



plz....

Will
You
Buy
Me...?

[화장품/음식료] 권우정 책임연구원
20240006@iprovest.com

발간일자 2026.08.18

K-뷰티,
펀더멘탈 Yes!
글로벌 모두가 Yes!

CONTENTS

3	Summary
8	1. 그놈의 '상고하저'
14	2. 2026년이 다른 이유: 구조적 확장, 상고하고!
17	3. 미국의 구조적 확장: 아마존 외 오프라인+틱톡샵 진격
23	4. 유럽 구조적 확장: 미국 초기보다 빠르다! 온오프라인 동시 확대
28	5. 오프라인 확대 뭐가 달라지나? 실적 계절성을 바꾸다
30	6. 결론: WILL YOU BUY ME? 올해는 진짜 다르다 Top picks: 에이피알, 한국콜마, 코스맥스
39	기업분석 에이피알/한국콜마/코스맥스

Summary

2026년 화장품 업종은 최근 2년과 다른 국면에 진입했다. 2024~2025년에는 미국 아마존 중심으로 성장했는데, 늘 ‘피크아웃 우려’가 상존하며 주가 및 밸류에이션을 제약했다. 반면 올해는 성장의 축 자체가 달라지고 있다. 미국에서는 아마존 성장에 ULTA, 세포라, 타깃, 월마트 등 오프라인 채널 확대가 더해지고 있으며, 유럽에서는 지역 확장과 함께 아마존, 틱톡샵, 부츠 등 온오프라인 채널이 동시에 빠르게 침투하고 있다. 기존 채널 내 점유율 상승에 신규 국가, 신규 채널이 동시에 더해지는 구조다.

이에 따라 과거 반복됐던 상고하저의 계절성 역시 약화될 가능성이 높다. 기존에는 아마존 채널 행사시즌의 영향을 크게 받았지만, 오프라인 비중 확대와 유럽 등 신규 지역 진출로 매출 계절성이 완화될 수 있다. 특히, 오프라인 리테일러들은 연말 행사시즌을 앞두고 3분기에 재고 매입을 확대한다. 실제 주요 ODM사들이 조업일수 감소에도 불구하고 26년 3분기 QoQ 매출 성장을 전망하고 있다는 점도 이러한 변화를 뒷받침한다.

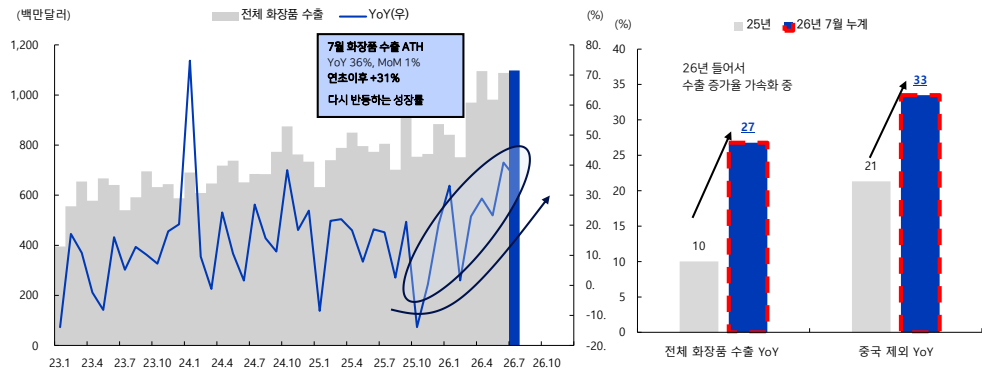
무엇보다 중요한 것은 높은 기저에도 성장률이 다시 높아지고 있다는 점이다. 미국향 수출은 기존 아마존 강세에 오프라인 채널 확장이 더해지며 25년 YoY 13% → 26년 YTD 39%로 재가속화 중이며, 유럽은 미국의 초기 확산 국면보다 속도가 빠르다. 대형 ODM사뿐 아니라 중소형 원료 및 ODM 업체들의 실적까지 동시에 가속화되고 있다는 점을 감안하면, 현재의 성장은 특정 브랜드나 특정 채널에 의존한 일시적 호황으로 보기 어렵다. 과거 시장의 질문이 ‘K-뷰티가 언제 피크아웃할 것인가’였다면, 이제는 피크아웃이 아직 멀었다는 데 공감대가 형성되고 있다. 시장의 관심은 성장 지속 여부에서 성장 강도로 이동하고 있다. 올해는 진짜 다르다.

따라서 당사는 화장품 업종에 대해 Overweight 의견을 유지하며, 적극적인 비중 확대를 권고한다. 과거 대비 성장의 지역과 채널이 동시에 다변화되고 있으며, 높은 기저에도 수출과 기업 실적의 성장률이 재차 높아지고 있다는 점에서 업종 전반의 밸류에이션 프리미엄 확대가 가능하다고 판단한다.

Top Picks로 에이피알(TP 55만원), 한국콜마(TP 17만원), 코스맥스(TP 31만원)를 제시한다. 에이피알은 K-뷰티 구조적 확장을 가장 직접적으로 보여주는 기업으로, 미국 아마존 1위를 넘어 글로벌 메가 브랜드로 도약하는 국면에 위치한다. 성장 지속성과 확장성 모두 가장 높게 평가한다. 한국콜마와 코스맥스는 ODM사로서 특정 브랜드 성패와 무관하게 K-뷰티 구조적 확장을 온전히 누린다. 성장축이 다수 브랜드, 다수 국가, 다수 채널로 확산되는 국면에서 핵심 수혜주로 판단한다.

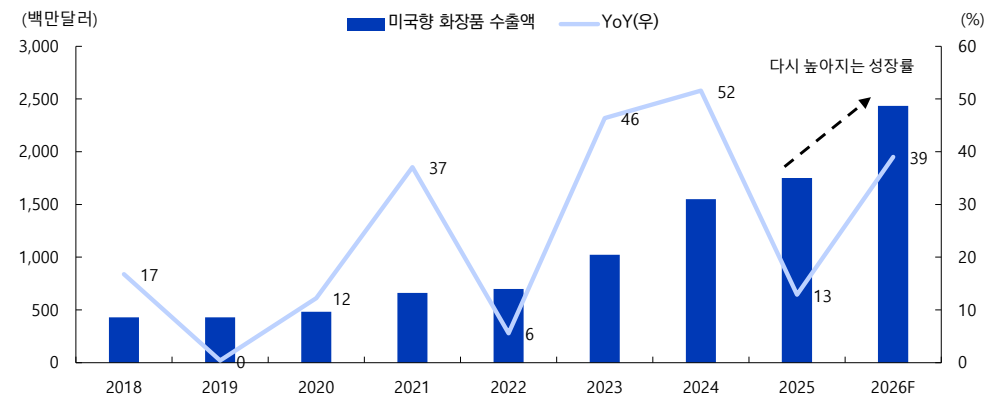
Key Chart

[도표 1] 화장품 수출 YoY 증가율: 올해 들어 성장률 가속화 중



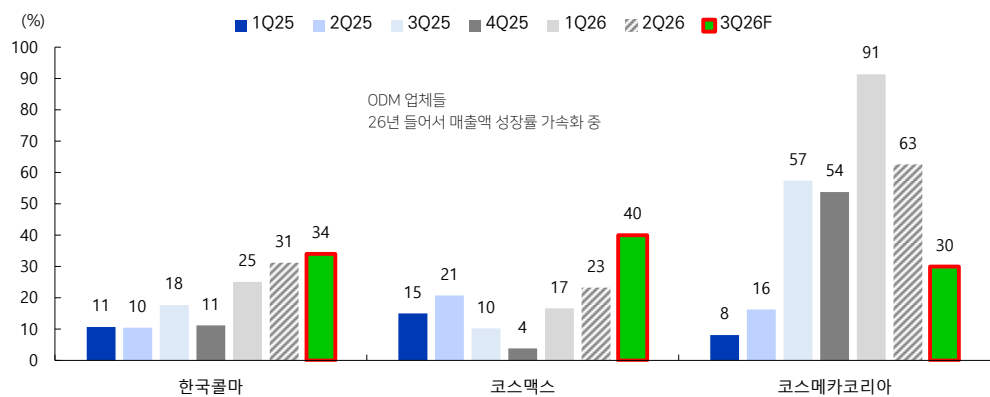
자료: Trass, 교보증권 리서치센터

[도표 2] 미국향 화장품 수출 YoY 증가율: 올해 들어 성장률 가속화 중



자료: Trass, 교보증권 리서치센터

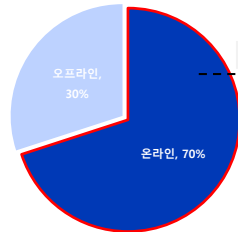
[도표 3] ODM 3 사 분기별 매출액 YoY 성장률



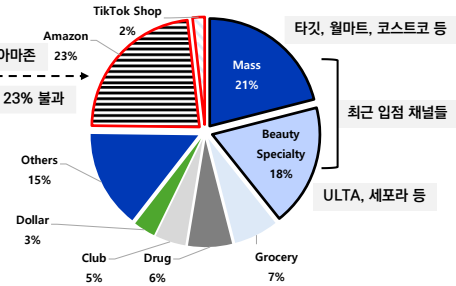
자료: 각 사, 교보증권 리서치센터

[도표 4] 미국 K-뷰티 온오프라인 비중 Vs. 미국 화장품 리테일러별 비중

미국 내 K-뷰티 온/오프라인 비중



미국 화장품 리테일러별 비중



VS

자료: 닐슨, 교보증권 리서치센터

[도표 5] K-뷰티 미국 유통 채널 변화

K-뷰티 미국 유통 채널 변화

23년도~현재

미국 화장품 시장 내 아마존 부상 (feat. K-뷰티/틱톡)



25년 7월

★K-뷰티 메인스트림 진입 신호탄

ULTA: K-뷰티 월드 론칭



25년 말~26년

★K-뷰티의 메인스트림 확산★

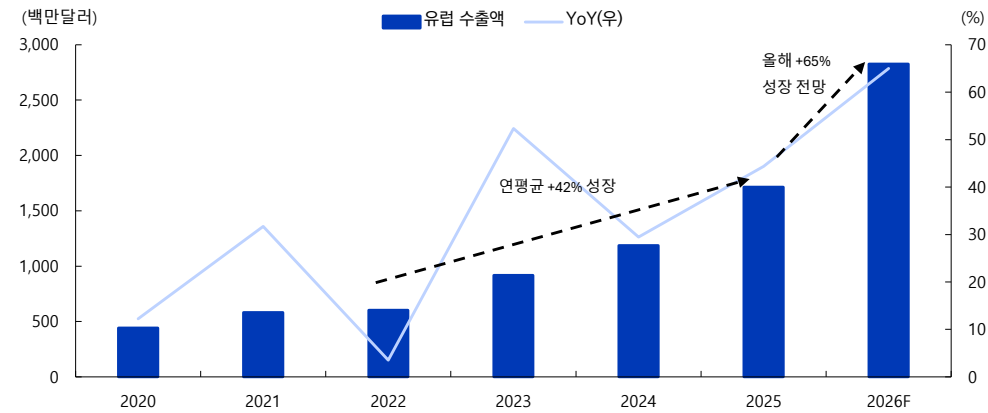
세포라: 올리브영 큐레이션 K-뷰티 전용 존 글로벌 론칭

타깃/월마트/코스트코/H-E-B/CVS/마이어 등
美 주요 대형 리테일러 전반으로 K-뷰티 확산



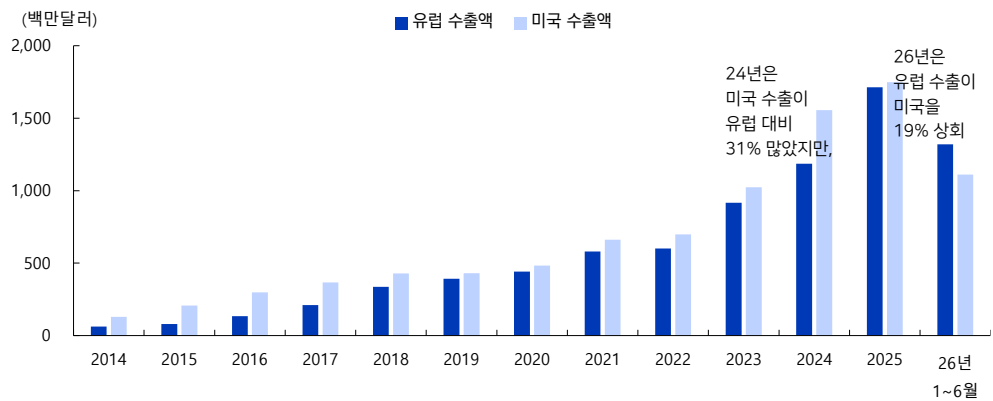
자료: 교보증권 리서치센터

[도표 6] 유럽향 화장품 수출액 추이



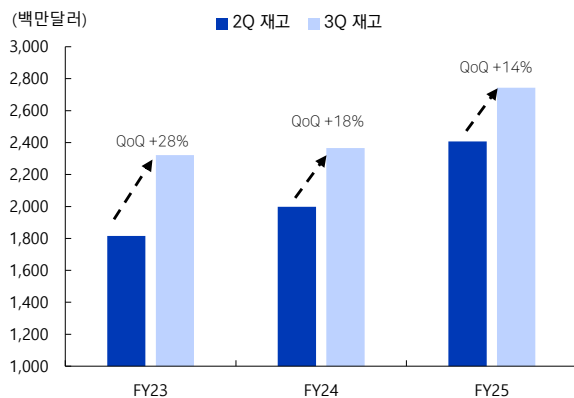
자료: Trass, 교보증권 리서치센터

[도표 7] 국내 화장품 수출액 유럽향 Vs. 미국향



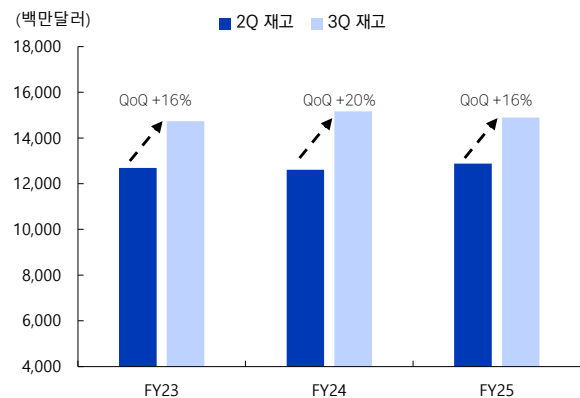
자료: Trass, 교보증권 리서치센터

[도표 8] ULTA 2Q, 3Q 재고 추이



자료: ULTA, 교보증권 리서치센터 / 주: 2Q는 5월~7월, 3Q는 8월~10월

[도표 9] 타깃 2Q, 3Q 재고 추이



자료: 타깃, 교보증권 리서치센터 / 주: 2Q는 5월~7월, 3Q는 8월~10월



이 페이지는 편집상 공백입니다.

1. 그놈의 '상고하저'

① 2024년의 상고하저: 사이클 첫 해의 K-뷰티 피크아웃 우려

과거를 복기해보면, 2024년 화장품 업종의 '상고하저' 변동성은 실적 둔화보다는 'K-뷰티 피크아웃 우려'가 반복적으로 제기된 영향이 컸다. 당시 피크아웃 우려는 ① 대표 인디브랜드의 실제 성장 둔화 및 규제 이슈, ② 미국향 수출 성장률의 변동성, ③ 2분기 호실적 이후 높아진 3분기 시장기대치가 맞물리며 확대되었다.

