브영은 이런 현실을 감안해서 현지 벤더와 계약했을 것이고, 아마 이 폴란드 회사 이외에도 다양한 벤더들을 활용하게 될 것이다.

'히팅률'은 초과수요를 단적으로
나타내는 단어

유럽은 여전히 공급보다 수요가 큰 시장이다. 실리콘투가 사용하고 있는 '히팅률'이라는 용어는 초과수요를 단적으로 나타내는 단어다. 히팅률은 사전적으로 '특정 조건이나 상황에서 반응하거나 성공하는 비율'을 의미한다. 실리콘투에서는 발주량 대비 얼마나 입고가 되었는가를 살피는 비율이다. 브랜드는 유통 업체의 발주를 대비해 늘 재고를 비축해놓고 있어야 한다. 유통 업체들이 가장 싫어하는 게 결품이기 때문이다. 식품을 비롯 양산체제를 갖춘 대부분 소비재 산업에서는 늘 유통 업체의 발주를 기다리고 있다. 단기적인 생산관리 문제로 발주량을 못맞출 때가 있지만 아주 예외적인 경우다. 히팅률이라는 단어가 사용될 정도로 일반적이지 않다.

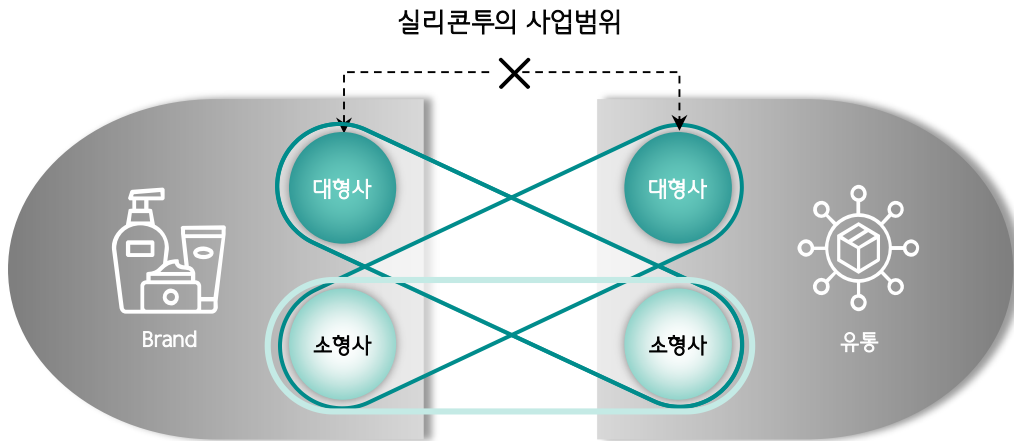
경쟁심화 우려보다 클러스터 효과 기대 바람직

미국, 유럽 등 글로벌 주요 지역에 의미 있는 무역 벤더의 등장에 대해 경쟁심화 우려보다 클러스터 효과를 기대하는 게 바람직하다. 현재 K뷰티의 글로벌 모멘텀의 지속 가능성 측면에서 가장 큰 약점은 여전히 취약한 유통 역량이다. 이제 온라인에서 좀 유통되고 있을 뿐, 유통의 85%를 차지하는 오프라인 채널에서 K뷰티의 소비자 접근성은 대단히 약하다. 다양한 온오프라인 입점과 전개를 통해 소비자와 접점을 빠르게 확대하면서 K뷰티 인지도를 높이고, 두터운 고객층을 확보하는게 급선무다. 실리콘투의 성장 여력을 의심할 필요가 없다는 말이기도 하다. 실리콘투는 한발씩 앞서 가고 있다. 2025년 7월 중동을 열었고, 멕시코(남미) 사업을 내년 초부터 본격 전개할 계획이다.

K뷰티의 글로벌 수요는 우리가 생각하고 있는 것보다 훨씬 크다. 실리콘투 혼자 다 커버할 수 있는 상황이 아니다. 아직도 진출하지 못한 지역이 많고, 커버하고 있지 못한 레테일러들이 수두룩하다. 투자자들은 경쟁심화를 우려하고 있지만, 미국과 유럽에서 한국의 무역/유통 벤더들은 제각각 영업직원을 뽑느라 한창이다. 아직 무역벤더 시장 경쟁심화를 논할 단계가 아니다. 명색이 세계 경제규모 10위권 국가의 무역지표가 한 회사의 물류센터 유무에 따라 달라지고 있다는 것 자체가 년센스에 가까운 현상이었다.

아울러, K뷰티의 국내 공급 역시 우리가 생각하고 있는 것보다 훨씬 많다. 메디큐브, 조선키네, 아누아만 있는 게 아니다. 매년 매출 규모 천억원 이상 브랜드가 10개씩 늘고 있다. 수많은 신규 인디 브랜드들이 글로벌 시장에 출사표를 던지고 있고, 실리콘투를 필요로 하고 있다. 아직 실리콘투의 브랜드 이탈을 걱정할 단계가 아니다.

도표 19. 실리콘투의 사업범위



자료: 하나증권

2) 신규 채널로 부상하고 있는 '약국'

매출의 80%가 화장품인
약국들 등장

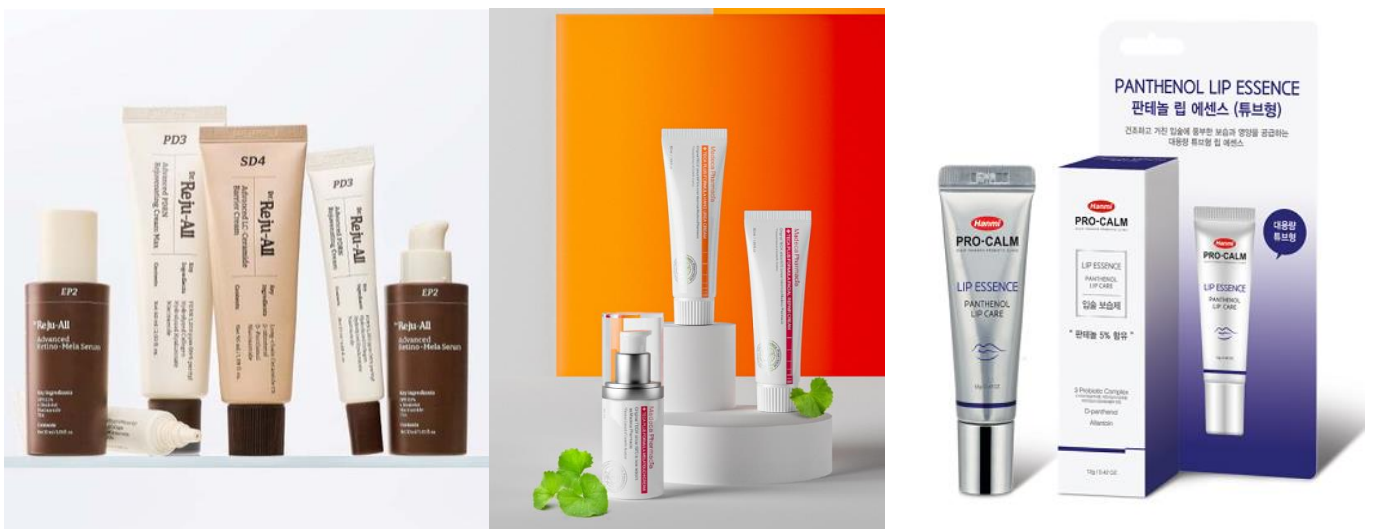
성수동이나 홍대, 명동에 가보면 거의 화장품으로 채워져 있는 대형 약국을 보게 된다. 레디영이나 케이파머시 같은 약국들이다. 이들 약국들은 실제로 매출의 80%가 화장품으로 추정된다. 화장품 전용 약국이라고 해도 과언이 아니다. 최근 외국들의 화장품 소비 패턴에 약국이 중요한 위치로 들어서고 있다. 애초 본인들이 사고 싶은 다양한 제품을 1차로 올리브영에서 두루 둘러보고 구매하고, 더마 화장품은 좀더 전문적인 설명을 들어볼 수 있는 약국에 가서 사며, 마지막으로 친구들 선물할 제품은 다이소에서 구매한다는 것이다(*).

약국과 화장품의 절묘한 조합이다. 실험적인 인플루언서들이 의약품과 화장품 섞어서 바르는 게 바이럴 되더니, 2023년 하반기부터 약국에 화장품 붐이 일어났다. 특히, 더마 라인에 강점을 보이고 있다. 더마 중심 약국 전용 화장품까지 등장했을 정도이다. 닥터리쥬올은 약사가 만든 화장품 브랜드로 대 히트를 쳤고, 동국제약의 마데카파마시아, 한미약품의 프로칼이 대표적인 약국 전용 브랜드로 3,000개 이상 약국에 침투해 있다. 동국제약의 센텔리안24는 4~5천개 약국에 입점해 있다.

창고형 약국 성행

최근에는 창고형 약국까지 등장했다. 2025년 6월 성남에 처음 생긴 후 전국에 30개 정도 된다. 사업자는 다 다르지만 '메가타운', '메가팩토리' 등 모두 '메가~'를 사용하고 있다. '오프뷰티' 같은 창고형 화장품 매장과 달리 가격이 특별히 싼 것도 아니다. 하지만 엄청 붐빈다. 사람들이 창고형 약국을 찾는 이유는 다양한 약국을 '쇼핑'할 수 있기 때문이다. 기존 약국에서 해열제나 영양제를 살 때는 이미 구매할 제품을 정해서 오거나, 현장에서 약사에게 추천을 받았다. 하지만, 창고형 약국에서는 직접 돌아다니면서 다양한 제품을 살펴보고, 비교해볼 수 있다는 장점이 있다. '와! 이런 약도 있었어?'라는 말이 많이 나온다고 한다. 여기서도 화장품은 기본이다. 이제 약국에 화장품 하나는 비치해야겠다는 공감대 형성되고 있다.

도표 20. 대표적인 약국 화장품 브랜드들: 닥터리쥬올/동국제약 마데카파마시아/한미약품 프로칼



자료: 각사, 하나증권

화장품의 약국 침투율은 대단히 낮음

하지만, 화장품의 약국 침투율은 대단히 낮다. 전국 약 2.5만개 약국 가운데 처방 전용 약국(흔히, 충약국이라고 한다) 4,500개 정도를 제외하면 1.6~1.7만개가 소비자 판매(OTC) 비중이 그래도 높은 약국인데, 외국인 매출이 많이 발생하는 약국은 홍대/성수/명동/남대문, 부산 광안리와 남포동 등에 위치한 60개 정도에 불과하다. 명동에만 10개가 있다.

아울러, 성장 여력이 대단히 커보이지만, 입점은 쉽지 않다. 약국은 법적으로 프렌차이즈가 불가능하다. 약사 한명당 약국은 한개만 열 수 있다. 법인 약국은 안된다. 따라서, 약국에 제품 하나를 입점시키기 위해서는 약국별로 일일이 다 영업을 해야 한다. 총판이 있지만, 총판에서는 약국에서 주문하는 것만 공급할 뿐 개별적인 제품 영업을 하지 않는다. 영업이나 레퍼런스를 통해 약국에서 주문이 나와야 총판에서 매입/공급할 수 있는 구조이다. 물론, 약국별로 브랜드 업체에서 직접 영업/공급할 수도 있다.

영국 같은 큰 수출 국가 하나가 국내에 생긴 격

약국 화장품은 대단히 초기 단계에 있다. 아직 일반적인 약사들은 조제에 바빠서 화장품 판매에 관심 없는 약사들도 많다. 하지만, 인구 감소로 약국 시장의 성장이 정체된 것은 사실이고, 외국인 약국 소비가 굉장히 빠르게 성장하고 있는 것 또한 명백한 현상이다. 그 속도는 더할 것으로 보인다. 추가적인 매출처를 기대하는 젊은 약사들의 판매 수요가 증가할 것으로 본다. 1분기 외국인들 약국 지출액은 514억원으로 전년 동기대비 197% 늘었다. 전체 의료관광 지출액에서 10%까지 올라왔고, 월별로 계속 상승하고 있다. 전년도 외국인 약국 매출이 1,415억원이었는데, 올해는 3천억원에 근접할 것으로 보인다. 수출로 따지면 영국 같은 큰 수출 국가 하나가 국내에 생겼다고 생각하면 된다. 국내 화장품 시장 성장률을 1%p 제고시킬 수 있는 수치이다.

도표 21. 별도로 화장품 진열대를 놓고 있는 신세대 약국



자료: 하나증권

도표 22. 화장품 취급하는 약국 출연: 성수의 레디영



자료: 하나증권

**올리브영 더마 매대 약국으로
다 들어올 가능성**

중장기적으로 올리브영 더마 매대에 있는 제품들은 다 약국으로 들어올 수 있다고 본다. 약 200여개 SKU이다. 동국제약은 150명의 제약 영업조직을 기반으로 약국 채널 확대에 수혜가 클 것으로 보인다. 현재 OTC 영업본부에서는 별도 화장품 매대까지 따로 제공하면서 영업을 확대하고 있다.

* 다이소가 외국인들에게 선물용 화장품 구매로 인기 좋은 이유는 가격 때문이다. PDRN 화장품도 다이소에서는 5천원에 살 수 있으니, 5만원이면 친구 10명치를 커버할 수 있기 때문이다.

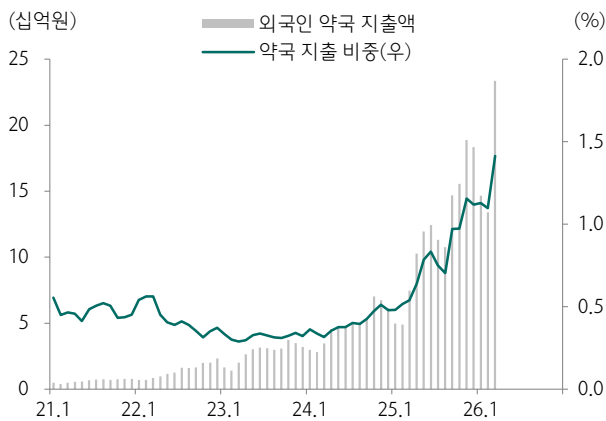
도표 23. 연도별 외국인 관광지출액 및 약국 지출액

(단위: 십억원)

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
전체 소비	7,032.50	7,859.60	2,027.80	1,613.00	4,307.20	10,452.00	14,375.60	17,408.90
의료관광	317.6	394	142.6	119.6	287.9	683.4	1,258.40	2,079.70
의료관광 비중(%)	4.5	5	7	7.4	6.7	6.5	8.8	11.9
뷰티	321	337	56	31	84	272	439	562
뷰티 비중(%)	4.6	4.3	2.8	1.9	2	2.6	3.1	3.2
약국 소비액	15.4	18.9	18.6	7.6	16.7	33.4	58.4	141.4
의료관광 중 약국 비중(%)	4.8	4.8	13	6.3	5.8	4.9	4.6	6.8

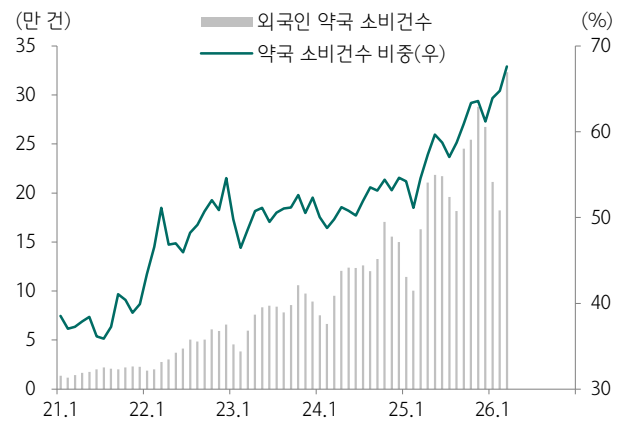
자료: 한국관광공사, 하나증권

도표 24. 외국인 약국 지출액 추이



주: 약국 지출 비중은 전체 외국인 관광지출 대비 약국 지출 기준
자료: 한국관광공사, 하나증권

도표 25. 외국인 약국 소비건수 추이



주: 약국 소비건수 비중은 외국인 의료관광 소비 건 대비 약국 소비 건 기준
자료: 한국관광공사, 하나증권

3) 올리브영은 운이 좋다

외국인 인바운드 증가는
든든한 버팀목

올리브영은 운이 좋다. 점포수 증가로 인한 성장이 한계에 직면할 즈음, 사업구조상 당분간 해외 진출 효과와 실적 기여가 제한적인 상황에서, 외국인 인바운드 증가는 든든한 버팀목이 되고 있다. 2025년 2분기 올리브영 매출은 1조 4,620억원으로 전년 동기대비 21% 성장했다. 전년도 3분기를 정점으로 1분기까지 점포당 매출이 점진적으로 하락했으나, 2025년 2분기 다시 회복세로 돌아섰다. 외국인 관광객 수요 때문이다. 외국인 입국자수는 2분기 YoY 15% 견조한 증가세를 이어갔으며, 7월부터는 오히려 YoY 20% 이상으로 증가율이 높아졌다. 케데헌 영향이라고 이구동성이다. 중국 입국자수 비중도 커지고 있다.

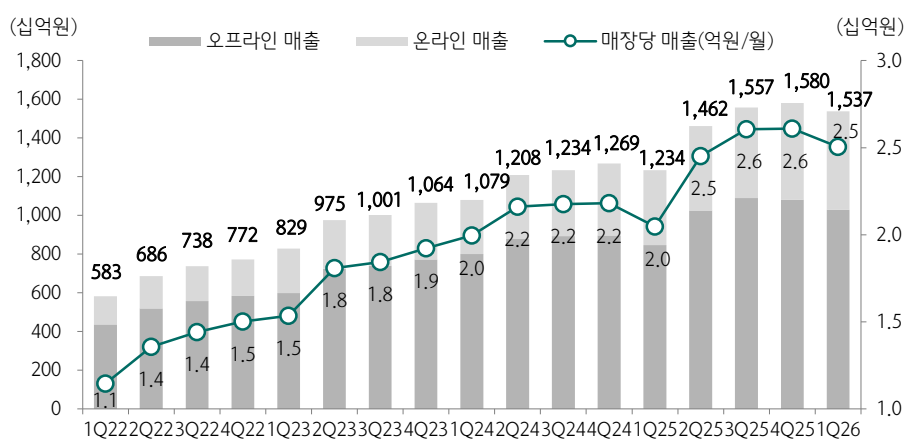
국내 2025년 2분기 비거주자의 카드 국내 사용금액은 37.9억 달러로 1분기 대비 38% 증가했다. 역대 최고치라고 한다(한국경제, 2025.8.26). 올리브영 오프라인 매출 가운데 외국인 매출 비중이 25%가 넘는 것으로 파악되고 있다. 올리브영 측에서도 2분기 실적 개선이 외국인 고객 수요였다고 말하고 있다. 방한 관광객 중 80%가 올리브영을 찾는 것으로 파악하고 있다는 설명이다. 케데헌 열풍의 가장 큰 수혜는 올리브영이었는지 모른다.

2021년 이후 오프라인 매출
증가분 가운데
약 7,000억원이 외국인에 의해서
발생한 것으로 추정

2024년 4분기 올리브영 실적을 보면 매출이 전년 동기 대비 19% 증가했지만, 점포당 월 매출은 2억 1,800만원으로 전 분기 대비 거의 증가하지 않았다. 이렇게 분기 매출이 정체된 것은 2022년 이후 처음 있는 현상이다. 앞으로 이런 정체가 이어진다면 사업의 피크 아웃 가능성을 염두에 두어야 했다. 이런 고민을 좀 더 일찍 시작했어야 했는데, 그동안 실적이 너무 좋았다. 거기에는 '운'도 많이 작용했다. 올리브영의 외국인 관광객에 의한 매출 비중은 2024년 전체 오프라인 매출의 25%에 이르렀다. 2022년 외국인 관광객의 입국이 본격화 되면서 이들의 매출 기여도가 커지기 시작했는데, 2021년 이후 올리브영 오프라인 매출 증가분 1조 8,200억원 가운데 약 7,000억원이 외국인에 의해서 발생한 것으로 추정한다.

도표 26. 올리브영 분기별 매출과 점포당 매출

2025년 2분기 이후 점포당
매출이 다시 개선되기 시작



자료: CJ, 하나증권

<p>2025년 외국인 입국자 수는 1,870만명(YoY 14%)으로 역대 최대치 기록</p>	<p>2025년 외국인 입국자 수는 1,870만명(YoY 14%)으로 2019년 1,750만명을 뛰어 넘어 역대 최대치를 기록했다. K뷰티의 글로벌 인지도 상승으로 방한 외국인들의 명동 올리브영 쇼핑은 여행의 필수 코스가 되었다. 명동에만 올리브영 점포가 7개나 있을 정도이다. 이들은 K뷰티에 대한 관심 증가로 찾아오게 된 고객들이다. 참신한 신제품보다 아마존이나 올리브영 톱 30 제품에 관심이 많을 것이다. 올리브영의 정교한 MD와 신제품 소싱같은 마이크로적인 경쟁력 제고와는 별개로 늘어난 매출이라는 점을 직시할 필요가 있다. 결국, 국내 수요에 의한 외형 성장은 어느정도 한계에 도달하고 있는 것이다.</p>
<p>올리브영의 기업가치 제고는 미국 사업에 상당히 초점</p>	<p>향후 올리브영의 기업가치 제고는 현재 미국에서 전개하고 있는 해외사업에 상당히 초점이 맞춰질 것으로 예상된다. 일단 미국 첫 오프라인 매장 패서디나점은 성공적으로 개점했다. 개점 전날부터 수백 미터에 달하는 대기 줄이 형성되었고, 미국 주요 언론이 현장을 집중 조명하는 등 뜨거운 관심이다. 일반적으로 유통 업체의 해외 진출에 대해서 성공 가능성을 높게 보지 않지만, 올리브영은 예외다. i) 미국내 K뷰티 수요가 워낙 높은 상태이고, 반면, ii) 현지 오프라인에서 구매할 수 있는 고객과 접점이 여전히 부족하다. iii) 무엇보다 올리브영은 방한 외국인의 80%가 찾아갈 정도로 유통 업체로서는 드물게 브랜드 인지도가 높게 형성돼 있다.</p>
<p>올리브영 미국 판매 상위 링크 브랜드 주목 필요</p>	<p>참고로, 올리브영 미국 오픈과 함께 현지 베스트셀러 제품이 온라인에 링크되기 시작했다. 상위 품목을 보면 메디큐브, 리쥬란, 스킨천사, 메디힐, 락운드랩, 센텔리안24, 닥터엘시아 등이 눈에 띈다. 에이피알 제품이 1위(툼, Thome)와 3위(메디큐브)에 오르며 미국 시장 압도적인 위상을 뽐내고 있다. 리쥬란(파마리서치)과 센텔리안24 등의 인기는 지금 글로벌 화장품 트렌드가 더마라는 사실을 상기시켜준다. 센텔리안24가 상위 링크에 있는 점은 인상적이다. 센텔리안24는 2025년 말 마데카크림이 아마존 뷰티 톱 100 안에 들면서 미국 시장에 빠르게 침투 중이다. 2025년 동국제약 화장품 수출액이 약 300억원이었는데, 2026년 4월 누적 이미 전년도 수치를 넘었다. 동국제약은 운이 좋은데, 국내 시장에서도 약국 채널이 화장품 신규 채널로 부상하는 가운데, 센텔리안24가 필수 약국 브랜드로 입점하고 있다. 국내 제약사 가운데 약국 전담 영업조직을 가장 크게 갖고 있는 회사라는 점이 영향을 미쳤을 것이다. 아울러, 국내 건기식 시장이 부상하고 있는데, 마이펫이 다이소를 중심으로 선전하고 있다.</p> <p>아울러, 올리브영 미국 진출로 실리콘투의 미국 사업에 대해 우려하는 목소리가 있다. 실리콘투의 역할을 올리브영이 대체할 수 있지 않을까하는 걱정이다. 하지만, 두 회사의 미국 사업 성격은 확연히 다르다. C)올리브영은 리테일 사업이고, 실리콘투는 무역벤더다. 올리브영의 벤더 가운데 하나가 실리콘투라는 점을 주목할 필요가 있다. 올리브영과 실리콘투의 상품 소싱 카테고리기가 겹치는 것도 많지만, 그렇지 않은 부분도 적지 않기 때문에 올리브영이 부족한 부분을 실리콘투가 채워줄 수 있다. 상호 호환 관계로 보는데 바람직하다. 아울러, 미국은 굉장히 큰 시장이다. 오프라인이 85%인 시장이다. K뷰티의 오프라인 진출은 2026년 본격화되고 있다. 올리브영이든 실리콘투이든 여전히 미국에서 할 일이 굉장히 많다. 경쟁 심화를 걱정할 단계가 아니다.</p>

4) 홈쇼핑: 다시 주목 받고 있는 채널의 가치

홈쇼핑 2011~13년 사이 고신장

중소형 신규 브랜드들의 론칭 자체가 힘들던 시기, 이들이 소비자들을 만나고 기업화할 수 있는 유일한 창구가 홈쇼핑이었다. 아이오페를 비롯 제닉, AHC, Age20's 등은 홈쇼핑으로 성장한 브랜드 또는 업체들이고, 비교적 최근에는 가히(KAHI) 멀티밤과 브이티, 달바가 대표적이다. TV홈쇼핑 채널은 2011년~13년 사이 고신장했다. 경제가 저성장 국면으로 접어들면서 합리적 소비 성향이 높아지고, 홈쇼핑 채널에 대한 소비자들의 신뢰도가 높아지면서 의류/화장품/식품 등 고관여 상품 카테고리도 확대되었다.

TV홈쇼핑 채널 화장품 매출 규모는 2024년 약 1조 6천억원으로 추정되는데, 2012년 대비 2배 증가했다. TV홈쇼핑의 바잉파워가 강해지면서 제품의 가격 경쟁력은 높아졌다. 브랜드 업체들은 홈쇼핑 채널을 수익보다는 마케팅 채널로 활용했다. 1시간 동안 제품에 대한 광고를 할 수 있는 채널로서 의미가 있기 때문이다. 높은 판매수수료에도 불구하고 그 파급력 때문에 브랜드 업체들은 홈쇼핑 채널을 여전히 중요시한다. 2015년 이후 홈쇼핑 채널 저성장과 함께 홈쇼핑의 화장품 매출 성장률도 둔화되고 있지만, 화장품 카테고리는 전체 홈쇼핑 시장 매출의 15% 내외 수준을 유지하면서 중요한 마케팅 창구로서 역할을 다하고 있다.

정액제 방송 비중 70%로 크게 상승

최근 홈쇼핑 업체들의 상황은 좋지 않다. 기존 홈쇼핑 시청 세대가 고스란히 나이 들어 이제 50~60대가 되었고, 신규 시청자 진입은 제한적인 상황이다. 예전에는 홈쇼핑 채널에서만 300억원 매출을 일으키는 브랜드들이 많았는데, 지금은 100억원 브랜드도 찾기 어렵다. 홈쇼핑 시장 규모는 그대로인데, 송출수수료가 증가하면서 홈쇼핑 업체들의 수익성 부담이 커지고 있다. 수익성 악화는 수수료 방식과 판매 단가도 변화시켰다. 매출에 연동하는 정률제 대신 시간당 수수료가 정해져 있는 정액제 방송 비중이 70%로 크게 상승하였다. 화장품 브랜드 업체들 입장에서는 웬만한 자신감을 갖고 BEP 이상을 기대하기 어려운 상황이 된 것이다. 따라서, 화장품 브랜드 업체들이 과거에는 홈쇼핑 채널에서 BEP를 목표로 했지만, 이제는 마케팅비로 간주하고 손실을 감수해야 한다.

도표 27. 홈쇼핑을 핵심 채널로 전개하고 있는 세포랩



자료: 세포랩, 하나증권

도표 28. 홈쇼핑 기반으로 수출까지 확대하고 있는 세인트프랑



자료: 세인트프랑, 하나증권

세포랩 홈쇼핑에서만
매출 1,000억원

판매 단가도 달라졌다. 과거 평균 단가는 7만원 내외가 일반적이었는데, 현재 화장품 평균 판매단가는 20만원 후반대의 고성능성 상품이 많다. 중저가 가성비를 추구하는 최근 인디 브랜드와는 범주가 다르다. 이에 따라 홈쇼핑 채널에서는 투자자들이 일반적으로 알고 있는 브랜드를 찾기 힘들다. 달바는 홈쇼핑을 줄이고 있고, 아누아나 스킨천사는 홈쇼핑 방송을 하지 않는다. 반면, 홈쇼핑만 전개하는 브랜드들이 있다. 예를 들어 세포랩 같은 브랜드는 한 제품으로 홈쇼핑에서만 매출 1,000억원을 일으키고 있다.

그래도, 여전히 홈쇼핑은 화장품 브랜드 업체들의 핵심 채널 가운데 하나다. i) 홈쇼핑 판매 실적은 수출하는데 용이하다. 그동안 홈쇼핑밖에 안했던 세인트프랑 같은 브랜드들이 수출로 매출을 크게 올리고 있다. ii) 홈쇼핑은 온라인 마케팅의 시험 무대가 되기도 한다. 홈쇼핑 방송 시청률은 틱톡과 같은 온라인 채널에서 '후킹(hooking)' 성공률과 유사한 성격을 갖고 있기 때문이다. iii) 올리브영, 다이소 아니면 홈쇼핑 밖에 제대로 제품을 판매할 수 있는 채널이 없기도 하고, iv) 50~60대 소비를 무시할 수 없기 때문이기도 하다.

홈쇼핑 성공 브랜드 많아지면서
입점 수요 증가

올리브영은 이제 매대를 보면 제품의 앞면이 안보이고 옆면이 보일 정도로 SKU가 지나치게 많아졌다. 다이소는 지나치게 저가다. 홈쇼핑 제품은 노출도 측면에서 다른 채널과 겹치지 않고, 홈쇼핑의 광고 기준은 까다롭기로 유명하다. 즉, 피부 고민에 맞춰진 고성능성, 임상 기반 검증된 상품을 중심으로 30~60대를 소비자에게 어필할 수 있는 채널이 홈쇼핑이다. 그래서, 홈쇼핑 업황은 좋지 않지만 브이티와 클리오 같은 전통 브랜드들도 신제품 출시와 성수기 시즌 등 상황에 따라 홈쇼핑 방송 횟수를 조절하고 있다. 최근 화장품 시장 확대와 함께 예전보다 성공하는 브랜드가 많아지다 보니 신규 입점 요청 브랜드가 많아지고 있다. 홈쇼핑 다른 카테고리에 비해 신규 브랜드가 많이 들어오는 편이다.

클리오와 애경산업 등 홈쇼핑 비중이 상대적으로 높았던 브랜드들의 홈쇼핑 채널 매출이 상당히 부진했다. 2025년 4분기 클리오의 홈쇼핑 매출은 YoY 38%나 감소했다. 송출 시간당 매출이 감소한 것도 있지만, 방송 횟수가 크게 줄었기 때문이다. 경쟁 심화다. 홈쇼핑 방송이 화장품 수출 벤더들 사이 중요한 레퍼런스로 작용하면서 인디 브랜드들의 홈쇼핑 방송 수요가 증가했다. 제약회사들의 화장품이 잇따라 성공하자, 건강기능식품 회사들의 화장품 신출도 활발하다. 개별인정형 원료를 화장품으로 응용하려는 시도이다. 이런 브랜드들은 제품 설명에 더 많은 내용과 노력이 들어가야 하므로 한시간 동안 온전히 제품 설명과 광고를 할 수 있는 홈쇼핑 채널이 안성맞춤이다. 한편, 홈쇼핑 업체들이 화장품 방송 시간을 조금씩 늘리고 있지만, 카테고리 믹스를 감안하면 무작정 늘릴 수는 없는 노릇이다. 대신 홈쇼핑 입장에서 수익성에 좋은 정액 방송을 늘리고 있다. 과거와 같은 정률 방송 체제를 고집하는 클리오와 애경산업, AHC 등이 밀려나고 있는 것이다.

국내 오프라인 유통과 해외 수출까지 협력 약속

50~60대 시청자에 한정된 매출로 외형 성장에 한계를 뼈저리게 느끼고 있는 홈쇼핑 업체들에게 화장품 방송 수요 증가는 가뭄의 단비다. 상품력 있는 화장품 브랜드를 잡기 위한 노력이 다양한 방면으로 진행 중이다. 브랜드 업체에 대한 지분 투자도 적극적이다. 인디 브랜드들의 열악한 현금흐름을 지원하면서 매출은 물론 투자수익도 도모하는 것이다. 국내외 유통 조직이나 계열사를 두고 있는 업체들은 국내 오프라인 유통과 해외 수출까지 협력을 약속하고 있다.

심지어 신제품 상품기획까지 나서고 있다. 신세대 인디 브랜드들의 공통적인 특징은 슬림한 조직에 있다. 또한 10대~20대를 타겟으로 한 브랜드들이 대부분이다. 이런 인디 브랜드 컨셉을 50~60대 용으로 전환하기는 쉽지 않다. 별도의 상품기획이 필요한데, 인디 브랜드들은 인력구조상 그럴 여유가 없다. 그 빈틈을 홈쇼핑 MD들이 메우는 것이다. 홈쇼핑 화장품 MD는 국내 모든 채널 화장품 MD 가운데 가장 뛰어난 역량을 자랑한다. 시장의 트렌드와 네트워크, 상품 분석에 있어 홈쇼핑 MD를 능가하는 조직은 별로 없다. 분초 단위 치열한 경쟁 가운데 제고된 실력이다. 이런 우수한 조직이 신제품을 기획해준다면 인디 브랜드 업체 입장에서는 마다할 이유가 없다.