① 대표 인디브랜드의 실제 성장 둔화 및 규제 이슈

2023년 말부터 미국을 중심으로 K-뷰티 수출이 두각을 나타내기 시작했고, 2024년부터 인디브랜드 약진이 본격적으로 주목받으면서 ODM사 중심의 리레이팅이 시작되었다. 당시 주요 인디브랜드는 대부분 비상장사였기 때문에 투자자들의 관심은 자연스럽게 ODM사로 집중되었다.

다만, 당시 K-뷰티 성장을 대표하던 일부 브랜드에서 실제 성장 둔화가 나타나면서 시장의 불안감이 커졌다. 대표 인디브랜드 COSRX의 2024년 3분기 매출 성장률은 YoY HSD%로 둔화되었는데, 직전 3개년 연평균 성장률이 약 80%였다는 점에서 성장 둔화에 대한 우려가 확대되었다. 또한, 아마존 1위를 기록하기도 했던 조선미녀의 선크림이 OTC 규제 단속 이슈로 아마존 랭킹에서 사라지면서 K-뷰티 성장 지속성에 대한 의구심도 커졌다. 당시 시장에서는 이러한 개별 브랜드의 둔화와 이슈를 산업 전반의 성장률 둔화 가능성과 연결해 해석하는 경향이 강했다.

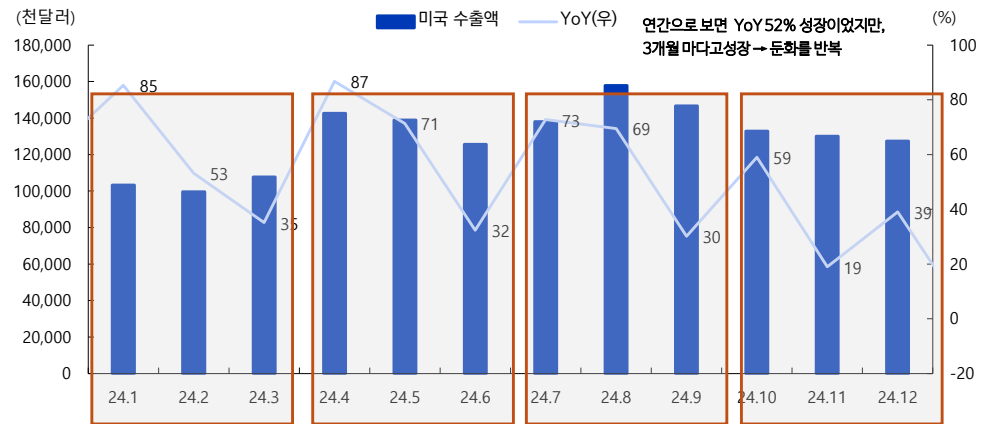
② 미국향 수출 성장률의 변동성

당시 투자자들이 가장 중요하게 확인했던 지표는 '미국향 수출데이터'였다. 문제는 미국향 수출 성장률이 약 3개월 마다 고성장과 둔화를 반복했다는 점이다. K-뷰티가 미국에서 본격적인 고성장을 시작한 첫 해였던 만큼, 성장률이 높아졌다 낮아졌다는 반복할 때마다 '일시적 유행인지', '구조적 트렌드 변화인지'에 대한 의구심이 커질 수밖에 없었다.

지금이야 아마존 프라임데이, 블랙프라이데이, 스프링세일 등 계절성을 시장이 뚜렷하게 인지하지만, 당시에는 이에 대한 시장의 이해도 충분하지 않았다. 이는 브랜드사도 마찬가지였다. 미국 진출을 막 시작한 업체들도 처음 행사 대응으로 재고 쇼티지가 발생하는 등 재고 수요 예측에 어려움을 겪었다. 행사 시점에 따라 약 3개월 주기로 수출 물량이 크게 증가했다가 둔화되는 패턴이 반복됐다.

결론적으로 24년 연간 미국향 수출은 YoY 50%에 가까운 고성장을 기록했음에도, 수출데이터의 변동성으로 인해 연중 '피크아웃'에 대한 우려가 반복적으로 제기되었다. 또한, 2024년까지도 국내 화장품 수출 1위 국가는 '중국'이었던 만큼, 미국이 중국을 넘어설 수 있을지 여부 역시 K-뷰티 성장 지속성을 판단하는 주요 포인트였다.

[도표 10] 2024년 미국향 화장품 수출 데이터

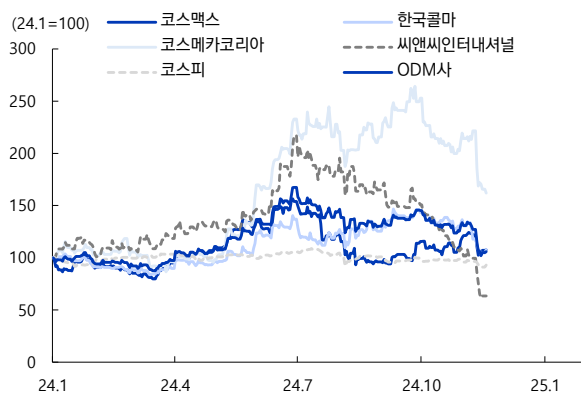


자료: Trass, 교보증권 리서치센터

③ 2분기 호실적 이후 높아졌던 시장기대치

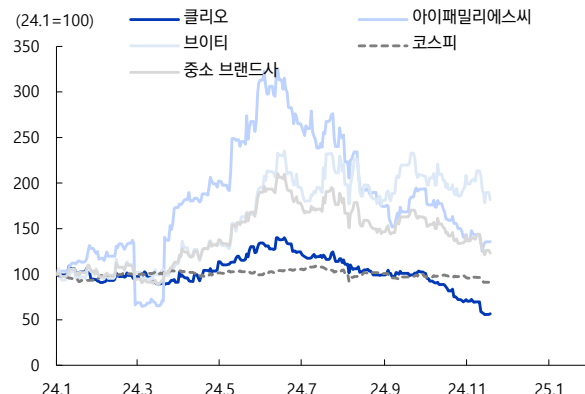
2분기 호실적 이후 높아진 시장기대치 역시 피크아웃 우려를 증폭시켰다. 높아진 기대와 달리 3분기 시장기대치를 상회한 종목은 제한적이었고, 이에 따라 2024년 11월 3분기 실적발표 시즌에는 ODM사 중 역대 최대 수준의 낙폭을 기록한 업체들도 등장했다. 월간 낙폭 기준으로 2024년 11월 코스맥스는 역대 19위, 한국콜마는 역대 2위, 코스메카코리아와 씨앤씨인터내셔널은 각각 역대 1위 수준의 낙폭을 기록했다. 다만, 시장기대치가 높았을 뿐 개별 ODM사들의 영업이익 증가율 자체는 여전히 견조했다.

[도표 11] ODM 사 주가 추이



자료: 에프앤가이드, 교보증권 리서치센터

[도표 12] 중소형 브랜드사 주가 추이



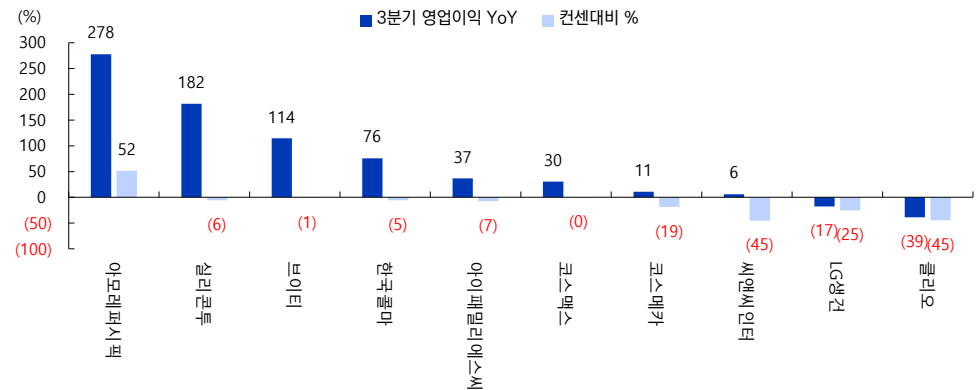
자료: 에프앤가이드, 교보증권 리서치센터

[도표 13] 24년 11월 화장품 업종 주가 낙폭 과대

순위	코스맥스		한국콜마		코스메카		씨앤씨	
	해당 월	월간 수익률	해당 월	월간 수익률	해당 월	월간수익률	해당 월	월간 수익률
1	16.2	(34.2)	18.10	(27.5)	24.11	(29.4)	24.11	(43.4)
2	19.8	(30.4)	24.11	(22.7)	18.10	(27.8)	21.11	(30.8)
3	21.11	(26.9)	19.8	(21.7)	22.6	(27.0)	24.10	(28.7)
4	18.10	(26.8)	16.2	(20.7)	20.3	(26.8)	23.9	(18.8)
5	16.10	(23.8)	18.7	(19.3)	18.7	(22.0)	22.6	(17.9)
6	24.8	(21.7)	16.11	(17.3)	19.7	(20.7)	23.7	(16.7)
7	24.7	(20.4)	21.11	(17.1)	16.11	(20.5)	24.7	(15.5)
8	22.9	(19.9)	14.10	(16.8)	21.11	(18.5)	22.5	(14.6)
9	22.6	(19.2)	17.6	(15.5)	22.10	(16.4)	22.1	(13.4)
10	19.5	(19.1)	16.10	(15.4)	19.3	(16.0)	21.9	(12.5)
11	22.1	(18.8)	19.5	(14.5)	19.8	(15.3)	24.8	(10.1)
12	22.5	(18.7)	22.1	(13.8)	22.9	(15.1)	22.8	(9.3)
13	23.11	(18.4)	13.6	(13.8)	20.8	(15.1)	24.9	(8.7)
14	14.10	(16.9)	18.2	(13.3)	22.5	(14.5)	22.3	(8.2)
15	18.7	(16.3)	21.8	(12.1)	19.1	(14.2)	21.10	(4.3)
16	23.9	(16.2)	13.8	(11.9)	18.2	(13.6)	23.1	(4.3)
17	16.7	(15.0)	23.9	(11.6)	24.10	(13.3)	21.7	(4.0)
18	20.1	(14.4)	23.11	(11.5)	19.11	(13.1)	24.2	(2.3)
19	24.11	(13.0)	22.5	(11.2)	17.7	(11.4)	21.6	(2.0)
20	17.6	(10.2)	20.1	(10.6)	19.10	(10.7)	21.8	(0.3)

자료: 에프앤가이드, 교보증권 리서치센터 / 11.19 종가 기준

[도표 14] 24년 3분기 영업이익 YoY Vs. 컨센서스 차이



자료: 에프앤가이드, 교보증권 리서치센터



이 페이지는 편집상 공백입니다.

㉔ 2025년의 상고하자: 역시나 피크아웃 우려

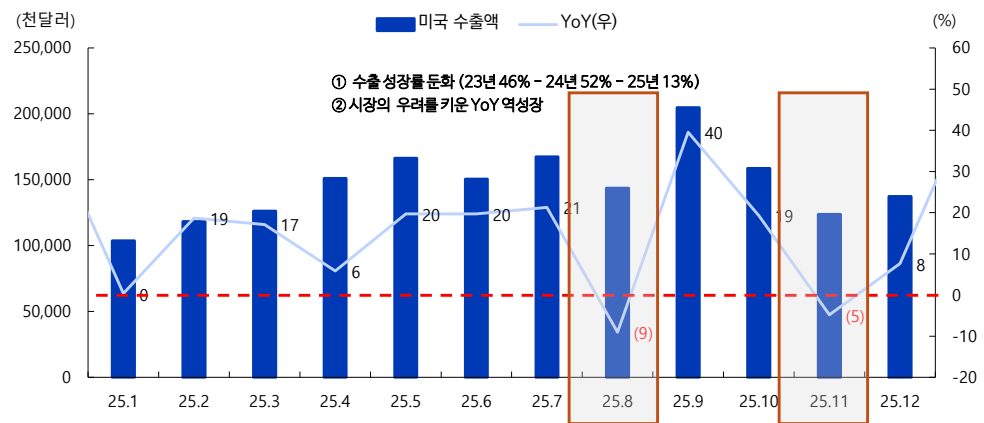
2025년의 '상고하자' 역시 핵심은 'K-뷰티 피크아웃 우려'였다. 다만, 2024년과 달리 대표 브랜드의 실제 성장 둔화보다는 ① 미국 관세 불확실성에 따른 상반기 선수요와 그 반작용으로 나타난 하반기 수출 역성장, ② 미국향 수출 성장률 둔화가 K-뷰티 수요 둔화로 해석되면서 피크아웃 우려가 재차 확대되었다.

① 관세 불확실성에 따른 상반기 선수요와 하반기 수출 역성장

트럼프 취임 이후 미국의 관세 불확실성이 확대되면서 브랜드사들은 하반기 성수기 물량을 상반기에 선제적으로 확보하려는 움직임을 강화했다. 4월부터 한국산 제품에 대한 상호관세가 부과되었고, 8월에는 최종 관세율 발표가 예정되어 있었던 만큼 관세 부담을 피하기 위한 선수요가 발생했다. 이에 따라 상반기 생산과 수출이 집중되었고, 반대로 하반기에는 선수요의 반작용이 나타나며 미국향 수출 성장률이 둔화되었다.

실제로 1~8월 합계 미국향 수출액 YoY 증가율은 15%를 기록했으나, 9~12월 합계 성장률은 YoY 10% 수준으로 낮아졌다. 특히 8월 미국향 수출 성장률은 YoY -9%를 기록하며 K-뷰티 수출 확대 이후 처음으로 역성장했고, 11월에도 재차 역성장을 기록했다. 즉, 관세 불확실성으로 수출 시점이 상반기로 앞당겨졌고, 그 반작용이 하반기 수출 둔화와 역성장으로 나타난 셈이다.

[도표 15] 2025 년 미국향 화장품 수출 데이터



자료: Trass, 교보증권 리서치센터

② 수출 성장률 둔화가 피크아웃으로 해석된 시장 센터

미국향 수출 YoY 성장률은 2024년 52%에서 2025년 13% 수준으로 크게 둔화되었다. 문제는 이러한 성장률 둔화가 이미 2024년부터 반복되어 온 'K-뷰티 피크아웃 우려'와 맞물렸다는 점이다. 높은 기저, 관세 회피 목적의 수출 단가 조정, 상반기 선수요 등 여러 요소들이 존재했음에도, 시장에서는 하반기 수출 역성장을 실제 수요 둔화의 신호로 받아들이는 시각이 확대되었다. 25년 미국향 수출 증가율이 13% 수준으로 낮아지면서, 'K-뷰티 피크아웃' 우려가 다시 부각되었고, 투자심리도 빠르게 위축되었다.