한편, 홈쇼핑 MD들이 상품 기획을 위해 ODM 업체들을 만날 때, 특히 코스맥스/한국콜마 등 대형 ODM 업체를 마주할 때 이들의 위력을 절감한다고 한다. 건기식 원료를 화장품으로 응용하는 아이디어를 갖고 가능한지 자문을 하면, 기다렸다는 듯이 이미 그런 특허를 내놨으니 걱정하지 말라고 한다는 것이다. 대형 화장품 ODM 업체들은 특허를 매번 공시하거나 언론에 홍보를 한다. 식품 등 다른 소비재 산업에서는 카피가 두려워 발표를 꺼리는 것과 대조적이다. 광고를 위해서다. 어차피 화장품은 새로운 제형으로 신제품이 나와 히트를 치면 곧바로 '미투' 제품들이 여기저기서 출시되는 게 일반적이다. 특허가 진입장벽 역할을 하지 못한다. 대신 그 회사의 차별적인 제조역량을 드러내기에 특허는 훌륭한 광고 기재가 된다. 대형 ODM 업체들을 넘기 힘든 높은 진입장벽이 막대한 '생산 캐파'와 'R&D 인프라'임을 다시 한번 느낄 수 있는 대목이다.

5) 다이소: 올리브영의 당당한 대항마로 자리매김

국내 오프라인 채널에서
고객 접점 확대 과제

그동안 K뷰티의 중장기 지속 성장을 위한 과제 중 하나가 국내 오프라인 채널에서 고객 접점 확대였다. 올리브영이 거의 독점적 지위를 갖고 있기 때문에 판가는 소비자에게 전가하고, 마케팅비는 브랜드 업체들에게 전가하면서 판가와 마케팅비를 모두 올렸다. 높아진 가격 때문에 고객 충성도가 떨어진 것도 문제지만, 막대한 마케팅비 부담으로 브랜드 업체들이 올리브영 입점을 포기하고 일본이나 미국으로 직진출 사례가 늘어난 것은 더 큰 우려다. 국내에서 테스트해 볼 기회도 없이, 또는 캐시 카우도 없이, 글로벌 경쟁에 무리하게 노출되는 것은 신규 벤처 브랜드 업체들에게 상당한 부담이다. K뷰티 생태계 활성화 차원에서 결코 긍정적인 현상이 아니다.

최근 이런 오프라인 채널에서 경쟁이 다시 불 붙고 있다. 시작은 다이소다. 다이소가 화장품 매대를 거의 솜인솜 규모까지 늘리면서 MD 정책이 바뀌었다. 기존에는 올리브영에서 성공한 대형 브랜드의 세컨 또는 다이소 전용 브랜드로 매대를 채웠으나, 최근에는 중소형 인디 브랜드에게까지 문호를 개방하고 있다. ODM 업체들에게 전용 브랜드 생산을 요청하고 있기까지 하다.

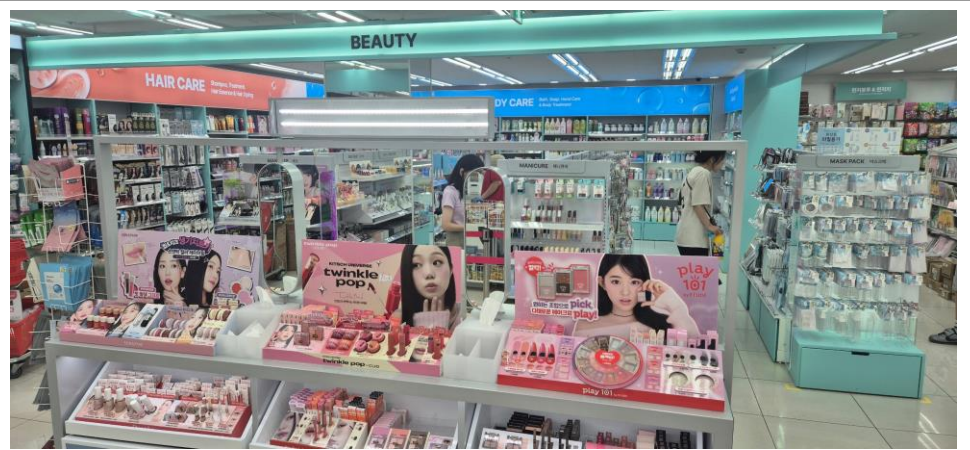
점포수 증가 성장 한계를
화장품으로 극복

이렇게 다이소가 화장품 카테고리를 강하게 치고 나가는 이유는, 더이상 점포수 증가로 인한 성장이 한계에 다달았기 때문일 것이다. 한국에는 직영점 1,500개의 상단이 있다. 상권과 수익 구조로 볼 때, 직영 점포로는 1,500개가 넘으면 더이상 입점할 곳이 없기 때문이다. 아리따움도 1,500개에서 성장이 꺾였고, 올리브영도 1,500개 점포에서 점포당 매출이 감소하기 시작했다. 다이소 점포수는 1,570여개로 이제 국내에서 점포 확장 여력이 제한적인 가운데 화장품 카테고리는 점당 매출을 올릴 수 있는 핵심 카테고리 부상하고 있다.

2024년 다이소 화장품 매출 증가율은 YoY 144%, 2025년에도 YoY 70% 증가한 것으로 보고되고 있다. 2025년 다이소 매출 4.5조원 가운데 약 15%(약 6,800억원)가 화장품일 것으로 추정한다. 2025년 6월 기준 약 500여개 SKU, 60여개 브랜드가 입점돼 있다. 2025년 다이소 매출 최근 외국인 인바운드 고객들의 화장품 수요도 한몫했을 것으로 보인다. 지난 1년 사이 다이소의 외국인 매출이 50% 증가했다고 한다.

도표 29. 솜인솜 매장처럼 커진 다이소 화장품 매대

다이소는 화장품 카테고리를
새로운 성장 동력으로
안착시켰다



자료: 하나증권

6) 이마트가 다이소의 화장품 확장을 좌시할 수 없는 이유

다이소와 이마트 30% 카테고리 겹침

다이소가 이렇게 나오면 이마트가 가만히 있을 수 없다. 이마트는 그동안 화장품 카테고리는 테넨트 중심으로 운영해왔다. 이자녹스나 라끄베르, 아이오페, 이니스프리 등 과거 원브랜드숍 브랜드 매장을 흡인숍으로 입점시키고 임대료를 고정 수입으로 가져가는 형태였다. 올리브영의 확대는 이마트에게 그다지 위협이 되지 않았다. 올리브영은 화장품 카테고리에 한정된 점포였기 때문이다. 하지만, 다이소는 다르다. 다이소는 종합생활용품 유통업체다. 이마트와 30% 카테고리가 겹친다. 다이소가 화장품 카테고리 확대를 통해 집객이 몰린다면 곤란하다. 물론, 다이소와 이마트의 타겟 연령층은 다르다. 하지만, 이마트 입장에서 최근 K뷰티의 경쟁력 제고와 고객 구매 패턴의 변화까지 감안하면 분명히 기존 테넨트 모델에 변화가 필요했던 시점이었던 것은 분명하다.

이마트 4,950원 전용 제품 빠르게 확장 중

이마트는 2025년 4월부터 4,950원 전용 제품을 본격적으로 내놓기 시작했다. MD 조직도 크게 늘렸다. 트레이더스와 에브리데이 등 기존 입점 브랜드들과 협업이 빠르게 진행되면서 5개월 사이 입점 브랜드를 8개로 늘렸다. LG생활건강의 글로우 업 비온드를 시작으로 애경산업의 원쌍이 입점했고, 에이블씨엔씨에서는 머지가 들어갔다. 어드트 SKU 수도 30개를 넘어선 것으로 보인다. 일부 제품은 벌써 네다섯차례 리오더가 들어가면서 성과를 내고 있다.

다이소와 올리브영의 한쪽 구석에 있는 브랜드 업체들에게는 매력적인 제안이 될 수 있을 것이다. 다이소처럼 그래당 최저가도 아니다. 이마트에 주로 오는 고객은 40대 이상 장년층이 많은 만큼, 가격도 중요하지만 브랜드 아이덴티티도 유지되어야 한다. 한편 이마트의 또 다른 유통체인 노브랜드는 ODM 업체들과 협업해서 초저가 전용 브랜드를 판매하고 있다.

도표 30. 이마트 전용 화장품 매대



자료: 이마트, 하나증권

도표 31. 이마트 전용 LG생활건강 브랜드 글로우업 바이 비온드



자료: LG생활건강, 하나증권

7) K뷰티의 글로벌 모멘텀이 국내 유통을 건강하게 만든다

다이소에서 시작한 오프라인 시장 경쟁 확대 중

이마트가 이렇게 화장품 카테고리를 전향적으로 확대하면 롯데마트가 가만히 있기 힘들다. 다이소에서 시작한 오프라인 시장 경쟁이 점차 확대되고 있는 모습이다. 2025년 이후 국내 화장품 유통망은 다양해지고 있다. 올리브영이 20~30대를 대상으로 중가 제품을 중심으로 두고 있다면, 다이소는 10대를 대상으로 초저가, 홈쇼핑은 50~60대 대상으로 중고가를 판매하고 있다. 최근 홈쇼핑은 입점 요청이 증가하면서 증가대로 확장을 고려하고 있다.

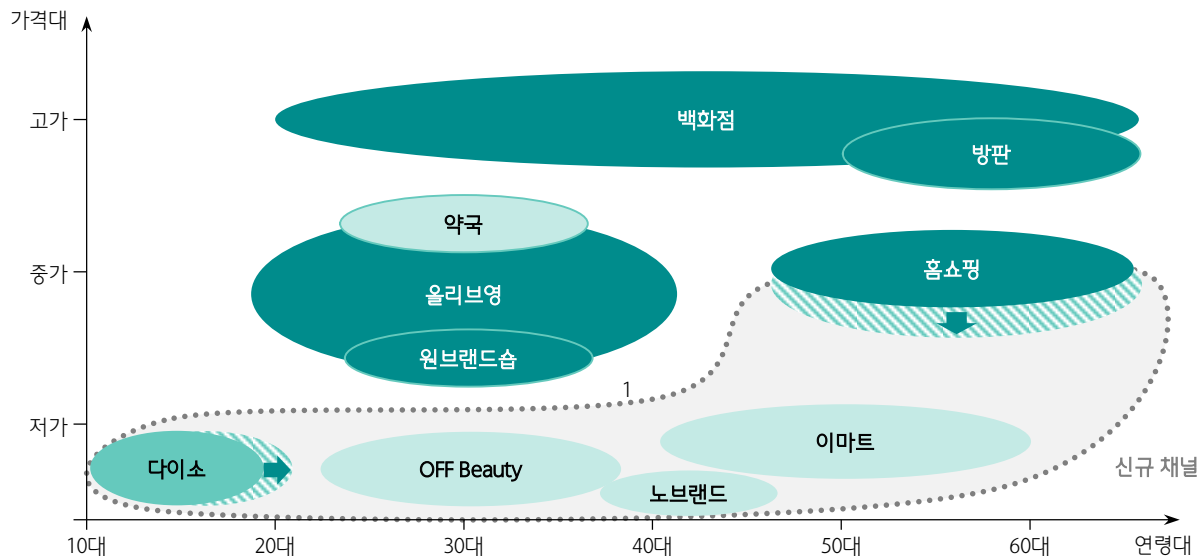
다이소는 10대를 넘어 20~30대 여성은 물론 남성을 겨냥한 카테고리까지 크게 확대하고 있다. 2025년 5월 광장시장에 첫 점포를 오픈한 '뷰티 아웃렛' 오프뷰티는 두달만에 10개 점포를 오픈하면서 20~30대 초저가 시장을 노크하고 있다. 올해 안에 40~50개, 2026년까지 전국에 150개 점포를 연다는 전략이다. 생산 1년 이상 지난 브랜드 업체 재고를 창고형 매장에서 90% 할인가격으로 판매하는 전략이 유효했다.

수출로 마진 내는 구조

재밌는 사실은 이런 다이소와 홈쇼핑, 이마트의 화장품 사업 확대는 모두 K뷰티의 글로벌 모멘텀 때문에 가능했다는 점이다. 다이소 입점 브랜드와 ODM 업체들은 다이소에서 수익을 내기 힘들다. 다이소 입점을 기반으로 안정적인 생산 물량을 확보하고 수출을 통해 마진을 추구하고 있다. 홈쇼핑도 마찬가지다. 홈쇼핑에서는 역마진이 대부분이다. 하지만 홈쇼핑 입점은 수출에 훌륭한 레퍼런스로 작용하면서 수출 수요 증가로 이어지고 있다. 이마트도 마찬가지다. 4,950원 제품으로는 마진을 내기 힘들다. 이마트 납품을 기반으로 수출을 확대하면서 수익을 확보하는 것이다.

이러한 국내 화장품 유통 채널 확대는 그동안 올리브영 독점 체제에서 고객 접점과 판로를 찾기 힘들었던 인디 브랜드 업체들에게는 긍정적인 현상이다. K뷰티의 글로벌 모멘텀이 국내 유통 시장 다양화에 기여하고 있게 된 점은 또하나의 부가적인 혜택이다. 이제 한개 채널이 더 남았다. 편의점이다. 20~30대 남자 비중이 높은 편의점이 어떻게 화장품 카테고리를 확대할 지 두고 볼 일이다. 일본에서는 10~20대 여성 고객을 넓히기 위한 전략으로 한국의 롬앤과 클리오를 입점시키기도 했다. 촘촘한 유통망과 막강한 물류 인프라를 이용, 올리브영을 능가하는 킥커머스가 가능하다는 점은 상당한 강점이다.

도표 32. 국내 가격/연령대별 화장품 유통채널 정리



자료: 하나증권

3. 카테고리: 건기식/하이드로겔마스크/향수 등

1) 건기식(이너뷰티): 또하나의 K뷰티가 될 수 있을까?

(1) 건기식 국내외 사업 환경의 변화

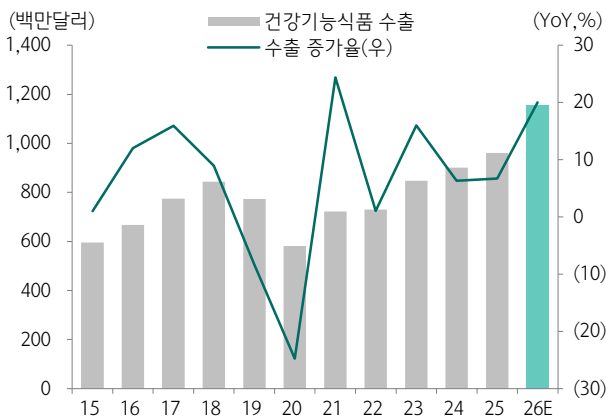
미국 메이저 리테일러들
화장품 다음은 건기식

C올리브영에는 해외 바이어들의 방문이 잦다. 외국인 인바운드의 80%가 찾는다는 올리브영이고, 명동 올리브영 매출의 90%가 외국인이며, 올리브영 판매 순위는 K뷰티의 빌보드차트가 된지 오래이므로 사실 새로운 것도 없는 현상이다. 그런데, 미국 바이어들이 최근 건강기능식품(이하 건기식)을 많이 찾는다고 한다. 화장품 다음은 건기식이라며 올리브영에서 추천하는대로 다 가져가겠다고. 미국 소비자가 한국 건기식을 찾는다고?

실제로 대 미국 건기식 수출은 최근 급격하게 증가하고 있다. 2024년 YoY 19%에서, 2025년 YoY 21%, 2026년 1분기 수출 증가율은 YoY 58%에 이른다. 전체 건기식 수출 역시 지금 추세로 가면 역사상 처음으로 2026년 10억 달러를 넘어설 것으로 보인다.

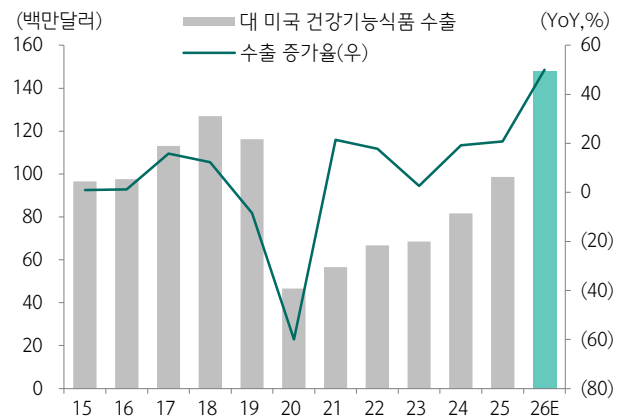
미국 현지 메이저 건기식 브랜드 제품은 대부분 대량 양산 체제로 알약 제형이 대부분이다. 하지만, 한국 제품은 구미/젤리(스틱)/캡슐 등 다양한 제형과 트렌디한 컨셉으로 소비자들의 관심을 끌고 있다. 건기식은 이너뷰티(Inner Beauty)라고도 한다. K컬처와 K뷰티의 성공이 K 이너뷰티에 대한 신뢰로 이어지고 있음은 두말할 필요 없다. 또하나의 K뷰티 로 글로벌 모멘텀을 형성할 수 있을까? 국내외 시장 환경 변화를 통해 가능성을 분석해보자.

도표 33. 한국의 건강기능식품 수출



자료: KITA, 하나증권

도표 34. 대 미국 건강기능식품 수출



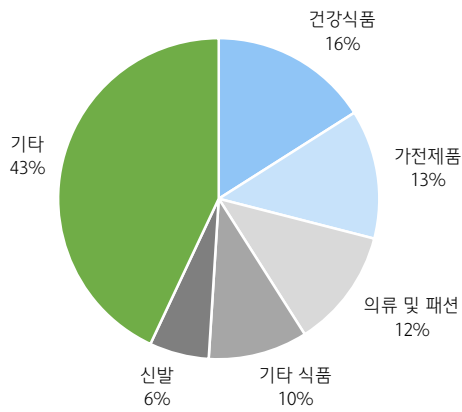
자료: KITA, 하나증권

(2) 국내: 브랜드에서 플랫폼이 견인하는 시장으로 변모

국내 판매 채널 제약으로
성장 기대하기 힘들었음

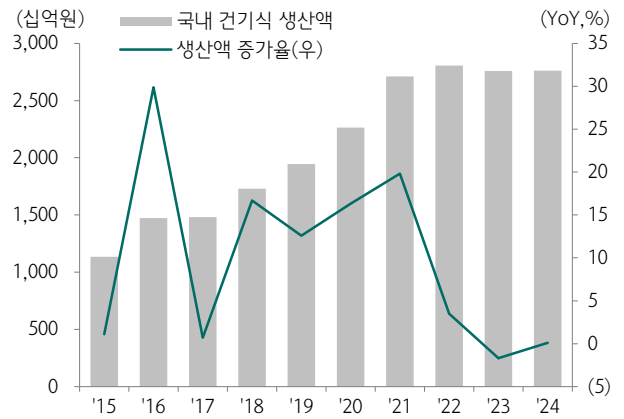
국내 건기식 시장은 좋지 않았다. 건기식 브랜드 업체들이 백화점에 팝업 스토어라도 한번 내려고 하면 백화점 담당자가 가장 먼저 묻는 질문은 "연예인 누구 쓰세요?"였다. 제품의 차별화가 힘들기 때문이다. 오프라인 채널의 경우 한정된 유통 매대를 두로 여러 브랜드들이 치열한 경쟁을 벌이는 상황이었고, 결국 광고마케팅비를 누가 더 많이 쓰느냐가 관건인 시장이 되어버린 것이다. 더구나, 2010년대 이후 온라인 시장이 확대되면서 해외직구도 활발해졌는데, 가장 많은 비중을 차지한 품목이 건기식이었다. 오메가3, 비타민제 등 일반적인 카테고리에서 글로벌 대형 전문 업체들이 이미 충분히 싼 가격으로 대량 생산/판매하고 있었기 때문이다. 국내 건기식 시장은 홍삼이나 백수오처럼 한국만이 가능한 소재나 헤모키퍼럼 개별인정형 제품이 일정 수준 점유를 하고 있는 상황이었다.

도표 35. 한국 해외직구 품목별 비중



자료: 언론, 하나증권

도표 36. 한국 건기식 생산액 추이



자료: 보건복지부, 하나증권

올리브영/다이소/편의점에서
성장 카테고리 건기식 드라이브

그런데, 국내 시장이 변하고 있다. 심지어 국내 시장만큼은 화장품보다 건기식이 더 좋은 것처럼 보이기도 한다. 건기식 유통 방식이 달라지고 있기 때문이다. 과거에는 전술한 바와 같이 브랜드사들이 유통을 비집고 들어가야 했다. 그런데, 2025년부터는 올리브영/다이소/편의점 등 대형 유통사들이 판을 키우는 모양새다. CJ올리브영은 최근 건기식 전문 매장 올리브베리를 공격적으로 확대하고 있다. 1월 광화문에 첫 선을 보인 이후 기대 이상 실적을 기록하면서 강남역에 2호점 오픈을 앞두고 있다. 다이소는 건기식 제품 종류를 대폭 늘렸다. 2025년 2월 3개 브랜드, 30여종에서 2026년 2월 14개 브랜드, SKU는 100여개로 증가했다. 현재도 다수 브랜드와 추가 입점을 논의 중이라고 한다. GS25는 2025년 8월부터 소용량 건기식 판매를 본격화한 후 현재 5,000여개 매장에서 30여종 제품을 판매 중이다. CU의 지난 2월 건기식 매출은 2025년 8월 대비 132% 증가했으며, 10여종에서 25종까지 증가했다.

점포수 증가로
성장 기대하기 힘든 유통채널들

국내 젊은 층 사이에서 웰니스 트렌드가 확산하고, 외국인 관광객의 관심이 K뷰티에서 건기식으로 확장되는 등 수요 측면 우호적인 환경도 있을 것이다. 하지만, 이 세개 유통 채널의 공통된 특징을 봐야한다. 모두 추가적인 점포 확장의 여력이 제한적인 상태이다. 상품 믹스 개선을 통해 성장성을 확보해야 하는 과제를 안고 있는 것이다. 올리브영과 다이소는 이제 국내 공산품 직영 점포수의 상단이라고 하는 1,500개에 이르고 있고, 편의점은 전국 5.5만 개를 넘어서면서 포화상태다. 다이소가 화장품 카테고리를 확대하면서 돌파구를 찾은 것도 같은 맥락이다. 이제 그 성공에 힘을 얻어 건기식으로 확장하고 있는 것이다.

편의점은 여성, 10~20대로
고객 다변화 과제

편의점은 건기식 특화 매장이 있을 정도다. 별도 매대를 두거나 일반적으로 계산대 앞에 소포장 형태로 올려져 있다. 다이어트 관련 건기식 판매가 증가하고 있는데, 30대 여성이 주요 소비층으로 부상하고 있다. 편의점 입장에서는 30~40대 남자를 주 고객으로 두고 있어, 10대부터 30대까지 여성 고객 비중을 늘리기 위한 상품 믹스 개선에 노력을 많이 하고 있다. 10대를 위해서는 화장품, 30대를 위해서는 건기식이 되고 있는 것이다. 또한, 신제품 출시 업체 입장에서는 가장 소비자와 접점이 많은 채널이라는 측면에서 편의점을 테스트 베드로 보는 경향도 있다. 아울러, 옵티마웰니스뮤지엄약국, 르 메디 등 창고형 약국의 확대는 추가적인 건기식 시장 확대 여력이 되고 있다.

도표 37. 올리브베러 매장



자료: 언론, 하나증권

도표 38. 다이소 건기식 판매 매대



자료: 언론, 하나증권

도표 39. CU 건기식 판매 매대



자료: 언론, 하나증권

도표 40. GS25 건기식 판매 매대



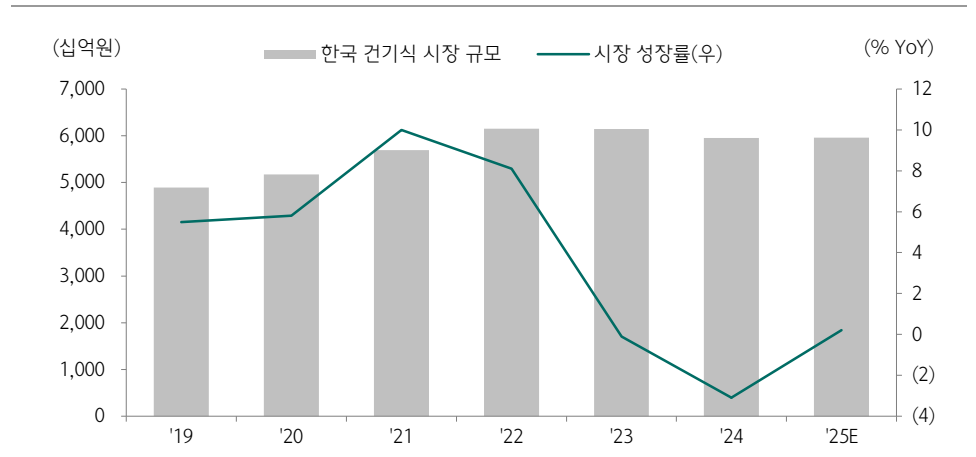
자료: 언론, 하나증권

레거시 제약사들
 화장품 다음으로 건기식을
 성장 동력으로 장차

공급 측면에서도 긍정적이다. 국내 여러 레거시 제약사들은 다이소와 편의점을 통해 건기식 카테고리 확대 중이다. 기존 제약 사업 성장의 정체를 화장품과 건기식으로 풀어내고 있다. 종근당, 동화약품 등 주요 제약사들이 다이어트, 스트레스 관리, 눈 건강 등 다양한 기능성 중심 건기식을 판매 중이다. 동국제약은 대표 브랜드 '마이핏'을 중심으로 2025년 YoY 20% 성장했는데, 다이소/올리브영 등 신규 입점 효과가 컸다. 이에 따라, 국내 건기식 시장 규모는 2022년 6.1조원에서 2024년 5.9조원까지 줄었는데, 2025년 YoY 0.2% 증가하며 반등한 것으로 추정되고 있다.

한국 건기식 시장 규모는
 6조원 내외에서 정체중이었음

도표 41. 한국 건기식 시장 규모



자료: 보건복지부, 하나증권

중국 자국 건기식 불신
 해외 브랜드 수요 증가

(3) 중국 건기식 해외직구 확대와 한국의 생산기지화

해외 시장의 동향도 바뀌고 있다. 가장 큰 건기식 수요 지역인 중국의 경우 소비경기 회복세 있으며, 소비 채널 구조의 변화로 온라인을 통한 해외직구가 활성화되고 있다. 중국에서 건기식 해외직구가 늘어나고 있는 이유는 자명하다. 코로나19 이후 건기식 온라인 쇼핑이 확대되었는데, 중국 정부의 자국 기업 보호 성향 때문에 해외 건기식 제품에 대한 위생허가가 상당히 인색했다. 반면, GNC(미국)/센트룸(미국)/맘스가든(독일)/스위스(Swisse, 호주) 등 믿고 먹을 수 있는 글로벌 건기식 브랜드 제품 수요는 높다. 해외직구는 이런 규제에 자유롭기 때문에 합리적인 가격에 좋은 제품을 구매할 수 있는 채널이 되었다.

무역의 한계 때문에
 해외직구 증가
 한국이 최적 생산/물류기지

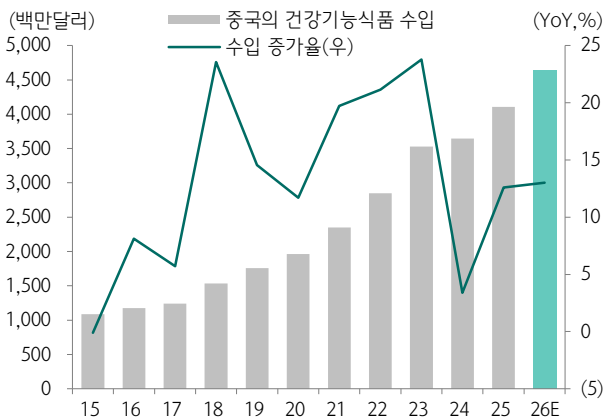
이런 가운데, 한국이 글로벌 건기식 브랜드들의 생산기지로 떠오르고 있다. 글로벌 건기식 브랜드들은 미국과 유럽에 본사와 생산기지를 둔 업체들이 많다. 자국에서 생산해서 중국에 유통을 해왔는데, 전술한 강한 규제 때문에 현지 유통 전개가 어렵고, 건기식도 트렌드가 빠르게 변하고 있기 때문에 중국 인접 지역에서 제반 역량을 갖춘 ODM업체들을 찾게 되었다. 그런데, 일본은 생산 원가가 지나치게 높고, 대만은 중국과 정치적인 긴장감이 있으니 불안정했다. 생산 캐파와 대응력, 상품기획과 소재, R&D 역량 측면에서 한국이 우위에 서면서 ODM 수요가 집중되고 있다. 특히, 글로벌 제약사들은 '오픈 이노베이션'을 기반으로 시장을 선도할 수 있는 제품 기술력과 기획 능력을 중요시하고 있다. 고객사한테 새로운 제안을 해줄 수 있는 R&D 역량이 중요한데, 한국의 건기식 ODM 업체들이 여기에 가장 부합하고 있다는 평가다.

다양한 제형/캐파/R&D/상품기획
장점으로 부각

예를 들어 갈슘 보충제는 일반적인 제품이지만, 스틱형 한 포 안에 안정적으로 갈슘 함량과 기능성을 유지하는게 어렵다고 한다. 중국에서 인기 있는 액상 갈슘은 한국 ODM 업체들이 개발했는데, 임신부용, 어린이용까지 세세한 배합 기술로 소비자 유형에 맞게 최적화시켰다. 울더베더에서 가장 인기 있는 제품 가운데 하나인 올리브오일이 경우, 올리브오일이 면역력에는 좋지만 오일을 먹는게 맛 측면에서는 쉽지 않았다. 이를 캡슐 형태로 만들거나, 젊은 연령대가 좋아하는 구미/젤리(스틱) 형태로 만들어서 호평을 얻고 있다. 오메가3의 경우에도 건강에 좋은 것은 확실하지만, 비린내가 심하다. 캡슐로 만들어도 위에서 분해될 때 향이 입으로 넘어와 역한 느낌을 준다. 이 문제를 장용성 연질캡슐로 풀어내 캡슐이 위가 아닌 장에서 분해되도록 했다. 한 포에 하루 필요한 비타민/오메가3 등 여러 건기식 내용물을 균일하게 넣어 만든 멀티팩 또한 혁신적인 아이디어 제품으로 꼽힌다.

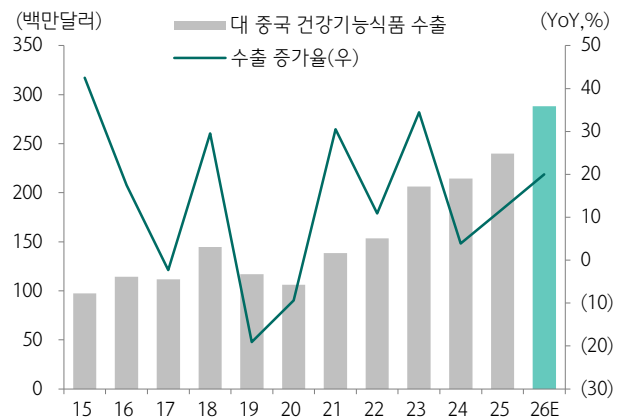
화장품처럼 건기식 ODM 산업 역시 한국이 혁신성과 트렌드를 선도하는 빠른 피보팅이 두드러지고 있다. 코스맥스엔비티/서흥/노바렉스 등 기술력과 생산캐파를 충분히 갖춘 주요 건기식 ODM 업체들에 대해 주목해볼 필요가 있다. 2025년에는 서흥과 노바렉스가 높은 실적 모멘텀을 보였고, 2026년에는 코스맥스엔비티가 본격적인 실적 턴어라운드를 앞두고 있다.

도표 42. 중국의 건강기능식품 수입 규모



자료: KITA, 하나증권

도표 43. 대 중국 건강기능식품 수출



자료: KITA, 하나증권

국내외 건기식 시장 크게
요동 중
한국 건기식 업체들 기회

국내외 건기식 시장이 크게 요동치고 있다. 중국에서는 글로벌 건기식 브랜드의 해외직구 수요가 증가하고 있고, 미국에서는 K건기식 수요가 새로 창출되고 있다. 국내에서는 올리브영/다이소/편의점 등 메이저 유통 플랫폼들이 건기식을 신규 성장 카테고리로서 잇따라 선정하고 매대를 넓히고 있다. 반면, 미국은 제조 인프라가 부족하고, 호주/유럽 등 원래 건기식의 강자였던 지역의 기업들은 기존 방식을 고수하며 트렌드를 놓치고 있다. 한국의 건기식 ODM사들은 우월한 R&D 역량을 기반으로 고객사의 니즈에 철저히 부합한, 트렌디한 제품을, 누구보다 빠르게 만들어줄 수 있다.

(4) 주요 건기식 ODM 업체 다시보기

(가) 코스맥스엔비티: 실적 턴어라운드와 부각되고 있는 중장기 성장 여력

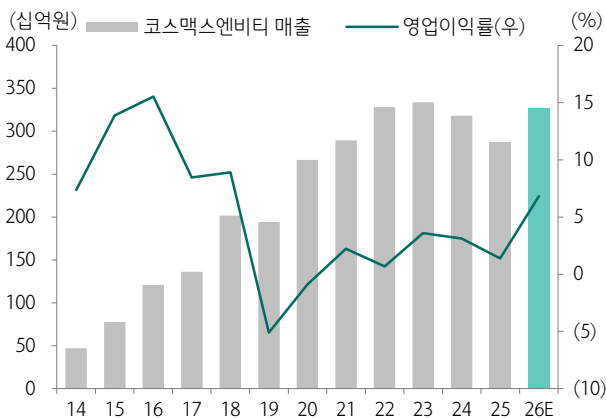
코스맥스비티아이 계열사
건기식 두개 기업
코스맥스엔비티와 코스맥스바이오

코스맥스비티아이 계열사 가운데 건기식 ODM 회사가 두개 있다. 코스맥스엔비티(이하 엔비티)와 코스맥스바이오(이하 바이오)이다. 사업 방향과 품목은 다르다. 엔비티는 액상/유산균/구미 제형을 중심으로, 한국과 호주 공장에서 생산해서 주로 중국에 수출한다. 매출의 60~70%가 수출이다. 주 거래처로는 센트룸(미국)/맘스가든(독일)/스위스(호주)가 있다. 엔비티의 매출 규모는 2025년 연결 기준 2,875억원이다. 이익 측면에서 엔비티는 2025년이 썩 좋지 않았다. 한국은 물론 미국과 호주 법인이 모두 좋았는데, 2025년 전체 연결 영업이익 40억원에 불과했다.

한편, 바이오는 연질/젤리 제형을 중심으로, 한국과 중국에서 생산하는데 국내 거래처가 대부분이다. 국내 주 거래처는 어덱트로 미국 수출이 증가하고 있고, 안국건강 등 제약사도 있다. 사업 규모는 2025년 기준 1,400억원이다. 바이오는 원래 적자 법인이었는데, 구조조정했고, 중국 건기식 시장이 성장하면서 성과를 내고 있다. 중국 법인은 2025년 연결 영업이익 55억원으로 흑자전환했다.

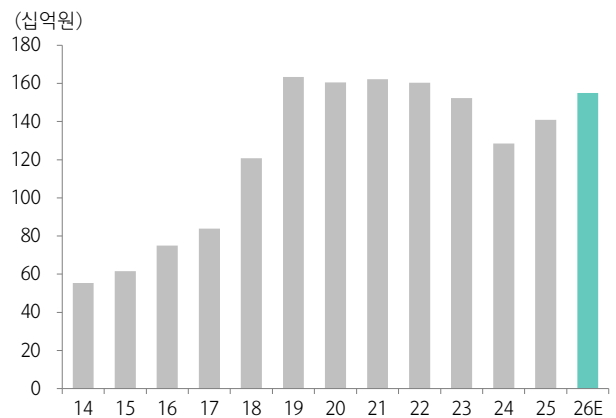
엔비티는 중국과 미국에 판매 법인을 두고 있다. 원래 미국 텍사스에 공장이 두개 있었는데, 모두 매각하고 판매 법인으로 전환했다. 2025년 11월에 한개를 매각하고, 나머지 하나는 2026년 상반기에 매각 예정이다. 미국 법인은 매년 2백억원 적자가 났었는데, 2026년 BEP를 목표하고 있다. 엔비티가 2015년 12월 상장할 때, 상장 자금으로 해외 사업을 확대 하면서 2016년에 미국 1공장, 2018년에 2공장을 설립했다. 안정된 고객사를 찾지 못한 상태에서 코로나19 때문에 인력까지 불안정해지면서 영업적자가 커졌다. 그러다가 2025년 초에 아예 판매법인으로 전환한 것이다. 생산은 한국에서 하고 미국 법인은 고객사 대응만 하고 있다.

도표 44. 코스맥스엔비티 매출과 영업이익률 추이



자료: 코스맥스엔비티, 하나증권

도표 45. 코스맥스바이오 매출 추이



자료: 코스맥스바이오, 하나증권

**중국 사업, 2025년에는 바이오가
좋았지만, 2026년에는 엔비티
쪽이 더 기대**

중국 사업의 경우 2025년에는 바이오가 좋았지만, 2026년에는 엔비티 쪽이 더 기대된다. 중국 건기식 시장은 과거 다단계 사업이 성행했는데, 전술한 바와 같이 코로나19 이후 급변, 온라인/해외직구 중심 시장으로 빠르게 성장 중이다. 엔비티에서도 오랫동안 멜라루카 등 다단계 사업자와 주로 거래했는데, 해외직구 채널로 진입하는 글로벌 브랜드 업체와 사업이 커지고 있다. 엔비티 뿐 아니라 서홍과 노바렉스 등 주요 건기식 ODM 업체들이 같은 수혜를 받고 있다. 엔비티의 경우 센트룸(미국)/맘스가든(독일)/스위스(호주) 등을 주요 고객사로 두고 있는데, 한국과 호주에서 제품을 만들어서 중국으로 들어가고 있다. 최근에는 중국 로컬 제약사가 유럽이나 해외 브랜드를 인수해서 자국 소비자에게 판매하는 형태도 늘어나고 있는데, 엔비티 고객사 가운데 백양의약이라는 중국 제약사가 그런 형태다. 바이헬스는 중국 메이저 로컬 건기식 업체인데 호주와 한국에서 만들어 중국으로 판매하고 있다.

호주 법인은 애초 현지 최대 건기식 브랜드 스위스의 오메가3를 주로 생산했다. 2025년 호주 법인 실적은 부진했다. 매출은 YoY 33%나 감소했고, 영업이익은 적자(-55억원) 전환했다. 중국 건기식 시장이 성장하고 있는 것은 맞지만, 그만큼 경쟁이 치열한 것 또한 사실이다. 오메가3는 건기식 시장에서 아주 보편적인 카테고리이기 때문에 일반적인 제형으로는 경쟁심화 불확실성에서 자유로울 수 없었다. 호주 법인 매출의 70%가 스위스였고, 그 가운데 70~80%가 오메가3였다. 경각심을 느낀 엔비티는 2025년 고객 및 제형 다변화에 힘썼다. 스위스에는 정제/분말 등 다른 제형으로 납품을 시작했고, 신규 고객사를 유치했다. 2026년 3개 신규 고객사로부터 유의미한 매출을 기대하고 있다.

엔비티 지역별 매출 비중을 보면 중국이 50% 이상을 차지하고 있고, 한국이 40%, 아시아/미국이 나머지 10%를 구성하고 있다. 국내 매출에서 고객사는 상당히 파편화돼 있다. 톱10 고객사 비중은 40% 미만이며, 리포테이/드시모네 등이 대표적이다. 2025년 올리브영/다이소 등 신유통 채널을 타겟으로 한 고객사들이 증가하기 시작했다. 특히 제약사가 많다. 종근당/에이투젠(유한양행 자회사)/올리브영이 엔비티 톱10 고객으로 빠르게 진입했다. 이들이 차지하는 매출 비중은 각각 5% 내외에 불과하지만, 잠재 성장 여력은 상당히 크다고 볼 수 있다. 신유통 기반 거래처들의 매출은 QoQ로 계속 증가하고 있다.

**올리브베리 PB 핵심 ODM
파트너**

특히, 올리브영은 웰니스 카테고리를 확대하고 있다. 건기식 전문 플랫폼 올리브베리는 다수의 PB 제품을 전면에 내세우고 있다. 올리브영의 핵심 건기식 ODM 파트너가 엔비티이다. 2025년 올리브영 PB 탄탄 브랜드로 다이어트/피부건강으로 5개 라인을 생산했고, 2026년에는 올리브베리의 PB 올더베더 총 15개 제품 가운데 14개를 엔비티가 생산할 정도다. 탄탄부터 이어온 신뢰와 영업력이 효과를 발휘한 것으로 해석된다. 아울러, 엔비티는 신규 제약사 3개 업체와 신제품 출시를 협의 중이다.

국내외 영업환경 개선에 따라 2026년 엔비티 실적의 큰 변화가 예상된다. 2026년 연결 매출과 영업이익은 전년 대비 각각 14%, 456% 성장한 3,268억원과 222억원 수준이 가능할 전망이다. 부진 사업 구조조정과 내수 및 수출 증가에 따른 영업레버리지 효과로 연결 영업이익률은 6.8%(YoY +5.4%p)까지 크게 상승할 것으로 기대한다.

(나) 노바렉스: 건기식 ODM 외길, 역사와 전통이 빛을 발휘할 때

국내외 300여개 거래처와 거래
49개의 개별인정형 원료 보유

노바렉스 경영진의 핵심 가치가 '스피드'이다. 상품 기획에서 납품까지 2개월이면 가능하다. 액상/젤리/분말 등 어떤 제형으로 해야 가장 효과적으로 인체에 전달되고, 먹기가 편한지를 연구하고 있다. R&D 연구인력은 62명으로 전체 인원(505명)의 10%를 넘는다. 49개의 국내 최다 개별인정형 원료를 보유하고 있다. 매출이 가장 큰 제품은 오메가3와 멀티팩이지만, 국내외 300여개 거래처와 거래하다 보니 웬만한 제형을 다 만들 수 있는 기술력을 갖고 있다. 업력이 31년째로 처음부터 건기식만 해왔으며, 서흥, 콜마비엔에이치보다 훨씬 역사가 길다. 노바렉스는 내수와 수출 매출이 6:4 비중을 보이고 있다.

수출은 GNC 80% 비중

먼저 수출을 보면, 핵심 고객사인 글로벌 건기식 기업 GNC를 빼놓을 수 없다. 노바렉스의 GNC 매출은 GNC의 중국 진출과 맞물려 있다. 중국 소비자들의 건기식 해외 직구가 늘고 있는 상황에서 GNC는 아시아 생산기지를 원하게 되었고, 빌드업 기간을 거쳐 3년 전부터 노바렉스에서 본격적인 ODM 생산이 이뤄지고 있다. 노바렉스는 2021년까지 수출 매출 비중이 3%에 불과했으나, 2022년 12%, 2024년 31%, 2025년에는 38%까지 급격하게 상승했다. 2025년 수출 매출 약 1,500억원 가운데 80% 이상이 GNC이다. 다만, 이제 GNC의 중국 사업은 가파른 성장은 어려울 것으로 보고 있다. 그래서, 노바렉스 역시 다른 고객사 확보와 지역 확장에 초점을 맞추고 있다. 최근 글로벌 브랜드들의 발주로 태국/베트남 등지로 신규 매출이 일어나고 있다.

국내 사업은 2021년 코로나19 시기 홈쇼핑 채널을 중심으로 상당히 좋은 실적을 거뒀다. 이후 하강세를 그리다가 2025년부터 본격적인 회복세에 있다. 올리브영/다이소/편의점과 더불어 창고형 약국까지 새로운 건기식 채널이 빠르게 부상하면서부터이다. CJ제일제당/중근당/정관장 등 국내 건기식 브랜드업체들 대부분과 거래하고 있다. 고객사 톱5 매출 비중은 25%로 상당히 분산돼 있다. 2025년 YoY 22% 성장했는데, 특정 고객사에 집중된 게 아니라 골고루 매출이 늘고 있다. 채널 변화 효과가 건기식 산업 내에 확연히 나타나고 있음을 보이고 있다.

도표 46. 노바렉스 대표 개별인정형 원료



자료: 노바렉스, 하나증권

도표 47. 노바렉스 오송 2공장 신축 계획

- 오송 2공장 신축
- 연면적 약 1,600㎡ 신축
 - 약 479억 시설투자
 - 고령제, 포장 등 신규 설비 확충
 - 준공 후 전체 Capx 8000억 ~ 1조원으로 확대 예상



자료: 노바렉스, 하나증권

GNC 이외 신규 해외 고객사 확보 관련

2026년 연결 매출과 영업이익은 각각 전년 대비 12%, 16% 성장한 4,528억원과 498억원 수준이 가능할 전망이다. 내수 매출이 YoY 15% 증가하면서 실적 개선을 견인할 전망이다. 전년도 YoY 66% 성장한 바 있는 수출 매출은 2026년에는 YoY 7% 수준으로 크게 둔화될 것으로 보인다. GNC 이외 아직 이렇다할 신규 고객사가 없다. 2025년에는 수출이, 2026년에는 내수 부문이 외형 성장을 견인할 것으로 예상된다. 연간 영업이익률은 11%로 매출 증가에 따른 고정비 부담 완화로 YoY 0.4%p 상승할 것으로 추산한다.

도표 48. 노바렉스 주요 고객사

자료: 노바렉스, 하나증권

도표 49. 노바렉스 분기 및 연간 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2025	2026F	2027F
매출	90.7	99.1	113.8	100.7	120.8	115.3	116.4	100.2	404.3	452.8	499.0
내수	59.3	53.1	68.5	71.6	77.3	71.7	73.3	68.1	252.5	290.3	325.2
수출	31.4	46.0	45.3	29.1	43.5	43.7	43.1	32.2	151.8	162.4	173.8
영업이익	8.4	11.0	12.9	10.7	14.1	12.7	12.8	10.2	43.1	49.8	56.4
세전이익	8.4	9.2	14.5	12.6	18.8	13.3	13.4	6.6	44.7	52.1	58.9
지배주주순이익	7.1	7.6	12.2	8.4	14.6	10.4	10.5	5.3	35.4	40.7	47.4
영업이익률(%)	9.3	11.1	11.3	10.6	11.7	11.0	11.0	10.1	10.6	11.0	11.3
세전이익률(%)	9.2	9.3	12.7	12.5	15.6	11.5	11.5	6.6	11.0	11.5	11.8
순이익률(%)	7.8	7.7	10.7	8.4	12.1	9.0	9.0	5.3	8.8	9.0	9.5
매출(% YoY)	60.4	21.2	47.3	22.5	33.2	16.4	2.2	-0.4	35.8	12.0	10.2
내수	49.7	-5.7	28.7	24.8	30.4	35.0	7.0	-4.9	22.3	15.0	12.0
수출	85.5	80.5	88.4	17.3	38.5	-5.0	-5.0	10.7	66.3	7.0	7.0
영업이익(% YoY)	136.5	50.1	133.0	58.8	68.0	15.1	-0.9	-5.0	85.7	15.7	13.2
세전이익(% YoY)	85.4	12.7	258.9	5.3	125.4	44.7	-7.7	-47.9	55.7	16.6	13.1
지배주주순이익(% YoY)	90.9	10.4	278.0	-7.6	105.3	35.9	-14.2	-37.5	53.9	15.1	16.3

자료: 노바렉스, 하나증권

2) 하이드로겔 마스크팩: 수요는 많은데, 만들 수 있는 곳이 별로 없다

(1) 1분기 마스크팩 수출 YoY 59%, 하이드로겔 폭발적 증가

화장품 수출에서 가장 두드러진 카테고리 마스크팩

최근 화장품 품목별 수출에 가장 두드러진 카테고리는 마스크팩이다(HS 코드 3307). 3월 38.1백만 달러(YoY 86%)로 처음 월 수출 3천만 달러를 넘어서더니, 4월 48.7백만 달러(YoY 88%)를 기록하면서 1개월 만에 앞자리를 바꾸었다. 1등 공신은 바이오던스를 비롯한 하이드로겔 마스크 카테고리가 아닐까 한다. 에이피알의 겔마스크도 아마존 뷰티 톱 100(3월 28위)에 들면서 매출 규모를 빠르게 올리고 있다. 하이드로겔 마스크의 글로벌 수요는 압도적이다. 바이오던스 히트 이후 아누아, 메디힐, 성분에디터, 토리든, 올리브영까지 앞다퉈 하이드로겔 마스크 판매에 열을 올리고 있다. 미국 아마존과 세포라는 물론 타겟, 코스트코, 월그린까지 하이드로겔 마스크 입점을 서두르고 있다.

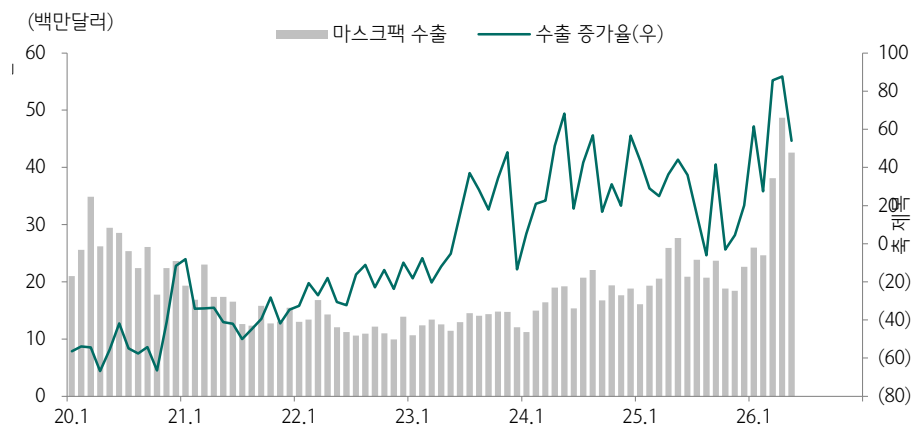
하이드로겔 마스크 ODM 수요를 공급이 못 따라가고 있는 상황

하이드로겔 마스크 ODM 수요를 공급이 못 따라가고 있는 상황이다. 하이드로겔은 아직 자동화가 어려운 카테고리로 낮은 수율과 높은 인건비, 설비투자 부담 때문에 진입 장벽이 높다. 제닉을 비롯, 엔코스, 아이큐어, 코스맥스, 진코스텍 등 5~6개 ODM 업체에 한정돼 있다. 최근에는 코스메카코리아도 하이드로겔 마스크 ODM 대열에 합류했다. 2025년 한정 생산과 수율 조정을 마치고, 청주 공장에 4개 라인으로 설치하면서 본격적인 수주를 시작했다. 아무튼 이들 업체들의 2026년 매출 증가분 아니라 수익성 개선폭이 클 것으로 예상된다. 2025년까지 제닉과 엔코스, 진코스텍을 제외하면 영업이익을 제대로 낼 수 있는 회사가 없었다. 아직 직원들의 숙련도와 수율이 떨어졌기 때문이다. 1~2년 생산 경험을 통해 각 회사들이 노하우를 축적하면서, 사는 수율이 40%에서 80% 대로 상승했고, 원가율이 130%에서 90%까지 떨어졌다.

제닉/코스맥스/코스메카코리아 등 주요 상장 업체들은 추가적인 라인 확장과 신규 거래처 확보에 박차를 가하고 있다. 제닉은 밀려드는 주문에 4월 1개 라인을 추가하면서, 2교대 생산을 준비하고 있는데, 1분기 A사의 300만개 신규 주문을 납품하면서 거래처를 다양화하고 있다. 코스맥스도 메디큐브에서 성분에디터/토리든/아비브/올리브영PB로 고객사를 넓히고 있고, 코스메카코리아도 JM솔루션에서 아로셀과 D사까지 확장을 도모하고 있다.

도표 50. 마스크팩 수출 추이

마스크팩 수출 2026년 들어 YoY 60% 이상 폭발적 증가세다



자료: KITA, 하나증권

(2) 하이드로겔의 장인들: 제닉/코스맥스/엔코스/아이큐어/진코스텍 등

**시트 마스크와 하이드로겔 마스크
난이도와 진입장벽 측면에서
상당히 차이**

시트 마스크와 하이드로겔 마스크는 난이도와 진입장벽 측면에서 상당히 차이가 크다. 시트 마스크 ODM 진입장벽은 대단히 낮다. 초창기에는 타공한 부직포를 일일이 손으로 접어서 파우치에 넣어야 했기 때문에 인건비 부담이 컸지만 지금은 완전 자동화되었다. 셀바이오희 먼텍 같은 소재 기업에서 타공은 물론, 파우치에 부직포 삽입까지 완료해주기 때문에 ODM 회사에서는 에센스 충전과 실링만하면 되는 경우도 많다. 그래서, 설비도 비싸지 않고, 공간도 크게 차지하지 않으며, 생산라인도 짧다.

파우치에 시트와 에센스를 넣고 접착하는 단순 실링 공정 위주의 시트 마스크와 달리, 하이드로겔 마스크는 정밀한 원료 배합부터 고온의 배합물을 기계에 붓는 코팅, 이를 냉각해 목형으로 타공하는 성형, 파우치에 담아 밀봉하는 실링까지 복잡한 공정을 거쳐야 한다. 따라서, 생산 라인이 시트 마스크보다 훨씬 길고, 단계별로 면밀히 불량 여부를 살펴야 하기 때문에 라인당 인력이 30명 정도는 필요하다. 직원들의 숙련도가 떨어지면 불량률이 높아지고 수율도 떨어지게 된다. 원료 배합이 끝난 상태에서 타공하기 때문에 버려지는 원재료가 시트 마스크보다 훨씬 많다(시트 마스크는 에센스가 충전되기 전에 타공되므로 부직포만 버려진다). 고객사별로 원하는 사이즈와 접는 방식이 다 다르다보니 무리한 자동화 시 제형이 무너질 수 있다. 높은 인건비 부담과 낮은 수율 때문에 마진 개선을 도모하기가 구조적으로 어려운 상황이다.

**하이드로겔 마스크는
진입장벽이 높음**

그래서, 하이드로겔 마스크는 진입장벽이 높다. 제닉을 필두로 코스맥스, 아이큐어, 엔코스(비상장), 진코스텍(코넥스) 등이 주요 업체인데, 이들 업체 가운데서도 하이드로겔 마스크에서 영업이익을 제대로 내고 있는 회사는 제닉과 진코스텍 정도이다. 이 두 회사는 하이드로겔 전문 ODM 업체이고 나머지 업체들은 종합 화장품 ODM 업체로 성격이 다소 다르다. 오죽하면 '고객사 대응 차원에서 해준다'는 말이 나올 정도일까. 바이오던스 성공 이후 하이드로겔에 대한 신규 고객사 수요가 워낙 많기 때문에 하이드로겔 마스크를 지렛대로 다른 고마진 카테고리들을 번들로 수주하는 전략이다. 아무튼, 하이드로겔 마스크는 생산 초기 손실이 크고 인력도 많이 필요하며, 설비도 상대적으로 비싸기 때문에 웬만한 ODM 업체는 엄두를 내기 어렵다. 이미 다른 카테고리에서 수익을 창출하고 있는, 상당한 규모를 이룬 ODM 업체들에 한정된다. 참고로 제닉과 아이큐어, 엔코스는 바이오던스를 주 고객사로 두고 있으며, 코스맥스는 메디큐브, 진코스텍은 아누아에 하이드로겔 마스크를 공급하고 있다.

**제닉에 대한 재평가
코스맥스 수익성 개선 기대**

여기서 생각해볼 수 있는 투자 아이디어는 두 가지이다. 첫째, 제닉에 대한 재평가이다. 제닉은 하이드로겔 마스크에서 영업이익률 27%의 어마어마한 마진을 기록하고 있다. 전년도 3~4분기 바이오던스의 재고 조정이 마무리되고 12월 중순 수주가 정상화되면서 빠르게 매출과 이익이 늘고 있다. 수주 증가로 지난해 10월에 이어 2026년 3~4월에도 추가적인 설비 증설을 앞두고 있다. 1분기 연결 매출은 293억원으로 역대 최대치를 달성했으며, 4월 매출은 이미 1분기 절반 수준에 다달은 것으로 파악되고 있다. 1분기 영업이익률은 11%에 그쳐 아쉬움이 있었으나, 워낙 초과근무가 많았고, 신제품 수율이 잡히지 않았기 때문에 나타난 일시적 현상이다. 2분기 들어 제반 비용문제는 해결되고 있다. 다른 카테고리에 비해 ODM 진입장벽이 상당히 높다는 점, 그리고, 상대적으로 높은 영업이익률은 밸류에이션 프리미엄이 될 수 있다.

둘째, 코스맥스 수익성 개선에 대한 기대이다. 하이드로겔 마스크 ODM 1위 사업자 제닉이 가장 경계하고 있는 회사가 코스맥스이다. 글로벌 ODM 1위 업체로서 역량과 노하우 때문이다. 지금은 하이드로겔에서 이익을 잘 못내고 있지만 곧 따라오지 않겠느냐는 불안감이다. 수율과 직원들의 숙련도는 시간의 문제이다. 코스맥스와 JV를 하다 분리된 아이큐어 하이드로겔 라인도 원가율이 하락하고 있는데, 코스맥스의 원가율만 정체될 것이라는 가정이 오히려 불편하다. 2025년 코스맥스 수익성 저하의 한 요인이 하이드로겔 마스크 때문이었다면, 2026년에는 우려가 아니라 기대를 하는게 더 바람직해 보인다.

도표 51. 마스크팩의 발전



자료: 진코스텍, 하나증권

3) 뷰티 디바이스: 높은 가성비로 글로벌 진출 본격화

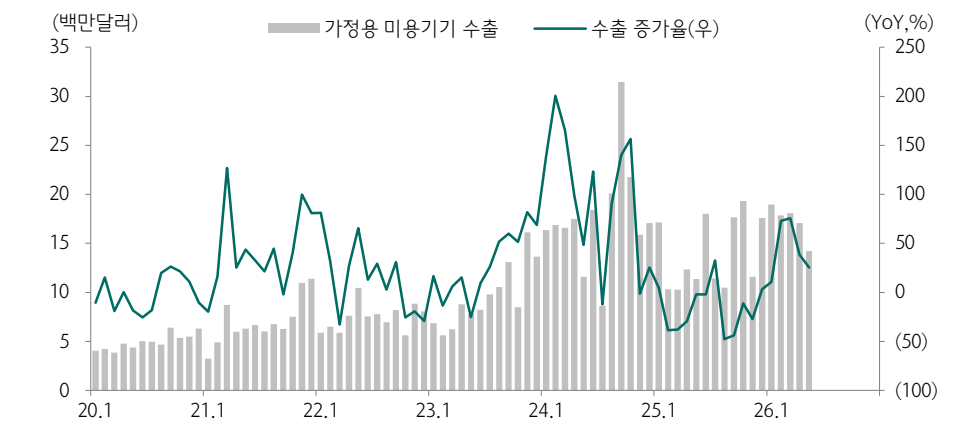
뷰티 디바이스를 화장품의 핵심
카테고리로 자리매김시킨 기업은
에이피알

뷰티 디바이스를 화장품의 핵심 카테고리로 자리매김시킨 기업은 에이피알이다. 사실 에이피알은 애초 화장품 브랜드보다 디바이스 회사로 일찍 알려졌고, 상장도 디바이스를 핵심 매출로 이뤄졌다. 에이피알은 디바이스를 기술개발부터 내재화했다. 2022년 하반기부터 에이피알 디자인센터를 설립했고, 2024년 자체 생산을 시작했다. 직접 생산한 신제품 판매가 잘 되어서 2공장을 바로 지었다. 2024년 1분기 4.9만대, 2분기 4.2만대, 3분기 6.7만대에 이어 4분기 19.2만대 판매 추이를 보일 정도로 성장이 가팔랐다. 2024년 4분기에만 미국에서 매출이 320억원 발생했다. 아마존에서는 2024년 2분기부터 디바이스 매출이 발생했는데, 4분기에 급격하게 커졌다. 이미 K뷰티 수요는 있었고, 마침 디바이스 수요가 있던 차에 들어 가서 같이 커졌다는 분석이다.

세계 홈뷰티 디바이스 시장규모는 2024년 약 7조원 수준으로 추산되고 있는데, 2030년 45조원으로 연평균 36% 고성장할 전망이다. 지역적으로 보면 미국이 1.9조원에서 2030년 9.7조원으로 가장 큰 폭 성장이 예상되는데, 그만큼 에이피알의 미국 사업 안착이 큰 의미가 있다. 한국의 2024년 가정용 미용기기 가파른 수출 증가는 대부분 에이피알이 담당했다고 해도 과언이 아니다.

도표 52. 가정용 미용기기 수출

가정용 미용기기 수출은
2026년 다시 가파른 증가세를
보이고 있음



자료: KITA, 하나증권

에너지원별로
HIFU/RF 기술 디바이스와
EP/MC 디바이스로 나뉘

홈뷰티 디바이스의 종류는 크게 에너지원별로 HIFU/RF 원천기술 디바이스와 EP/MC 디바이스로 나눌 수 있다. HIFU/RF는 데일리 스킨케어와 피부과 시술 사이에 포지셔닝 되어 있으며, 피부과의 전문 미용의료기기 울썸라(HIFU), 써마지(RF)를 벤치마크해서 직접적인 피부 개선을 추구한다. EP/MC 디바이스는 기초화장품의 흡수율을 높여주는 것이 핵심이다. 즉, HIFU/RF는 집에서 피부과 시술을 유사하게 따라할 수 있게 만든 것이며, EP/MC/EMF는 데일리 스킨케어 개념이라고 할 수 있다.

디바이스의 가격대별로는 100만원~200만원 이상의 고가 디바이스와 보급형 중저가 디바이스로 나뉜다. 가격대별/에너지원별 세그먼트가 확실히 구분되어 있다. 어떤 원천기술을 사용했는지, 효능을 어디에 중점으로 두었는지 정도의 차이는 있지만 디바이스별 기술력 차이는 크게 없다는 분석이다. 고가 디바이스는 대부분 HIFU/RF 원천기술 기반 전문 의료기기 업체의 제품이며, 중저가(30~50만) 가격대는 원래부터 유명했던 누페이스 트리니티, 미국 로컬 브랜드 몇 개와 에이피알, 동국제약 정도이다. 에이피알 하이포커스샷이 HIFU 디바이스이다.

도표 53. 뷰티 디바이스 에너지원별 특성

에너지원	방식	기능	상세
HIFU	초음파(고주파)	탄력, 리프팅	근막층 타겟, 전체적인 리프팅, 윤곽개선
EMS	중주파(전기자극)	탄력, 리프팅	근막층 타겟, 전체적인 리프팅, 윤곽개선
RF	고주파	콜라겐 생성	진피층 타겟, 콜라겐 재생, 주름개선, 피부탄력
EP	전기천공법	흡수 촉진/모공	전기 펄스를 통해 피부 표면에 미세한 홀 형성
MC	미세전류	콜라겐 생성	전기자극을 통해 콜라겐 생성

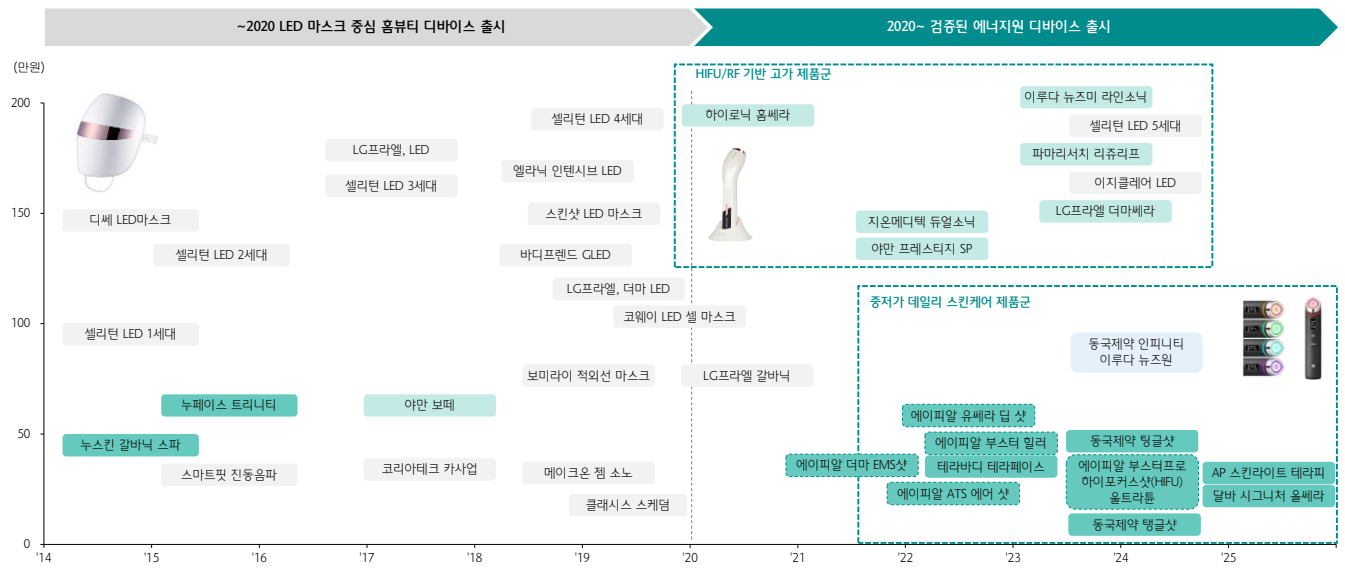
자료: 하나증권

도표 54. 에이피알 디바이스 종류와 기술 및 효과



자료: 에이피알, 하나증권

도표 55. 2014~24 대표 홈뷰티 디바이스 분류



자료: 하나증권

**아마존에 디바이스 제품군은
에이피알과 경쟁관계는
성립하지 않는 듯**

아마존에 디바이스 제품군은 있는데, 에이피알과 경쟁관계는 성립하지 않는 듯 하다. 화장품 흡수를 잘 시켜주는 '부스터 프로'가 에이피알 핵심 제품인데, 200달러가 평균 가격이다. 뉴스킨 외 기타 제품 가격은 평균 400~500달러로 상당히 높다. 이외 LED 마스크처럼 효용이 낮은 제품들이 30~40달러 가격을 형성하고 있어 에이피알의 경쟁 상대는 아니다. 가격의 틈새를 잘 파고들어 가성비 높은 제품으로 어필하고 있는 것이다.

뉴스킨은 갈바닉 기술로 흡수를 높여준다. 갈바닉 기술은 같은 극끼리 밀어내는 성질이 있는 매우 약한 전류로 화장품을 이온화시켜 피부에 침투시키는데, 상호작용하는 화장품이 제한돼 있다. 즉, 비타민C 계열 화장품 흡수율만 높여주는 다바이스라고 할 수 있다. 기계에서 음이온 성분을 내보내서 척력으로 비타민C를 밀어 넣어주는 방식이다. 에이피알 제품은 순간적인 전기 자극으로 세포간 간격을 일시적으로 열어주면서 흡수를 높인다. 아마존에 유사한 제품은 거의 없으며, 유사한 방식이더라도 성능이 다르다.