다만, 2024년과 비교해 긍정적이었던 점은 상장사 중 인디브랜드의 폭발적인 성장을 직접적으로 대변하는 브랜드사 '메디큐브'가 등장했다는 점이다. 에이피알은 메디큐브의 압도적인 성장률을 바탕으로 아모레퍼시픽과 LG생활건강의 시가총액을 추월했고, 화장품 업종 내 시가총액 1위 기업으로 올라섰다. 아마존에서도 로레알의 세라비를 제치고 점유율 1위 브랜드에 등극하면서 K-뷰티의 성장성을 실적으로 증명했다. 또한, 2024년 대비 아마존 TOP 100에 진입한 K-뷰티 브랜드 수가 크게 증가하면서 특정 브랜드에 의존한 성장이 아니라 산업 전반으로 저변이 확대되고 있다는 점도 확인되었다.

결론적으로 2024년과 2025년 모두 K-뷰티 피크아웃 우려가 업종의 주요 부담 요인으로 작용했다. 2024년에는 일부 대표 브랜드의 실제 성장 둔화와 OTC 규제 이슈, 수출 데이터의 변동성이 피크아웃 우려를 촉발했다면, 2025년에는 관세 불확실성으로 수출 시점이 상반기로 앞당겨지고 그 반작용으로 하반기 역성장이 나타나면서 피크아웃 우려가 재점화되었다.

2. 2026년이 다른 이유: 구조적 확장, 상고하고!

2026년, 2024~2025년과 다른 구조적 확장

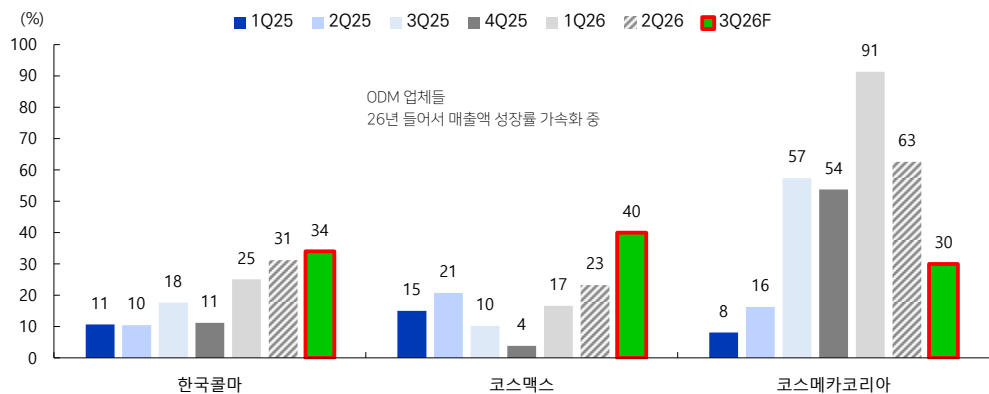
2024~2025년의 상고하저를 만들어냈던 ‘K-뷰티 피크아웃’ 논리는 2026년 들어 상당 부분 약화되었다. 현재 시장의 관심은 ‘K-뷰티의 피크아웃’보다는 2026~2027년 성장물의 ‘강도’에 집중되어 있다. 실제로 2026년 화장품 업황은 지난 2년간 피크아웃 고정관념에서 벗어나, 구조적으로 한 단계 높은 성장 궤도에 진입하고 있다.

① 2024~2025년과 달리, 상고하저의 계절성이 약화되고 있다. 과거 2년은 하반기 수출 둔화가 반복되었으나, 2026년은 하반기에도 강한 수출 흐름이 이어질 가능성이 높다. 7월 수출데이터는 MoM으로 Flat 했는데, 통상 7~8월에 하계휴가에 따른 조업일 수 감소(평균 3~5일)를 감안하면 매우 견조한 수준이다.

수출데이터의 선행지표로 참고할 수 있는 ODM사의 수주 흐름과 매출 가이드스를 보면, 3분기 역시 2분기와 유사하거나 더 강한 매출 흐름을 제시하고 있다. 코스맥스와 한국콜마는 3분기 한국 법인 매출 성장률을 각각 YoY 35~40%, 35% 수준으로 제시했다. 이는 3분기에도 QoQ 매출 성장이 가능한 수준이다. 특히 하계휴가와 추석 영향으로 조업일수가 QoQ 약 5일 감소한다는 점을 감안하면, 하반기 수요에 대한 자신감이 상당히 높은 것으로 해석된다.

과거 2년간 반복되었던 하반기 둔화 패턴과는 분명히 다른 흐름이다. 코스메카도 하반기 한국 법인 매출을 HoH 증가로 제시했다. 특히 2분기 주요 ODM사 실적 컨퍼런스콜에서 공통적으로 확인된 점은 2분기 호실적을 특정 브랜드의 일시적인 물량 집중이 아닌 전반적인 브랜드사의 ‘구조적인 성장’으로 평가하고 있다는 점이다.

[도표 16] ODM 3사 분기별 매출액 YoY 성장률

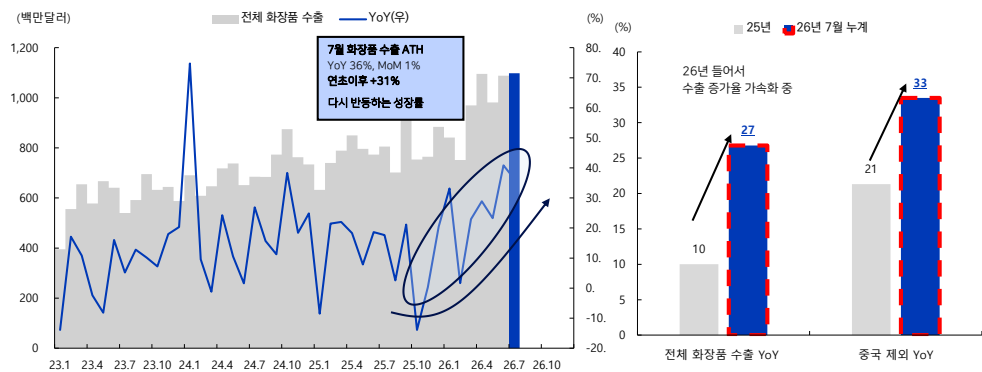


자료: 각 사, 교보증권 리서치센터

② 수출 성장률이 다시 높아지고 있다. 2025년 전체 화장품 수출 증가율은 YoY 10%였는데, 현재 7월 누계로 27%를 기록하며 가속화 중이다. 특히 미국은 25년 13%에서 26년 39%로 더욱 가파르게 증가했다. 이미 한 차례 높은 성장궤도에 진입한 산업이 높은 기저 부담을 넘긴 이후 다시 성장률을 높이는 것은 쉽지 않다. 성장률의 재가속화가 가능하려면 신규 국가, 신규 채널, 신규 브랜드 등 추가적인 성장 동력이 동시에 확대되어야 하기 때문이다. 결국 현재의 수출데이터는 K-뷰티가 단순히 높은 기저를 버티고 있는 수준이 아니라, 글로벌 확장의 폭 자체를 넓혀가고 있음을 보여준다.

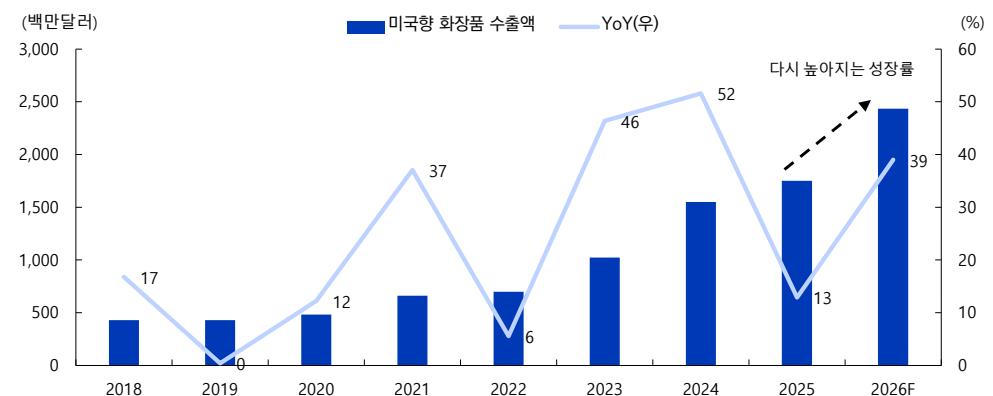
전술했듯 2024년과 2025년의 상고하저는 각각 대표 브랜드의 성장 둔화와 관세에 따른 수출 시점 왜곡이 'K-뷰티 피크아웃' 우려로 연결되며 나타났다. 반면 2026년에는 상고하저의 계절성이 약화되고, 높은 기저에도 수출 성장률이 재가속화되면서 과거의 피크아웃 논리를 적용하기 어려워졌다. 현재 시장의 논쟁은 더 이상 'K-뷰티가 성장하는가'가 아니라, '향후 성장률이 어느 정도 일 것인가'로 이동하고 있다.

[도표 17] 화장품 수출 YoY 증가율: 올해 들어 성장률 가속화 중



자료: Trass, 교보증권 리서치센터

[도표 18] 미국향 화장품 수출 YoY 증가율: 올해 들어 성장률 가속화 중



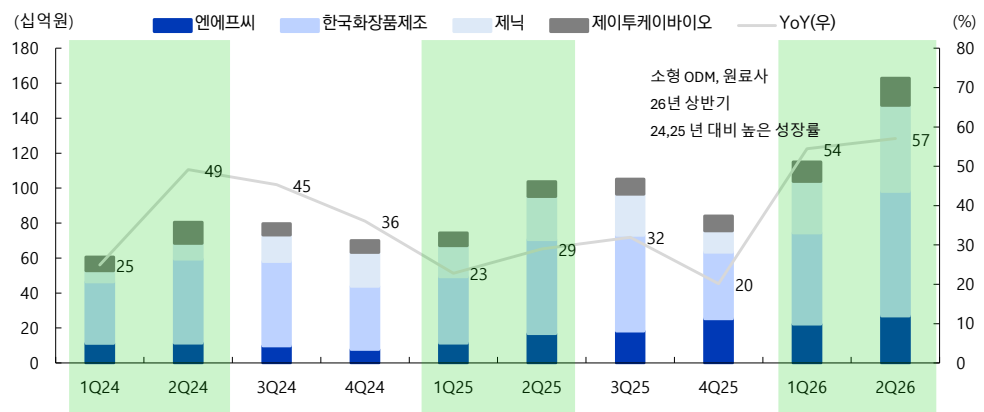
자료: Trass, 교보증권 리서치센터

중소형사 실적에서도 확인되는 구조적 확장

2026년 들어 이러한 변화는 대형 ODM사를 넘어 중소형 원료사 및 ODM사로 확산되고 있다. 제닉, 엔에프씨, 한국화장품제조, 제이투케이바이오 4사(원료사+ODM사) 기준으로, 4개사의 합산 매출액은 26년 2분기 YoY 57% 증가하며 24년, 25년 대비 높은 성장률을 기록했다. 최근 수출데이터 성장률의 반등이 대형사뿐 아니라 중소형사 실적에서도 확인되고 있는 셈이다.

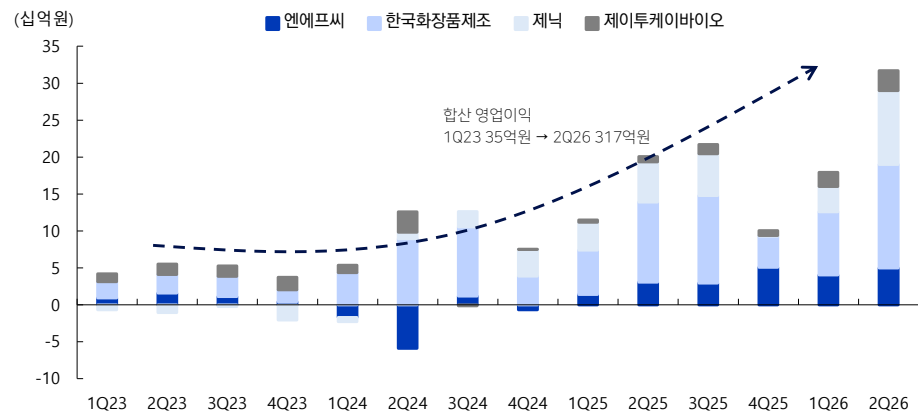
특히 3분기 업황에 대해서도 긍정적으로 언급하고 있다는 점이 눈에 띈다. 제닉의 경우 3분기 매출액이 QoQ 15% 이상 증가할 수 있을 것으로 전망된다. 주요 고객사인 바이오던스의 물량이 미국 아마존에만 국한되지 않고 세포라 등 오프라인 채널로 확대되고 있으며, 유럽 물량 역시 가파르게 증가하고 있기 때문이다. 바이오던스는 현재 미국 세포라 스킨케어 베스트셀러 1위를 기록하고 있다. 이익 체력 역시 크게 개선됐다. 4개사의 합산 영업이익은 23년 1분기에 35억원 수준에서 26년 2분기 317억원까지 10배 가까이 증가한 모습이다. 2026년 화장품 업종의 구조적 확장은 중소형사 실적에서도 확인되고 있다.

[도표 19] 중소형 원료+ODM 4개사 합산 매출액 및 YoY 추이



자료: 에프앤가이드, 교보증권 리서치센터

[도표 20] 중소형 원료+ODM 4개사 합산 영업이익 추이



자료: 에프앤가이드, 교보증권 리서치센터

3. 미국의 구조적 확장: 아마존 외 오프라인+틱톡샵 진격

2026년 미국, 현재 구조적 확장 국면 진입

최근 미국향 수출 데이터가 고성장을 지속 중이다. 미국향 화장품 수출액은 24년 YoY 52%, 25년 YoY 13% 증가했지만, 26년 YTD YoY 39%로 성장률이 재차 반등했다. 특히, 상반기 수출데이터 호조에는 기존 아마존 프라임데이가 7월 → 6월로 당겨진 효과가 아니냐는 의문이 있었지만, 현재 프라임데이가 끝난 7~8월에도 수출데이터는 여전히 견조하다.

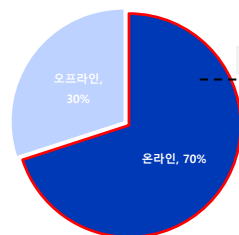
수출 증가율 반등, 오프라인 채널 확대가 핵심 동력

최근 미국향 수출 증가율의 반등은 아마존 외의 채널 확대 효과가 크게 작용했을 공산이 크다. 지난 몇 년간 미국에서 K-뷰티는 대부분 아마존을 통해서 유통된 것으로 파악된다. 정확한 수치로는 파악이 어렵지만, 닐슨에 따르면, 25년까지 K-뷰티의 미국 매출 70%가 온라인에서 발생했으며, 이 중 대부분 아마존 중심으로 판매가 이루어진 것으로 파악된다. 2026년에도 아마존 내 K-뷰티 판매는 증가 추세였지만, 수출 증가율의 반등까지 설명하기에는 부족하다. 아마존 베스트셀러 내 K-뷰티 수가 늘어나긴 했지만, 드라마틱한 변화까지는 아니기 때문이다. 또한, 작년 상반기 관세 이슈로 높았던 기저를 감안하면, 미국 내 수출 성장률을 설명할 새로운 성장축이 필요하다.