에이피알 디바이스 1세대는 '부스터 힐러'로 화장품 흡수율을 430% 개선시켜주는데, 2세대는 800% 올려준다. 동국제약에서 에이피알 1세대와 유사 제품을 출시한 바 있는데, 가격은 오히려 동국제약 제품이 더 비싼 편이다. 디바이스는 갈수록 차별화를 심화시킬 것으로 보고 있다. 자체생산 시설과 R&D센터(연구 인력 30여명)를 두고 하위 업체와 격차를 더 벌리고 있는데, 국내 시장 2023년 판매 점유율 33%, 2024년 60% 이상으로 보고 있다. 더 강력한 경쟁자가 들어올 수도 있다는 생각 때문에 글로벌로 치고 나가고 있는 것이라고 한다.

**대기업 진출 가능성도
염두에 두어야**

대기업 진출 가능성도 염두에 두어야 한다. LG전자가 디바이스 사업을 하고 있는데, 외주 생산으로 소수의 고객에게 높은 가격으로 판매하는 전략을 구사하고 있다. 듀얼소닉(지온메디텍)도 초음파 활용 모델인데, 대당 가격 100만원 이상, 백화점에서 판매하고 있다. 에이피알은 경쟁력 있는 가격으로 빠르게 보급을 확대하는 전략으로 현재 사업이 껌친다고 보기 힘들다. 하지만 특별한 기술 장벽이 존재하지 않기 때문에 국내는 물론 글로벌 대기업들의 진출 가능성을 열어놔야 한다.

한편 에이피알 디바이스 제품별로 특징이 있는데, 부스터프로는 표피층에 화장품 흡수율을 높여주고, 울트라튬은 진피에 콜라겐을 생성시키며, 하이포커스샷은 SMAS에 열을 주어 수축하면서 피부에 탄력을 개선시킨다. 디바이스 매출에서, 부스터프로 65%, 울트라튬 하이포커스샷이 각각 5%를 차지하고 있다.

**내구재적 성격 때문에
반복 구매 수요가 제한적일 가능성**

내구재적 성격 때문에 반복 구매 수요가 제한적일 수 있으며, 지속 성장 가능성에 의문을 제기하기도 한다. 에이피알 실적을 보더라도 2025년 1분기 이후 QoQ 디바이스 매출은 정체 국면에 있다. 4분기 글로벌 판매 성수기에도 불구하고 YoY 19% 성장에 그치면서 전사 매출 성장률 YoY 124% 대비 크게 부진했다. 그럼에도 불구하고, 에이피알에게 디바이스는 화장품과 기막힌 시너지를 내고 있다는 점에서 큰 의미가 있다. 일본큐텐과 미국 아마존 블랙프라이데이 행사에서 디바이스는 항상 1~2등을 다투는 제품이다.

콜라보/패키지 상품 상위 1순위

자체 생산 공장을 갖고 있기 때문에 원가율이 현저히 낮고, 패키지/프로모션 상품으로 디바이스는 훌륭한 기재가 된다. 마케팅에 '용단 폭격'을 퍼부었다는 표현이 나올 정도로 경쟁사들이 넘보기 힘든 가격 메리트를 제공하면서 화장품 매출을 같이 올리고 있다. 실제로 일본 큐텐에서도 메가와리 행사에 디바이스와 화장품의 콜라보/패키지 상품은 상위 1순위이며, 그래서 달바글로벌 뿐만 아니라 아모레퍼시픽과 LG생활건강 같은 브랜드 대기업도 2025년 홈뷰티 디바이스 출시를 마쳤다.

4) 생활용품: 레거시 브랜드 대기업들의 핵심 성장 드라이버

생활용품 수출 수요 확대 수혜 일부 업체에 한정적

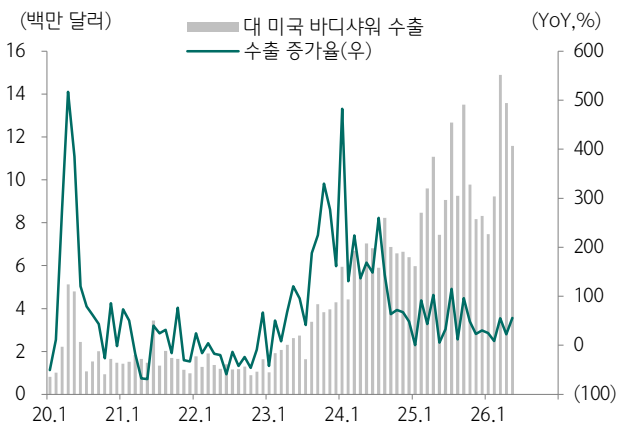
아모레퍼시픽과 LG생활건강, 애경산업은 국내 샴푸/바디워시/치약 시장을 두고 치열하게 격전을 벌여온 바 있다. 독자적인 기술과 자체 생산 시설을 갖고 있다. 화장품은 일반적으로 ODM이 활성화돼 있지만, 생활용품 시장은 그렇지 못하다. 다시말해 진입장벽이 화장품보다 상당히 높다는 말이다. 그런데, 최근 화장품에 이어 헤어케어/바디워시 카테고리 수출이 굉장히 빠르게 증가하고 있다. 아직 규모는 작지만, 수혜 업체가 일부 업체에 한정된다는 측면에서 해당 기업들에게는 고무적인 현상이다. 특히, 상대적으로 화장품 사업 실적이 부진한 LG생활건강과 애경산업에는 다행스런 일이다.

아모레퍼시픽 미장센 퍼펙트 세럼이 아마존 프라임데이 헤어 스타일링 오일 카테고리 1위를 차지했다. 애경산업은 2025년 3분기 생활용품 해외 매출이 YoY 38% 성장했는데, 2025년 연간 영업이익에서 생활용품 부문이 화장품 넘어서면서 새로운 성장 드라이버로 작용 중이다. LG생활건강의 닥터그루트는 2025년 상반기 매출 YoY 800%, 아마존 Scalp Treatments 카테고리 판매 1위에 오른 바 있는데, 2025년 북미 사업 매출이 YoY 30% 이상 성장하는 핵심 요인으로 작용했다. 닥터그루트 2025년 매출이 약 800억원 정도인데, 북미에서만 300억원 가까이 매출이 발생했다. 2026년에는 세포라 입점 효과까지 감안하면 북미에서만 600억원 이상 매출이 가능할 전망이다.

중남미에서는 샴푸 북미에서는 바디케어

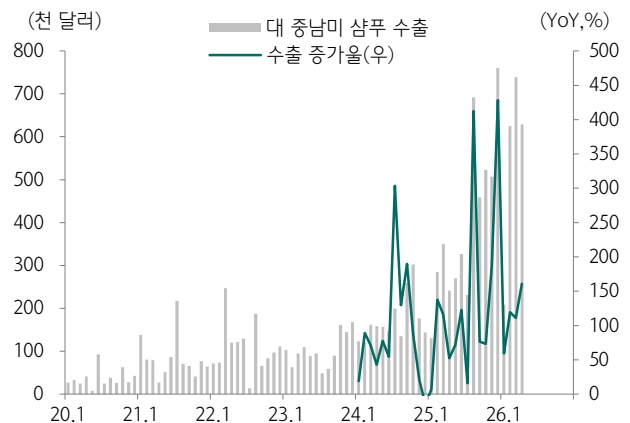
특이한 점은, 중남미에서는 샴푸 수요가 큰 반면, 북미에서는 바디케어 수출이 크게 증가하고 있다는 점이다. 생활용품 제품도 화장품과 마찬가지로 가성비와 혁신성 측면에서 글로벌 브랜드 대비 우위에 있는 것으로 파악되고 있다. 중저가에도 기본적으로 펌프 용기가 사용된다는 점, 고급스런 향과 두피 중심 더마 헤어케어 컨셉은 미국 소비자들에게 차별적인 매력으로 다가가고 있다. 실리콘투 역시 2026년 핵심 전략 카테고리인 샴푸와 바디 케어 카테고리를 꼽고 있다.

도표 56. 대 미국 바디 제품 수출 추이



자료: KITA, 하나증권

도표 57. 대 중남미 샴푸 제품 수출 추이



주: 수출 증가율은 편의상 2024년부터 표기
자료: KITA, 하나증권

생활용품은 화장품 대비
영업이익률이 낮은 게 흠

다만, 생활용품은 상대적으로 화장품 대비 영업이익률이 낮은 게 흠이다. 그리고, 해외에서 성과를 내고 있는 품목은 일부에 해당한다. 매출 규모가 너무 작다. LG생활건강의 경우 닥터그루트 매출이 2026년 YoY 100% 성장한다고 하더라도 전체 매출 규모 6조원의 큰 균형을 끌고 가기에는 무리가 있다.

도표 58. 미국에 광고 중인 아모레퍼시픽 미장센 퍼펙트 세럼



자료: 아모레퍼시픽, 하나증권

도표 59. 세포라에 입점한 LG생활건강 닥터그루트



자료: LG생활건강, 하나증권

5) 향수: K프래그런스 글로벌 모멘텀의 시작점에 서다

(1) 대 미국 수출 폭발적 증가세

2020년 이후 한국의 향수 수출
연평균 42% 성장

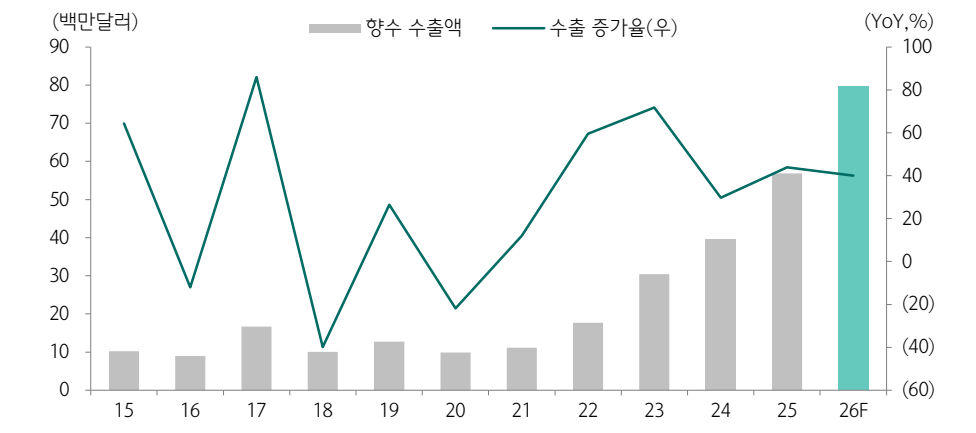
향수 수출이 가파르게 증가하고 있다. 2020년 이후 한국의 향수 수출은 연평균 42% 성장했으며, 2026년 1분기 향수 수출액은 처음으로 2천만 달러를 넘었다(YoY 55%). 4~5월 수출은 YoY 100%를 넘어서면서 시간이 지날 수록 성장률이 상승하는 모습이다. 인상적인 부분은 수출 지역이다. 경제권역별로 보면 아시아 지역 수출이 절반을 차지하고 있지만, 최근 북미/중남미 수출이 폭발적으로 증가하면서, 단일 국가로는 미국이 1위, 수출 비중은 거의 30%까지 올라왔다. 미국에서 성공이 곧 글로벌 성공이고, 글로벌 모멘텀의 시작이라는 공식을 향수에도 적용한다면, K프래그런스의 글로벌 확장에 거는 기대가 클 수밖에 없다.

중동 시장 열리고 있음

최근에는 향수의 본고장 유럽에도 깔리고 있고, 결정적으로 중동이 열리고 있다. 중동 수출은 2024년 YoY 234%에 이어 2025년에도 YoY 166% 가파른 증가세를 보이고 있다. 아직 규모는 연간 420만 달러에 불과하지만(2025년 전체 향수 수출의 7%) 예사롭지 않은 변화다. 중동은 인구 대비 향수 소비액이 세계 최고 수준의, 전세계에서 향수를 가장 많이 쓰는 지역이다. 여기에는 여러 역사적/문화적 배경이 있는데, 중동은 고대부터 향료 무역의 중심지였고, 이슬람 문화에서는 청결과 좋은 향을 중요하게 여기며, 30~40도 고온 기후에서 땀 냄새를 줄이기 위한 목적으로도 많이 사용된다. 직관적으로 옷 입는 스타일이 비슷해 패션으로 개인을 차별화하기 힘들기 때문에 향수 수요가 높다는 말도 있다.

도표 60. 한국 향수 수출 추이

2026년 향수 수출은
YoY 40% 이상 증가 중

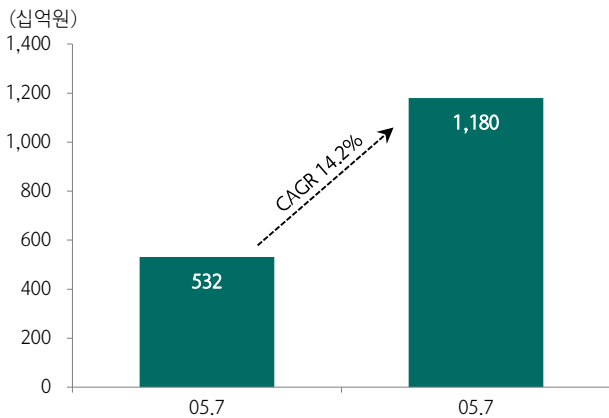


자료: KITA, 하나증권

국내 향수 수요 또한 탄탄

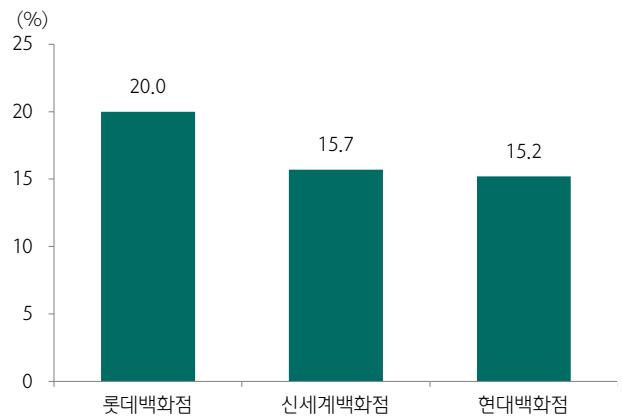
국내 향수 수요 또한 탄탄하다. 2019년 5천억원대였던 국내 향수 시장 규모는 2025년 1.18조원 수준으로 2배 이상 커졌으며, 프리미엄 니치 향수는 두 자릿수 성장을 지속하고 있다. 신세계인터내셔널에서 수입/판매하는 향수 브랜드 디프티크(Diptyque) 매출은 2025년 1,250억원(YoY 16%)을 기록했고, 소비 침체에도 국내 주요 백화점 3사 모두 향수 매출은 두자릿수 증가세를 보였다. 무신사/29CM 등 플랫폼에서는 향수 카테고리 검색량과 판매량의 가파른 성장세가 이어지고 있다. 국내 시장 성장의 상당 부분을 프리미엄 수입 브랜드가 차지하고 있는 것은 사실이나, 최근 '젠더리스', '레이어링' 문화 확산과 함께 니치 향수 수요가 증가하면서 향수에 대한 우호적인 소비 심리와 함께 관심도 상승하고 있다. K프래그런스의 성장에도 긍정적인 요소이다.

도표 61. 국내 향수 시장 규모



자료: 언론, 하나증권

도표 62. 2025년 국내 백화점 3사 향수 매출 성장률



자료: 언론, 하나증권

(2) 향수 소비 변화와 K프래그런스의 강점

향수는 화장품 카테고리의 가장 정점

향수는 화장품 카테고리의 가장 정점에 있다. 한번 자리 잡으면 오래 가고, 마진도 좋고, 매출도 크다. 최근에 달라진 것은 30~40대가 사던 향수를 10~20대가 사지 않는다는 사실이다. 문화적인 흐름이 많이 달라졌다. 헤리티지 컬처 같은 것보다 트렌디한 것에 관심을 많이 가지게 된 것이다. K컬처 확산과 함께 한국 것을 찾기 시작했고, 그런 흐름을 타고 올라온 대표적인 K프래그런스가 본투스탠드아웃이다. 한국 향수 업체들의 매출 규모는 아직 100~200억원 정도가 대부분이지만, 최근 한국의 몇개 브랜드들이 미국의 럭키센트(Luckyscent)에 입점하며 글로벌 공략에 속도를 내고 있다. 럭키센트는 미국 니치 향수 시장에서 인디/아티장(Artisan) 브랜드 중심 플랫폼으로 알려져 있다.

전통적으로 향수는 '후각적인 코트'라고 불리울 정도로 강렬한 존재감을 드러내는 방식으로 사용되었다. 그러나 사람들이 향수를 사용하는 방식은 점점 변화하고 있으며, 이러한 변화를 주도하는 국가 중 하나가 바로 한국이라는 평가다. K뷰티는 이미 다양한 카테고리에 걸쳐 글로벌 뷰티 시장의 판도를 재정의해왔는데, 이제 향수까지 카테고리를 확장하고 있는 것이다.

최근 '레이어링' 개념 확산

K프래그런스의 인기는 향수 시장의 소비 방식 변화와 한국 향수 특유의 향에 대한 접근 방식이 맞물린 결과이다. 프레스티지 브랜드들이 독점해온 전통적인 향수 시장에서 대부분의 향수는 강렬한 발향력과 존재감에 초점을 맞춰왔으며, 소비자들은 대표적인 향수 한가지만을 사용하는 것에 익숙했다. 그러나 최근 '레이어링' 개념의 확산에 따라, 향에 대한 소비자들의 선호 변화가 감지되고 있다.

'스킨 센트(skin scent)'라고 불리는 은은하고 투명한 향으로

소비자들의 선호가 향수가 가진 강력한 발향에서 '스킨 센트(skin scent)'라고 불리는 은은하고 투명한 향으로 넘어가면서, 향수 구매 패턴 또한 바뀌기 시작했다. 한 가지 대표 향수를 대용량으로 구매하는 기존 방식에서 탈피해 다양한 향을 조합해 더욱 개인적이고 유연한 향을 직접 설계할 수 있는 '프래그런스 워드로브(fragrance wardrobe)' 개념이 정착하고 있다. 소비자들은 이제 단순한 장식적인 요소로서의 향이 아닌, 본인의 개성과 스타일, 피부 위에서의 착향, 심지어는 그날의 기분까지 고려해 마치 스킨케어 루틴처럼 다양한 향을 사용하는 것이다. 이러한 변화의 핵심에는 일상적인 레이어링에 용이한 보다 가벼운 제형과 섬세한 향의 구현이 필수적이다.

한국의 향수들은 은은하고 자연적인 향 지향 레이어링에 적합

이러한 시장 트렌드 변화로 보다 가벼운 포맷으로 미니멀한 향을 구현할 수 있는 K프래그런스에 대한 관심이 높아지고 있는 것이다. 한국의 향수들은 은은하고 자연적인 향을 지향함과 동시에 일상적인 레이어링에 적합한 가벼운 제형을 강점으로 글로벌 시장에서 입지를 넓혀가고 있다. 나아가 향수뿐 아니라 바디 미스트와 헤어 퍼퓸과 같이 더욱 가벼운 포맷 또한 적극 활용하면서 일상적인 향 루틴에 침투하고 있다. K뷰티 리테일러 Skin Cupid의 창립자 Melody Yuan은 “미니멀한 한국식 향에서 머스크와 우디 계열이 매우 잘 구현되며 무겁거나 지나치게 달콤하지 않고 균형을 이루고 있다”고 호평했다.

K프래그런스는 단순히 트렌디한 향 조합에 그치지 않고, 한국만의 문화적인 요소 또한 잘 담아내고 있다. 2025년 홍콩 코스모프로프에서 한국콜마가 선보인 8가지 자체 개발 향은 해외 기업들로부터 큰 관심을 받았으며, 관련 제품들이 곧 해외 현지에서 출시될 예정이다. 이처럼 한국의 도시 이름을 딴 향을 선보이거나 조선 시대의 오브제에서 영감을 받아 제작된 패키징 등 한국의 문화적인 요소를 기반으로 설계된 제품들은 전통적인 향수 하우스들과는 색다른 매력을 보여준다. 그 가능성을 엿본 국내 벤처 투자자들의 향수 기업 투자가 활발해지고 있다.

도표 63. Fragrance Wardrobe, Skin Scent 구글 트렌드



자료: 구글, 하나증권

도표 64. 한국콜마 센서리 라운지



자료: 한국콜마, 하나증권

2025년 국내
1조원 시장 규모

참고로 니치 향수란 ‘틈새’를 의미하는 이탈리아어 ‘니치(nicchia)’에서 파생된 말로, 소수의 취향을 만족시키기 위한 프리미엄 향수를 뜻한다. 글로벌 뷰티 시장에서 니치 향수의 점유율은 2%라고 하는데, 일반 향수가 10%를 차지하는 것을 감안하면 빠르게 성장하는 시장이라 할 수 있다(ANSA). 니치 향수는 철학을 가진 퍼퓸 하우스를 기반으로 전문 조향사가 특색 있는 향으로 소량 생산하기 때문에 일반 향수에 비해 5~10배 높은 가격에 거래되는데, 이러한 희소성이 소비자들의 마음을 사로잡으며 국내에서도 시장이 커지고 있다. 국내 향수 시장 규모는 2022년 기준 7500억원 규모이며(유로모니터 추정), 2025년 1조원 규모로 추정하고 있다.

(3) 브랜드 구축이 관건

향수는 사치재 성격
정교한 브랜드 빌딩 필요

건조한 국내외 향수 수요와 우호적인 시장 환경 변화를 고려할 때, 향수는 분명히 K뷰티의 새로운 성장 동력 중 하나로 작용할 수 있다. 그러나, 국내 향수 브랜드들의 향후 성장성에 대해 마냥 낙관하기는 어렵다. 스킨케어와 향수는 본질적인 차이가 있다. 필수 소비재에 가까운 스킨케어와 달리 향수는 사치재 성격이 훨씬 강한 카테고리이다. 따라서 스킨케어처럼 가성비로 소구하는 것이 아닌 훨씬 정교한 브랜드 빌딩이 필요하다.

특히 향수 산업은 스킨케어와 달리 제조 역량보다는 향료 개발과 브랜드가 가진 IP에 의해 경쟁력이 좌우되는 구조이다. 소수의 글로벌 향료 기업들이 과점하고 있는 핵심 원료와 조향사 중심의 레시피는 제품 개발의 높은 진입장벽으로 작용한다. 따라서 기존 K-뷰티의 주요 강점인 압도적인 ODM 제조 역량에 기반한 빠른 제품 출시 전략이 작동하기 어렵다.

또한 향수 시장은 답티크, 바이레도, 조말론과 같은 글로벌 니치 브랜드들이 오랜 기간 축적해온 브랜드 자산과 철학을 기반으로 형성되어 있는데, 후발주자 입장에서 이를 단기간에 구축하기는 어렵다. 향수 수출이 증가하고 미국에서 매스 브랜드들의 침투율이 높아져도 여전히 글로벌 럭셔리 브랜드들이 건재하며, 브랜드 쏠림 현상 또한 나타나고 있다.

‘본투스탠드아웃’ 사례는
K프래그런스 기대감

그럼에도 국내 향수 브랜드인 ‘본투스탠드아웃’과 같은 사례는 K프래그런스 브랜드 성공에 대한 기대감을 불러일으킨다. 본투스탠드아웃은 쌀과 같은 독특한 원료와 조선 백자 컨셉의 패키징을 현대적으로 풀어내 런칭 2년만에 전세계 60개국 진출, 매출 100배 성장이라는 괄목할만한 성과를 이루었다. 2026년 매출은 1,200억원 이상을 목표하고 있다. 제품 가격이 답티크/바이레도 등 럭셔리 니치 향수 브랜드와 유사한 수준임에도 빠르게 성장하고 있는 점이 대단히 고무적이다.

독창적인 브랜딩 전제

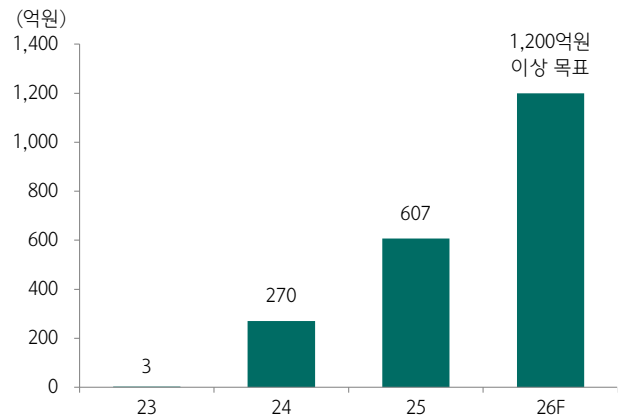
출시 초기부터 정교한 브랜드 빌딩에 기반해 럭셔리 백화점을 중심으로 전개해 왔으며, 2025년 로레알로부터 투자를 받았고, 2026년에는 세포라와 글로벌 파트너십을 맺었다. 주요 백화점과 유통 채널의 입점 제안이 지속되고 있으며, 향후 파리·밀라노·뉴욕 등지에 플래그십 스토어 또한 개점 예정이다. 본투스탠드아웃의 사례와 같이 한국적인 요소에 기반한 독창적인 브랜딩이 전제된다면, 향후 K프래그런스의 성공적인 글로벌 확장을 기대해 볼 수 있겠다.

도표 65. 본투스탠드아웃 대표 제품



자료: 하우스바이림, 하나증권

도표 66. 본투스탠드아웃 매출 추이



자료: 언론, 하나증권

6) 색조 카테고리, 글로벌 확장의 어려움

1분기 색조 업체들 부진

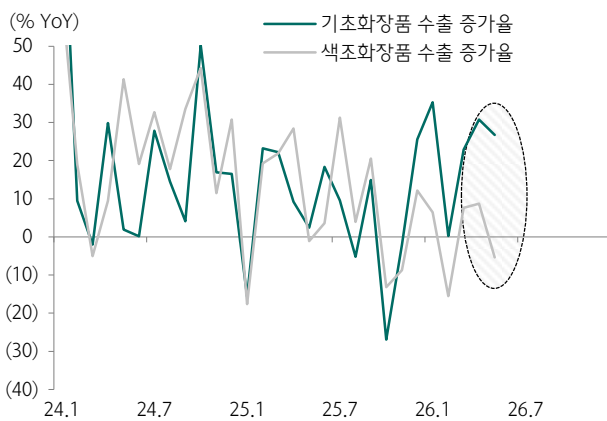
2026년 1분기 색조 화장품 업체들의 실적은 대체로 부진했다. 아이패밀리에스씨(매출 YoY 0.8%), 클리오(YoY -5%), 애경산업(YoY 5%) 같은 브랜드 업체는 물론 씨앤씨인터내셔널(국내 YoY 7%) 같은 색조 전문 ODM 업체들의 실적도 마찬가지로다. 코스맥스의 국내 사업 매출 성장률이 한국콜마 대비 낮은 이유도 코스맥스가 색조 카테고리 비중이 높기 때문이다. 특히, 대형 거래처 롬앤의 매출 저하는 매출뿐 아니라 수익성 측면에서도 아쉬움이다.

1분기 색조 수출 증가율 YoY0%

이는 수출 증가율에도 그대로 나타난다. 1분기 화장품 수출 증가율을 보면 기초(YoY 19%) 대비 색조(YoY 0%)카테고리 성장률이 크게 떨어진다. 특히, 미국(기초 YoY 34%)과 유럽(기초 YoY 68%) 등 서구권 수출에서 기초 증가율은 더욱 두드러진다. 기본적으로 색조의 서구권 진출은 어려움이 많다. 무엇보다 다양한 인종과 피부색 때문에 20가지 이상 쉐이드가 필요하다. 세포라 매대를 보면 색조 제품 칼라 베리에이션이 최소 20개이다. 주지하다시피 한국은 주로 19호, 21호 23호 세가지다 대부분이다. 까다로운 조색 공정과 재고 부담을 감안하면 20개 쉐이드는 대단한 모험이다. 일본에서 한국 색조 화장품이 선전했던 이유는 일본인들의 피부색이 한국인과 상당히 유사하기 때문이다.

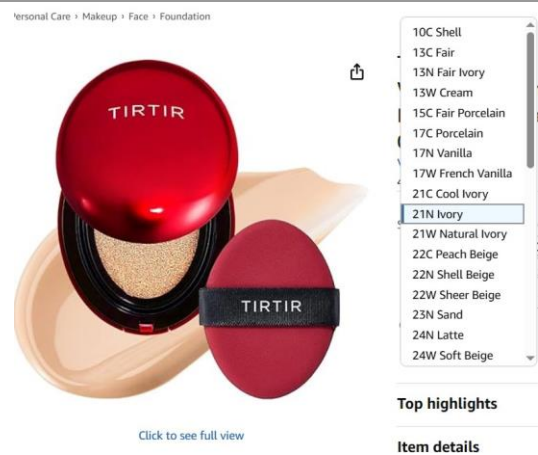
물론, 서구권 진출을 위해 이걸 대응하는 색조 브랜드들이 있다. 밀크티치(듀 스테인 쉬어 립글로스), 티르티르(마스크 핏 레드쿠션) 같은 브랜드들이 도전장을 던지고 공격적인 마케팅을 전개하고 있다. 다만, 클리오/아이패밀리에스씨 등 색조 브랜드/ODM 업체들 분위기는 좋지 않다. 일본은 포화상태이고, 인종과 피부색 차이로 서구권에서 K뷰티 색조 전망은 아직 불투명하다.

도표 67. 기초와 색조 화장품 수출 증가율 비교



자료: KITA, 하나증권

도표 68. 아마존 티르티르 마스크 핏 레드쿠션: 33개 쉐이드



자료: 아마존, 하나증권

4. 개별 업체별 1분기 리뷰 및 2분기 전망

1) LG생활건강: 바닥은 지난 듯

1분기 영업이익 386억원으로
4개 분기만에 흑자 전환

1분기 연결 매출은 1조 5,766억원(YoY -7.1%)으로 예상보다 미진했지만, 영업이익은 1,078억원(YoY -24.3%, OPM 6.8%)으로 기대치(OP 512억원)를 크게 넘었다. 물론 매출과 영업이익이 모두 감소하는 부진한 실적이었지만, 예상보다 이익 감소 폭이 제한적인 수준에 그치면서 바닥을 지났다는 느낌을 크게 주었다. 특히, 화장품 부문 영업이익이 예상보다 상당히 좋았는데, 영업이익 386억원으로 4개 분기만에 흑자 전환했다. 생활용품 부문에서 브랜드 이관 금액을 감안하더라도 흑자전환은 확실하다. 일단, 구조조정의 한파는 정점을 지난 것으로 보인다. 면세 사업 효율화, 오프라인 매장 축소, 인력 효율화에 따른 고정비 절감 효과가 주효했고, 중국 사업구조 안정화도 큰 영향을 미쳤다. 특히, 화장품 부문 마케팅비 비율 14%(YoY 3%p)까지 상승했는데도 불구하고 흑자전환이라 더 의미가 있다.

이제 매출과 영업이익이 YoY (+)로 전환할 수 있는가가 관건이다. 첫째, 영업이익 측면에서 2분기 화장품 부문 흑자 기초를 이어갈 수 있을 지 지켜봐야 한다. 중국 법인이 6.18행사 준비로 마케팅비를 크게 집행할 것으로 보이는 점은 수익성 측면에서는 부담이다. 아울러, 2분기 QoQ 매출 증가세를 계속 이어갈 수 있을지도 관건이다. 높은 중국 매출 비중 때문에 6.18행사가 있는 2분기 매출이 일반적으로 1분기보다 컸다는 전례를 감안하면 QoQ 증가 가능성이 낮지 않아 보인다.

매출 측면에서 중국 관련 사업의
YoY (+) 전환이 핵심

둘째, 매출 측면에서는 중국 관련 사업의 YoY (+) 전환이 핵심이다. 화장품 사업에서 면세점 포함 중국 관련 매출 비중이 30%가 넘는다. 이제 화장품 북미 매출이 분기 약 1,700억원으로 중국(1,790억원)과 비슷해졌고, 북미 매출은 YoY 30% 이상 성장하고 있다. 면세점과 중국 법인 매출이 YoY (+) 돌아선다면 추세적인 실적 개선을 기대할 수 있겠다.

한편, 2025년말 사업부 조직개편 단행을 통해 기존 생활용품 포함되었던 닥터그루트/피지오겔/에이본 등 브랜드 사업이 화장품부문으로 이관되면서 1분기 2025년 생활용품 매출 약 1,700억원, 영업이익 110억원이 화장품 부문으로 옮겨 계상되었다. 생활용품 부문의 실적 개선은 닥터그루트를 비롯 해외에서 주로 발생했는데, 해당 사업이 화장품 부문으로 이전하면서 생활용품 부문은 당분간 감익이 예상된다. 국내 대형마트 채널 축소 등의 영향을 더 크게 받기 때문이다. 회사 측에서 아직 2025년 2~4분기 사업 부문 조정 실적을 제공하지 않았기 때문에 아래 실적 전망표의 2025년 2분기~4분기 실적은 사업조정 전 기준이다. 2026년 2분기 이후 실적 추정도 마찬가지다. 2분기 이후 분기 실적 발표 때마다 실적이 달라질 수 있다. 즉, 화장품 사업부문 실적은 추정치보다 더 커지고, 생활용품 부문은 더 작아질 수 있다.