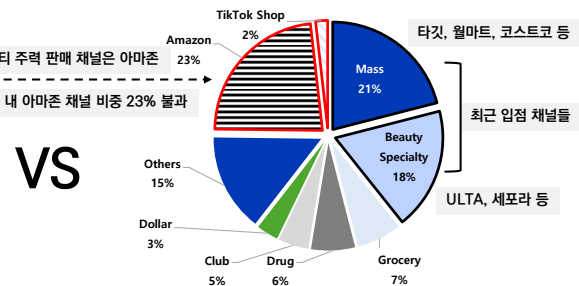
미국의 추가적인 성장 동력은 ‘오프라인’이었을 공산이 크다. K-뷰티의 성장 동력이었던 아마존 채널이 미국 화장품 시장에서 차지하는 비중은 20% 초반에 불과하다. 반면, 뷰티 전문점 채널(얼타, 세포라 등)+매스 채널(타깃, 월마트 등)을 합산한 비중은 40% 이상으로 파악된다. 따라서 K-뷰티가 진입하고 있는 오프라인 시장은 기존 주력 채널이었던 아마존보다 최소 2배 이상 큰 시장이다. 또한, 미국 소비자들의 화장품 구매빈도는 매스 채널(연 14.7회)이 아마존(연 13.2회) 대비 높다. 연간 뷰티 지출액은 뷰티 전문점(연 296달러)이 아마존(연 295달러)과 유사한 수준이다.

[도표 21] 미국 K-뷰티 온오프라인 비중 Vs. 미국 화장품 리테일러별 비중

미국 내 K-뷰티 온/오프라인 비중

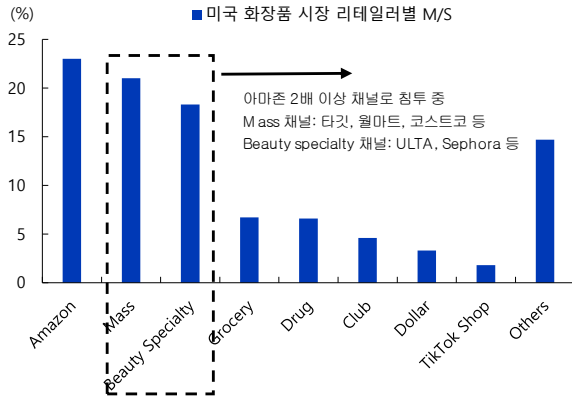


미국 화장품 리테일러별 비중



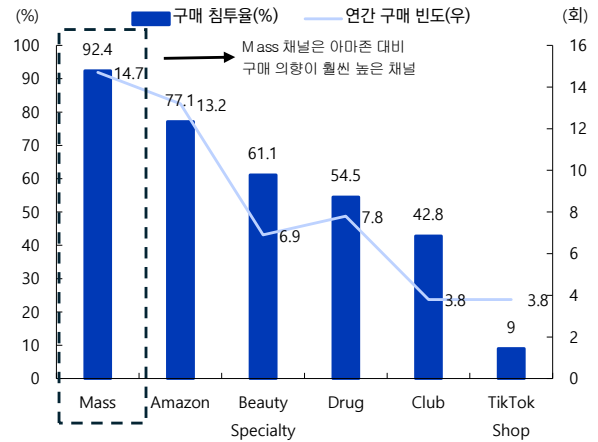
자료: 닐슨, 교보증권 리서치센터

[도표 22] 미국 화장품 채널별 구매 침투율 및 구매 빈도



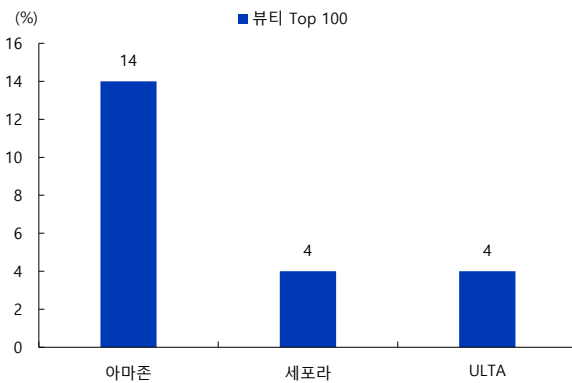
자료: 닐슨, 교보증권 리서치센터

[도표 23] 미국 소비자 연간 채널별 지출액



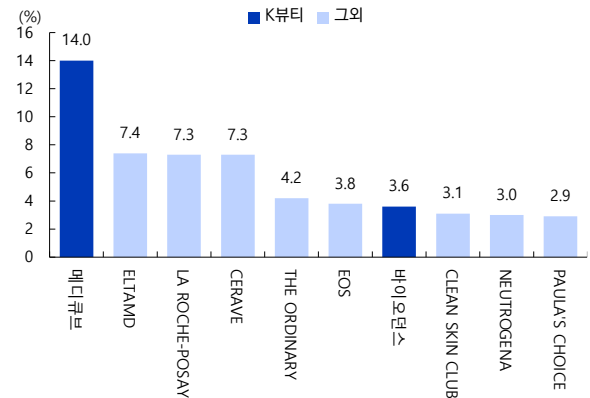
자료: 닐슨, 교보증권 리서치센터

[도표 24] 미국 리테일러별 뷰티 카테고리 내 K-뷰티 비중



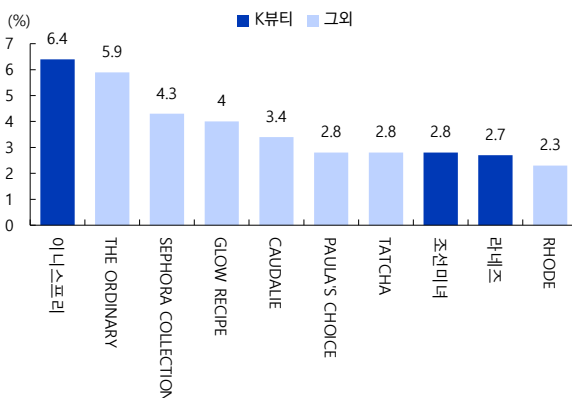
자료: 아마존, 세포라, ULTA, 교보증권 리서치센터

[도표 25] 2Q26 아마존 스킨케어 브랜드 Top 10



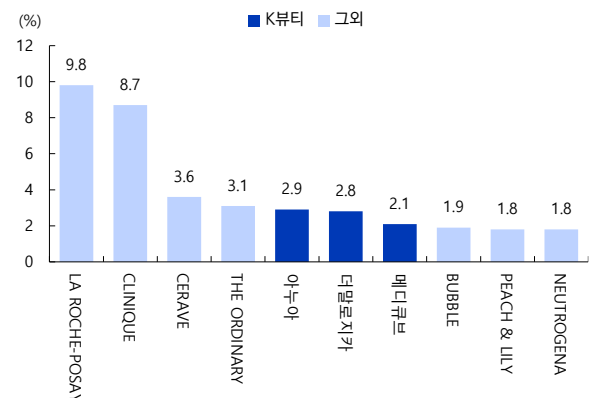
자료: Navigo, 교보증권 리서치센터

[도표 26] 2Q26 세포라닷컴 스킨케어 브랜드 Top 10



자료: Navigo, 교보증권 리서치센터

[도표 27] 2Q26 얼타닷컴 스킨케어 브랜드 Top 10



자료: Navigo, 교보증권 리서치센터

리테일러들이 변했다!

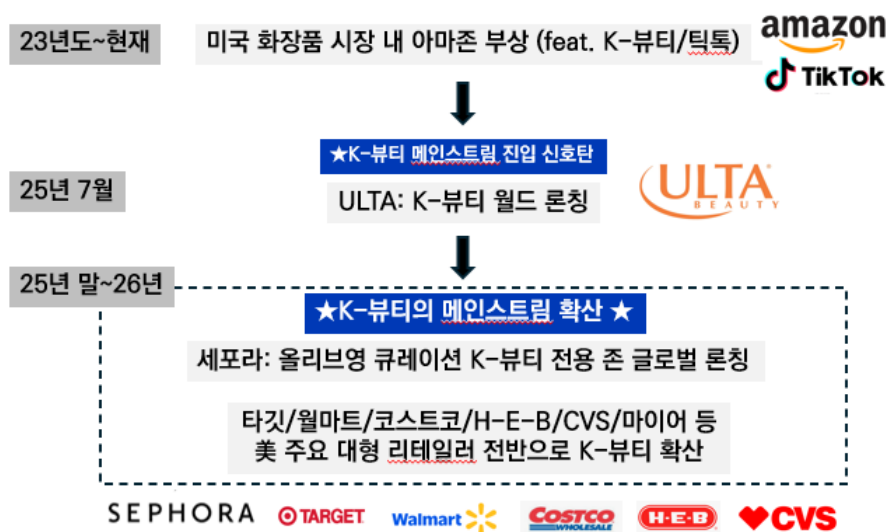
최근 몇 년간 미국 화장품 시장에서 아마존의 M/S가 빠르게 확대됐으며, 그 과정에서 K-뷰티가 주요 성장 동력으로 작용했다. 이미 아마존 프라임데이 등 행사 기간에서 뷰티 Top 100 내 K-뷰티 비중은 29%까지 확대, 스킨케어 Top 100 내 약 38%까지 확대되었다. 이러한 아마존 채널에 대응하기 위해서는 리테일러들의 K-뷰티 유치가 필요해진 상황이었다.

아마존에 대응하기 위한 오프라인 리테일러의 변화는 ULTA에서 본격화되었다. 25년 7월 ULTA가 랜딩인터내셔널과 K-뷰티 전용 플랫폼 'K-뷰티 월드'를 론칭한 것이 시작이었다. K-뷰티 월드는 론칭 당시 8개 브랜드, 200개 제품에서, 2026년 17개 이상 브랜드로 확대되었다. 물론, 메디큐브, 아누아 등 ULTA와 직접 거래하는 브랜드, 타 벤더사가 납품하는 K-뷰티 브랜드까지 합산하면 훨씬 규모가 크다. 이후 ULTA는 스킨케어 실적 호조에 대해 K-뷰티 약진을 언급했으며, 스킨케어 카테고리 내 채널 점유율에서 세포라 대비 점유율이 가파르게 상승했다.

이후 월마트/세포라/H-E-B/CVS 등 고위급 임원진들이 방한했다. 특히 ULTA는 26년 2월 CEO가 직접 방한했다. 그 외 언론보도에 공개는 되지 않았지만, 세포라 역시 올리브영과 2026년 8월부터 K-뷰티 전용 큐레이션 존을 론칭하면서 고위급 임원들이 방한한 것으로 파악된다. 세포라도 역시 K-뷰티를 별도 전략 카테고리로 육성하는 방향으로 움직이고 있는 것으로 판단된다..

[도표 28] K-뷰티 미국 유통 채널 변화

K-뷰티 미국 유통 채널 변화



자료: 교보증권 리서치센터

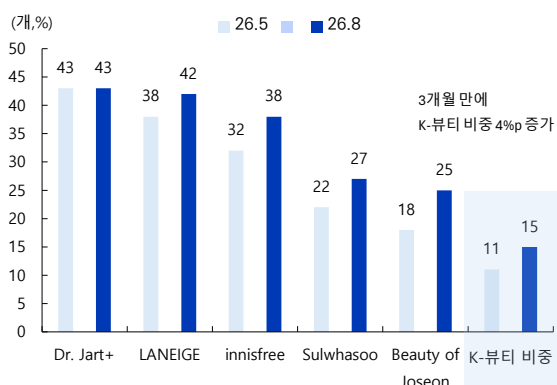
큐레이션의 명가 세포라, 올리브영에게 큐레이션을 맡기다

26년 초 세포라는 올리브영과 'K-뷰티 전용존' 론칭을 위한 파트너십을 체결했다. 올리브영이 직접 K-뷰티 브랜드와 제품을 큐레이션해 세포라에 유통하는 구조이다. 세포라 내에서 외부 뷰티 리테일러가 큐레이션을 맡는 사례를 찾기 어려울 만큼 파격적인 협업이다. 특히 세포라는 그간 직접 유망 브랜드를 발굴하고 육성하는 큐레이션 역량을 자사의 핵심 경쟁력으로 강조해왔다는 점에서 의미가 크다. 실제로 CEO 역시 '수많은 선택지 가운데 신중하게 큐레이션하는 능력이 세포라를 특별하게 만든다'고 언급한 바 있다. 세포라의 핵심 경쟁력인 '큐레이션, 신생 브랜드 발굴, 브랜드 육성' 권한을 올리브영에 위임한 것이다.

2026년 8월 미국 점포 500개에 'K-뷰티 전용존' 론칭을 시작으로, 홍콩/싱가폴/말레이시아/태국 등 해외 지역까지 확대될 예정이다. 2027년에는 중동/영국/호주까지 확대되는 글로벌 론칭 계획이다. 미국 오프라인을 넘어, 세계적인 유통망을 보유한 세포라가 직접 K-뷰티 유통 확대에 나선 것이다. 참고로, 세포라의 글로벌 매출은 약 164억달러(약 23조원)이다. 세포라는 글로벌 35개국에 3,400개 매장을 보유하고 있으며, 글로벌 8천만명 이상의 로열티 고객 기반을 보유하고 있다.

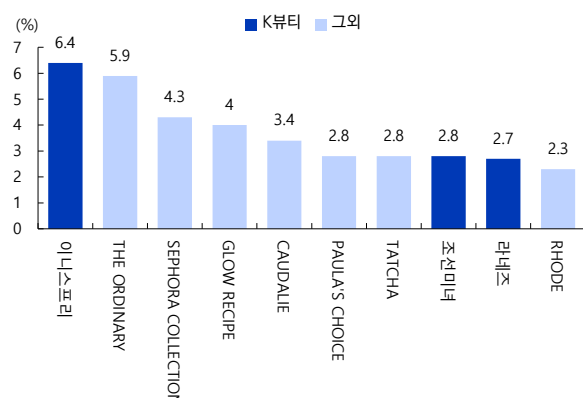
세포라는 올리브영 파트너십 외에도 자체적으로 K-뷰티 카테고리를 강화 중이었다. 그 결과 세포라닷컴 스킨케어 카테고리 내 K-뷰티 비중은 26년 5월 11%에서 26년 8월 15%까지 확대되었다. 상위 브랜드들의 SKU 수도 견조하게 증가 중이다. 5월 대비 라네즈 38개→42개, 이니스프리 32개→38개, 설화수 22개→27개, 조선미녀 18개→25개 등으로 증가했다. 판매 성과 역시 긍정적이었다. 2분기 세포라닷컴 스킨케어 카테고리에서 이니스프리가 K-뷰티 최초로 1위(6.4%)를 기록했고, 조선미녀와 라네즈도 각각 8위, 9위에 올랐다.

[도표 29] 세포라 스킨케어 내 K-뷰티 SKU 및 비중



자료: 세포라, 교보증권 리서치센터

[도표 30] 2Q26 세포라닷컴 스킨케어 브랜드 Top 10



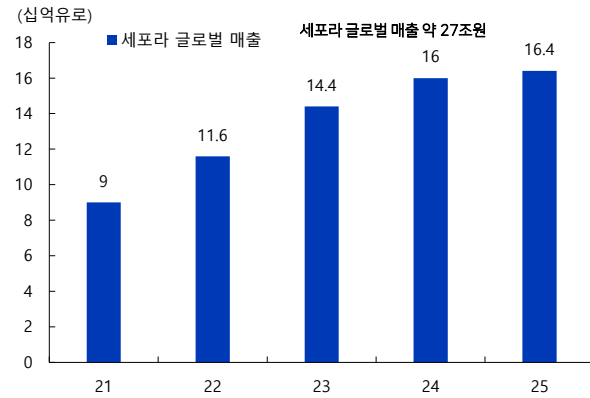
자료: Navigo, 교보증권 리서치센터

[도표 31] 세포라 내 K-뷰티 스킨케어 SKU 수

구분	브랜드명	SKU 수
1 위	세포라 COLLECTION	78
2 위	CLINIQUE	63
3 위	The Ordinary	58
K-뷰티	Dr. Jart+	43
K-뷰티	LANEIGE	42
K-뷰티	innisfree	38
K-뷰티	Sulwhasoo	27
K-뷰티	Beauty of Joseon	25
세포라 K-뷰티 비중		15%

자료: 세포라, 교보증권 리서치센터

[도표 32] 세포라 글로벌 매출액 추이



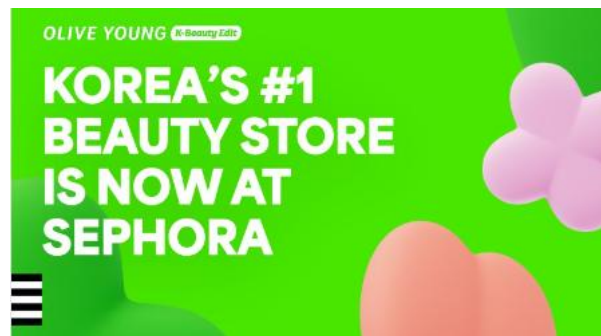
자료: 세포라, 교보증권

[도표 33] 세포라X 올리브영 파트너십 입점 K-뷰티 브랜드

- Abib
- Arencia
- BANILA CO
- beplain
- BIOHEAL BOH
- Cell Fusion C
- FATION
- FULLY
- HEVEBLUE
- make p:rem
- ma:nyo
- MENOKIN
- REJURAN Cosmetics
- S.NATURE
- SUNGBOON EDITOR
- THOME
- Torriden
- WELLAGE
- WHIPPED

자료: 올리브영, 교보증권 리서치센터

[도표 34] 세포라X 올리브영 파트너십



자료: 올리브영, 교보증권 리서치센터

타깃, 뷰티 카테고리 강화 중

타깃은 최근 뷰티 카테고리의 중요도를 높이고 있으며, 그 핵심 성장축으로 K-뷰티를 적극 확대하고 있다. 타깃 내 뷰티는 트래픽과 마진을 동시에 개선시키는 전략적 카테고리로 자리잡고 있다. 타깃 CMO 카라 실베스터는 4Q25 실적발표에서 뷰티를 “가장 강력한 트래픽 및 마진 견인 카테고리 중 하나”라고 언급했으며, “10년 이상 성장을 이끌어온 카테고리”라고 강조했다.

특히 2026년 8월 ULTA와의 파트너십 종료를 앞두고 자체 뷰티 경쟁력을 강화하는 모습이다. 타깃은 2026년 초 3천개 신제품과 60개 이상 브랜드를 도입했는데, 이는 전년의 2천개 신제품, 50개 신규 브랜드 대비 확대된 규모다. 또한 600개 매장에 뷰티 스튜디오를 도입할 예정이다.

이 과정에서 K-뷰티가 핵심 축으로 부상하고 있다. 2026년 봄 역대 최대 규모의 상품 개편에서 K-뷰티는 신규 브랜드 10개 이상 론칭, SKU 4배 확대를 기록하며 가장 두드러진 확장세를 보였다.

4. 유럽 구조적 확장: 미국 초기보다 빠르다! 온오프라인 동시 확대

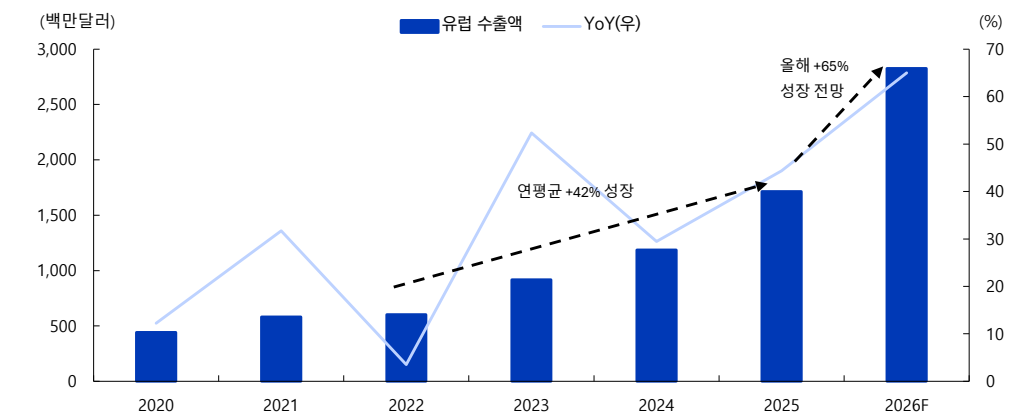
유로모니터에 따르면, 유럽 화장품 시장 규모는 1,240억달러로, 북미(1,400억달러)에 이어 글로벌 2위 화장품 시장이다.

2025년 국내의 유럽향 화장품 수출액은 17.1억달러(YoY 44%, 약 2.4조원)로, 지난 3년간 연평균 42% 성장하며, 미국에 이은 신흥 수출 유망 국가로 부상했다. 24년 기준 국내 화장품 수출에서 미국이 차지하는 비중은 18.1%, 유럽은 13.8% 수준이었지만, 25년에 들어 상황이 반전되었다. 25년 수출 비중은 유럽 18.2%, 미국 18.6%를 기록하며 미국과 근사한 수준을 기록했는데, 26년 누계로는 유럽 23.6%, 미국 19.8%로 유럽이 미국을 추월했다. 또한, 7월 누계 유럽 수출액은 16.1억달러(YoY 65%)를 기록해, 작년 연간 수출액 수준을 달성했으며, 성장률도 최근 3년 연평균 성장률보다 높은 수준을 기록했다.

K-뷰티 대표 유통업체인 실리콘투 실적에서도 유럽 성과가 돋보인다. 25년부터 실리콘투의 유럽 매출액은 북미를 크게 상회하기 시작했다. 실리콘투의 유럽 매출액 비중은 23년 16% → 25년 36%로 확대되며 올해는 44%까지 늘어날 전망이다. 반면, 북미 매출 비중은 23년 38% → 25년 21%로 낮아졌다. 지난해 진행한 간담회에서도, 부츠, 세포라, 까르푸 등 대형 리테일리의 핵심 인사들이 한국을 직접 방문하며 K-뷰티 유통 확대에 높은 관심을 보였다고 언급한 바 있다.

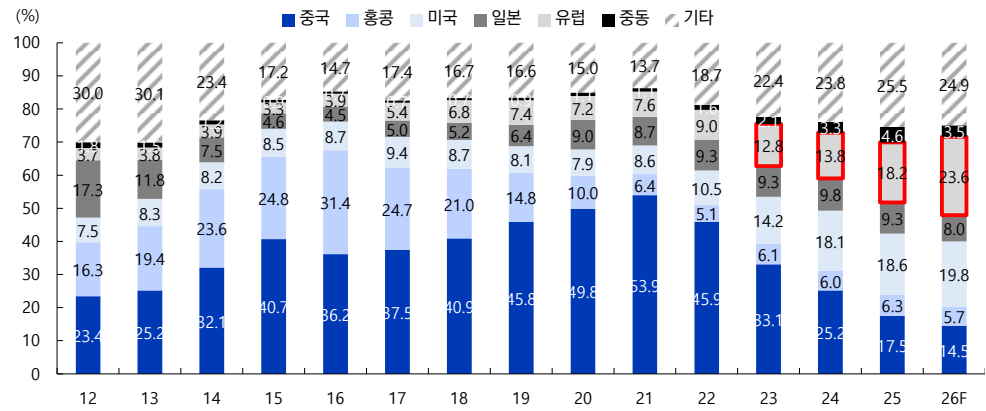
한편, 최근 영국 수출 성장률이 두드러진다. 기존 유럽 수출은 실리콘투 물류창고가 위치한 폴란드 비중이 가장 컸으나, 최근에는 브랜드사들의 직접 진출이 확대되며 영국향 수출액이 폴란드 수준까지 빠르게 성장한 것으로 파악된다. 7월 영국향 수출액은 YoY 330% 증가했으며, 7월 누계 기준 YoY 162% 증가했다.

[도표 35] 유럽향(대륙 기준) 화장품 수출액 추이



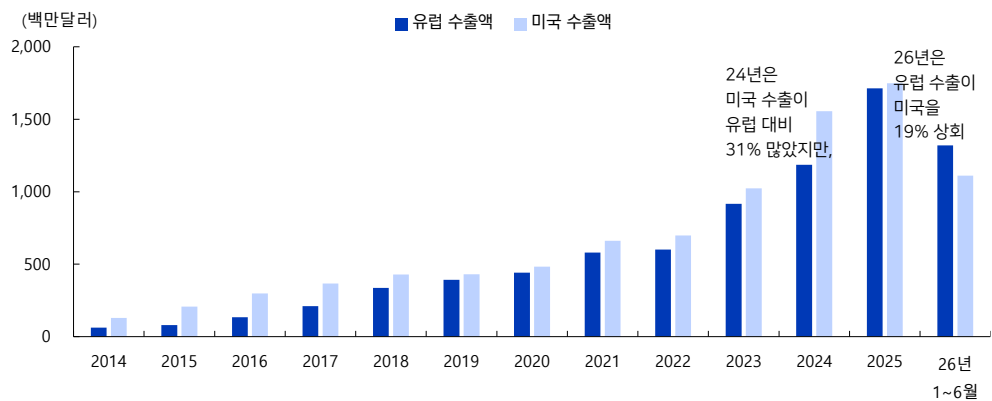
자료: Trass, 교보증권 리서치센터

[도표 36] 국내 화장품 수출액 중 유럽 비중 추이: 25년에 유럽이 미국을 상회함



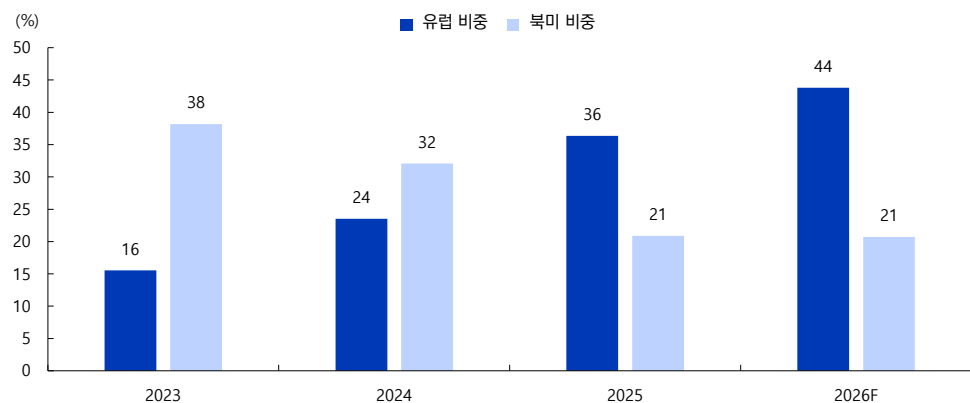
자료: Trass, 교보증권 리서치센터

[도표 37] 국내 화장품 수출액 유럽향 Vs. 미국향



자료: Trass, 교보증권 리서치센터

[도표 38] 실리콘투 매출액 비중 추이 (유럽 Vs. 북미)



자료: Trass, 교보증권 리서치센터

빠르게 성장하는 아마존

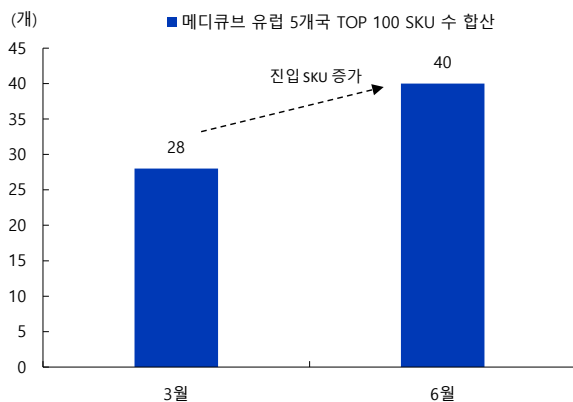
K-뷰티는 미국 아마존에서의 성공을 레퍼런스로 삼아 유럽 공략을 가속화하고 있다. 통상 미국은 글로벌 1위 화장품 시장이기 때문에, 미국에서의 성공은 유럽 진출 진입에도 유리하게 작용한다.

한편, 유럽 아마존에서도 성과가 두드러지게 나타났다. 유럽 시장이 매우 초기 단계라고 판단하는 이유는, 미국에서 이미 메가 브랜드로 성장한 메디큐브조차 유럽 영업을 올해부터 시작했기 때문이다.

에이피알은 올해 1분기부터 영국 아마존 운영을 본격화했으며, 2분기 QoQ로 100% 가까운 성장률을 기록한 것으로 파악된다. 특히 아마존 순위 상승도 두드러지는데, 1분기 아마존 스프링세일 시기 아마존 뷰티 Top 100 내 총 28개(유럽 5개국 합산)가 순위권에 진입했다면, 2분기 아마존 프라임데이 행사에서는 총 40개로 대폭 증가했다. 또한, 영국 외에 독일/프랑스/스페인/이탈리아도 고성장 중이다.

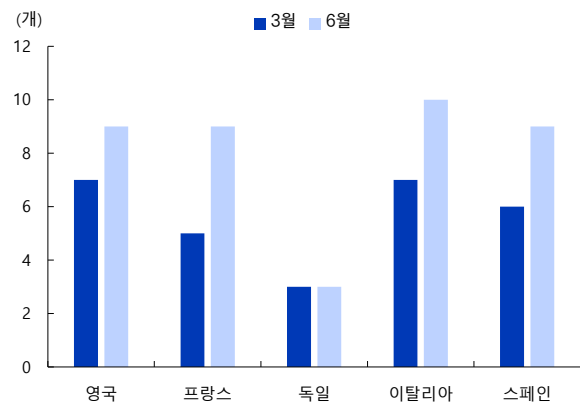
현재 서유럽 화장품 시장 내 프레스티지의 스킨케어 점유율은 감소하고, K-뷰티 점유율은 증가하고 있다. 이커머스 기준 K-뷰티 점유율은 영국 +3.9%p, 독일 +1.6%p, 프랑스 +1.3%p, 이탈리아 +2.4%p, 스페인 +4.9%p, 아일랜드 +4.5%p 증가했다.