도표 69. LG생활건강 분기 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26P	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2025	2026F	2027F
매출	1,697.9	1,604.9	1,580.0	1,472.8	1,576.6	1,618.1	1,605.3	1,527.1	6,355.5	6,327.1	6,580.2
화장품	879.4	604.6	471.0	566.3	771.1	606.1	483.6	598.2	2,521.3	2,459.0	2,631.2
생활용품	401.6	542.0	596.4	523.0	397.9	558.3	614.3	544.1	2,063.0	2,114.6	2,178.0
음료	416.9	458.3	512.5	383.5	407.6	453.7	507.4	384.8	1,771.2	1,753.5	1,771.0
영업이익	142.4	54.8	46.2	-72.7	107.8	92.0	112.2	59.7	170.7	371.7	426.3
화장품	67.9	-16.3	-58.8	-81.4	38.6	18.2	9.7	19.6	-88.6	86.1	131.6
생활용품	27.5	28.6	42.4	18.7	25.4	30.7	44.2	11.7	117.2	112.1	117.6
음료	47.0	42.5	62.6	-9.9	43.8	43.1	58.3	28.3	142.2	173.6	177.1
세전이익	142.1	47.3	32.5	-285.2	115.7	60.9	81.2	11.6	-63.3	269.4	398.5
지배주주순이익	98.2	35.1	18.2	-251.7	84.1	37.6	50.1	-5.5	-100.1	166.3	259.3
영업이익률(%)	8.4	3.4	2.9	-4.9	6.8	5.7	7.0	3.9	2.7	5.9	6.5
화장품	7.7	-2.7	-12.5	-14.4	5.0	3.0	2.0	3.3	-3.5	3.5	5.0
생활용품	6.8	5.3	7.1	3.6	6.4	5.5	7.2	2.2	5.7	5.3	5.4
음료	11.3	9.3	12.2	-2.6	10.7	9.5	11.5	7.4	8.0	9.9	10.0
세전이익률(%)	8.4	2.9	2.1	-19.4	7.3	3.8	5.1	0.8	-1.0	4.3	6.1
순이익률(%)	5.8	2.2	1.2	-17.1	5.3	2.3	3.1	-0.4	-1.6	2.6	3.9
매출(% YoY)	-1.8	-8.8	-7.8	-8.5	-7.1	0.8	1.6	3.7	-6.7	-0.4	4.0
화장품	-3.4	-19.4	-26.5	-18.0	-12.3	0.2	2.7	5.6	-16.5	-2.5	7.0
생활용품	2.2	2.0	4.1	2.9	-0.9	3.0	3.0	4.0	2.8	2.5	3.0
음료	-4.1	-4.2	2.4	-6.7	-2.2	-1.0	-1.0	0.3	-2.9	-1.0	1.0
영업이익(% YoY)	-5.7	-65.4	-56.5	적전	-24.3	67.8	143.0	흑전	-62.8	117.8	14.7
화장품	-11.2	적전	적전	적전	-43.2	흑전	흑전	흑전	적전	흑전	52.9
생활용품	13.7	-7.1	6.8	-5.6	-7.6	7.4	4.3	-37.2	3.1	-4.4	4.9
음료	-10.8	-18.0	17.0	적전	-6.8	1.4	-6.8	흑전	-15.4	22.1	2.0
세전이익(% YoY)	-3.8	-68.4	-68.6	적지	-18.6	28.8	149.5	흑전	적전	흑전	47.9
지배주주순이익(% YoY)	-7.8	-65.0	-73.1	적지	-14.4	7.0	175.0	적지	적전	흑전	55.9

자료: LG생활건강, 하나증권

2) 달바글로벌: 코어근육 단련 효과

1분기 일본과
중화권이 굉장히 좋았음

1분기 연결기준 매출 1,712억원(YoY 50.5%), 영업이익 451억원(YoY 50.0%, OPM 26.3%)으로 시장 기대치(OP 384억원)을 넘어서는 호실적을 기록했다. 특히 눈에 뜨는 부분은 세가지다. 첫째, 일본(YoY 67%)과 중화권(YoY 124%) 매출이 굉장히 좋았다. 다른 브랜드 업체에서는 보기 드문 실적이다. 일본은 시장 포화와 경쟁 심화 때문에 매출 부진을 겪는 업체들이 많다. 중화권은 여전히 한국 화장품 수출이 감소하고 있는 지역이다. 달바글로벌은 잇따른 중국 실적 호조에 현지 현지 법인을 설립할 계획이다.

둘째, 카테고리 믹스 개선이다. 미스트 비중이 전년도 4분기 46.0%에서 이번 1분기 43.3%로 하락했다. 선크어(22%→24%), 뷰티기기/색조/바디 등 신규 카테고리 비중이 크게 늘었다(12%→15%). 일본/미국 /유럽 등지에서는 미스트 이외 토폰션크림/비타크림/멀티밤 등이 순위권으로 빠르게 올라오고 있다. 셋째, B2B 비중 35%(YoY +1%p) 상승으로 수익성 개선을 기대할 수 있게 되었다. 해외 오프라인 매장 수는 북미 1,800여개, 일본 4,560개를 비롯 8천개로 늘었다.

정교한 브랜드/퍼포먼스
마케팅 조화

이번 달바글로벌의 호실적은 정교한 브랜드/퍼포먼스 마케팅 조화, 디테일이 돋보이는 지역/카테고리/채널 전략의 결과다. 특히, 높은 미스트 비중과 상대적으로 느린 카테고리 확장 속도에 대한 우려를 말끔히 씻어냈다. 상대적으로 속도감 떨어지는 지역 및 카테고리 확장, 마진에 대한 불신 때문에 에이피알 대비 밸류에이션 할인을 받아왔으나, 이제 에이피알과의 밸류에이션 간극을 축소하는 Re-rating 구간에 진입할 것으로 기대한다. 2분기 매출은 YoY 42% 성장, 영업이익은 421억원(YoY 44%) 수준으로 추정한다. 계절적 영향 마케팅비 비중 상승으로 QoQ 마진 하락이 예상되지만, B2B 비중 상승과 영업레버리지 효과로 YoY 수익성 개선은 충분히 가능할 것으로 기대한다.

도표 70. 달바글로벌 분기 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2025	2026F	2027F
매출	113.8	128.4	114.2	163.4	171.2	182.8	168.7	214.1	519.7	736.8	897.9
국내	50.2	47.1	40.7	55.7	53.6	52.8	46.4	66.1	193.7	218.9	243.0
일본	22.1	25.8	18.4	31.4	36.8	36.2	31.3	42.3	97.7	146.6	183.2
러시아	10.6	18.7	11.6	12.8	10.7	19.6	17.4	14.0	53.6	61.7	69.1
북미	8.3	12.7	17.6	26.1	24.3	26.6	26.4	32.7	64.7	110.1	143.1
유럽	4.4	6.0	5.2	9.9	13.8	15.1	13.8	18.6	25.6	61.3	79.8
아세안	12.7	11.2	14.4	17.4	18.2	17.9	21.6	25.9	55.7	83.6	108.6
중화권	4.3	5.8	3.4	6.5	9.7	10.4	6.8	9.0	19.9	35.9	46.6
기타	1.1	1.1	2.8	3.6	4.1	4.3	4.9	5.6	8.6	18.8	24.5
영업이익	30.1	29.2	16.7	25.5	45.1	42.1	32.0	39.2	101.5	158.4	197.5
세전이익	32.5	25.8	18.7	25.9	48.9	43.2	33.2	37.8	102.9	163.2	204.3
지배주주순이익	24.8	19.8	14.0	20.5	36.3	32.9	25.3	29.6	79.1	124.0	155.3
영업이익률(%)	26.4	22.8	14.6	15.6	26.3	23.0	19.0	18.3	19.5	21.5	22.0
세전이익률(%)	28.5	20.1	16.4	15.9	28.5	23.7	19.7	17.7	19.8	22.1	22.8
순이익률(%)	21.8	15.4	12.3	12.5	21.2	18.0	15.0	13.8	15.2	16.8	17.3
매출(% YoY)	71.9	73.8	55.0	71.5	50.5	42.4	47.7	31.0	68.2	41.8	21.9
국내	11.1	14.3	16.6	17.3	6.8	12.0	14.0	18.7	15.2	13.0	11.0
일본	267.4	365.8	145.3	151.1	66.9	40.0	70.0	34.6	209.7	50.0	25.0
러시아	263.0	40.5	-20.0	29.9	1.0	5.0	50.0	9.6	32.8	15.0	12.0
북미	59.6	140.4	175.0	207.8	192.8	110.0	50.0	25.1	155.0	70.0	30.0
유럽	801.8	513.2	210.0	227.1	213.6	150.0	165.0	88.0	307.2	140.0	30.0
아세안	125.6	120.4	148.3	80.0	43.3	60.0	50.0	48.5	113.2	50.0	30.0
중화권	993.2	192.1	61.9	53.0	125.6	80.0	100.0	39.2	128.9	80.0	30.0
기타	345.3	106.2	280.0	4,029.5	272.7	300.0	75.0	54.2	269.9	120.0	30.0
영업이익(% YoY)	104.3	66.0	18.6	86.7	50.0	43.9	92.5	53.6	68.9	56.1	24.7
세전이익(% YoY)	흑전	51.8	53.3	55.9	50.6	67.4	77.7	45.9	254.1	58.5	25.2
지배주주순이익(% YoY)	흑전	44.1	45.7	57.6	46.8	66.0	80.3	44.2	408.7	56.9	25.2

자료: 달바글로벌, 하나증권

3) 동국제약: 화장품 수출은 이미 작년을 넘은 듯

화장품 매출 YoY 26% 성장

1분기 연결 매출 2,510억원(YoY 12.2%), 영업이익 273억원(YoY 8.0%, OPM 10.9%)으로 시장 기대치(OP 287억원)에 소폭 못미쳤지만 양호한 실적을 기록했다. 본사 매출이 YoY 16% 성장했는데, 헬스케어(화장품) 사업 부문이 YoY 26% 증가하면서 실적 개선을 견인했다. 헬스케어 수출 매출은 YoY 300% 이상 증가했고, 해외 매출 비중은 20%(YoY +10%p 이상)를 넘어섰다. 수출 국가별 비중은 미국 43%, 일본 20%, 이외 실리콘투/예스스타일 15%를 차지하고 있다.

수익성을 살펴보면, 매출총이익률이 56.1%(YoY +2.5%p)까지 상승했는데, 고마진 화장품 사업부문 매출 비중이 상승했기 때문으로 분석한다. 화장품 마케팅비 및 판매수수료 증가로 판관비율은 44.9% (+2.8%p)까지 상승하면서 전체 수익성 저하의 주 요인으로 작용했다.

4월 누적 해외 화장품 매출 전년도 연 매출 300억원 이상

2분기 연결 매출은 YoY 15% 증가, 영업이익 271억원(YoY 22%)으로 늘어날 전망이다. 헬스케어 수출이 YoY 300% 이상 지속하고 있다. 얼타뷰티 입점 효과를 비롯 이미 4월 기준 누적 해외 화장품 매출은 전년도 300억원 수준을 이미 넘은 것으로 보인다. 헬스케어 부문 실적 추정치를 상향 조정할 수밖에 없다. 마데카크림 아마존 톱 100 진입 이후 화장품 사업의 가파른 성장세를 주목해야 한다.

도표 71. 동국제약 분기 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2025	2026F	2027F
매출	223.7	233.5	226.8	242.9	251.0	269.5	266.7	284.6	926.9	1,071.8	1,210.4
동국제약	181.2	189.7	186.4	203.3	210.4	226.8	224.6	240.8	760.6	902.7	1,038.1
OTC	42.0	44.8	42.5	41.4	44.5	47.0	44.0	43.7	170.7	179.2	188.2
ETC	49.7	55.7	59.5	63.2	53.7	60.1	64.3	68.2	228.1	246.3	266.0
헬스케어	79.0	79.4	74.2	83.9	99.8	107.1	103.8	116.3	316.4	427.1	533.9
동국생명과학	34.2	34.2	28.7	30.6	31.6	32.5	29.5	33.9	127.5	127.5	128.8
위드닉스	1.2	1.8	2.2	1.5	0.7	1.3	1.5	1.1	6.7	4.7	4.7
리봄화장품	7.2	7.7	9.6	7.6	8.2	8.9	11.0	8.7	32.1	36.9	38.7
영업이익	25.3	22.1	24.8	24.3	27.3	27.1	28.1	32.1	96.6	114.7	139.3
동국제약	20.8	18.0	18.7	20.5	23.3	22.7	23.6	27.0	78.0	96.6	119.4
동국생명과학	3.1	3.2	4.3	2.5	3.4	3.1	3.1	3.7	13.0	13.4	13.5
위드닉스	-0.2	0.0	0.1	-0.1	-0.4	-0.4	-0.5	-0.2	-0.1	-1.4	0.0
리봄화장품	1.0	1.5	1.6	1.0	1.2	1.7	1.9	1.3	5.1	6.1	6.4
세전이익	22.7	23.3	28.8	17.8	30.2	27.1	28.1	29.3	92.6	114.7	141.3
지배주주순이익	16.5	15.8	20.0	13.9	24.9	20.3	21.1	19.7	66.0	86.1	105.4
영업이익률(%)	11.3	9.5	10.9	10.0	10.9	10.1	10.5	11.3	10.4	10.7	11.5
동국제약	11.5	9.5	10.0	10.1	11.1	10.0	10.5	11.2	10.3	10.7	11.5
동국생명과학	9.1	9.4	14.9	8.0	10.9	9.6	10.5	11.0	10.2	10.5	10.5
위드닉스	-14.3	-1.4	5.7	-4.5	-50.9	-30.0	-30.0	-16.3	-2.1	-30.0	0.5
리봄화장품	13.3	19.4	16.6	13.7	15.1	19.0	17.0	14.6	15.9	16.5	16.5
세전이익률(%)	10.2	10.0	12.7	7.3	12.0	10.1	10.5	10.3	10.0	10.7	11.7
순이익률(%)	7.4	6.8	8.8	5.7	9.9	7.5	7.9	6.9	7.1	8.0	8.7
매출(% YoY)	13.7	14.7	12.9	15.1	12.2	15.4	17.6	17.2	14.1	15.6	12.9
동국제약	10.5	11.5	10.5	19.6	16.1	19.6	20.5	18.5	13.1	18.7	15.0
OTC	10.5	8.6	3.0	1.1	6.2	5.0	3.5	5.3	5.7	5.0	5.0
ETC	7.0	9.3	9.4	28.0	8.2	8.0	8.0	7.9	13.4	8.0	8.0
헬스케어	17.3	13.4	11.8	19.8	26.4	35.0	40.0	38.7	15.6	35.0	25.0
동국생명과학	4.1	5.7	-7.9	-1.2	-7.4	-5.0	3.0	11.1	0.3	0.0	1.0
위드닉스	0.0	60.6	90.3	91.4	-37.9	-30.0	-30.0	-23.6	118.2	-30.0	1.0
리봄화장품	0.0	0.0	0.0	-18.2	14.2	15.0	15.0	15.7	247.7	15.0	5.0
영업이익(% YoY)	20.5	15.2	10.1	37.7	8.0	22.4	13.3	32.2	20.1	18.7	21.5
동국제약	14.8	6.6	-4.3	38.5	12.3	25.9	26.1	31.8	12.5	23.8	23.6
동국생명과학	8.1	3.9	21.7	0.5	10.8	-3.0	-27.5	52.4	9.5	2.7	1.0
위드닉스	0.0	적지	흑전	적지	적지	적지	적전	적지	적지	적지	흑전
리봄화장품	0.0	0.0	0.0	83.1	29.9	12.6	17.6	23.4	799.0	19.6	5.0
세전이익(% YoY)	-9.6	33.0	8.2	14.8	32.8	16.4	-2.4	64.5	23.9	23.9	23.2
지배주주순이익(% YoY)	-16.4	15.9	3.4	60.5	51.7	29.0	5.7	42.1	30.4	30.4	22.5

자료: 동국제약, 하나증권

4) 코스메카코리아: 1분기만 같아라

국내 압도적 실적이
해외 사업 부진 극복

1분기 연결 매출 1,851억원(YoY 56.4%), 영업이익 219억원(YoY 78.0%, OPM 11.8%)으로 시장 기대치(OP 206억원)를 넘어서는 양호한 실적을 기록했다. 국내 사업 실적이 압권이었다. 매출이 YoY 91%나 증가했고, 영업이익(YoY 121% OPM 11.3%)은 말할 것도 없다. 신세대 인디 D사를 중심으로 C사/A사/K사 등 주요 고객 매출이 고르게 확대되었다. 히어로 제품 생산량의 폭발적 증가에 따른 생산 효율성 제고, 선케어 고신장, 기초 카테고리 확대 등 제품 믹스 개선은 영업이익을 상승으로 이어졌다. 국내 압도적 실적이 해외 사업 부진과 우려를 극복하고도 남음이 있다.

2026년 실적 가이드스 상향 조정

2분기 연결 영업이익은 279억원(YoY 21%)까지 증가할 전망이다. 전년도 높은 베이스에도 불구하고 메이저 고객사 대량 수주는 지속되고 있다. 글로벌 수요가 크게 증가하고 있는 하이드로겔 마스크 설비 확충 효과도 기대된다. 회사는 1분기 실적발표 컨퍼런스에서 2026년 실적 가이드스를 상향 조정했다. 연결 매출 YoY 15%에서 20%(국내 YoY 20% → 30%), 영업이익률은 13%에서 13.5%로 각각 올렸다. 회사에서는 3분기까지 QoQ 성장을 지속할 것으로 예측했다.

코스메카코리아는 국내 주요 인디 브랜드 메이저 고객사를 확보하면서 지속 성장 여력을 높이고, 매출 변동성은 줄이고 있다. 아울러, 기초에서 헤어, 마스크, 자외선차단제까지 다양한 카테고리를 확장으로 추가적인 성장 여력을 확보하고 있다. 메이저 ODM사로 한단계 발돋움하고 있는 모습이다.

도표 72. 코스메카코리아 분기 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2025	2026F	2027F
매출	118.4	161.7	182.4	178.5	185.1	198.7	198.2	179.2	640.9	761.2	884.3
국내	74.3	110.0	129.8	127.3	142.2	151.0	140.6	126.8	441.5	560.7	669.8
내수	59.5	91.7	110.5	110.0	124.2	130.2	119.3	109.4	371.6	483.0	584.5
수출	14.9	18.3	19.4	17.3	18.0	20.8	21.3	17.4	69.9	77.6	85.3
미국	42.5	57.5	61.8	54.5	49.7	54.6	64.9	57.9	216.4	227.2	249.9
중국	8.7	8.6	8.1	8.5	6.4	9.0	8.5	10.4	34.0	34.3	35.4
영업이익	12.3	23.0	27.2	21.0	21.9	27.9	28.6	22.8	83.5	101.1	118.7
국내	8.0	13.8	14.5	11.3	17.8	19.9	16.9	12.7	47.7	67.3	80.4
미국	4.6	10.1	13.2	9.3	5.6	8.2	11.7	9.7	37.2	35.2	39.2
중국	-0.6	-1.1	-0.6	0.4	-1.3	-0.4	-0.2	-0.1	-1.9	-2.1	-1.8
세전이익	11.6	16.7	29.6	20.0	25.5	27.6	28.4	18.7	77.9	100.2	117.8
지배주주순이익	7.6	9.3	16.7	11.8	17.3	18.6	19.1	12.6	45.5	67.6	79.8
영업이익률(%)	10.4	14.2	14.9	11.8	11.8	14.0	14.4	12.7	13.0	13.3	13.4
세전이익률(%)	9.8	10.3	16.2	11.2	13.8	13.9	14.3	10.4	12.2	13.2	13.3
순이익률(%)	6.4	5.8	9.2	6.6	9.3	9.4	9.7	7.0	7.1	8.9	9.0
매출(% YoY)	-5.7	12.5	44.0	38.8	56.4	22.9	8.7	0.4	22.2	18.8	16.2
국내	8.1	16.2	57.4	53.8	91.3	37.3	8.3	-0.4	34.3	27.0	19.5
미국	-19.1	25.0	50.3	29.2	16.9	-5.0	5.0	6.2	18.9	5.0	10.0
중국	-28.0	-20.0	-12.8	3.9	-27.1	5.0	5.0	21.9	-15.9	1.0	3.0
영업이익(% YoY)	-10.5	27.3	78.8	56.5	78.0	21.0	5.1	8.4	38.1	21.1	17.3
국내	8.4	-3.5	20.8	5.6	120.8	44.0	16.3	12.4	7.3	41.1	19.5
미국	-31.0	133.5	224.9	150.8	22.5	-18.6	-11.7	4.7	98.6	-5.2	11.4
중국	적전	적지	적지	흑전	적지	적지	적지	적전	적지	적지	적지
세전이익(% YoY)	-29.1	-14.6	166.7	-4.7	120.8	65.9	-4.3	-6.7	14.7	28.7	17.6
지배주주순이익(% YoY)	-13.4	-32.0	97.4	-3.3	126.9	99.6	14.3	6.9	5.4	48.7	18.1

자료: 코스메카코리아, 하나증권

5) 펌텍코리아: 4공장 정상화 확인 필요

**2분기 설비 조정/확충 작업
마무리 전망**

1분기 연결 매출은 전년과 유사한 918억원, 영업이익은 4% 감소한 130억원을 기록했다. 4공장 램프업 지연, 저단가 상품 비중 상승, 수출 매출 저하 등으로 실적 부진의 주 요인으로 작용했다. 우선 설비 증설 계획의 수정이 있었다. 4공장 증설시 애초 조립라인 확충에 무게 중심을 두었는데, 실제로는 사출 라인을 더 보강해야 한다는 진단이 나왔다. 지금은 사출 라인 증설에 힘을 들이고 있고, 2분기에는 이러한 설비 조정/확충 작업이 마무리될 것으로 보인다.

저단가 상품 비중 상승 추세는 피하기 어려워 보인다. 예를 들어 스포이드의 경우 스포이드 내에서도 예전에는 상대적으로 단가가 높은 오토 드로퍼 주문이 많았다면, 최근에는 일반 벌크형 비중이 커지고 있다. 수출 비중은 계속 하락하고 있다. 펌프사업부 내에서 1분기 수출 비중은 23%(YoY -5%p)로 떨어졌다. 상반기 수주는 국내 인디 브랜드 중심으로 이뤄지고 있기 때문에 2분기 수출 비중은 더 하락할 것으로 보인다. 다만, 하반기에는 글로벌 MNC 수주가 나올 가능성이 낮지 않기 때문에 달라질 수 있다. 영업이익률은 14.1%로 YoY 0.5%p 하락했는데, 감가상각비/인건비 등 고정비 부담이 커졌기 때문이다.

**매출 증가율은 상저하고
형국 전망**

2분기 연결 매출은 YoY 5% 증가한 1,102억원, 영업이익은 181억원(YoY -7%)으로 추정한다. 사출 캐파가 증가하면서 펌프사업부 매출이 YoY (+) 전환할 것으로 예상된다. 자외선차 단제 용기 성수기이기 때문에 부국티엔씨 실적도 견조한 증가세가 예상된다. 전년도 2분기 관세 영향 조기 발주가 많았기 때문에 베이스가 높지만 그래도 워낙 수요가 좋다. 전반적인 매출 증가율은 상저하고 형태로 하반기로 갈수록 성장률이 올라가는 상황이 될 것으로 본다. 제반 불확실성은 주가에 충분히 반영되었다는 판단이다. 펌프사업부 매출 YoY (+) 전환 시 추세적인 주가 반등을 기대할 수 있겠다.

도표 73. 펴택코리아 분기 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2025	2026F	2027F
매출	91.7	105.4	97.7	77.1	91.8	110.2	106.7	92.9	372.0	401.5	465.0
펴택코리아	69.6	79.0	74.9	57.4	68.1	83.0	82.4	70.0	280.9	303.4	355.0
부국티엔씨	21.0	26.2	21.8	19.0	24.0	27.5	24.4	22.6	88.0	98.5	111.3
잘론네츄럴	2.3	1.9	2.0	1.5	1.1	1.2	1.2	1.2	7.7	4.6	4.5
영업이익	13.4	19.4	15.3	8.3	13.0	18.1	16.7	12.9	56.5	60.6	73.7
펴택코리아	11.3	14.6	11.5	6.3	9.3	13.3	12.5	9.8	43.7	44.9	54.1
부국티엔씨	2.5	4.9	4.0	2.8	4.2	5.2	4.6	3.3	14.3	17.3	19.8
잘론네츄럴	-0.3	0.0	-0.1	-0.7	-0.6	-0.4	-0.4	-0.2	-1.1	-1.6	-0.2
세전이익	14.7	17.6	16.4	4.9	23.9	18.7	17.4	11.3	53.6	71.3	72.2
지배주주순이익	10.5	11.4	11.2	1.4	12.7	12.9	12.0	11.5	34.4	49.0	49.7
영업이익률(%)	14.6	18.4	15.7	10.8	14.1	16.4	15.6	13.9	15.2	15.1	15.8
세전이익률(%)	16.1	16.7	16.8	6.3	26.0	17.0	16.3	12.1	14.4	17.7	15.5
순이익률(%)	11.4	10.8	11.5	1.8	13.8	11.7	11.2	12.4	9.3	12.2	10.7
매출(% YoY)	19.3	23.3	14.6	-14.2	0.0	4.6	9.2	20.4	10.2	8.0	15.8
영업이익(% YoY)	31.3	52.6	23.3	-36.0	-3.5	-6.9	8.8	54.9	16.8	7.3	21.5
세전이익(% YoY)	33.8	81.8	24.5	-65.6	62.0	6.5	6.0	130.5	11.4	32.9	1.4
지배주주순이익(% YoY)	38.8	95.0	31.2	-87.4	21.1	13.0	6.6	747.6	5.3	42.3	1.4

자료: 펴택코리아, 하나증권

6) 코스맥스엔비티: 시장 변화의 흐름을 제대로 타는 중

1분기 어닝 서프라이즈 창사 이래 최대 매출

1분기 연결기준 매출은 933억원(YoY 29%), 영업이익 103억원(YoY 1,081%, OPM 11.0%)으로 시장 기대치(OP 47억원)를 훨씬 능가하는 어닝 서프라이즈를 기록했다. 창사 이래 최대 연결 매출이다. 미국 사업 구조조정과 매출 증가에 따른 고정비 부담 완화로 영업이익률은 11%(YoY +9.8%p)까지 상승했다. 이자비용 감소와 환이익 영향이 더해지면서 91억원의 당기순익을 달성했다. 전년도 지역별 고객 맞춤 전략이 숫자로 실제 반영된 결과라는 회사 내부의 평가다.

국내외 사업이 모두 좋았다. 국내 법인 매출은 726억원(YoY 41%)까지 증가했는데, 내수에서는 건기식 유통 구조 변화로 상위 20개 고객사 매출이 YoY 45%(톱 20 고객사 매출 비중 60%)나 늘었다. 올리브영은 올리브베러 확장으로 발주가 크게 늘면서 내수 톱 5고객사로 바로 진입했다. 중국 수출이 320억원(YoY 50%)까지 증가했는데, 중국 매출의 50%가 신규 고객사라는 점이 특히 긍정적이다. 호주 법인 매출 역시 195억원(YoY 82%)으로 크게 늘면서 흑자전환했다. 1위 고객사 스위스 카테고리 다변화 효과이다. 미국과 중국은 현재 판매법인만 운영하고 있고, 국내 법인에서 주로 생산 및 공급하고 있기 때문에 별도 법인 실적은 큰 의미가 없다.

2분기 전망도 긍정적

2분기 전망도 밝다. 연결 매출 YoY 31%, 영업이익 84억원(YoY 235%) 수준이 가능할 전망이다. 상반기 호실적으로 상여 총당금이 증가할 수 있기 때문에 보수적인 추정이다. 4월 올리브베러 강남점이 오픈하면서 추가 주문이 발생하고 있고, 중국 신규 고객사/신제품도 접수 중이다. 호주 법인은 2분기 말부터 신규 고객사 매출이 증가하고, 미국 역시 신규 고객사 매출이 2분기부터 발생할 수 있다. 미국 잔여 공장 1개 매각은 3분기에 마무리될 것으로 보인다. 늘어나는 실적에 생산캐파 확충 계획도 있다. 이미 부지는 평택에 확보해 놓은 상태이며, 2027년 완공할 계획이다.

2026년 법인별 실적 전망을 해보면, 한국 법인 매출이 매출 YoY 18% 성장하면서 실적 개선을 견인할 전망이다. 영업이익률은 영업레버리지 효과로 10% 수준까지 상승할 것으로 예상된다. 한국 법인은 수출과 내수로 나뉘는데, 대략 절반씩 차지하고 있다. 2025년 내수 매출이 YoY 11% 성장했는데 굉장히 오랜만에 YoY (+)로 전환한 것이다. 신유통 덕분이다. 2026년에도 YoY 15% 성장을 목표하고 있다. 반대로 2025년 수출 매출은 YoY 11% 감소했는데, 신제품 출시 지연과 전년도 높은 베이스 영향이다. 2026년에는 신제품 출시와 신규 거래처 확보 효과로 YoY 20% 성장이 가능할 전망이다.

호주 법인 신규 거래처 확보 제형 다변화

호주 법인 매출 역시 신규 거래처 확보와 제형 다변화로 YoY 14% 성장하면서 영업적자는 절반으로 축소될 것으로 보인다. 미국 법인 매출은 생산 설비 매각/스크랩으로 YoY 15% 감소하지만, 고정비 부담이 크게 줄면서 BEP에 근접할 수 있을 것으로 추정한다. 중국 법인은 한국 사업의 판매 법인이기 때문에 한국 법인 매출과 연동하므로 전망에 큰 의미가 없다.

영업외손익도 개선이 예상되는데, 그동안 미국 법인 지원을 위한 차입이 지속적으로 증가하면서 부채부담이 커진 게 사실이다. 2025년 연결 기준 약 1,700억원의 차입금이 있고, 연간 100억원 이자부담이 발생했는데, 미국 공장을 매각하면서 1,200만 달러를 상환했고, 2026년 남은 한개 공장을 매각하게 되면(현재 실사 중, 매각 가격 2천만 달러 예상), 80억원 내외 추가 상환이 예정돼 있다.

부실 계열사 정리도 막바지

아울러, 전년도 4분기 연결 자회사에 대한 투자자산손상차손 등 기타손익이 35억원 발생했는데, 부실 계열사 정리도 막바지에 있다. 따라서, 2026년 당기순익은 전년 대비 264억원 증가한 114억원으로 흑자전환할 수 있을 것으로 예상된다.

코스맥스엔비티는 국내외 건기식 시장 변화, 즉 국내 건기식 유통 시장 확대와 중국 건기식 해외 직구 확대에 최대 수혜 업체이다. 미국 법인 구조조정 완료하고, 국내외 건기식 ODM 수요가 구조적으로 늘면서 2026년 사업 및 이익 규모가 크게 달라질 것으로 보인다.

도표 74. 코스맥스엔비티 분기 및 연간 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2025	2026F	2027F
매출	72.2	75.7	65.7	74.0	93.3	99.3	92.3	106.5	287.5	391.4	460.3
국내	51.6	52.0	46.4	57.0	72.6	73.8	64.5	78.2	206.9	289.1	342.9
내수	24.4	26.2	24.4	30.8	32.7	33.8	29.3	36.5	105.8	132.3	146.8
수출	27.2	25.8	22.0	26.2	39.9	40.0	35.2	41.8	101.2	156.9	196.1
호주	10.7	13.2	14.9	14.6	19.5	20.5	21.6	21.2	53.4	82.8	99.3
미국	5.6	8.5	4.0	3.9	3.5	4.7	4.8	5.8	22.0	18.7	19.7
중국	6.9	4.2	4.9	4.0	4.8	4.6	5.4	6.5	19.9	21.3	22.6
연결조정	2.6	2.3	4.5	5.5	7.1	4.3	4.0	5.2	14.8	20.6	24.2
연결조정 %	2%	2%	4%	4%	4%	4%	4%	3%	3%	5%	5%
영업이익	0.9	2.5	-1.2	1.8	10.3	8.4	6.5	8.6	4.0	33.8	42.7
국내	5.5	4.5	2.1	4.6	9.8	8.1	5.8	8.1	16.7	31.8	39.4
호주	-1.9	-1.4	-1.2	-1.0	0.1	0.0	0.2	0.1	-5.5	0.4	1.0
미국	-3.6	-1.0	-2.0	-1.2	-0.2	-0.1	-0.1	-0.1	-7.8	-0.6	0.0
중국	0.5	0.3	0.2	0.1	0.6	0.5	0.5	0.5	1.0	2.1	2.3
세전이익	-1.3	-1.7	-7.7	-3.2	11.3	5.0	3.7	5.4	-13.8	25.4	28.9
지배주주순이익	-2.3	-1.2	-9.1	-2.4	9.1	2.8	3.5	4.9	-15.0	20.4	23.1
영업이익률(%)	1.2	3.3	-1.8	2.4	11.0	8.5	7.0	8.1	1.4	8.6	9.3
국내	10.7	8.7	4.6	8.0	13.5	11.0	9.0	10.3	8.1	11.0	11.5
호주	-18.2	-10.7	-8.0	-6.7	0.5	0.0	1.0	0.5	-10.4	0.5	1.0
미국	-64.2	-11.4	-50.1	-31.5	-5.7	-3.0	-2.0	-2.2	-35.4	-3.0	0.1
중국	6.7	5.9	3.4	3.3	12.5	10.0	10.0	8.2	5.0	10.0	10.0
세전이익률(%)	-1.8	-2.2	-11.6	-4.3	12.1	5.0	4.0	5.1	-4.8	6.5	6.3
순이익률(%)	-3.2	-1.6	-13.9	-3.3	9.8	2.8	3.8	4.6	-5.2	5.2	5.0
매출(% YoY)	1.7	-6.5	-23.5	-7.8	29.2	31.3	40.5	43.9	-9.6	36.1	17.6
국내	20.1	0.1	-17.0	-2.2	40.7	41.9	39.1	37.3	-1.0	39.7	18.6
내수	11.4	4.8	-0.8	28.9	34.0	29.0	20.0	18.4	10.9	25.0	11.0
수출	28.9	-4.1	-29.5	-23.8	46.7	55.0	60.0	59.4	-10.9	55.0	25.0
호주	-45.6	-37.8	-30.7	-15.3	82.4	55.0	45.0	45.1	-32.9	55.0	20.0
미국	15.5	58.8	-41.6	-13.8	-37.6	-45.0	20.0	46.6	2.0	-15.0	5.0
중국	-12.1	-22.8	-11.3	-6.0	-30.0	10.0	10.0	64.0	-13.3	7.0	6.0
영업이익(% YoY)	50.0	-24.3	적전	-48.2	1,080.9	234.9	흑전	386.5	-59.6	744.7	26.4
국내	29.0	-33.4	-67.8	-39.4	77.7	79.1	174.7	77.1	-33.5	90.2	24.0
호주	적지	적지	적전	적전	흑전	적지	적지	적지	적전	적지	적지
미국	적지	적지	적지	적지	적지	적지	흑전	흑전	적지	적지	흑전
중국	20.3	-19.2	-44.2	-37.3	30.9	85.2	225.4	304.3	-16.0	112.1	6.0
세전이익(% YoY)	적지	적전	적지	적전	흑전	흑전	흑전	흑전	적전	흑전	13.6
지배주주순이익(% YoY)	적지	적지	적지	적전	흑전	흑전	흑전	흑전	적지	흑전	13.6

자료: 코스맥스엔비티, 하나증권

7) 제넥: 역대 최대 매출 경신 중

하이드로겔 마스크
글로벌 시트마스크 시장
선도

하이드로겔 마스크는 글로벌 시트마스크 시장을 선도하고 있다. 글로벌 수요는 예상을 뛰어 넘고 있고, 이는 수출 실적이 입증하고 있다. 1분기 마스크팩 수출은 YoY 59% 증가했으며, 2분기 수출은 YoY 70%를 넘어서고 있다. 글로벌 메이저 유통업체들의 입점 수요와 국내외 브랜드 업체들의 신제품 출시 수요가 함께 증가하고 있다. 하지만, 하이드로겔 마스크를 제대로 만들 수 있는 화장품 ODM 업체는 국내에서 5~6개에 불과하며, 가장 높은 수익성으로 가장 많이 만들 수 있는 회사가 제넥이다.