[도표 39] 메디큐브 유럽 5개국 Top 100 SKU 수 합산 추이



자료: 아마존, 교보증권 리서치센터

[도표 40] 유럽 아마존 뷰티 Top 100 내 메디큐브 SKU 수



자료: 아마존, 교보증권 리서치센터

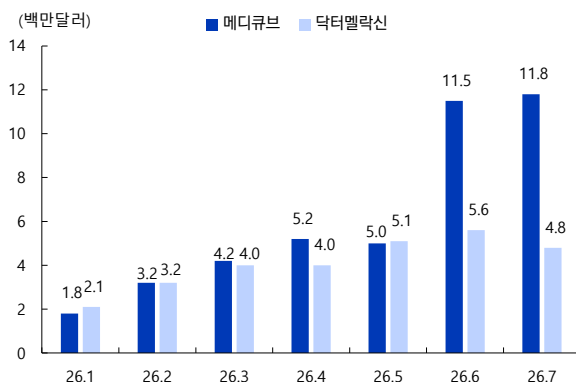
빠르게 성장하는 틱톡샵

영국에서는 틱톡샵 채널이 판매 채널로서 빠르게 성장하고 있는 것으로 파악된다. 틱톡에 따르면, 25년 영국 틱톡샵 뷰티 카테고리 매출은 YoY 60% 증가했으며, 주요 성장 동인 중 하나로 K-뷰티의 인기를 꼽았다. 실제 틱톡샵 내 K-뷰티 검색량은 같은 기간 125% 증가했다. 현재 영국 화장품 시장에서 틱톡샵 비중은 2위까지 상승한 것으로 파악된다. 이러한 빠른 성장세를 보여주는 대표 사례가 메디큐브다. 메디큐브의 영국 틱톡샵 GMV는 26년 1월 180만달러 → 2026년 6월 1,150만달러로 불과 5개월 만에 6배 이상으로 빠르게 증가했다. 이는 미국보다 현저히 빠른 속도다. 메디큐브의 미국 GMV는 100만달러 돌파 이후 1,000만달러 도달하기까지 1년 3개월이 소요된 반면, 영국에서는 이를 5개월 만에 달성했다. 참고로 메디큐브의 미국 GMV는 24년 6월 120만달러에서 25년 9월 1,120만달러로 증가한 바 있다.

과거 틱톡은 주로 발견(discovery)하고 영감(inspiration)을 얻는 플랫폼이었지만, 최근에는 실제 구매 채널로 빠르게 전환 중이다. 영국 틱톡샵은 2021년 8월 첫 출시 이후 현재 영국 온라인 화장품 시장에서 2위까지 올라선 것으로 파악된다. 스페인/아일랜드/독일/이탈리아에서도 비교적 최근 서비스를 시작했음에도 이미 온라인 뷰티 채널 상위권에 진입하며 빠른 침투 속도를 보이고 있다. 더욱 긍정적인 점은 틱톡샵이 단순히 기존 온라인 채널의 수요를 이전시키는 데 그치지 않고, 신규 뷰티 소비자를 시장으로 유입시키고 있다는 점이다. 닐슨에 따르면, 틱톡샵 구매자의 30%는 직전 12개월 동안 온라인에서 뷰티 제품을 구매한 경험이 없는 신규 온라인 뷰티 소비자인 것으로 파악된다. 즉 기존 이커머스 채널 간 점유율 이동이라기보다 뷰티 시장 자체의 소비자 저변을 확대하고 있는 셈이다.

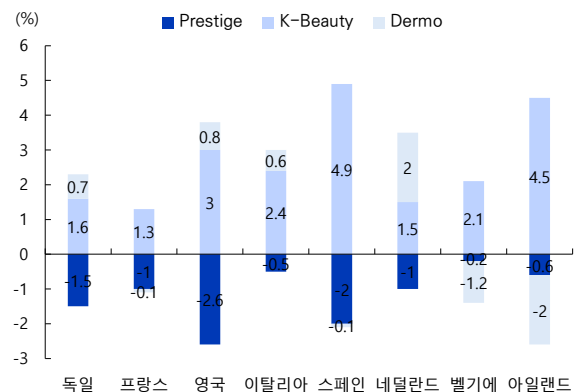
기존 리테일러에서 틱톡샵으로 유입된 소비자 역시 전체 뷰티 지출을 확대하는 것으로 나타난다. 이들은 틱톡샵을 이용하기 시작한 이후 뷰티 제품에 평균 약 40유로를 추가로 지출하는 것으로 파악된다. 결국 틱톡샵은 신규 소비자 유입과 기존 소비자의 지출 확대를 동시에 이끌며 유럽 뷰티 시장의 새로운 성장 채널로 자리잡고 있다.

[도표 41] 영국 틱톡샵 GMV 추이



자료: Fastmoss, 교보증권 리서치센터

[도표 42] 유럽 이커머스 내 세그먼트별 점유율



자료: 닐슨, 교보증권 리서치센터

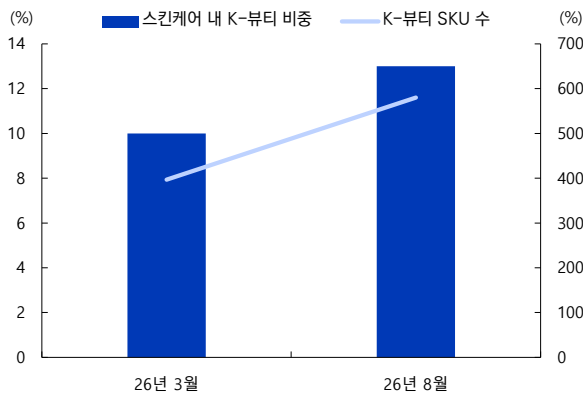
영국 부츠, 적극적인 K-뷰티 확대 중

영국 대형 오프라인 리테일러인 부츠는 단순히 K-뷰티를 수입하는 단계를 넘어, K-뷰티 트렌드를 영국 현지에 적극적으로 도입 중이다. 부츠는 2025년 K-뷰티 매출이 전년(2024년) 대비 5배 급증했다고 발표했으며, 카테고리도 기존 스킨케어를 넘어 K-더마, K-향수, K-헤어케어로 빠르게 확대하고 있다.

현재 영국 부츠에서는 'Korean skincare'가 독립 카테고리로 운영하고 있으며, K-뷰티 SKU도 빠르게 확대하고 있다. 영국 부츠 스킨케어 내 K-뷰티 비중은 현재 13%, 약 580개 SKU로 3월(K-뷰티 비중 10%) 대비 상승했다. 또한, 영국 부츠 스킨케어 베스트셀러에는 2위 스킨천사 셀텔리안 선크림, 6위 조선미녀 릴리프 선크림, 15위 조선미녀 아쿠아프레시 선크림 등이 랭크인하며 판매 성과도 확인되고 있다.

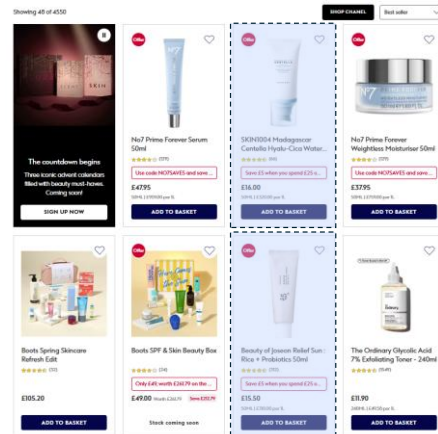
최근에는 더마 브랜드 닥터리쥬올을 온오프라인 독점 론칭해 약사, 전문의 등 전문가 커뮤니티에 소개했으며, 한국 향수 브랜드 키스(KEYTH)는 2026년 7월 기준 450개 매장까지 입점을 확대했다. 즉 부츠의 K-뷰티 전략은 스킨케어 중심에서 더마, 향수, 헤어케어 등 비스킨케어 영역으로 빠르게 확장되고 있다.

[도표 43] 영국 부츠 스킨케어 내 K-뷰티 비중



자료: 부츠, 교보증권 리서치센터

[도표 44] 영국 부츠 스킨케어 BSR_ 스킨천사, 조선미녀 상위권



자료: 부츠, 교보증권 리서치센터

5. 오프라인 확대 뭐가 달라지나? 실적 계절성을 바꾸다

오프라인 확장의 의미는 단순한 시장 확대에 그치지 않는다. 브랜드사의 분기별 매출 인식 패턴 자체를 바꿀 수 있다.

기존 아마존 중심의 판매 구조가 오프라인 채널로 확대될 경우, 가장 큰 변화는 분기별 매출 변동성이 완화될 수 있다는 점이다. 현재 시장에서는 아마존 프라임데이가 6월로 조기 시행됨에 따라 3분기 행사 공백에 따른 브랜드사 매출 둔화를 우려하고 있다. 하지만 리테일러향 오프라인 매출 확대가 이러한 공백을 상당 부분 상쇄할 것으로 판단한다.

통상 아마존 중심 판매 구조에서는 4분기 프라임 빅딜, 블랙프라이데이, 홀리데이 등 주요 시점에 매출이 집중되기 쉽다. 특히 국내 인디브랜드사들은 아마존에서 주로 3P 방식으로 사업을 운영하고 있어, 소비자에게 제품이 판매되는 시점에 매출이 인식된다. 이에 따라 4분기 행사 수요가 실제 4분기 매출로 반영되면서 계절성이 발생한다.

반면 아마존 1P나 오프라인 리테일러향 매출 구조는 다르다. 리테일러가 상품을 직접 매입하는 구조에서는 통상 리테일러향 셀인 시점에 브랜드사의 매출이 인식되기 때문에, 최종 소비자의 구매 시점보다 매출 인식이 선행할 수 있다. 즉 4분기 홀리데이 시즌을 겨냥한 물량이라 하더라도 리테일러가 재고를 사전에 확보한다면 브랜드사의 매출은 3분기부터 발생할 수 있다.

리테일러들의 3분기 재고 확보, 브랜드사의 계절성을 완화

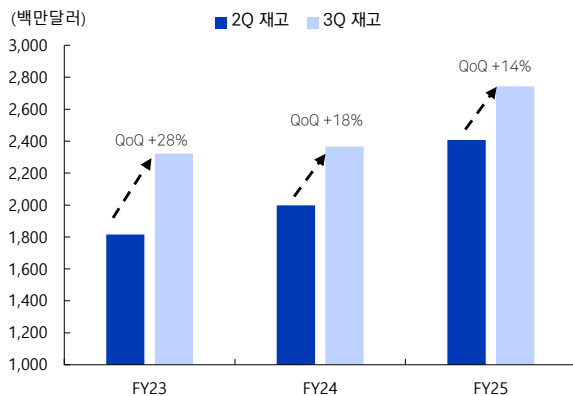
실제로 ULTA, 세포라, 타깃 등 내셔널 리테일러들은 4분기 블랙프라이데이와 홀리데이 시즌을 앞두고 재고를 선제적으로 확보한다. 대표적인 화장품 유통사인 실리콘투 역시 4분기 행사시즌을 위한 재고 매입이 주로 3분기에 반영되며, 11월 중순부터는 주문이 감소한다고 언급한 바 있다. 이는 최종 소비자 수요가 4분기에 집중되더라도 브랜드 및 유통사향 셀인 매출은 3분기에 선행할 수 있음을 보여준다.

ULTA의 공시에서도 이러한 패턴이 명확하게 확인된다. ULTA는 "운전자본 수요가 매년 8월부터 11월까지 가장 크게 발생하며, 이는 다가오는 홀리데이 시즌에 대비해 해당 기간 재고를 축적하기 때문"이라고 설명하고 있다. ULTA의 연간 매출 비중은 대략 1Q 23%, 2Q 23%, 3Q 23%, 4Q 31%로, 최종 소비자 판매는 4분기에 가장 강하지만 이에 대응한 재고 확보는 3분기부터 본격화되는 구조다. 타깃 역시 3분기 재고 증가가 11~12월 홀리데이 시즌을 대비한 계절적 재고 축적에 기인한다고 언급한 바 있다.

실제 재고 흐름도 이를 뒷받침한다. ULTA의 3분기 재고자산 QoQ 증가율은 2023년 +28%, 2024년 +18%, 2025년 +14%를 기록했으며, 타깃 역시 각각 +16%, +20%, +16% 증가했다. 즉 리테일러의 셀아웃 성수기는 4분기이지만, 이를 준비하기 위한 셀인 성수기는 3분기부터 시작된다고 볼 수 있다.

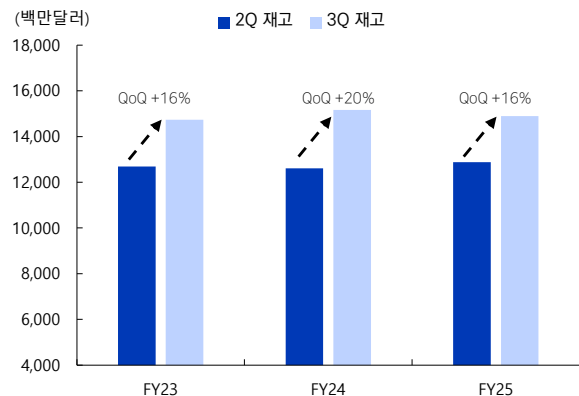
따라서 오프라인 채널 비중이 확대될수록 브랜드사의 매출은 아마존 행사 일정에만 좌우되지 않고, 리테일러의 선제적 재고 확보 물량이 3분기부터 반영되면서 분기별 변동성이 완화될 가능성이 높다. 시장이 우려하는 프라이머이 조기 시행에 따른 3분기 매출 공백 역시 오프라인 채널 확대로 상쇄 가능할 것으로 판단한다. 최근 주요 ODM사들의 3분기 수주가 오히려 QoQ 증가하고 있다는 점도 이를 뒷받침한다. 3분기 수주에는 신규 오프라인 채널 확대 물량과 4분기 아마존 성수기를 대비한 생산 물량이 동시에 반영되고 있을 가능성이 높다.

[도표 45] ULTA 2Q, 3Q 재고 추이



자료: ULTA, 교보증권 리서치센터 / 주: 2Q는 5월~7월, 3Q는 8월~10월

[도표 46] 타깃 2Q, 3Q 재고 추이



자료: 타깃, 교보증권 리서치센터 / 주: 2Q는 5월~7월, 3Q는 8월~10월

6. 결론: WILL YOU BUY ME? 올해는 진짜 다르다

올해는 진짜 다르다: 구조적 확장의 시작

2026년 화장품 업종은 과거 2년과 분명히 다른 국면에 진입했다. 2024~2025년에는 미국 아마존을 중심으로 K-뷰티가 빠르게 성장했지만, 늘 하반기에는 'K-뷰티 피크아웃 우려'로 연결되며 업종의 밸류에이션을 제약했다. 반면 올해는 성장의 축 자체가 달라지고 있다. 미국에서는 아마존 중심의 온라인 성장에 ULTA, 세포라, 타깃, 월마트 등 오프라인 채널 확대가 더해지고 있으며, 유럽에서는 지역 확장과 함께 아마존, 틱톡샵, 부츠 등 온오프라인 채널이 동시에 빠르게 침투하고 있다. 기존 채널 내 점유율 상승에 신규 국가, 신규 채널이 동시에 더해지는 구조다.

이에 따라 과거 반복됐던 상고하저의 계절성 역시 약화될 가능성이 높다. 기존에는 아마존 채널 행사 계절성의 영향을 크게 받았지만, 오프라인 비중의 확대, 유럽 등의 지역 확대로 매출 계절성이 완화된 수 있다. 실제 주요 ODM사들이 조업일수 감소에도 불구하고 26년 3분기 QoQ 매출 성장을 전망하고 있다는 점도 이러한 변화를 뒷받침한다.

무엇보다 중요한 것은 높은 기저에도 성장률이 다시 높아지고 있다는 점이다. 미국향 수출은 기존 아마존 강세에 더해 오프라인 채널 확대로 재가속화되고 있으며, 유럽은 미국의 초기 확산 국면보다 빠른 속도로 성장하고 있다. 대형 ODM사뿐 아니라 중소형 원료 및 ODM 업체들의 실적까지 동시에 가속화되고 있다는 점을 감안하면, 현재의 성장은 특정 브랜드나 특정 채널에 의존한 일시적 호황으로 보기 어렵다. 2026년 K-뷰티는 아마존이라는 단일 성장축에서 벗어나 미국 오프라인, 유럽, 틱톡샵 등으로 성장 동력이 다변화되는 구조적 확장 국면에 진입했다고 판단한다. 과거 시장이 고민했던 질문이 'K-뷰티가 언제 피크아웃할 것인가'였다면, 이제는 '얼마나 더 높은 성장률을, 얼마나 오래 유지할 수 있을 것인가'로 바뀌었다. 올해는 진짜 다르다.