그래서, 1분기 제넥의 매출은 상당히 좋았다. 연결 매출은 YoY 65% 증가한 294억원으로 역대 최대치를 경신했다. 그런데, 영업이익률이 애초 기대치를 훨씬 못미치는 12%에 그치면서 투자심리를 악화시켰다. 밀려드는 주문에 초과근무가 상당히 많았고, H사 신제품 출시 초반 수율이 올라오지 않아 원가율은 81%까지 상승했다. 전년도 평균 원가율 71%에 비하면 대단히 높은 수준이다.

2분기 수율 및 속련도 제고

다행히 2분기 들어 수율은 상당히 잡혔고, 생산 라인을 1분기 8개에서 2분기 11개로 늘리면서 인건비 부담도 완화되었다. 매출은 수출 증가와 유사한 흐름을 보이고 있다. 2분기 매출은 전년 동기대비 61% 성장한 396억원, 영업이익은 76억원(YoY 39%, OPM 19.2%)에 이를 전망이다. 5월까지 매출이 이미 1분기 전체 수준을 넘어선 것으로 파악되고 있다. i) 급격한 글로벌 수요 확대와 ii) 하이드로겔 전문 ODM 업체로서 높은 기술 진입 장벽, iii) 경쟁업체 대비 우월한 수익 구조 등은 밸류에이션 프리미엄 요인이다.

도표 75. 제넥 분기 및 연간 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2025	2026F	2027F
매출	17.8	24.7	23.6	12.2	29.4	39.6	35.0	30.5	78.2	134.5	184.1
OEM/ODM	15.2	21.0	18.4	9.3	25.2	35.0	30.0	25.0	63.9	115.2	161.5
브랜드	0.6	1.8	3.2	0.9	1.3	1.4	1.5	1.7	6.4	5.8	6.4
수출	2.0	2.0	1.9	2.0	2.9	3.2	3.5	3.9	7.9	13.5	16.1
영업이익	3.8	5.5	5.7	0.1	3.4	7.6	7.4	5.8	15.0	24.2	38.7
세전이익	3.7	5.4	5.7	0.1	3.5	7.5	7.4	5.7	14.8	24.1	38.6
지배주주순이익	3.5	4.0	5.3	6.1	3.5	6.4	6.3	4.4	18.9	20.5	32.0
영업이익률(%)	21.1	22.2	24.0	0.8	11.6	19.2	21.0	19.1	19.1	18.0	21.0
세전이익률(%)	20.5	21.8	24.1	0.8	11.9	18.9	21.1	18.8	18.9	17.9	20.9
순이익률(%)	19.7	16.2	22.4	50.0	11.9	16.1	17.9	14.3	24.2	15.2	17.4
매출(% YoY)	180.3	174.8	55.7	-37.4	64.7	60.5	48.7	150.9	56.7	72.0	36.9
OEM/ODM	228.7	198.3	41.1	-46.7	65.7	66.9	62.8	169.7	52.9	80.3	40.2
브랜드	2.0	336.4	541.3	54.3	121.7	-20.9	-52.4	86.2	232.9	-9.0	10.0
수출	72.4	25.4	22.7	37.2	42.6	63.3	82.0	92.9	36.1	70.0	20.0
영업이익(% YoY)	흑전	513.5	171.6	-97.3	-9.3	39.2	30.2	5745.2	148.7	61.7	59.7
세전이익(% YoY)	흑전	579.7	200.5	-97.2	-4.9	39.6	30.1	5641.2	160.7	62.8	59.9
지배주주순이익(% YoY)	흑전	406.3	179.4	10.5	-1.1	59.4	19.0	-28.4	149.9	8.5	56.2

자료: 하나증권

5. 결론: 가치투자 영역을 즐길 때

2026년 어느때보다
좋은 업황

2026년 화장품 업황은 그 어느때보다 좋다. 지역적으로는 미국이 강한 리바운드를 보이는 가운데, 유럽으로 수출은 새로운 단계로 점프하고 있다. 채널 측면에서는 온라인에서 오프라인으로 본격 진출하면서 드디어 선진국 메이저 리테일러 매대에 K뷰티의 다양한 카테고리 리가 자리를 잡아가고 있다. 카테고리 측면에서는 기초에서 헤어/바디케어, 건기식(이너뷰티), 마스크팩, 향수까지 K뷰티의 혁신성은 카테고리 진입장벽을 너끈히 뛰어넘고 있다. 국내까지 올리브영 독점 체제에서 다이소, 홈쇼핑, 대형마트, 약국까지 채널이 다양화되고 있는 점은 금상첨화다. 이 많은 변화들이 불과 1년 만에 나타난 현상이라는 점이 가장 놀라운 사실이다.

1분기보다 높은
2분기 수출 증가율

덕분에 화장품 수출 증가세는 더욱 탄력을 받고 있다. 1분기(YoY 19%)도 좋았지만, 2분기 수출 증가율은 이를 능가하고 있다. 만일 중국까지 플랫폼 이상으로 돌아선다면 2026년 수출 증가율은 YoY 25%를 넘을 수도 있다. 2022년 이후 최대 수출 증가율이다. 1분기 주요 화장품 업체들도 기대치를 넘어서는 양호한 실적을 보여줬다. 에이피알/달바글로벌은 물론, 실리콘투 역시 유럽에서만 1,600억원 이상 매출을 기록하면서 유럽 모멘텀을 제대로 시현했다. 덕분에 ODM 업체들의 상황도 지난해 4분기와 확연히 다른 모습이다. 코스맥스/한국콜마 국내 사업 매출 성장률이 QoQ 10%p 이상 제고되었다.

에이피알/실리콘투/한국콜마
중심으로 화장품 업종 비중
늘려갈 때

제반 불확실성이 완화되고, ODM은 성수기로 진입하고 있다. 에이피알/실리콘투/한국콜마를 중심으로 화장품 업종 비중을 늘려갈 때이다. 에이피알의 매출은 급격한 글로벌/온오프라인 확장세를 감안하면 얼마까지 매출이 증가할 지 모르고, 실리콘투는 유럽 모멘텀과 중남미 신규 진출 효과를 감안하면 지나친 저평가 상태다. 한국콜마는 ODM 성수기 진입 효과를 특특히 누리면서 기초 중심 미국/유럽 수출 효과를 온전히 실적으로 흡수할 것으로 보인다.

달바글로벌과 아모레퍼시픽도 실적 모멘텀 확대 국면에 있는 반면 밸류에이션은 큰 부담이 없다. 코스메카코리아 역시 업종 톱픽으로 손색 없는 기업이다. 코스맥스는 상대적으로 높은 색조 비중 때문에 상반기 실적 모멘텀이 약간 떨어지지만, 하반기로 갈수록 기초 카테고리 비중 상승 효과로 높은 이익 개선이 예상된다. 이외에도 하이드로겔 마스크의 제닉, 건기식의 코스맥스엔비티 역시 업황 개선으로 높은 실적 모멘텀을 기대할 수 있는 기업이다.

주가는 실적에 결국 수렴

한국 화장품 산업은 이때까지 한번도 경험하지 못한 글로벌 확장 국면에 있다. 오프라인 성장 잠재력은 얼마나 될지 모른다. 중남미는 실리콘투 멕시코 법인 가동을 기점으로 새로운 국면으로 접어들 수 있다. 중국 MZ세대들도 글로벌 트렌드를 추종하고 있으며, 인도는 아직 시작도 안했다. 선불리 산업과 기업들의 매출 상단을 논할 시기가 아니다. 반면, 중동 전쟁과 IT 수급 쏠림 현상 때문에 펀더멘탈 개선이 주가로 반영되지 않고 있는 화장품 업체들이 많다. 압도적 실적 모멘텀, 시장 점유율 확대, 구조적 실적 턴어라운드 국면에도 주가는 12MF PER 10배 이하에 머물고 있는 업체들이다. 주가는 실적에 결국 수렴한다. 조금 긴 호흡으로 가치투자 영역을 즐길 때다.

기업분석

에이피알(278470)	80
한국콜마(161890)	84
실리콘투(257720)	88
아모레퍼시픽(090430)	92
코스맥스(192820)	96

2026년 06월 09일 | 기업분석_기업분석(Report)

BUY (신규)

목표주가(12M) 510,000원
 현재주가(6.08) 366,000원

Key Data

KOSPI 지수 (pt)	7,484.41
52주 최고/최저(원)	459,000/120,800
시가총액(십억원)	13,702.4
시가총액비중(%)	0.22
발행주식수(천주)	37,438.2
60일 평균 거래량(천주)	333.1
60일 평균 거래대금(십억원)	127.9
외국인지분율(%)	37.86
주요주주 지분율(%)	
김병훈 외 5인	34.82

Consensus Data

	2026	2027
매출액(십억원)	2,691.2	3,541.8
영업이익(십억원)	679.1	909.6
순이익(십억원)	530.7	708.1
EPS(원)	14,224	18,975
BPS(원)	21,767	35,470

Stock Price



Financial Data

투자지표	2024	2025	2026F	2027F
매출액	722.8	1,527.3	2,586.4	3,248.9
영업이익	122.7	365.5	631.1	802.5
세전이익	133.3	364.3	635.3	809.9
순이익	107.6	289.7	482.8	615.5
EPS	2,842	7,704	12,897	16,442
증감율	26.37	171.08	67.41	27.49
PER	17.59	29.98	30.16	23.66
PBR	4.97	19.40	16.69	12.25
EV/EBITDA	13.09	21.40	21.74	16.96
ROE	41.34	75.30	73.25	59.73
BPS	10,058	11,910	23,305	31,746
DPS	0	5,090	8,000	10,400

에이피알 (278470)

2026년 매출 상한이 없다

1분기 미/일/유럽 YoY 100% 이상 성장

1분기 연결기준 매출은 5,934억원(YoY 123.0%), 영업이익은 1,523억원(YoY 173.7%, OPM 25.7%)으로 시장 기대치(OP 1,435억원)을 넘어서는 호실적을 기록했다. 화장품 부문 매출 4,526억원(YoY 174%)까지 증가하면서 실적 개선을 견인하였다. 마케팅비와 운반비 증가에도 불구하고 매출 증가에 따른 고정비 부담 완화로 영업이익률은 25.7%(YoY 4.8%p)까지 상승했다. 지역별로는 미국(매출 2,485억원, YoY 251%)과 일본(매출 589억원, YoY 101%), 유럽(약 800억원 이상 추정)이 모두 100% 이상 매출이 증가했다. 특히, 유럽에서는 영국에 서만 신규 매출 300억원을 기록한 것으로 보인다.

2분기 미국 메이저 리테일러 신규 계약+유럽 온라인 확대 효과

이러한 폭발적인 성장은 2분기에도 이어질 듯하다. 미국에서는 얼타뷰티 계약 종료로 다른 메이저 리테일러 입점이 본격화되고 있다. 4월 타겟 전 매장 입점했으며, 2~3분기 월마트/코스트코 입점을 확정했다. 아마존 프라임데이가 6월로 당겨진 효과도 작지 않을 것이다. 유럽 매출도 1분기보다 훨씬 커질 공간이 크다. 1분기는 영국만 두드러졌지만, 2분기에는 주요 국가 온라인 판매 세팅이 완료되면서 추가적인 매출 증가 폭이 클 것으로 기대한다. 메디큐브에 대한 글로벌 수요를 공급이 못 따라가고 있는 상황이다. 제로모공패드를 중심으로 몇 분기째 공급 부족 사태가 이어지고 있다. 하반기 ODM/용기 설비 증설 효과로 병목현상이 완화되면 매출은 또 한번 앞자리를 바꿀 수 있다.

목표주가 51만원, 투자 의견 '매수' 커버리지 개시

회사는 2026년 연간 가이던스(매출 YoY 40%, 영업이익률 25%) 상향 조정을 언급하면서 매출 2조원 후반 가능성을 내비치고 있다. 2분기 매출 YoY 100%, 영업이익 1,704억원(YoY 101%) 추정한다. 미국/유럽/일본 중심으로 높은 제품 인지도와 온오프라인 채널 확장 전략으로 2026년 성장 여력과 실적 가시성이 높다. 지역/카테고리/채널 다각화를 통한 전방위적인 해외 진출 확대로 실적 추정치 상향 조정이 이어지고 있다. 얼마까지 매출이 증가할 지 아직 가늠하기 어려운 상황이다. 목표주가 51만원은 12MF PER 35배를 적용한 수치다. i) 2025~28년 EPS CAGR 37%, ii) 글로벌 확장 여력과 iii) K뷰티 최대 브랜드 업체로서 검증된 온오프라인 마케팅/영업역량을 감안하면 여전히 주가 상승 여력은 충분하다.



Analyst 박중대 forsword@hanafn.com

도표 1. 에이피알 분기 실적 전망

(단위: 십억원)

		1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26P	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2025	2026F	2027F
매출		266.0	327.7	385.9	547.6	593.4	655.2	591.8	746.0	1,527.3	2,586.4	3,248.9
	뷰티 디바이스	90.9	90.0	103.1	122.9	132.7	133.0	142.5	185.5	407.0	593.7	748.1
	화장품	165.0	227.1	272.3	412.8	452.6	522.2	449.3	568.6	1,077.1	1,992.7	2,500.8
지역별	국내	77.4	73.2	76.0	73.1	65.3	61.8	68.4	89.2	299.7	284.7	273.3
	미국	70.8	96.2	150.5	255.1	248.5	288.5	255.9	306.5	572.6	1,099.4	1,402.8
	일본	29.3	43.9	46.6	69.0	58.9	68.1	65.2	75.9	188.8	268.0	307.5
	중화권	28.4	34.7	27.4	31.8	30.7	37.6	31.5	43.3	122.3	143.1	157.7
	기타	60.1	79.7	85.4	118.8	190.0	199.2	170.8	231.1	344.0	791.2	1,107.7
영업이익		55.6	84.6	96.1	130.2	152.3	170.4	145.0	163.5	362.1	631.1	802.5
세전이익		59.2	78.4	96.0	130.8	157.1	171.4	146.1	160.7	364.3	635.3	809.9
지배주주순이익		49.9	66.3	74.6	98.8	117.3	130.3	111.0	124.3	289.7	482.8	615.5
영업이익률(%)		20.9	25.8	24.9	23.8	25.7	26.0	24.5	21.9	23.7	24.4	24.7
세전이익률(%)		22.2	23.9	24.9	23.9	26.5	26.2	24.7	21.5	23.9	24.6	24.9
순이익률(%)		18.8	20.2	19.3	18.0	19.8	19.9	18.8	16.7	19.0	18.7	18.9
매출(% YoY)		78.6	110.8	121.7	124.2	123.0	99.9	53.3	36.2	111.3	69.3	25.6
	뷰티 디바이스	36.2	32.1	38.8	18.8	46.0	47.6	38.2	50.9	30.2	45.9	26.0
	화장품	152.3	216.9	219.8	254.8	174.3	130.0	65.0	37.8	218.2	85.0	25.5
지역별	국내	-7.3	-6.5	2.9	-17.0	-15.6	-15.6	-10.0	22.1	-7.4	-5.0	-4.0
	미국	186.5	285.8	280.1	269.7	250.8	200.0	70.0	20.2	261.8	92.0	27.6
	일본	198.1	366.1	206.5	289.3	100.8	55.0	40.0	10.1	261.9	42.0	14.7
	중화권	39.4	34.4	12.2	10.5	8.1	8.1	15.0	36.3	23.1	17.0	10.2
	기타	441.9	368.5	306.1	191.5	216.1	150.0	100.0	94.6	282.9	130.0	40.0
영업이익(% YoY)		96.5	201.9	252.9	227.8	173.7	101.5	50.8	25.6	197.8	74.3	27.2
세전이익(% YoY)		94.8	171.8	262.9	174.2	165.5	118.7	52.2	22.9	173.2	74.4	27.5
지배주주순이익(% YoY)		107.3	175.1	366.1	129.4	134.8	96.5	48.7	25.9	169.9	66.7	27.5

자료: 에이피알, 하나증권

도표 2. 에이피알 연간실적 전망과 밸류에이션

(단위: 십억원)

	2023	2024	2025F	2026F	2027F	2028F
매출	523.8	722.8	1,527.3	2,586.4	3,248.9	3,864.2
뷰티디바이스	216.2	312.6	407.0	593.7	748.1	948.9
화장품	214.3	338.5	1,077.1	1,992.7	2,500.8	2,915.3
지역별						
국내	340.1	323.0	299.7	284.7	273.3	264.6
미국	67.9	158.3	572.6	1,099.4	1,402.8	1,673.8
일본	29.9	52.2	188.8	268.0	307.5	339.1
중국	51.6	99.4	122.3	143.1	157.7	169.0
기타	34.3	90.0	344.0	791.2	1,107.7	1,417.8
영업이익	104.2	122.7	362.1	631.1	802.5	966.1
세전이익	105.8	133.3	364.3	635.3	809.9	976.7
지배주주순이익	81.6	107.6	289.7	482.8	615.5	742.3
적정시가총액(십억원)	2,854.6	3,765.7	10,137.9	16,899.5	21,544.1	25,981.0
주식수(천주)	37,433	37,433	37,433	37,433	37,433	37,433
적정주가(원)	76,259	100,597	270,827	451,458	575,536	694,064
적정PER(배)	35.0	35.0	35.0	35.0	35.0	35.0
EPS(원)	2,179	2,874	7,738	12,899	16,444	19,830
영업이익률(%)	19.9	17.0	23.7	24.4	24.7	25.0
세전이익률(%)	20.2	18.4	23.9	24.6	24.9	25.3
순이익률(%)	15.6	14.9	19.0	18.7	18.9	19.2
매출(% YoY)	31.7	38.0	111.3	69.3	25.6	18.9
뷰티디바이스	79.8	44.6	30.2	45.9	26.0	26.8
화장품	21.4	58.0	218.2	85.0	25.5	16.6
지역별						
국내	26.3	-5.0	-7.2	-5.0	-4.0	-3.2
미국	127.3	133.0	261.8	92.0	27.6	19.3
일본	-8.8	74.3	261.9	42.0	14.7	10.3
중국	35.3	92.8	23.1	17.0	10.2	7.1
기타	34.0	162.1	282.3	130.0	40.0	28.0
영업이익(% YoY)	165.7	17.8	195.1	74.3	27.2	20.4
세전이익(% YoY)	171.8	26.0	173.3	74.4	27.5	20.6
지배주주순이익(% YoY)	172.3	31.9	169.2	66.7	27.5	20.6

자료: 하나증권

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	722.8	1,527.3	2,586.4	3,248.9	3,864.2
매출원가	179.2	356.7	598.1	743.7	875.7
매출총이익	543.6	1,170.6	1,988.3	2,505.2	2,988.5
판매비	420.9	805.1	1,357.3	1,702.7	2,022.4
영업이익	122.7	365.5	631.1	802.5	966.1
금융손익	11.6	2.1	5.3	8.5	11.7
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	(1.0)	(3.3)	(1.0)	(1.0)	(1.0)
세전이익	133.3	364.3	635.3	809.9	976.7
법인세	25.7	74.6	152.5	194.4	234.4
계속사업이익	107.6	289.7	482.8	615.5	742.3
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	107.6	289.7	482.8	615.5	742.3
비배주주지분 순이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	107.6	289.7	482.8	615.5	742.3
지배주주지분포괄이익	105.8	288.0	482.8	615.5	742.3
NOPAT	99.0	290.6	479.6	609.9	734.2
EBITDA	145.2	395.8	668.9	845.3	1,012.3
성장성(%)					
매출액증가율	37.99	111.30	69.34	25.61	18.94
NOPAT증가율	23.29	193.54	65.04	27.17	20.38
EBITDA증가율	22.95	172.59	69.00	26.37	19.76
영업이익증가율	17.75	197.88	72.67	27.16	20.39
(지배주주)순이익증가율	32.02	169.24	66.66	27.49	20.60
EPS증가율	26.37	171.08	67.41	27.49	20.59
수익성(%)					
매출총이익률	75.21	76.65	76.88	77.11	77.34
EBITDA이익률	20.09	25.92	25.86	26.02	26.20
영업이익률	16.98	23.93	24.40	24.70	25.00
계속사업이익률	14.89	18.97	18.67	18.94	19.21

투자지표	(단위:십억원)				
	2024	2025	2026F	2027F	2028F
주당지표(원)					
EPS	2,842	7,704	12,897	16,442	19,828
BPS	10,058	11,910	23,305	31,746	41,174
CFPS	4,282	10,405	17,790	22,458	26,883
EBITDAPS	3,836	10,527	17,867	22,580	27,039
SPS	19,092	40,623	69,086	86,781	103,217
DPS	0	5,090	8,000	10,400	12,480
주기지표(배)					
PER	17.59	29.98	30.16	23.66	19.62
PBR	4.97	19.40	16.69	12.25	9.45
PCFR	11.68	22.20	21.87	17.32	14.47
EV/EBITDA	13.09	21.40	21.74	16.96	13.91
PSR	2.62	5.69	5.63	4.48	3.77
재무비율(%)					
ROE	41.34	75.30	73.25	59.73	54.38
ROA	25.24	43.33	46.00	40.33	38.29
ROIC	61.40	109.81	152.03	158.11	167.94
부채비율	74.68	73.11	52.18	45.11	39.66
순부채비율	(1.85)	(39.92)	(54.11)	(56.87)	(60.31)
이자보상배율(배)	32.55	103.71	176.04	200.32	223.70

자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2024	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	286.0	545.8	1,072.2	1,449.5	1,862.0
금융자산	118.9	278.8	588.7	802.4	1,065.3
현금성자산	90.4	154.4	442.0	641.9	891.9
매출채권	39.3	78.0	163.9	245.8	319.6
재고자산	109.7	165.5	280.2	352.0	418.6
기타유동자산	18.1	23.5	39.4	49.3	58.5
비유동자산	279.1	225.9	255.6	275.2	290.8
투자자산	62.0	44.9	58.4	66.9	74.7
금융자산	62.0	44.9	58.4	66.9	74.7
유형자산	51.4	59.8	73.5	82.5	88.5
무형자산	5.8	7.3	9.7	11.8	13.6
기타비유동자산	159.9	113.9	114.0	114.0	114.0
자산총계	565.1	771.7	1,327.8	1,724.7	2,152.8
유동부채	145.1	238.4	361.2	438.1	509.5
금융부채	24.9	22.7	38.4	48.2	57.3
매입채무	33.8	64.1	108.6	136.4	162.2
기타유동부채	86.4	151.6	214.2	253.5	290.0
비유동부채	96.5	87.6	94.1	98.1	101.9
금융부채	88.1	78.2	78.2	78.2	78.2
기타비유동부채	8.4	9.4	15.9	19.9	23.7
부채총계	241.6	325.9	455.3	536.2	611.4
지배주주지분	323.5	445.8	872.5	1,188.5	1,541.5
자본금	3.8	3.9	3.9	3.9	3.9
자본잉여금	136.8	13.2	13.2	13.2	13.2
자본조정	(47.2)	0.5	0.5	0.5	0.5
기타포괄이익누계액	1.1	1.0	1.0	1.0	1.0
이익잉여금	229.1	427.3	853.9	1,170.0	1,522.9
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	323.5	445.8	872.5	1,188.5	1,541.5
순금융부채	(6.0)	(178.0)	(472.1)	(676.0)	(929.7)

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2024	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	79.1	341.0	462.8	624.0	757.2
당기순이익	107.6	289.7	482.8	615.5	742.3
조정	29.8	83.6	41.5	46.9	50.6
감가상각비	22.5	30.3	37.8	42.9	46.2
외환거래손익	(5.4)	(1.2)	0.0	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	12.7	54.5	3.7	4.0	4.4
영업활동 자산부채변동	(58.3)	(32.3)	(61.5)	(38.4)	(35.7)
투자활동 현금흐름	(109.7)	(94.5)	(89.7)	(76.3)	(74.7)
투자자산감소(증가)	(44.3)	17.1	(13.5)	(8.5)	(7.9)
자본증가(감소)	(45.0)	(15.4)	(50.0)	(50.0)	(50.0)
기타	(20.4)	(96.2)	(26.2)	(17.8)	(16.8)
재무활동 현금흐름	106.5	(225.7)	(108.6)	(148.1)	(180.8)
금융부채증가(감소)	89.5	(12.0)	15.7	9.8	9.1
자본증가(감소)	75.9	(123.5)	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(58.9)	44.2	(3.6)	(4.0)	(4.3)
배당지급	0.0	(134.4)	(120.7)	(153.9)	(185.6)
현금의 증감	76.0	20.8	205.0	199.8	250.0
Unlevered CFO	162.1	391.2	666.0	840.8	1,006.5
Free Cash Flow	34.1	325.6	412.8	574.0	707.2

2026년 06월 09일 | 기업분석_기업분석(Report)

BUY (신규)

목표주가(12M) 110,000원
현재주가(6.08) 77,400원

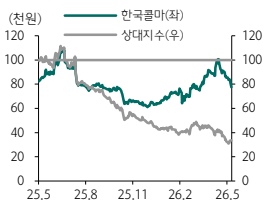
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	7,484.41
52주 최고/최저(원)	109,200/61,100
시가총액(십억원)	1,827.0
시가총액비중(%)	0.03
발행주식수(천주)	23,605.1
60일 평균 거래량(천주)	246.5
60일 평균 거래대금(십억원)	20.9
외국인지분율(%)	38.67
주요주주 지분율(%)	
한국콜마홀딩스 외 23 인	26.58
NHON KOLMAR	11.77

Consensus Data

	2026	2027
매출액(십억원)	3,042.0	3,333.8
영업이익(십억원)	306.7	352.4
순이익(십억원)	217.3	252.5
EPS(원)	7,122	8,413
BPS(원)	44,510	51,853

Stock Price



Financial Data

투자지표	2024	2025	2026F	2027F
매출액	2,452.1	2,722.4	3,020.3	3,328.5
영업이익	193.9	239.6	290.6	332.5
세전이익	139.8	211.7	268.8	315.2
순이익	90.1	125.1	161.7	197.7
EPS	3,830	5,299	6,852	8,376
증감율	1,587.22	38.36	29.31	22.24
PER	14.39	11.72	12.19	9.97
PBR	1.64	1.61	1.87	1.60
EV/EBITDA	10.34	9.13	9.06	7.81
ROE	12.50	14.69	16.49	17.34
BPS	33,579	38,566	44,555	52,067
DPS	720	864	864	864



Analyst 박중대 forsword@hanafn.com

한국콜마 (161890)

K뷰티 기초 라인의 산실

1분기 본사 매출 YoY 25%

1분기 연결 매출과 영업이익은 각각 전년 동기 대비 12%, 32% 성장한 7,280억원과 789억 원을 기록했다. 시장 기대치(OP 665억원)를 크게 넘어서는 호실적이다. 국내 본사 매출이 YoY 25% 증가하면서 실적 개선을 견인했다. 톱 5 주요 고객사 매출이 상당히 좋았다. 1위 고객사 J사 향 매출은 YoY 80%나 증가했고, O사 PB YoY 30%, D사 매출은 YoY 300%나 증가하면서 실적 개선을 견인했다. 신세대 인디 브랜드 A사는 대량 발주로 톱5 고객사로 진입했다. 매출 증가에 따른 고정비 부담 완화로 영업이익률은 10.8%(YoY +1.7%p)까지 상승했다.

미국/유럽 수출 확대 온전히 흡수 중

이번 실적에 특히 긍정적인 부분은 지난해까지 지속적으로 매출이 감소했던 메이저 고객사 T사와 H사의 매출이 반등한 것이다. 대형 고객사의 발주 회복은 수익성 제고의 한 요인이기도 하다. 해외사업 불확실성이 완화된 것도 긍정적이다. 중국 법인 매출이 YoY 10% 증가하면서 안정성을 높였고, 미국 사업은 QoQ 증가하면서 바닥을 지났음을 알렸다. 또한, 글로벌 대형 브랜드 매출이 톱 10으로 진입했다. 국내 처음으로 생산되는 글로벌 럭셔리 브랜드의 크립으로 의미가 있다.

목표주가 11만원, 투자 의견 '매수'로 커버리지 개시

11만원은 12MF PER 14.5배로 화장품 사업에 적정 PER 17배, HK이노엔 지분을 시가총액을 50% 할인하여 더한 수치다. 2분기 매출은 YoY 13% 증가하고, 영업이익은 910억원(YoY 24%) 수준이 가능할 전망이다. 회사는 국내 사업에 대해 기존 가이드스(국내 매출 YoY 13%)를 훌쩍 넘는 YoY 20% 이상 성장 가능성을 제시하며 자신감을 보였다. 중동전쟁 영향 평가 인상 효과가 추가될 경우 매출 증가폭은 더 커질 수 있다. i) 세계 최대 화장품 기초/자외선차단제 ODM 업체로서, ii) 해외 사업 불확실성이 완화되는 가운데, iii) 미국/유럽 K뷰티 수출 효과를 온전히 흡수하면서 실적 모멘텀을 확대할 전망이다.