따라서 화장품 업종에 대해 Overweight 의견을 유지하며, 적극적인 비중 확대를 권고한다. 과거 대비 지역과 채널이 동시에 다변화되고 있으며, 높은 기저에도 수출과 기업 실적의 성장률이 재차 높아지고 있다는 점에서 업종 전반의 밸류에이션 프리미엄 확대가 가능하다고 판단한다.

Top Picks로 에이피알(TP 55만원), 한국콜마(TP 17만원), 코스맥스(TP 31만원)를 제시한다. 에이피알은 K-뷰티 구조적 확장을 가장 직접적으로 보여주는 기업으로, 미국 아마존 1위를 넘어 글로벌 메가 브랜드로 도약하는 국면에 위치한다. 성장 지속성과 확장성 모두 가장 높게 평가한다. 한국콜마와 코스맥스는 ODM사로서 특정 브랜드 성패와 무관하게 K-뷰티 구조적 확장을 온전히 누린다. 성장축이 다수 브랜드, 다수 국가, 다수 채널로 확산되는 국면에서 핵심 수혜주로 판단한다.

[도표 47] 화장품 커버리지 Valuation Table

기업	연도	매출액 (억원)	영업이익 (억원)	(지배)순이익 (억원)	OPM %	NPM %	P/E (X)	P/B (X)	EV/ EBITDA (X)	ROE %
★에이피알	2025	15,273	3,655	2,897	23.9	19.0	30.0	19.4	21.3	75.3
	2026F	30,938	7,705	5,885	24.9	19.0	24.7	17.3	16.3	91.3
	2027F	45,434	11,419	9,038	25.1	19.9	16.1	9.4	10.6	75.3
★한국콜마	2025	27,224	2,396	1,251	8.8	4.6	11.7	1.6	9.1	14.7
	2026F	31,389	3,436	2,001	10.9	6.4	15.1	3.0	10.6	20.0
	2027F	36,018	4,101	2,403	11.4	6.7	12.6	2.5	9.0	20.0
★코스맥스	2025	23,988	1,958	1,231	8.2	5.1	15.0	3.3	9.2	23.9
	2026F	29,699	2,567	1,945	8.6	6.6	13.9	3.9	8.5	30.6
	2027F	34,748	3,108	2,132	8.9	6.1	12.7	3.1	6.8	26.6
코스메카 코리아	2025	6,409	835	454	13.0	7.1	15.7	2.8	8.8	19.3
	2026F	8,607	1,177	802	13.7	9.3	16.2	4.1	7.7	27.6
	2027F	10,328	1,465	1,032	14.2	10.0	12.7	3.1	5.7	27.3
아모레퍼시픽	2025	42,528	3,358	2,357	7.9	5.5	31.4	1.5	11.1	4.4
	2026F	47,639	5,180	3,983	10.9	8.4	19.9	1.6	8.6	7.1
	2027F	53,833	6,122	4,680	11.4	8.7	16.9	1.5	7.4	7.9
LG 생활건강	2025	63,555	1,707	-1,001	2.7	-1.6	-38.4	0.8	8.0	-1.8
	2026F	62,031	3,784	2,328	6.1	3.8	20.2	0.9	4.8	4.2
	2027F	63,892	4,217	2,620	6.6	4.1	17.9	0.9	4.1	4.5
달바글로벌	2025	5,197	1,015	791	19.5	15.2	22.4	9.2	16.5	52.6
	2026F	7,629	1,650	1,346	21.6	17.6	21.1	9.5	18.4	53.9
	2027F	9,917	2,194	1,741	22.1	17.6	16.3	6.5	13.3	46.9
실리콘투	2025	11,163	2,054	1,686	18.4	15.1	14.1	5.5	11.3	46.9
	2026F	16,146	2,942	2,563	18.2	15.9	11.4	4.0	8.5	44.5
	2027F	20,183	3,738	3,161	18.5	15.7	9.1	2.8	6.4	37.6

자료: 교보증권 리서치센터

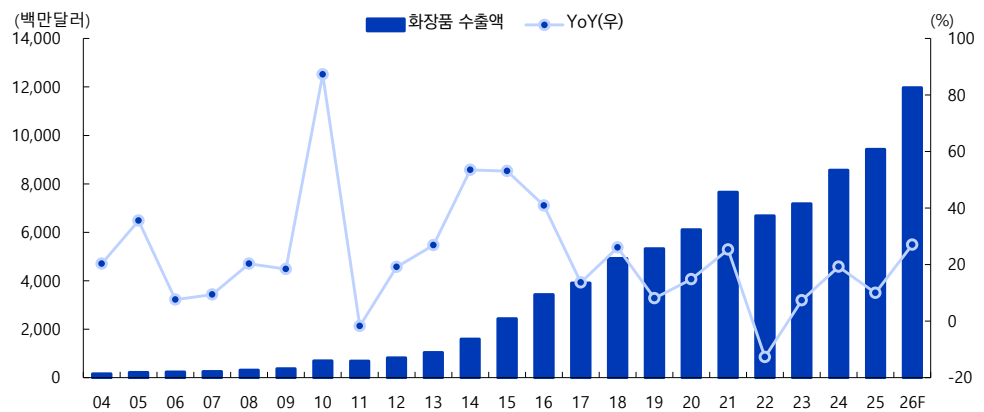
#Appendix 수출 데이터 점검

2025년 화장품 수출액은 94.2억달러(YoY 10%)를 기록했으며, 중국 제외시 YoY 21% 증가했다. 지난 3년간은 연평균 12% 증가했으며, 중국 제외시 연평균 29% 증가했다. 다만, 올해 들어 성장률이 가속화되고 있는데, 26년 7월 누계 기준 전체 화장품 수출액은 YoY 27% 증가했으며, 중국 제외시 YoY 33% 증가했다.

올해 미국과 유럽 중심으로 성장률 반등이 나오고 있다. 2025년 미국향 수출액은 17.5억달러(YoY 13%)를 기록했으며, 지난 3년 간 연평균 36% 증가했다. 26년 7월 누계로는 YoY 39% 증가하며 성장률이 반등하고 있다. 2025년 유럽 대륙향 수출액은 17.1억달러(YoY 44%)를 시현했으며, 지난 3년 간 연평균 42% 증가했다. 특히 26년 7월 누계로는 YoY 65% 증가하면서 마찬가지로 수출 증가율이 가속화되고 있다. 국가별로 7월 누계 영국이 YoY 162% 증가, 네덜란드가 YoY 295% 증가하며 가파르게 성장 중이다.

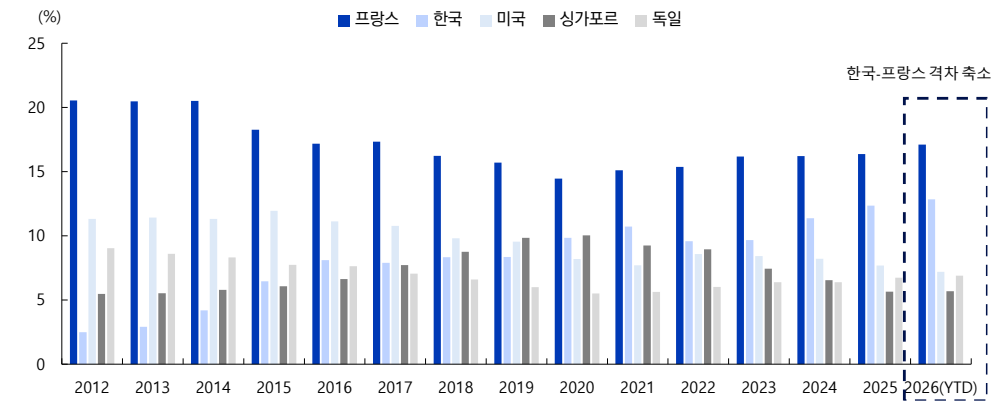
한편, 글로벌 화장품 수출 시장 내 한국 지위가 강화되고 있다. ITC에 따르면, 글로벌 화장품 시장에서 한국 점유율은 2019년 8% 수준에서 2026년 누계 기준 13%까지 확대되며, 4위에서 2위까지 올라섰다. 반면, 1위 프랑스는 2019년 16% 수준에서 2026년 17%로 소폭 증가했지만, 한국과의 격차는 8%p에서 4%p 수준까지 축소되었다.