도표 1. 한국콜마 분기 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26P	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2025	2026F	2027F
매출	653.1	730.8	683.0	655.5	728.0	821.9	749.7	720.7	2,722.4	3,020.3	3,328.5
한국	274.3	328.1	322.0	268.3	343.0	400.3	354.2	303.9	1,192.8	1,401.5	1,622.2
중국	41.6	49.9	31.8	32.9	47.3	54.9	36.6	33.1	156.2	171.8	183.8
북미	30.4	28.4	17.3	14.7	21.8	25.6	28.5	25.6	90.8	101.4	116.4
연우	63.7	70.7	61.8	53.8	62.4	71.4	62.4	56.3	250.0	252.5	260.1
HK이노엔	247.4	263.1	260.8	291.9	258.7	278.9	276.5	312.9	1,063.2	1,126.9	1,183.3
영업이익	59.9	73.5	58.3	47.8	78.9	91.0	71.7	49.0	239.6	290.6	332.5
한국	33.9	49.0	44.3	22.3	51.2	60.1	48.2	19.9	149.5	179.4	207.6
중국	3.1	6.1	-1.6	-1.6	3.2	2.7	1.8	0.8	6.0	8.6	9.2
북미	0.2	0.1	-7.7	-11.4	-5.4	-3.4	-3.0	-5.2	-18.8	-17.0	-5.6
연우	-1.0	0.8	-0.2	0.1	-0.3	1.1	-0.6	0.4	-0.3	0.5	1.8
HK이노엔	25.4	19.5	25.9	40.1	33.2	33.5	27.6	34.2	110.9	128.5	130.2
세전이익	32.4	54.0	54.2	71.1	77.8	85.6	66.2	39.2	211.7	268.8	315.2
지배주주순이익	13.2	34.9	31.8	45.1	45.2	54.4	41.8	20.4	125.1	161.7	197.7
영업이익률(%)	9.2	10.1	8.5	7.3	10.8	11.1	9.6	6.8	8.8	9.6	10.0
한국	12.4	14.9	13.8	8.3	14.9	15.0	13.6	6.6	12.5	12.8	12.8
중국	7.5	12.2	-5.0	-4.9	6.8	5.0	5.0	2.5	3.8	5.0	5.0
북미	0.7	0.4	-44.5	-77.6	-24.8	-13.2	-10.7	-20.2	-20.7	-16.8	-4.8
연우	-1.6	1.1	-0.3	0.1	-0.5	1.5	-1.0	0.6	-0.1	0.2	0.7
HK이노엔	10.3	7.4	9.9	13.7	12.8	12.0	10.0	10.9	10.4	11.4	11.0
세전이익률(%)	5.0	7.4	7.9	10.8	10.7	10.4	8.8	5.4	7.8	8.9	9.5
순이익률(%)	2.0	4.8	4.7	6.9	6.2	6.6	5.6	2.8	4.6	5.4	5.9
매출(% YoY)	13.6	10.7	9.0	11.0	11.5	12.5	9.8	10.0	11.0	10.9	10.2
한국	10.7	10.5	17.7	11.2	25.0	22.0	10.0	13.3	12.6	17.5	15.8
중국	20.4	-5.2	-13.1	10.4	13.7	10.0	15.0	0.5	1.7	10.0	7.0
북미	90.6	9.1	-35.2	-48.6	-28.3	-10.0	64.6	74.1	-6.7	11.7	14.7
연우	-5.3	-4.4	-15.1	-11.1	-2.0	1.0	1.0	4.6	-8.9	1.0	3.0
HK이노엔	16.3	20.0	13.7	23.8	4.6	6.0	6.0	7.2	18.5	6.0	5.0
영업이익(% YoY)	84.8	2.4	7.0	36.2	31.6	23.9	22.9	2.5	23.6	21.3	14.4
한국	48.5	10.9	19.0	23.5	51.2	22.5	8.7	-10.6	22.2	20.0	15.8
중국	74.3	-8.8	적전	적지	3.2	-55.0	흑전	흑전	-24.7	43.2	7.0
북미	흑전	흑전	적지	적지	적전	적전	적지	적지	적지	적지	적지
연우	적지	-35.5	적전	흑전	적지	33.9	적지	371.2	-122.5	-255.9	260.5
HK이노엔	47.0	-19.8	16.4	64.5	30.8	71.3	6.9	-14.8	25.7	15.9	1.3
세전이익(% YoY)	60.1	-8.9	52.9	186.8	140.0	58.4	22.2	-44.8	51.5	27.0	17.3
지배주주순이익(% YoY)	109.3	0.3	106.8	34.7	241.0	55.8	31.3	-54.8	38.9	29.3	22.2

자료: 한국콜마, 하나증권

도표 2. 한국콜마 밸류에이션

구분	2026F	2027F	비 고
화장품 사업가치(A)	2,078	2,668	
당기순익	122	157	
적정PER	17.0	17.0	적정 PER 17배
HK이노엔 기업가치(B)	238	238	지분율 43%
현재 시가총액	1,105	1,105	2026년 06월 08일
할인율	50%	50%	
적정시가총액(A+B)	2,315	2,906	
발행주식수(천주)	23,605	23,605	
적정주가(원)	98,092	123,109	
적정주가(원)	110,601		

자료: 하나증권

도표 2. 한국콜마 연간실적 전망과 밸류에이션

(단위: 십억원)

	2023	2024	2025	2026F	2027F	2027F
매출	2,155.7	2,452.1	2,722.4	3,020.3	3,328.5	3,644.8
한국	856.8	1,059.7	1,192.8	1,401.5	1,622.2	1,852.2
중국	158.1	153.6	156.2	171.8	183.8	193.0
북미	83.4	97.3	90.8	101.4	116.4	130.1
연우	236.4	275.5	250.0	252.5	260.1	267.9
HK이노엔	828.9	897.1	1,063.2	1,126.9	1,183.3	1,242.5
영업이익	136.1	193.9	239.6	290.6	332.5	372.0
한국	79.7	122.3	149.5	179.4	207.6	237.1
중국	12.7	8.0	6.0	8.6	9.2	9.7
북미	-11.5	-14.7	-18.8	-17.0	-5.6	-2.1
연우	0.4	1.4	-0.3	0.5	1.8	2.7
HK이노엔	65.0	88.2	110.9	128.5	130.2	136.7
세전이익	34.3	139.8	211.7	268.8	315.2	358.7
당기순이익	25.1	125.3	168.2	214.1	251.7	287.2
화장품사업	-21.9	63.7	92.5	122.2	157.0	185.7
HK이노엔	47.1	61.6	75.7	91.9	94.8	101.5
지배주주순이익	5.2	90.1	125.1	161.7	197.7	229.4
적정시가총액(십억원)	1,228.3	1,351.1	1,876.2	2,345.4	2,866.9	3,326.0
주식수(천주)	23,605	23,605	23,605	23,605	23,605	23,605
적정주가(원)	52,035	57,238	79,482	99,359	121,452	140,904
적정PER(배)	236.6	15.0	15.0	14.5	14.5	14.5
EPS(원)	220	3,816	5,299	6,852	8,376	9,717
영업이익률(%)	6.3	7.9	8.8	9.6	10.0	10.2
세전이익률(%)	1.6	5.7	7.8	8.9	9.5	9.8
순이익률(%)	0.2	3.7	4.6	5.4	5.9	6.3
매출(% YoY)	15.5	13.7	11.0	10.9	10.2	9.5
영업이익(% YoY)	85.8	42.4	23.6	21.3	14.4	11.9
세전이익(% YoY)	102.3	307.1	51.5	27.0	17.3	13.8
지배주주순이익(% YoY)	흑전	398.5	34.2	27.3	17.6	14.1

자료: 하나증권

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	2,452.1	2,722.4	3,020.3	3,328.5	3,644.8
매출원가	1,753.1	1,931.0	2,135.9	2,346.7	2,562.0
매출총이익	699.0	791.4	884.4	981.8	1,082.8
판매비	505.1	551.9	593.8	649.2	710.8
영업이익	193.9	239.6	290.6	332.5	372.0
금융손익	(24.0)	(26.1)	(21.4)	(18.2)	(15.3)
종속/관계기업손익	12.2	0.6	0.6	0.6	0.6
기타영업외손익	(42.3)	(2.4)	(1.0)	0.2	1.4
세전이익	139.8	211.7	268.8	315.2	358.7
법인세	14.4	43.5	54.7	63.5	71.5
계속사업이익	125.3	168.2	214.1	251.7	287.2
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	125.3	168.2	214.1	251.7	287.2
비배주주지분 손이익	35.3	43.1	52.4	54.0	57.8
지배주주순이익	90.1	125.1	161.7	197.7	229.4
지배주주지분포괄이익	75.0	128.4	154.5	181.7	207.3
NOPAT	173.8	190.4	231.5	265.6	297.9
EBITDA	285.8	343.7	393.3	435.2	474.6
성장성(%)					
매출액증가율	13.75	11.02	10.94	10.20	9.50
NOPAT증가율	74.32	9.55	21.59	14.73	12.16
EBITDA증가율	24.31	20.26	14.43	10.65	9.05
영업이익증가율	42.47	23.57	21.29	14.42	11.88
(지배주주)순이익증가율	1,632.69	38.85	29.26	22.26	16.03
EPS증가율	1,587.22	38.36	29.31	22.24	16.01
수익성(%)					
매출총이익률	28.51	29.07	29.28	29.50	29.71
EBITDA이익률	11.66	12.62	13.02	13.07	13.02
영업이익률	7.91	8.80	9.62	9.99	10.21
계속사업이익률	5.11	6.18	7.09	7.56	7.88

투자지표	(단위:십억원)				
	2024	2025	2026F	2027F	2028F
주당지표(원)					
EPS	3,830	5,299	6,852	8,376	9,717
BPS	33,579	38,566	44,555	52,067	60,920
CFPS	13,611	15,707	16,989	18,726	20,320
EBITDAPS	12,154	14,561	16,663	18,436	20,106
SPS	104,272	115,332	127,953	141,009	154,408
DPS	720	864	864	864	864
주기지표(배)					
PER	14.39	11.72	12.19	9.97	8.59
PBR	1.64	1.61	1.87	1.60	1.37
PCFR	4.05	3.95	4.91	4.46	4.11
EV/EBITDA	10.34	9.13	9.06	7.81	6.75
PSR	0.53	0.54	0.65	0.59	0.54
재무비율(%)					
ROE	12.50	14.69	16.49	17.34	17.20
ROA	2.94	3.80	4.59	5.31	5.72
ROIC	7.91	8.18	9.81	11.22	12.55
부채비율	107.65	107.38	93.49	85.33	77.64
순부채비율	62.55	54.97	39.95	25.42	12.03
이자보상비율(배)	4.17	6.20	7.61	9.23	10.50

자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2024	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	858.7	1,009.6	1,147.4	1,419.7	1,728.8
금융자산	209.2	316.8	378.8	572.7	801.5
현금성자산	141.9	225.3	277.4	461.0	679.1
매출채권	284.2	333.2	369.6	407.3	446.0
재고자산	327.7	324.8	360.3	397.1	434.8
기타유동자산	37.6	34.8	38.7	42.6	46.5
비유동자산	2,268.0	2,448.1	2,442.6	2,437.3	2,432.1
투자자산	54.5	134.5	136.7	139.0	141.3
금융자산	44.9	122.9	123.9	124.8	125.8
유형자산	811.1	901.8	915.1	926.1	935.1
무형자산	1,249.3	1,243.5	1,222.5	1,203.9	1,187.3
기타비유동자산	153.1	168.3	168.3	168.3	168.4
자산총계	3,126.7	3,457.8	3,590.1	3,856.9	4,160.9
유동부채	1,215.0	1,360.1	1,317.7	1,372.0	1,427.7
금융부채	799.0	863.7	770.4	772.0	773.7
매입채무	187.5	230.8	256.0	282.1	309.0
기타유동부채	228.5	265.6	291.3	317.9	345.0
비유동부채	405.9	430.3	417.0	403.9	390.9
금융부채	352.0	369.6	349.6	329.6	309.6
기타비유동부채	53.9	60.7	67.4	74.3	81.3
부채총계	1,621.0	1,790.4	1,734.6	1,775.8	1,818.6
지배주주지분	792.6	910.3	1,051.7	1,229.0	1,438.0
자본금	11.8	11.8	11.8	11.8	11.8
자본잉여금	294.7	301.0	301.0	301.0	301.0
자본조정	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
기타포괄이익누계액	(2.2)	4.5	4.5	4.5	4.5
이익잉여금	487.9	592.7	734.0	911.3	1,120.3
비지배주주지분	713.1	757.0	803.7	852.1	904.3
자본총계	1,505.7	1,667.3	1,855.4	2,081.1	2,342.3
순금융부채	941.8	916.5	741.2	528.9	281.9

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2024	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	215.4	291.4	309.8	347.1	382.4
당기순이익	125.3	168.2	214.1	251.7	287.2
조정	130.5	123.1	102.7	102.6	102.6
감가상각비	92.0	104.1	102.7	102.6	102.6
외환거래손익	(10.2)	0.5	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(12.5)	(0.6)	0.0	0.0	0.0
기타	61.2	19.1	0.0	0.0	0.0
영업활동 자산부채변동	(40.4)	0.1	(7.0)	(7.2)	(7.4)
투자활동 현금흐름	(205.2)	(247.7)	(112.8)	(113.3)	(113.6)
투자자산감소(증가)	681.5	627.5	(7.9)	(7.9)	(8.0)
자본증가(감소)	(247.2)	(164.0)	(95.0)	(95.0)	(95.0)
기타	(639.5)	(711.2)	(9.9)	(10.4)	(10.6)
재무활동 현금흐름	66.6	71.6	(133.7)	(38.7)	(38.7)
금융부채증가(감소)	47.6	82.3	(113.3)	(18.3)	(18.3)
자본증가(감소)	32.7	6.3	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(0.0)	(0.0)	0.0	(0.0)	(0.0)
배당지급	(13.7)	(17.0)	(20.4)	(20.4)	(20.4)
현금의 증감	76.7	115.4	(113.3)	183.6	218.2
Unlevered CFO	320.1	370.8	401.0	442.0	479.6
Free Cash Flow	(31.8)	127.5	214.8	252.1	287.4

2026년 06월 09일 | 기업분석_기업분석(Report)

BUY (신규)

목표주가(12M) 52,000원
현재주가(6.08) 33,000원

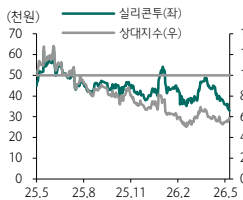
Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	911.39
52주 최고/최저(원)	61,800/33,000
시가총액(십억원)	2,164.0
시가총액비중(%)	0.42
발행주식수(천주)	65,576.3
60일 평균 거래량(천주)	733.7
60일 평균 거래대금(십억원)	30.4
외국인지분율(%)	6.66
주요주주 지분율(%)	
김성운 외 14 인	43.40
유안회사 실크투자목적회사	6.72

Consensus Data

	2026	2027
매출액(십억원)	1,542.7	1,951.4
영업이익(십억원)	273.0	348.7
순이익(십억원)	214.2	271.9
EPS(원)	3,313	4,237
BPS(원)	10,037	13,960

Stock Price



Financial Data (십억원, %, 배, 원)

투자지표	2024	2025	2026F	2027F
매출액	691.5	1,116.3	1,597.9	2,055.8
영업이익	137.6	205.4	290.8	384.4
세전이익	148.7	216.7	307.7	403.9
순이익	120.7	168.6	249.2	323.1
EPS	1,990	2,609	3,801	4,927
증감율	215.37	31.11	45.69	29.62
PER	16.43	14.81	8.97	6.92
PBR	7.61	5.54	3.26	2.26
EV/EBITDA	14.37	11.32	8.01	5.77
ROE	60.90	46.89	43.57	38.55
BPS	4,297	6,976	10,471	15,093
DPS	0	306	306	306



Analyst 박중대 forsword@hanafn.com

실리콘투 (257720)

유럽 모멘텀의 선봉장

1분기 유럽 사업 YoY 99% 성장

1분기 매출 3,466억원(YoY 41.1%), 영업이익 645억원(YoY 35.2%)으로 시장 기대치(OP 627억원)를 소폭 넘어서는 양호한 실적을 기록했다. 지역별로는 유럽이 1,618억원(YoY 99%)으로 큰 폭 성장하면서 다시한번 유럽에서 확고한 지위를 입증했다. 메디큐브(매출 비중 21%)/조선미녀(16%)를 중심으로 닥터엘시아(10%)/바이오던스(7%) 약진이 돋보였다. 북미가 643억원(YoY 42%)으로 견조한 성장세를 이어갔다. 북미 지역은 1분기가 계절적 비수기로 QoQ 매출이 감소했는데, 3월부터 다시 증가하고 있다. 영업이익률이 하락하고 있는 점은 아쉬움이지만, 유럽 진출 초기, 할인 판매 증가로 매출총이익률(30%, YoY -1.6%p)이 떨어지고 있는 것을 그렇게 부정적으로 볼 필요는 없다. 사업 초기 당연한 현상이다.

2분기 매출 증가폭 1분기보다 클 듯

2분기 매출은 YoY 46%, 영업이익은 757억원(YoY 45%) 수준이 가능할 전망이다. 1분기보다 매출 증가폭이 더 클 것으로 예상되는데, 유럽/미국 등 주요지역 매출이 QoQ 증가 중이고, 중동/아시아 지역 매출 역시 YoY (+) 전환이 예상되기 때문이다. 대표 신규 브랜드로 셴텔리안24가 곧 톱 15안에 들어올 듯하고, 샬리맥스가 호조세다. 수익성 측면에서 회사는 연간 매출총이익률은 30% 이상, 영업이익률 15~20% 범위를 지켜간다는 설명이다. 2026년 6월부터는 멕시코 법인 매출이 본격화될 것으로 보인다.

목표주가 5.2만원, 투자의견 '매수'로 커버리지 개시

5.2만원은 12MF PER 12배를 적용한 수치다. 실리콘투는 높은 매출 증가율과 이익 개선에도 불구하고, 현재 주가는 12MF PER 7.6배에 불과하다. i) 국내 최대 화장품 무역 벤더로서 ii) 최근 K뷰티 유럽 모멘텀 확대의 선봉장 역할을 하고 있고, iii) K뷰티 글로벌 확대의 선행선으로 중남미/중동/CIS 지역 등 높은 중장기 성장 여력을 감안하면 지나친 저평가이다. 저가 매수가 유효하다.

도표 1. 실리콘투 분기 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2025	2026F	2027F
매출	245.7	265.3	299.4	306.0	346.6	388.3	421.7	441.3	1,116.3	1,597.9	2,055.8
유럽	81.3	107.3	101.9	115.4	161.8	182.4	173.2	192.9	405.9	710.3	958.9
아시아	52.9	44.7	52.8	51.5	44.4	53.6	63.4	70.8	201.9	232.2	264.7
북미	45.2	48.9	72.6	66.3	64.3	70.9	94.4	85.0	233.0	314.6	377.5
중동	32.3	28.0	30.5	26.7	25.0	28.0	32.0	32.5	117.5	117.5	176.3
기타	34.0	36.4	41.6	46.1	51.1	53.4	58.7	60.2	158.0	223.3	278.4
영업이익	47.7	52.2	63.1	42.4	64.5	75.7	83.1	67.5	205.4	290.8	384.4
세전이익	48.2	43.8	70.8	53.9	71.7	79.9	87.3	68.7	216.7	307.7	403.9
지배주주순이익	38.8	35.6	58.4	35.8	54.3	64.8	70.7	59.4	168.6	249.2	323.1
영업이익률(%)	19.4	19.7	21.1	13.9	18.6	19.5	19.7	15.3	18.4	18.2	18.7
세전이익률(%)	19.6	16.5	23.6	17.6	20.7	20.6	20.7	15.6	19.4	19.3	19.6
순이익률(%)	15.8	13.4	19.5	11.7	15.7	16.7	16.8	13.5	15.1	15.6	15.7
매출 (% YoY)	63.9	46.3	60.4	78.2	41.1	46.4	40.9	44.2	61.9	43.1	28.7
유럽	187.3	141.7	137.5	143.3	99.0	70.0	70.0	67.1	149.0	75.0	35.0
아시아	59.1	18.9	48.7	32.9	-16.1	20.0	20.0	37.4	39.5	15.0	14.0
북미	-20.6	-21.6	11.7	74.8	42.3	45.0	30.0	28.2	4.6	35.0	20.0
중동	165.3	94.4	57.2	35.3	-22.6	0.0	5.0	21.6	75.4	0.0	50.0
기타	92.0	61.3	74.2	71.6	50.3	46.7	41.2	30.7	73.7	41.3	24.7
영업이익 (% YoY)	62.1	34.0	48.1	59.9	35.2	45.1	31.7	59.2	49.4	41.6	32.2
세전이익(% YoY)	51.5	6.4	88.4	41.1	48.8	82.4	23.3	27.6	45.7	42.0	31.3
지배주주순이익(% YoY)	51.9	6.7	95.6	38.7	40.1	81.9	21.1	66.0	46.7	47.8	29.6

자료: 실리콘투, 하나증권

도표 2. 실리콘투 연간실적 전망과 밸류에이션

(단위: 십억원)

	2023	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출	342.9	691.5	1,116.3	1,597.9	2,055.8	2,450.6
유럽	53.3	162.7	405.9	710.3	958.9	1,131.5
아시아	100.8	152.0	201.9	232.2	264.7	299.1
북미	131.0	221.6	233.0	314.6	377.5	434.1
중동	10.8	63.7	117.5	117.5	176.3	237.9
기타	47.0	91.4	158.0	223.3	278.4	347.9
영업이익	47.8	137.6	205.4	290.8	384.4	468.1
세전이익	48.1	148.7	216.7	307.7	403.9	490.0
당기순이익	38.0	120.7	168.6	249.2	323.1	392.0
지배주주순이익	38.0	120.7	168.6	249.2	323.1	392.0
적정시가총액(십억원)	456.2	1,448.9	2,023.1	2,990.9	3,877.2	4,704.1
주식수(천주)	60,873	60,873	65,576	65,576	65,576	65,576
적정주가(원)	7,495	23,802	30,851	45,609	59,125	71,734
적정PER(배)	12.0	12.0	12.0	12.0	12.0	12.0
EPS(원)	625	1,983	2,571	3,801	4,927	5,978
영업이익률(%)	13.9	19.9	18.4	18.2	18.7	19.1
세전이익률(%)	14.0	21.5	19.4	19.3	19.6	20.0
순이익률(%)	11.1	17.5	15.1	15.6	15.7	16.0
매출(% YoY)	107.5	101.7	61.4	43.1	28.7	19.2
유럽	1038.3	205.4	149.5	75.0	35.0	18.0
아시아	99.4	50.7	32.8	15.0	14.0	13.0
북미	170.9	69.2	5.1	35.0	20.0	15.0
중동	-	-	84.5	0.0	50.0	35.0
기타	-23.9	94.7	72.8	41.3	24.7	25.0
영업이익(% YoY)	235.7	187.8	49.3	41.6	32.2	21.8
세전이익(% YoY)	237.2	209.0	45.7	42.0	31.3	21.3
지배주주순이익 (% YoY)	240.7	217.6	39.6	47.8	29.6	21.3

자료: 하나증권

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	691.5	1,116.3	1,597.9	2,055.8	2,450.6
매출원가	458.7	769.5	1,112.1	1,428.8	1,700.7
매출총이익	232.8	346.8	485.8	627.0	749.9
판매비	95.3	141.4	194.9	242.6	281.8
영업이익	137.6	205.4	290.8	384.4	468.1
금융손익	7.5	3.1	9.4	12.6	15.6
종속/관계기업손익	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3
기타영업외손익	2.3	6.9	6.2	5.5	5.0
세전이익	148.7	216.7	307.7	403.9	490.0
법인세	28.0	48.1	58.5	80.8	98.0
계속사업이익	120.7	168.6	249.2	323.1	392.0
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	120.7	168.6	249.2	323.1	392.0
비지배주주지분 손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	120.7	168.6	249.2	323.1	392.0
지배주주지분포괄이익	126.3	168.5	249.2	323.1	392.0
NOPAT	111.7	159.8	235.6	307.5	374.5
EBITDA	143.3	214.2	301.6	396.8	481.8
성장성(%)					
매출액증가율	101.66	61.43	43.14	28.66	19.20
NOPAT증가율	195.50	43.06	47.43	30.52	21.79
EBITDA증가율	178.25	49.48	40.80	31.56	21.42
영업이익증가율	187.87	49.27	41.58	32.19	21.77
(지배주주)순이익증가율	217.63	39.69	47.81	29.65	21.32
EPS증가율	215.37	31.11	45.69	29.62	21.33
수익성(%)					
매출총이익률	33.67	31.07	30.40	30.50	30.60
EBITDA이익률	20.72	19.19	18.87	19.30	19.66
영업이익률	19.90	18.40	18.20	18.70	19.10
계속사업이익률	17.45	15.10	15.60	15.72	16.00

투자지표	(단위:십억원)				
	2024	2025	2026F	2027F	2028F
주당지표(원)					
EPS	1,990	2,609	3,801	4,927	5,978
BPS	4,297	6,976	10,471	15,093	20,765
CFPS	2,479	3,544	4,946	6,409	7,678
EBITDAPS	2,362	3,315	4,599	6,051	7,347
SPS	11,399	17,272	24,367	31,350	37,370
DPS	0	306	306	306	306
주가지표(배)					
PER	16.43	14.81	8.97	6.92	5.70
PBR	7.61	5.54	3.26	2.26	1.64
PCFR	13.19	10.91	6.89	5.32	4.44
EV/EBITDA	14.37	11.32	8.01	5.77	4.29
PSR	2.87	2.24	1.40	1.09	0.91
재무비율(%)					
ROE	60.90	46.89	43.57	38.55	33.34
ROA	35.88	28.89	30.62	30.09	27.66
ROIC	57.36	46.69	47.36	48.70	49.76
부채비율	74.99	55.09	33.76	24.16	17.92
순부채비율	25.91	13.05	6.50	(8.38)	(22.32)
이자보상비율(배)	24.73	24.54	33.06	45.48	57.82

자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2024	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	297.1	552.8	743.7	1,038.0	1,401.3
금융자산	87.4	119.3	127.6	248.3	461.9
현금성자산	86.0	77.3	67.5	170.9	369.6
매출채권	42.2	96.1	137.5	176.9	210.9
재고자산	145.9	300.1	429.6	552.7	658.9
기타유동자산	21.6	37.3	49.0	60.1	69.6
비유동자산	160.7	156.6	174.7	190.8	204.3
투자자산	25.1	21.2	30.1	38.5	45.7
금융자산	3.8	5.1	7.1	8.9	10.4
유형자산	106.5	108.3	117.6	125.2	131.5
무형자산	1.6	1.8	1.7	1.7	1.7
기타비유동자산	27.5	25.3	25.3	25.4	25.4
자산총계	457.8	709.4	918.5	1,228.8	1,605.7
유동부채	189.3	121.6	101.3	108.4	113.1
금융부채	148.7	49.0	42.2	35.3	28.0
매입채무	1.4	5.6	8.1	10.4	12.4
기타유동부채	39.2	67.0	51.0	62.7	72.7
비유동부채	6.8	130.4	130.6	130.7	130.8
금융부채	6.5	130.0	130.0	130.0	130.0
기타비유동부채	0.3	0.4	0.6	0.7	0.8
부채총계	196.2	252.0	231.8	239.1	244.0
지배주주지분	261.6	457.4	686.6	989.7	1,361.7
자본금	30.5	30.7	30.7	30.7	30.7
자본잉여금	30.8	57.8	57.8	57.8	57.8
자본조정	0.3	0.9	0.9	0.9	0.9
기타포괄이익누계액	8.4	8.3	8.3	8.3	8.3
이익잉여금	191.5	359.8	589.0	892.1	1,264.1
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	261.6	457.4	686.6	989.7	1,361.7
순금융부채	67.8	59.7	44.6	(83.0)	(303.9)

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2024	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	60.1	1.1	135.2	216.8	303.7
당기순이익	120.7	168.6	249.2	323.1	392.0
조정	4.6	23.8	14.7	16.1	17.2
감가상각비	5.7	8.9	10.8	12.4	13.7
외환거래손익	(5.2)	0.6	0.0	0.0	0.0
지분법손익	0.7	(8.1)	0.0	0.0	0.0
기타	3.4	22.4	3.9	3.7	3.5
영업활동 자산부채변동	(65.2)	(191.3)	(128.7)	(122.4)	(105.5)
투자활동 현금흐름	(72.1)	(42.9)	(47.0)	(45.7)	(42.1)
투자자산감소(증가)	(4.5)	9.2	(8.9)	(8.4)	(7.3)
자본증가(감소)	(75.8)	(6.9)	(20.0)	(20.0)	(20.0)
기타	8.2	(45.2)	(18.1)	(17.3)	(14.8)
재무활동 현금흐름	86.2	47.5	(30.6)	(30.6)	(30.9)
금융부채증가(감소)	91.4	23.9	(6.8)	(6.9)	(7.4)
자본증가(감소)	0.9	27.1	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(6.1)	(3.5)	(3.8)	(3.7)	(3.5)
배당지급	0.0	0.0	(20.0)	(20.0)	(20.0)
현금의 증감	74.2	5.7	(35.9)	103.4	198.7
Unlevered CFO	150.4	229.1	324.3	420.3	503.5
Free Cash Flow	(15.6)	(5.7)	115.2	196.8	283.7

2026년 06월 09일 | 기업분석_기업분석(Report)

BUY (신규)

목표주가(12M) 150,000원
현재주가(6.08) 105,000원

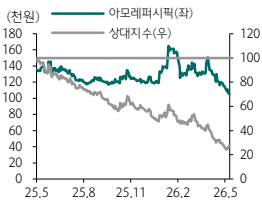
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	7,484.41
52주 최고/최저(원)	165,100/105,000
시가총액(십억원)	6,141.7
시가총액비중(%)	0.10
발행주식수(천주)	58,492.8
60일 평균 거래량(천주)	263.9
60일 평균 거래대금(십억원)	34.1
외국인지분율(%)	24.16
주요주주 지분율(%)	
아모레퍼시픽그룹 외 18 인	50.14
국민연금공단	8.42

Consensus Data

	2026	2027
매출액(십억원)	4,599.2	4,955.1
영업이익(십억원)	461.1	528.1
순이익(십억원)	369.2	419.9
EPS(원)	5,095	5,783
BPS(원)	82,773	87,023

Stock Price



Financial Data

투자지표	2024	2025	2026F	2027F
매출액	3,885.1	4,252.8	4,589.6	5,040.2
영업이익	220.5	335.8	484.3	570.4
세전이익	620.8	343.8	498.7	588.2
순이익	593.2	235.7	351.7	414.8
EPS	8,591	3,413	5,093	6,008
증감율	229.41	(60.27)	49.22	17.97
PER	12.20	35.01	21.11	17.89
PBR	1.38	1.51	1.30	1.23
EV/EBITDA	12.99	11.19	8.29	7.04
ROE	11.69	4.40	6.30	7.06
BPS	76,206	79,025	82,880	87,544
DPS	1,125	1,240	1,364	1,500



Analyst 박중대 forsword@hanafn.com

아모레퍼시픽 (090430)

우려가 기대로 바뀌는 순간

1분기 영업이익 YoY 8%, 국내 사업 선전

1분기 연결 매출 1조 1,358억원(YoY 6.4%), 영업이익 1,267억원(YoY 7.6%, OPM 11.2%)으로 시장 기대치(OP 1,245억원)에 부합하는 무난한 실적을 기록했다. 해외사업 영업이익이 YoY 18% 감소하는 가운데 국내 영업이익이 YoY 65% 증가하면서 실적 개선을 견인했다. 온라인(YoY 18%)과 MBS(YoY 27%)가 선전했고, 백화점(YoY 5%)과 면세점(YoY 7%) 채널 회복도 인상적이다. 해외 사업은 북미와 EMEA 지역 매출이 전년도 높은 베이스로 YoY 10% 초중반 성장률에 그치고, 중화권 매출이 설화수 구조조정 영향 등으로 YoY 15% 매출이 감소하면서 부진했다. 다만, 코스알엑스 매출이 YoY 25% 증가하면서 빠른 회복세를 보이고 있다.

코스알엑스 우려에서 기대 요인으로 전환

1분기 실적 발표 관련 포인트는 두 가지였다. 첫째, 코스알엑스 성장률이 얼마나 나올 것인가였는데, YoY 25%로 애초 가이드스(YoY 10%)를 훨씬 넘어서면서 코스알엑스에 대한 불확실성을 완전히 해소했다. 오히려 향후 아모레퍼시픽 전사 실적 개선에 핵심 요인으로 작용할 가능성도 높아졌다. 2분기에도 전체 성장률보다 높은 YoY 25% 성장이 예상되고, 연결 매출 비중 11%(2026년 연간 5,500억원 예상), 영업이익률 25%에 달하는 고마진 브랜드이기 때문이다. 고마진 더마 RX라인 매출 비중이 30%를 넘어서면서 스네일 라인을 넘어선 것도 고무적이다.

둘째, 2분기 북미/EMEA 사업 전망이다. 세포라 발주 시기 변동으로 1분기 두 지역 성장률이 제한적이였다. 2분기에는 해외 사업 성장 둔화 우려를 불식시킬 수 있는 높은 성장률이 나와줘야 한다. 최근 두 지역 수출 지표는 서프라이즈를 이어가고 있는 점을 감안하면 더욱 그렇다. 다행히, 2분기 북미와 유럽 지역 매출은 각각 YoY 20%, 40% 성장이 예상되고 있다. 해외 사업 라네즈 둔화를 더마(에스트라/일리운/코스알엑스)로 극복하고 있고, 설화수/아이오펜/헤라/이니스프리 등 후속 브랜드 성장률 제고 또한 긍정적이다.

목표주가 15만원, 투자이견 '매수'로 커버리지 개시

15만원은 12MF PER 23배를 적용한 수치다. i) 국내 최대 화장품 브랜드 포트폴리오 기업으로, ii) 실적 안정성과 성장 여력을 동시에 갖추고 있다는 점이 밸류에이션 프리미엄 요인이다. iii) 코스알엑스 실적 회복 및 글로벌 지역 확장과 신규 브랜드 진입으로 턴어라운드가 본격화되고 있다. 2026년 연결 매출은 YoY 6%, 영업이익 1,069억원(YoY 45%, OPM 10.1%)으로 높은 실적 모멘텀이 예상된다. 현재 주가 12MF PER 16배는 여유 있는 수준이다.

도표 1. 아모레퍼시픽 분기 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26P	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2025	2026F	2027F
매출	1,067.5	1,005.0	1,016.9	1,163.4	1,135.8	1,061.1	1,099.7	1,293.1	4,252.8	4,589.6	5,040.2
국내	577.3	553.6	556.6	587.6	626.4	576.4	586.4	609.8	2,275.1	2,399.0	2,486.4
북미	157.2	134.4	156.8	182.6	174.7	161.3	196.0	225.2	631.0	757.2	923.8
EMEA	55.3	44.1	52.7	88.9	64.4	61.7	71.1	116.0	241.0	313.3	397.9
중화권	132.8	132.7	106.0	141.0	114.9	106.2	90.1	144.9	512.5	456.1	501.7
기타아시아	124.4	125.3	125.4	153.7	143.1	144.1	144.2	166.1	528.8	597.5	657.3
영업이익	117.7	73.7	91.9	52.5	126.7	106.9	129.6	121.1	335.8	484.3	570.4
국내	49.4	40.2	59.4	-4.1	81.5	57.6	76.2	48.5	144.9	263.9	273.5
북미	39.3	10.8	15.7	19.2	17.5	16.1	19.6	22.5	84.9	75.7	120.1
EMEA	17.4	12.3	6.2	16.0	14.7	14.1	16.3	23.8	52.0	68.9	91.5
중화권	0.7	0.7	5.3	7.1	3.4	1.1	0.9	1.4	13.7	6.8	15.1
기타아시아	12.2	12.2	15.5	19.5	21.1	22.7	21.4	22.9	59.4	88.0	89.3
세전이익	141.0	52.4	98.8	51.6	152.7	110.5	133.2	102.3	343.8	498.7	588.2
지배주주순이익	110.8	35.8	66.0	23.1	108.5	77.9	93.9	71.3	235.7	351.7	414.8
영업이익률(%)	11.0	7.3	9.0	4.5	11.2	10.1	11.8	9.4	7.9	10.6	11.3
국내	8.6	7.3	10.7	-0.7	13.0	10.0	13.0	8.0	6.4	11.0	11.0
해외	14.8	8.2	9.7	10.9	11.4	11.4	11.6	10.8	11.0	11.3	12.7
세전이익률(%)	13.2	5.2	9.7	4.4	13.4	10.4	12.1	7.9	8.1	10.9	11.7
순이익률(%)	10.4	3.6	6.5	2.0	9.6	7.3	8.5	5.5	5.5	7.7	8.2
매출(% YoY)	17.1	11.1	4.1	6.6	6.4	5.6	8.1	11.2	9.5	7.9	9.8
국내	2.4	8.1	4.1	7.4	8.5	4.1	5.3	3.8	5.5	5.4	3.6
해외	40.4	14.4	2.9	7.8	5.8	8.4	13.7	15.2	14.2	11.0	16.8
영업이익(% YoY)	62.0	1,673.4	41.0	-33.0	7.6	45.1	41.0	130.5	52.3	44.2	17.8
국내	0.6	164.5	27.6	적전	65.0	43.4	28.3	흑전	-2.3	82.1	3.6
해외	120.3	605.9	76.3	43.8	-18.5	50.0	36.1	14.5	101.3	14.0	31.9
세전이익(% YoY)	37.9	-89.8	81.6	흑전	8.4	110.8	34.8	98.2	-44.6	45.0	18.0
지배주주순이익(% YoY)	41.0	-93.3	75.4	흑전	-2.0	117.8	42.3	208.7	-60.8	49.2	18.0

주: 해외 지역별 영업이익률은 추정치
 자료: 아모레퍼시픽, 하나증권

도표 2. 아모레퍼시픽 연간실적 전망과 밸류에이션

(단위: 십억원)

	2023	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출	3,674.0	3,885.1	4,252.8	4,589.6	5,040.2	5,531.9
국내	2,210.8	2,157.0	2,275.1	2,399.0	2,486.4	2,584.8
북미	286.8	524.6	631.0	757.2	923.8	1,094.7
EMEA	51.8	170.2	241.0	313.3	397.9	497.4
중화권	696.2	510.0	512.5	456.1	501.7	551.9
기타아시아	357.1	466.8	528.8	597.5	657.3	723.0
영업이익	108.2	220.5	335.8	484.3	570.4	650.1
국내	146.3	148.3	144.9	263.9	273.5	284.3
북미	29.7	117.4	84.9	75.7	120.1	153.3
EMEA	3.4	32.6	52.0	68.9	91.5	116.9
중화권	-105.5	-92.2	13.7	6.8	15.1	27.6
기타아시아	29.2	46.0	59.4	88.0	89.3	87.1
세전이익	280.6	620.8	343.8	498.7	588.2	670.6
지배주주순이익	180.1	593.2	235.7	351.7	414.8	479.3
적정시가총액(십억원)	4,142.3	13,643.3	5,420.7	8,089.0	9,541.0	11,023.0
주식수(천주)	58,493	58,493	58,493	58,493	58,493	58,493
적정주가(천원)	70.8	233.2	92.7	138.3	163.1	188.5
적정PER(배)	23.0	23.0	23.0	23.0	23.0	23.0
EPS(원)	3,079	10,141	4,029	6,013	7,092	8,194
영업이익률(%)	2.9	5.7	7.9	10.6	11.3	11.8
국내	6.6	6.9	6.4	11.0	11.0	11.0
해외	-3.1	6.2	11.0	11.3	12.7	13.4
세전이익률(%)	7.6	16.0	8.1	10.9	11.7	12.1
순이익률(%)	4.9	15.3	5.5	7.7	8.2	8.7
매출(% YoY)	-11.1	5.7	9.5	7.9	9.8	9.8
국내	-14.4	-2.4	5.5	5.4	3.6	4.0
해외	-6.2	20.1	14.5	11.0	16.8	15.6
영업이익(% YoY)	-49.5	103.8	52.3	44.2	17.8	14.0
국내	-34.2	1.4	-2.3	82.1	3.6	4.0
해외	적지	흑전	102.3	14.0	31.9	21.8
세전이익(% YoY)	25.0	121.2	-44.6	45.0	18.0	14.0
지배주주순이익(% YoY)	33.9	229.4	-60.3	49.2	18.0	15.5

자료: 하나증권

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	3,885.1	4,252.8	4,589.6	5,040.2	5,531.9
매출원가	1,138.4	1,176.7	1,239.2	1,349.8	1,471.5
매출총이익	2,746.7	3,076.1	3,350.4	3,690.4	4,060.4
판매비	2,526.3	2,740.2	2,866.1	3,120.0	3,410.3
영업이익	220.5	335.8	484.3	570.4	650.1
금융손익	81.4	2.2	5.2	8.7	11.2
종속/관계기업손익	16.5	(0.8)	(0.8)	(0.8)	(0.8)
기타영업외손익	302.4	6.6	10.0	10.0	10.0
세전이익	620.8	343.8	498.7	588.2	670.6
법인세	19.2	96.5	129.7	152.9	167.6
계속사업이익	601.6	247.3	369.1	435.3	502.9
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	601.6	247.3	369.1	435.3	502.9
비배주주지분 손이익	8.5	11.6	17.4	20.5	23.7
지배주주순이익	593.2	235.7	351.7	414.8	479.3
지배주주지분포괄이익	592.8	257.2	352.7	416.0	480.6
NOPAT	213.7	241.6	358.4	422.1	487.6
EBITDA	477.9	603.9	725.0	788.2	848.8
성장성(%)					
매출액증가율	5.75	9.46	7.92	9.82	9.76
NOPAT증가율	218.96	13.06	48.34	17.77	15.52
EBITDA증가율	32.75	26.37	20.05	8.72	7.69
영업이익증가율	103.79	52.29	44.22	17.78	13.97
(지배주주)순이익증가율	229.37	(60.27)	49.22	17.94	15.55
EPS증가율	229.41	(60.27)	49.22	17.97	15.53
수익성(%)					
매출총이익률	70.70	72.33	73.00	73.22	73.40
EBITDA이익률	12.30	14.20	15.80	15.64	15.34
영업이익률	5.68	7.90	10.55	11.32	11.75
계속사업이익률	15.48	5.81	8.04	8.64	9.09

투자지표	(단위:십억원)				
	2024	2025	2026F	2027F	2028F
주당지표(원)					
EPS	8,591	3,413	5,093	6,008	6,941
BPS	76,206	79,025	82,880	87,544	93,026
CFPS	7,905	9,681	10,712	11,583	12,396
EBITDAPS	6,921	8,746	10,500	11,414	12,292
SPS	56,265	61,590	66,468	72,992	80,114
DPS	1,125	1,240	1,364	1,500	1,650
주기지표(배)					
PER	12.20	35.01	21.11	17.89	15.49
PBR	1.38	1.51	1.30	1.23	1.16
PCFR	13.26	12.34	10.04	9.28	8.67
EV/EBITDA	12.99	11.19	8.29	7.04	5.95
PSR	1.86	1.94	1.62	1.47	1.34
재무비율(%)					
ROE	11.69	4.40	6.30	7.06	7.70
ROA	9.36	3.43	4.93	5.51	5.99
ROIC	5.66	5.61	8.68	10.61	12.68
부채비율	27.37	26.49	26.66	27.00	27.22
순부채비율	(6.29)	(13.54)	(20.37)	(26.94)	(33.15)
이자보상비율(배)	7.82	14.96	24.21	28.16	31.62

자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2024	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	1,734.8	2,003.7	2,510.2	3,078.6	3,696.9
금융자산	775.3	1,095.4	1,530.0	2,002.2	2,515.6
현금성자산	451.5	524.6	952.1	1,415.1	1,918.3
매출채권	386.3	358.0	386.4	424.3	465.7
재고자산	497.8	480.1	518.1	569.0	624.5
기타유동자산	75.4	70.2	75.7	83.1	91.1
비유동자산	5,048.7	4,957.5	4,801.1	4,669.0	4,556.6
투자자산	73.7	65.9	70.2	76.0	82.2
금융자산	67.9	60.3	64.2	69.3	75.0
유형자산	2,296.4	2,224.8	2,084.0	1,966.2	1,867.6
무형자산	1,773.9	1,722.6	1,702.6	1,682.6	1,662.6
기타비유동자산	904.7	944.2	944.3	944.2	944.2
자산총계	6,783.5	6,961.2	7,311.2	7,747.6	8,253.5
유동부채	1,095.7	1,120.9	1,178.9	1,256.5	1,341.2
금융부채	367.5	304.6	308.5	313.6	319.2
매입채무	96.0	109.4	118.0	129.6	142.3
기타유동부채	632.2	706.9	752.4	813.3	879.7
비유동부채	361.8	336.9	360.0	390.8	424.5
금융부채	72.8	45.4	45.4	45.4	45.4
기타비유동부채	289.0	291.5	314.6	345.4	379.1
부채총계	1,457.5	1,457.8	1,538.8	1,647.3	1,765.7
지배주주지분	5,252.4	5,449.3	5,715.5	6,037.6	6,416.0
자본금	34.5	34.5	34.5	34.5	34.5
자본잉여금	623.2	633.0	633.0	633.0	633.0
자본조정	(18.3)	(10.6)	(10.6)	(10.6)	(10.6)
기타포괄이익누계액	11.9	17.4	17.4	17.4	17.4
이익잉여금	4,601.0	4,775.0	5,041.2	5,363.3	5,741.8
비지배주주지분	73.6	54.2	56.9	62.7	71.8
자본총계	5,326.0	5,503.5	5,772.4	6,100.3	6,487.8
순금융부채	(335.0)	(745.4)	(1,176.1)	(1,643.2)	(2,151.0)

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2024	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	334.5	583.8	634.8	686.6	738.1
당기순이익	601.6	247.3	369.1	435.3	502.9
조정	(102.7)	323.9	240.7	217.8	198.6
감가상각비	257.4	268.1	240.7	217.8	198.6
외환거래손익	(14.1)	(2.3)	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(392.5)	0.8	0.0	0.0	0.0
기타	46.5	57.3	0.0	0.0	0.0
영업활동 자산부채변동	(164.4)	12.6	25.0	33.5	36.6
투자활동 현금흐름	(312.2)	(295.3)	(105.9)	(109.7)	(111.1)
투자자산감소(증가)	374.6	50.2	(18.9)	(20.4)	(20.9)
자본증가(감소)	(81.0)	(64.6)	(100.0)	(100.0)	(100.0)
기타	(605.8)	(280.9)	13.0	10.7	9.8
재무활동 현금흐름	(148.6)	(150.4)	(81.7)	(87.6)	(95.1)
금융부채증가(감소)	89.8	(90.1)	3.8	5.1	5.6
자본증가(감소)	(170.6)	9.7	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(4.9)	7.7	0.0	0.1	0.0
배당지급	(62.9)	(77.7)	(85.5)	(92.8)	(100.7)
현금의 증감	(126.3)	138.1	375.4	463.0	503.2
Unlevered CFO	545.8	668.5	739.7	799.8	856.0
Free Cash Flow	253.5	519.3	534.8	586.6	638.1

2026년 06월 09일 | 기업분석_기업분석(Report)

BUY (신규)

목표주가(12M) 240,000원
현재주가(6.08) 158,500원

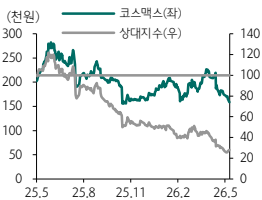
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	7,484.41
52주 최고/최저(원)	282,000/155,700
시가총액(십억원)	1,798.9
시가총액비중(%)	0.03
발행주식수(천주)	11,349.5
60일 평균 거래량(천주)	90.0
60일 평균 거래대금(십억원)	17.5
외국인지분율(%)	38.49
주요주주 지분율(%)	
코스맥스비타이이 외 10인	27.51
국민연금공단	11.22

Consensus Data

	2026	2027
매출액(십억원)	2,745.4	3,070.9
영업이익(십억원)	231.0	271.1
순이익(십억원)	149.1	178.8
EPS(원)	12,824	15,410
BPS(원)	58,631	70,834

Stock Price



Financial Data

투자지표	2024	2025	2026F	2027F
매출액	2,166.1	2,398.8	2,782.2	3,186.7
영업이익	175.4	195.8	233.0	278.8
세전이익	137.6	156.5	218.7	269.9
순이익	85.8	123.1	166.2	205.2
EPS	7,560	10,843	14,643	18,076
증감율	50.18	43.43	35.05	23.44
PER	19.72	15.03	11.33	9.18
PBR	3.57	3.31	2.74	2.20
EV/EBITDA	9.83	10.08	9.04	7.59
ROE	20.53	23.86	26.70	26.62
BPS	41,737	49,206	60,550	75,327
DPS	2,300	3,300	3,300	3,300



Analyst 박중대 forsword@hanafn.com

코스맥스 (192820)

2026년 미증 불확실성 완전 해소

1분기 미국 사업 YoY 46% 완전한 턴어라운드

1분기 연결 매출 6,820억원(YoY 15.9%), 영업이익 530억원(YoY 3.3%)으로 시장 기대치 소폭 하회하지만 양호한 실적을 기록했다. 국내 사업 성장률이 수출 호조로 YoY 17% 증가했다. 전년도 4분기(YoY 4%)에 비하면 상당한 회복이다. 다만, 경쟁사 대비 성장률이 상당히 낮는데, 색조 카테고리 부진 때문이다. 국내 사업은 주로 겔마스크/크림/클렌징/션 등 기초 카테고리라 견인했다. 해외 사업 불확실성을 많이 견어냈다. 중국 법인 매출이 YoY 20%, 미국 법인은 YoY 46%나 큰 폭 증가했는데, 거의 BEP에 근접하고 있다. 동남아 지역 매출이 YoY 12% 감소한 게 아쉬움이 있지만, 2분기 증가세로 전환 가능성이 크다. 2분기 인도네시아 매출은 YoY 20%, 태국 매출은 YoY 2% 증가할 것으로 회사 측에서는 전망하고 있다. 태국 법인 수출 부진 요인으로 지목돼 오던 미안마 수입 허가 리스크도 해소 국면에 있다.

하반기로 갈 수록 기초 비중 확대 효과 수익성 개선 기대

2분기 연결 매출은 YoY 19%, 영업이익은 681억원(YoY 12%) 수준으로 추정한다. 회사 측 2분기 가이던스는 매출 증가율(YoY), 본사 15%, 중국 20%, 미국 30, 인도네시아 20%, 태국 2%이다. 국내 사업은 섁크림이 성수기로 접어들면서 QoQ 마진 개선이 예상된다. 미국 사업은 BEP 도달 가능성이 높다. 중국/미국 사업 실적 불확실성 해소됐다는 점은 대단히 긍정적이다. 하반기는 국내 하이드로겔 기저효과를 비롯, 국내외 마진 개선으로 실적 모멘텀이 확대될 가능성이 크다.

목표주가 24만원, 투자 의견 '매수'로 커버리지 개시

코스맥스는 세계 최대 화장품 ODM 업체로 한국 화장품 제조 인프라의 글로벌 경쟁력 제고를 견인해왔다. 중국 법인을 중국 최대 화장품 ODM 업체로 안착시키면서 세계 1위 ODM 업체가 됐고, 이어서 미국, 동남아 등지로 해외 사업을 확대해왔다. 곧 이태리, 인도도 진출 예정이다. 각 지역 안정화에 상당한 시간이 소요됐지만, 최근 미국 사업이 턴어라운드 하면서 불확실성이 해소되었다. 다만, 색조 카테고리 둔화는 경쟁사 대비 국내 사업 성장률이 열위에 있는 요인이다. 국내 사업에서 색조 매출 비중이 한때 50%를 넘었는데, 이번 1분기에는 30%까지 하락했다. 색조 제품 가운데서도 대량 생산하던 히트 제품들이 있는데, 이들의 매출 부진은 전체 수익성 저하의 요인이 되고 있다. 미국/유럽 수출 성장이 대부분 기초 카테고리에서 나오고 있고, 색조 비중이 높은 일본 시장이 둔화되고 있기 때문이다. 1분기 호실적에도 불구하고, 주가가 부진한 이유는 여기서 찾아야할 듯하다. 그렇다고 글로벌 1위 기업의 실적 모멘텀이 문제가 있는 것은 아니다. 하반기로 가면서 색조 둔화 영향을 기초 확대 효과가 상쇄하면서 수익성을 제고 시킬 것으로 본다. 실적 모멘텀 회복 대비한 저가 매수 전략이 바람직하다.

도표 1. 코스맥스 분기 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2025	2026F	2027F
매출	588.6	623.6	585.6	601.0	682.0	740.8	676.4	683.0	2,398.8	2,782.2	3,186.7
국내	362.8	420.5	383.5	359.7	423.2	483.6	441.0	407.6	1,526.4	1,755.4	1,992.4
중국	162.7	148.6	140.0	181.4	194.7	185.4	164.7	196.0	632.7	740.8	854.7
미국	28.7	30.0	36.9	37.0	42.0	39.0	44.3	43.1	132.6	168.4	200.2
동남아	53.5	44.0	36.7	36.8	47.0	49.8	43.3	45.1	171.0	185.2	203.1
영업이익	51.3	60.8	42.7	40.9	53.0	68.1	52.3	59.5	195.8	233.0	278.8
국내	34.3	49.9	34.3	36.0	38.0	53.2	39.7	44.7	154.5	175.5	201.2
중국	9.5	8.2	5.0	9.1	10.9	10.5	9.1	11.5	31.8	42.0	54.5
미국	-4.0	-4.5	-1.8	-2.2	-0.2	0.0	0.0	0.3	-12.6	0.2	4.0
동남아	8.7	6.6	4.3	3.3	4.3	4.2	3.4	2.7	22.9	14.6	18.1
세전이익	25.2	26.4	40.0	64.9	55.4	64.6	48.8	49.9	156.5	218.7	269.9
지배주주순이익	8.1	20.9	9.0	85.1	41.6	49.1	37.1	38.5	123.1	166.2	205.2
영업이익률(%)	8.7	9.8	7.3	6.8	7.8	9.2	7.7	8.7	8.2	8.4	8.7
국내	9.5	11.9	8.9	10.0	9.0	11.0	9.0	11.0	10.1	10.0	10.1
중국	5.9	5.5	3.6	5.0	5.6	5.7	5.5	5.9	5.0	5.7	6.4
미국	-14.0	-15.0	-5.0	-6.0	-0.5	0.0	0.1	0.8	-9.5	0.1	2.0
동남아	16.2	15.0	11.8	8.9	9.1	8.5	7.8	6.0	13.4	7.9	8.9
세전이익률(%)	4.3	4.2	6.8	10.8	8.1	8.7	7.2	7.3	6.5	7.9	8.5
순이익률(%)	1.4	3.4	1.5	14.2	6.1	6.6	5.5	5.6	5.1	6.0	6.4
매출(% YoY)	11.7	13.1	10.5	7.7	15.9	18.8	15.5	13.6	10.7	16.0	14.5
국내	15.0	20.8	10.3	3.9	16.7	15.0	15.0	13.3	12.4	15.0	13.5
중국	3.4	0.7	22.3	17.0	19.7	24.7	17.6	8.1	10.2	17.1	15.4
미국	-26.0	-16.6	13.5	24.2	46.3	30.0	20.0	16.5	-3.3	27.0	18.9
동남아	59.2	23.3	-15.5	-16.4	-12.1	13.2	17.9	22.5	9.1	8.3	9.7
영업이익(% YoY)	13.0	30.2	-1.6	2.7	3.2	12.1	22.5	45.5	11.6	19.0	19.7
국내	14.0	44.5	-13.1	4.0	10.8	6.6	15.7	24.0	11.4	13.6	14.6
중국	13.4	85.0	흑전	162.8	14.1	29.3	81.0	26.7	99.5	32.1	29.6
미국	적지	적지	적지	적지	적지	적지	흑전	흑전	적지	적지	흑전
동남아	258.0	85.0	-44.7	-58.0	-50.7	-36.0	-21.7	-17.9	5.9	-36.3	24.2
세전이익(% YoY)	-25.6	-49.0	77.3	120.4	119.8	144.6	21.9	-23.1	13.7	39.7	23.4
지배주주순이익(% YoY)	-57.7	-37.8	-57.5	611.9	411.3	134.5	313.9	-54.7	42.8	35.0	23.4

주: 해외법인별 영업이익은 추정치
 자료: 코스맥스, 하나증권

도표 2. 코스맥스 연간실적 전망과 밸류에이션

(단위: 십억원)

	2023	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출	1,777.5	2,166.1	2,398.8	2,782.2	3,186.7	3,593.2
국내	1,057.5	1,357.7	1,526.4	1,755.4	1,992.4	2,234.4
중국	547.5	574.4	632.7	740.8	854.7	973.2
미국	139.9	137.1	132.6	168.4	200.2	230.5
동남아	111.3	156.7	171.0	185.2	203.1	220.1
영업이익	115.7	175.4	195.8	233.0	278.8	323.2
국내	86.8	138.7	154.5	175.5	201.2	227.9
중국	42.4	15.9	31.8	42.0	54.5	65.6
미국	-14.0	-10.6	-12.6	0.2	4.0	6.9
동남아	6.4	21.6	22.9	14.6	18.1	21.9
세전이익	84.2	137.6	156.5	218.7	269.9	319.7
지배주주순이익	57.1	85.8	123.1	166.2	205.2	243.0
적정시가총액(십억원)	857.1	1,287.0	1,846.0	2,492.9	3,077.3	3,644.3
주식수(천주)	11,350	11,350	11,350	11,350	11,350	11,350
적정주가(원)	75,515	113,393	162,647	219,648	271,142	321,099
적정PER(배)	15.0	15.0	15.0	15.0	15.0	15.0
EPS(원)	5,034	7,560	10,843	14,643	18,076	21,407
영업이익률(%)	6.5	8.1	8.2	8.4	8.7	9.0
세전이익률(%)	4.7	6.4	6.5	7.9	8.5	8.9
순이익률(%)	3.2	4.0	5.1	6.0	6.4	6.8
매출 (% YoY)	11.1	21.9	10.7	16.0	14.5	12.8
국내	23.8	28.4	12.4	15.0	13.5	12.2
중국	-1.7	4.9	10.2	17.1	15.4	13.9
미국	-14.7	-2.0	-3.3	27.0	18.9	15.1
동남아	28.6	40.8	9.1	8.3	9.7	8.4
영업이익 (% YoY)	117.9	51.6	11.6	19.0	19.7	15.9
세전이익(% YoY)	1,265.1	63.4	13.7	39.7	23.4	18.4
지배주주순이익 (% YoY)	174.1	50.2	43.4	35.0	23.4	18.4

자료: 하나증권

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	2,166.1	2,398.8	2,782.2	3,186.7	3,593.2
매출원가	1,747.9	1,989.7	2,306.5	2,606.7	2,939.2
매출총이익	418.2	409.1	475.7	580.0	654.0
판매비	242.8	213.2	242.8	301.2	330.8
영업이익	175.4	195.8	233.0	278.8	323.2
금융손익	(20.6)	(34.5)	(9.3)	(4.4)	0.6
종속/관계기업손익	(0.0)	(0.0)	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	(17.1)	(4.8)	(5.0)	(4.5)	(4.1)
세전이익	137.6	156.5	218.7	269.9	319.7
법인세	49.2	25.4	52.5	64.8	76.7
계속사업이익	88.4	131.1	166.2	205.2	243.0
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	88.4	131.1	166.2	205.2	243.0
비지배주주지분 손익	2.6	8.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	85.8	123.1	166.2	205.2	243.0
지배주주지분포괄이익	116.6	126.5	156.9	193.7	229.4
NOPAT	112.7	164.0	177.1	211.9	245.6
EBITDA	244.2	269.9	308.9	356.4	402.4
성장성(%)					
매출액증가율	21.86	10.74	15.98	14.54	12.76
NOPAT증가율	117.15	45.52	7.99	19.65	15.90
EBITDA증가율	39.46	10.52	14.45	15.38	12.91
영업이익증가율	51.60	11.63	19.00	19.66	15.93
(지배주주)순이익증가율	50.26	43.47	35.01	23.47	18.42
EPS증가율	50.18	43.43	35.05	23.44	18.43
수익성(%)					
매출총이익률	19.31	17.05	17.10	18.20	18.20
EBITDA이익률	11.27	11.25	11.10	11.18	11.20
영업이익률	8.10	8.16	8.37	8.75	8.99
계속사업이익률	4.08	5.47	5.97	6.44	6.76

투자지표	(단위:십억원)				
	2024	2025	2026F	2027F	2028F
주당지표(원)					
EPS	7,560	10,843	14,643	18,076	21,407
BPS	41,737	49,206	60,550	75,327	93,435
CFPS	24,144	24,457	29,649	34,145	38,484
EBITDAPS	21,517	23,785	27,219	31,406	35,456
SPS	190,853	211,353	245,140	280,779	316,595
DPS	2,300	3,300	3,300	3,300	3,300
주기지표(배)					
PER	19.72	15.03	11.33	9.18	7.75
PBR	3.57	3.31	2.74	2.20	1.78
PCFR	6.18	6.66	5.60	4.86	4.31
EV/EBITDA	9.83	10.08	9.04	7.59	6.41
PSR	0.78	0.77	0.68	0.59	0.52
재무비율(%)					
ROE	20.53	23.86	26.70	26.62	25.38
ROA	4.92	6.06	7.55	8.52	9.04
ROIC	12.66	14.21	13.93	15.89	17.60
부채비율	280.05	247.10	207.32	179.32	154.67
순부채비율	132.32	133.55	103.68	74.96	49.81
이자보상비율(배)	3.87	4.19	4.92	5.97	6.79

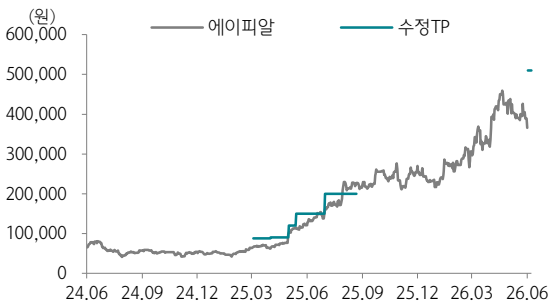
자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2024	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	942.5	975.0	1,096.7	1,328.6	1,600.4
금융자산	295.2	226.3	228.6	334.7	480.0
현금성자산	256.4	192.3	193.7	298.6	442.9
매출채권	349.2	426.9	495.1	567.1	639.4
재고자산	257.0	270.8	314.1	359.8	405.7
기타유동자산	41.1	51.0	58.9	67.0	75.3
비유동자산	991.2	1,150.4	1,180.8	1,209.9	1,237.4
투자자산	55.9	53.0	59.3	66.0	72.8
금융자산	54.9	52.0	58.2	64.8	71.3
유형자산	778.4	925.5	953.8	979.6	1,003.2
무형자산	63.0	63.8	59.6	56.1	53.3
기타비유동자산	93.9	108.1	108.1	108.2	108.1
자산총계	1,933.7	2,125.4	2,277.6	2,538.5	2,837.8
유동부채	1,114.2	1,201.5	1,231.8	1,331.3	1,431.3
금융부채	738.7	814.1	787.0	825.9	865.0
매입채무	231.1	270.7	314.0	359.6	405.5
기타유동부채	144.4	116.7	130.8	145.8	160.8
비유동부채	310.7	311.6	304.6	298.4	292.2
금융부채	229.7	230.0	210.0	190.0	170.0
기타비유동부채	81.0	81.6	94.6	108.4	122.2
부채총계	1,424.9	1,513.1	1,536.5	1,629.7	1,723.5
지배주주지분	473.4	558.1	686.9	854.6	1,060.1
자본금	5.7	5.7	5.7	5.7	5.7
자본잉여금	28.5	12.9	12.9	12.9	12.9
자본조정	(0.3)	(0.3)	(0.3)	(0.3)	(0.3)
기타포괄이익누계액	56.0	56.5	56.5	56.5	56.5
이익잉여금	383.6	483.4	612.2	779.9	985.4
비지배주주지분	35.4	54.2	54.2	54.2	54.2
자본총계	508.8	612.3	741.1	908.8	1,114.3
순금융부채	673.3	817.8	768.4	681.3	555.0

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2024	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	73.0	86.7	218.2	257.6	296.9
당기순이익	88.4	131.1	166.2	205.2	243.0
조정	111.9	42.7	75.9	77.6	79.2
감가상각비	68.8	74.2	75.9	77.6	79.2
외환거래손익	(13.2)	3.5	0.0	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	56.3	(35.0)	0.0	0.0	0.0
영업활동 자산부채변동	(127.3)	(87.1)	(23.9)	(25.2)	(25.3)
투자활동 현금흐름	(160.0)	(179.4)	(107.4)	(107.8)	(107.8)
투자자산감소(증가)	57.7	49.7	(6.4)	(6.7)	(6.7)
자본증가(감소)	(164.9)	(187.0)	(100.0)	(100.0)	(100.0)
기타	(52.8)	(42.1)	(1.0)	(1.1)	(1.1)
재무활동 현금흐름	250.2	33.9	(84.5)	(18.5)	(18.3)
금융부채증가(감소)	255.9	75.6	(47.1)	18.9	19.1
자본증가(감소)	(0.1)	(15.6)	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	0.1	0.0	0.0	0.0	(0.0)
배당지급	(5.7)	(26.1)	(37.4)	(37.4)	(37.4)
현금의 증감	163.1	(58.8)	(53.0)	105.0	144.3
Unlevered CFO	274.0	277.6	336.5	387.5	436.8
Free Cash Flow	(92.0)	(100.3)	118.2	157.6	196.9

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

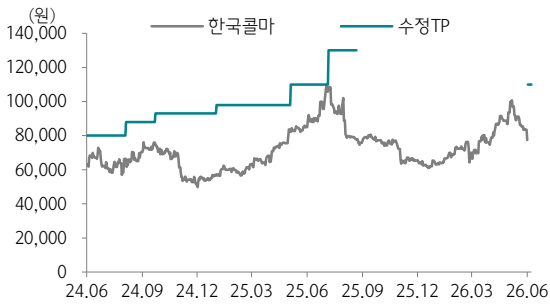
에이피알



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
26.6.9	BUY	510,000	-	-
26.6.4	담당자 변경	-	-	-
25.7.8	BUY	200,000	37.34%	129.50%
25.5.21	BUY	150,000	-11.37%	2.80%
25.5.9	BUY	120,000	-8.21%	-5.17%
25.4.9	BUY	90,000	-18.46%	9.33%
25.3.11	BUY	88,000	-23.37%	-18.98%
25.2.11	Not Rated	-	-	-

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

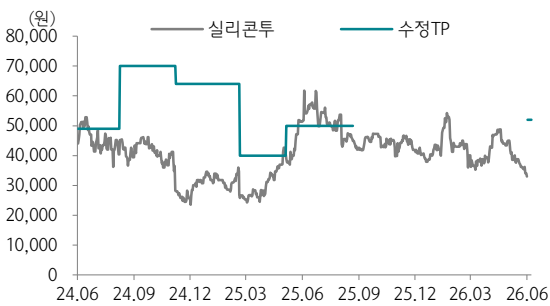
한국콜마



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
26.6.9	BUY	110,000	-	-
26.6.4	담당자 변경	-	-	-
25.7.14	BUY	130,000	-40.94%	-16.38%
25.5.12	BUY	110,000	-18.02%	-0.73%
25.1.9	BUY	98,000	-33.88%	-14.69%
24.9.30	BUY	93,000	-35.01%	-21.08%
24.8.12	BUY	88,000	-21.14%	-13.41%
24.6.3	BUY	80,000	-20.18%	-8.75%

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

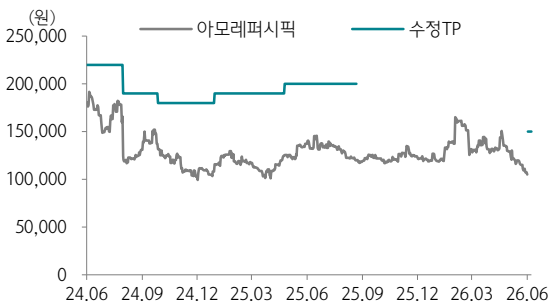
실리콘투



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
26.6.9	BUY	52,000	-	-
26.6.4	담당자 변경	-	-	-
26.5.13	1년 경과	-	-	-
25.5.13	BUY	50,000	-9.54%	23.60%
25.2.27	BUY	40,000	-25.01%	6.63%
24.11.15	BUY	64,000	-53.13%	-43.83%
24.8.16	BUY	70,000	-41.66%	-34.00%
24.5.29	BUY	49,000	-8.26%	7.76%

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

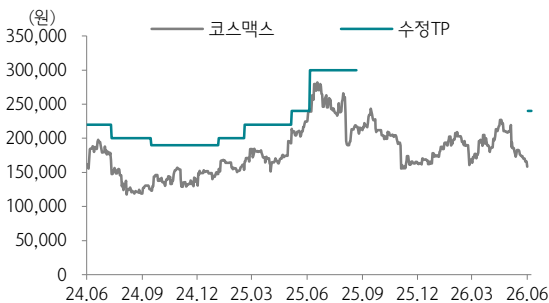
아모레퍼시픽



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
26.6.9	BUY	150,000		
26.6.4	담당자 변경		-	-
26.5.2	1년 경과		-	-
25.5.2	BUY	200,000	-35.09%	-17.45%
25.1.6	BUY	190,000	-39.23%	-31.74%
24.10.4	BUY	180,000	-36.44%	-27.61%
24.8.7	BUY	190,000	-31.08%	-19.89%
24.5.29	BUY	220,000	-22.10%	-11.73%

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

코스맥스



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
26.6.9	BUY	240,000		
26.6.4	담당자 변경		-	-
25.6.13	BUY	300,000	-32.32%	-6.00%
25.5.14	BUY	240,000	-10.30%	1.04%
25.2.25	BUY	220,000	-21.07%	-10.86%
25.1.13	BUY	200,000	-20.68%	-15.90%
24.9.23	BUY	190,000	-25.42%	-17.26%
24.7.19	BUY	200,000	-34.12%	-21.75%
24.5.29	BUY	220,000	-18.89%	-10.09%

Compliance Notice

- 당사는 2026년 6월 9일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(박종대)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(박종대)는 2026년 6월 9일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사항목은 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용
- 기업의 분류
BUY(매수)_목표주가가 연주가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 연주가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(비중축소)_목표주가가 연주가 대비 15% 이상 하락 가능
- 산업의 분류
Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	97.27%	2.73%	0.00%	100%

* 기준일: 2026년 06월 06일