[도표 48] 국내 화장품 수출액 추이



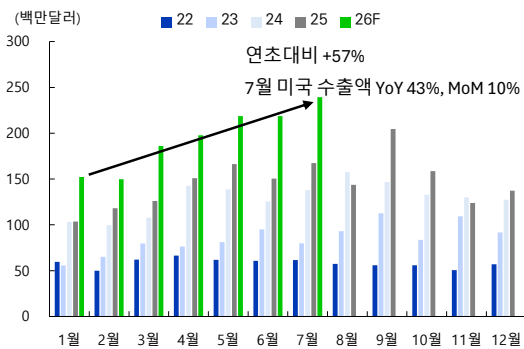
자료: Trass, 교보증권 리서치센터

[도표 49] 글로벌 화장품 수출 중 국가별 점유율



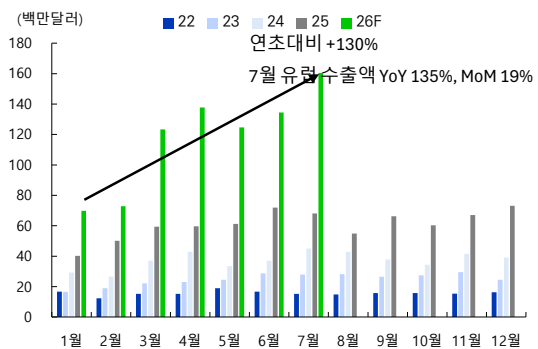
자료: ITC, 교보증권 리서치센터

[도표 50] 미국 화장품 수출액 월 트렌드



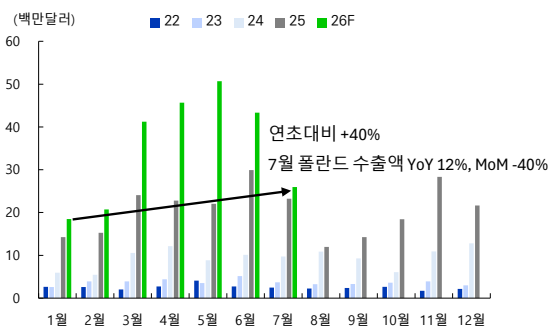
자료: TRASS, 교보증권 리서치센터

[도표 51] 유럽 화장품 수출액 월 트렌드



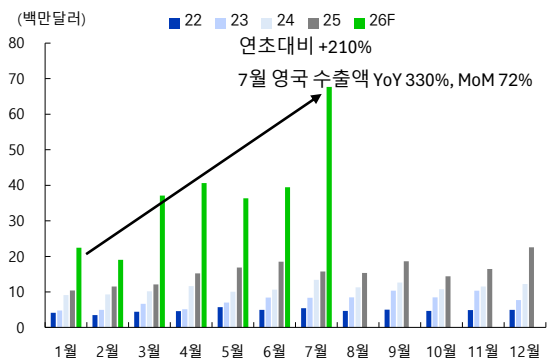
자료: TRASS, 교보증권 리서치센터

[도표 52] 폴란드 화장품 수출액 월 트렌드



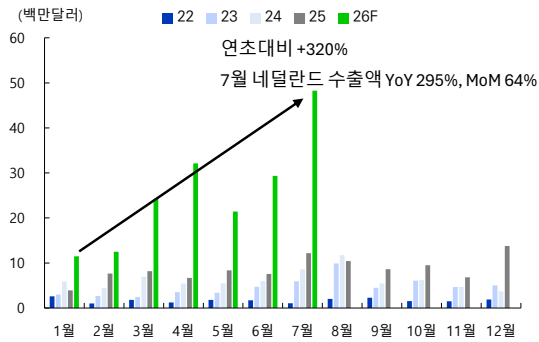
자료: TRASS, 교보증권 리서치센터

[도표 53] 영국 화장품 수출액 월 트렌드



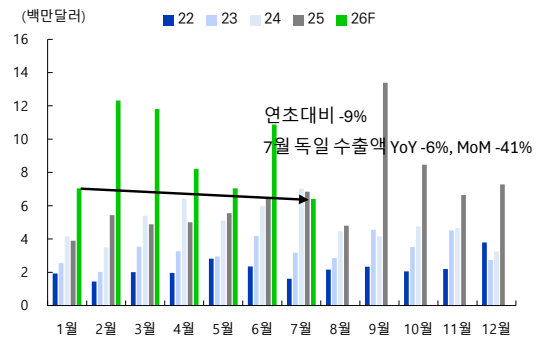
자료: TRASS, 교보증권 리서치센터

[도표 54] 네덜란드 화장품 수출액 월 트렌드



자료: TRASS, 교보증권 리서치센터

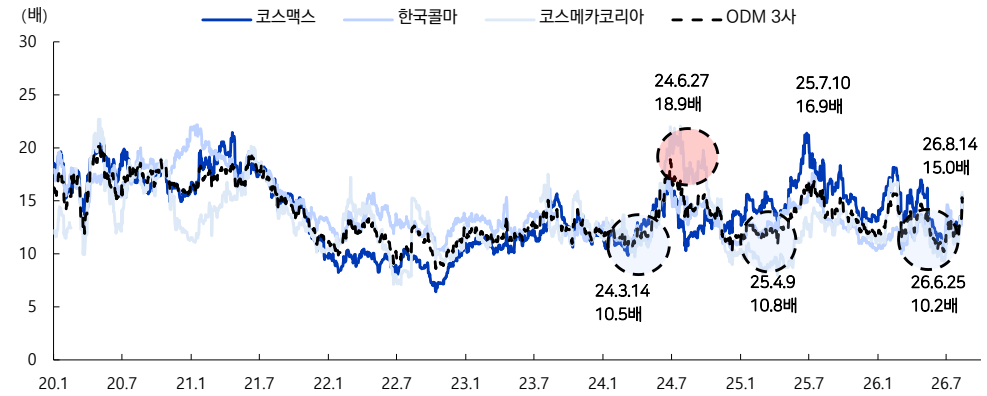
[도표 55] 독일 화장품 수출액 월 트렌드



자료: TRASS, 교보증권 리서치센터

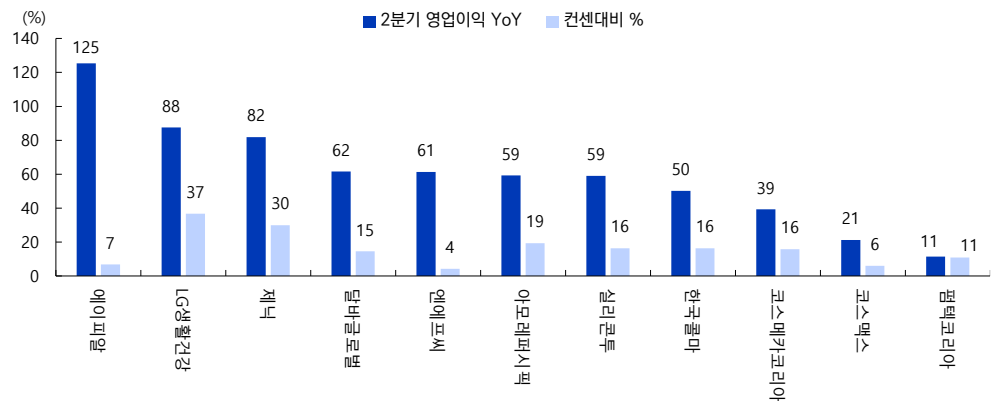
#주요 차트

[도표 56] 화장품 ODM 3사 밸류에이션 추이



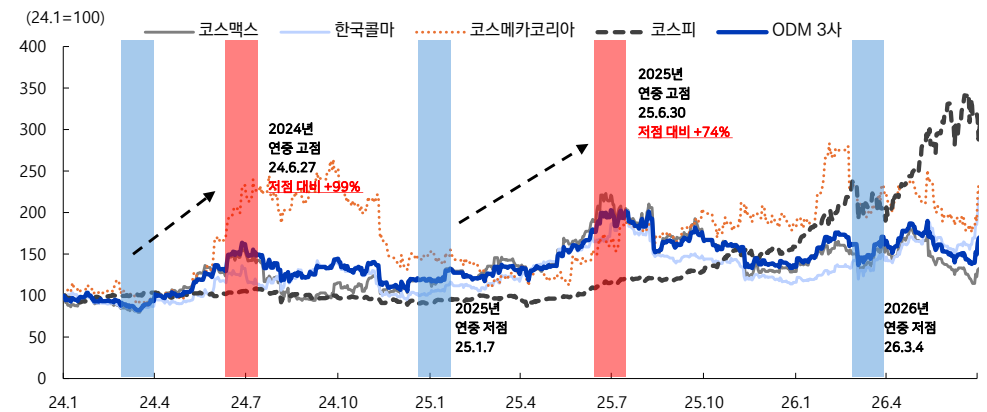
자료: 에프앤가이드, 교보증권 리서치센터

[도표 57] 2분기 영업이익 YoY Vs. 컨센서스 차이



자료: 에프앤가이드, 교보증권 리서치센터

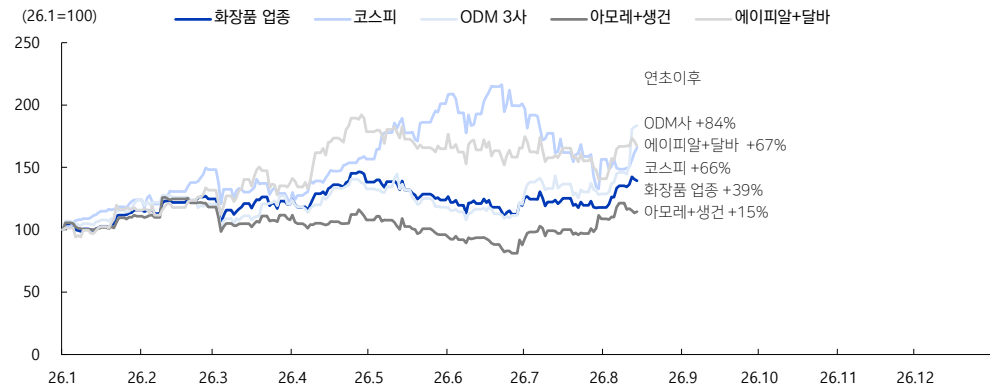
[도표 58] 화장품 ODM 3사 주가 추이



자료: 에프앤가이드, 교보증권 리서치센터

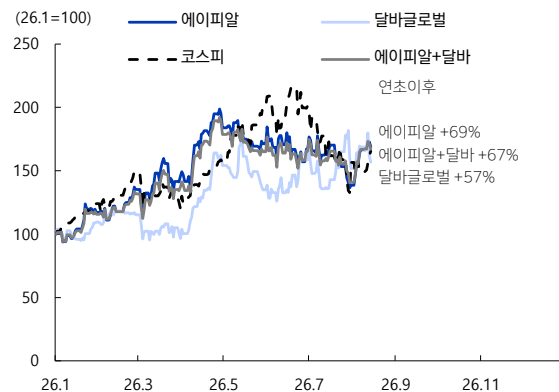
[도표 59] 26년 화장품 세부 업종별 YTD 수익률-코스피 대비 27%p 언더퍼폼

연초 이후 화장품
코스피 대비
-27%p 언더퍼폼



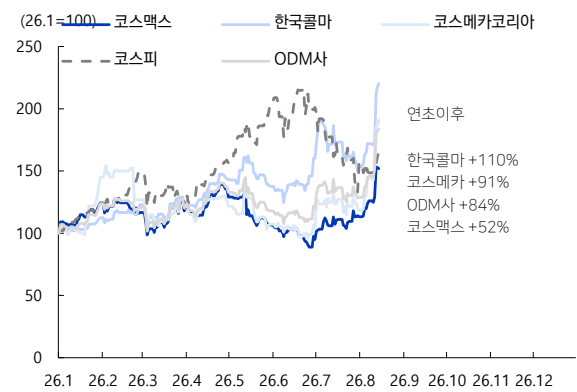
자료: 에프앤가이드, 교보증권 리서치센터

[도표 60] 26년 에이피알,달바 주가 추이



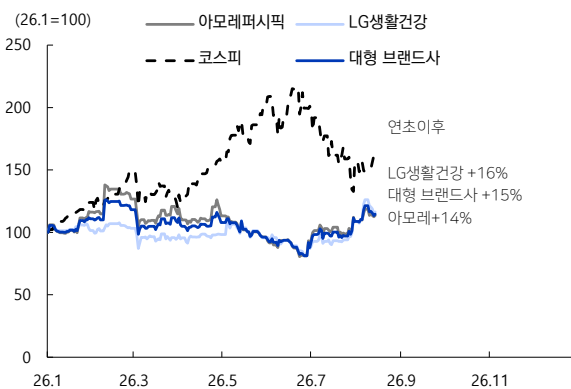
자료: 에프앤가이드, 교보증권 리서치센터

[도표 61] 26년 ODM 3사 주가 추이



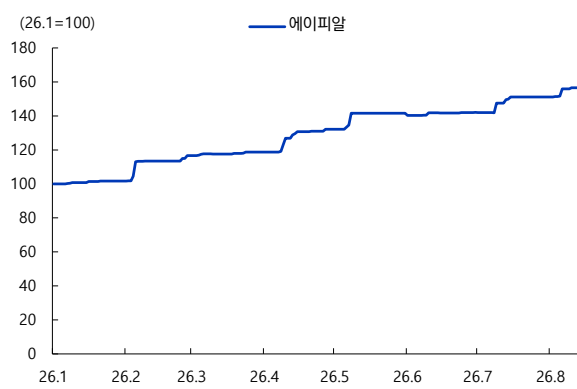
자료: 에프앤가이드, 교보증권 리서치센터

[도표 62] 26년 대형브랜드 2사 주가 추이



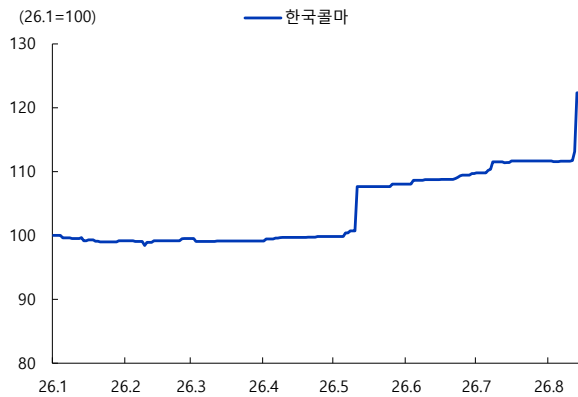
자료: 에프앤가이드, 교보증권 리서치센터

[도표 63] 에이피알 26년 영업이익 컨센서스 추이



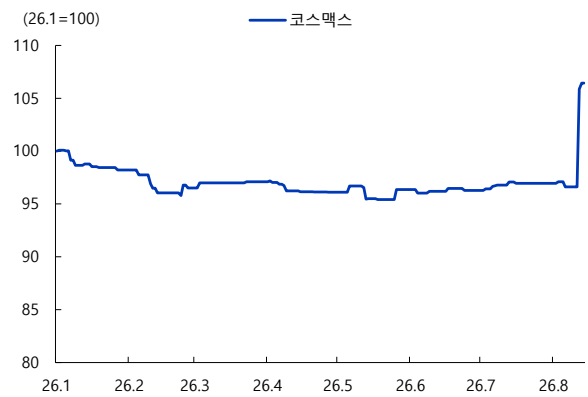
자료: 에프앤가이드, 교보증권 리서치센터

[도표 64] 한국콜마 26년 영업이익 컨센서스 추이



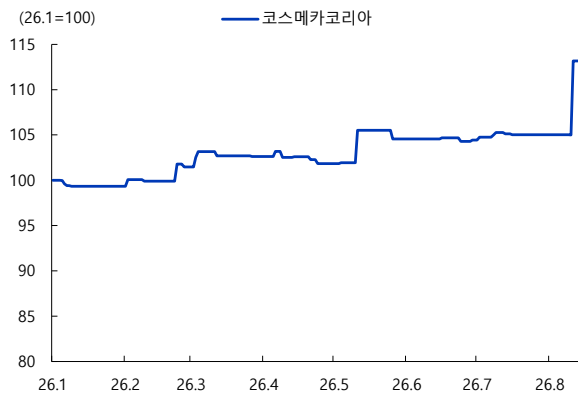
자료: 에프앤가이드, 교보증권 리서치센터

[도표 65] 코스맥스 26년 영업이익 컨센서스 추이



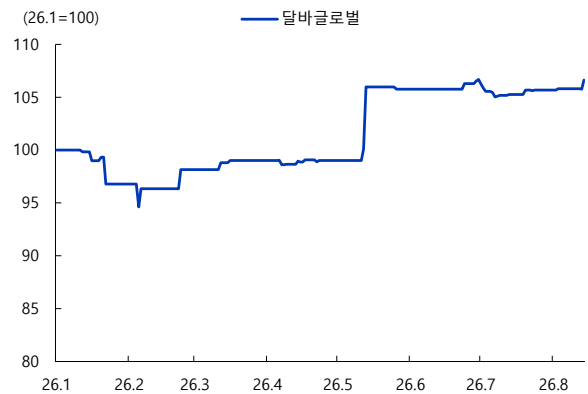
자료: 에프앤가이드, 교보증권 리서치센터

[도표 66] 코스메카코리아 26년 영업이익 컨센서스 추이



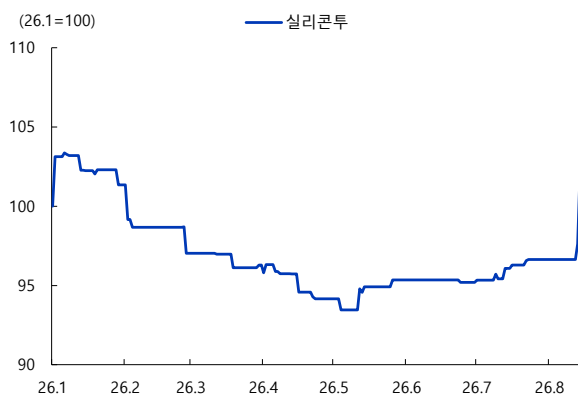
자료: 에프앤가이드, 교보증권 리서치센터

[도표 67] 달바글로벌 26년 영업이익 컨센서스 추이



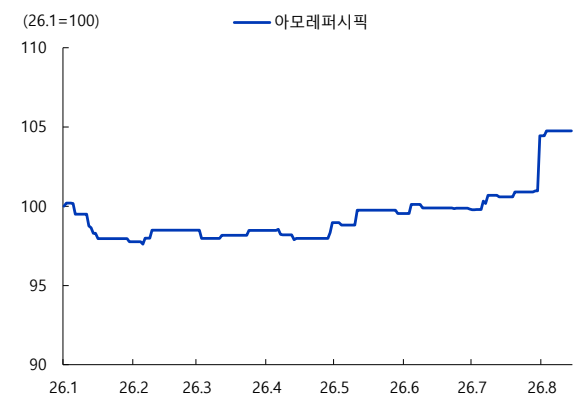
자료: 에프앤가이드, 교보증권 리서치센터

[도표 68] 실리콘투 26년 영업이익 컨센서스 추이



자료: 에프앤가이드, 교보증권 리서치센터

[도표 69] 아모레퍼시픽 26년 영업이익 컨센서스 추이



자료: 에프앤가이드, 교보증권 리서치센터



이 페이지는 편집상 공백입니다.

기업분석

기업명	기업코드	투자의견	제목
에이피알 ★	278470 KR	BUY (TP: 550,000)	올해 바뀐 게 얼마나 많은데요?
한국콜마 ★	161890 KR	BUY (TP: 170,000)	선케어 시장에~서, 누가 돌아왔~게?
코스맥스 ★	192820 KR	BUY (TP: 310,000)	더할 나위 없이 좋은 타이밍

Company Analysis

에이피알 278470

Aug 18, 2026

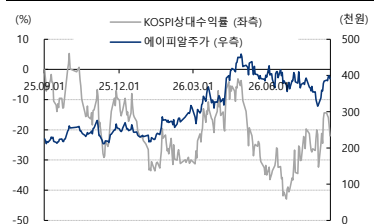
올해 바뀐 게 얼마나 많은데요?

BUY 유지
TP 550,000 원 유지

Company Data

현재가(08/14)	390,500 원
액면가(원)	100 원
52 주 최고가(보통주)	459,000 원
52 주 최저가(보통주)	211,000 원
KOSPI (08/14)	6,977.94p
KOSDAQ (08/14)	864.65p
자본금	39 억원
시가총액	146,196 억원
발행주식수(보통주)	3,744 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래량(60 일)	29.2 만주
평균거래대금(60 일)	1,060 억원
외국인지분(보통주)	37.65%
주요주주	
김병훈 외 5 인	34.80%

Price & Relative Performance



주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	4.1	43.6	82.9
상대주가	2.3	13.3	-15.4

투자포인트 ① 미국의 오프라인/틱톡샵 진격

아마존 프라임데이가 7월 → 6월로 앞당겨지면서 시장에서는 3분기 매출 공백에 대한 우려가 존재. 다만, 오프라인과 틱톡샵 매출 성장이 이를 상당 부분 상쇄할 전망. 실제 2분기 북미 매출은 QoQ 약 1,000억원 증가했는데, 증가분의 절반은 아마존, 나머지 절반은 오프라인 및 틱톡샵에서 발생한 것으로 파악됨. 또한 2분기에는 타깃이 ULTA 매출 상회했으며, 월마트는 초도임에도 ULTA와 유사한 수준 기록. 최근 입점 오프라인 성과 호조 중. 한편, 리테일러들이 4분기 행사시즌을 앞두고 3분기 셀인을 확대하는 것을 감안하면 3분기 매출 공백 우려는 과도하다고 판단. 틱톡샵 역시 고성장 중으로, 7월 메디큐브 틱톡샵 GMV는 MoM 40% 증가함.

투자포인트 ② 유럽은 시작에 불과

유럽은 아직 초기 진입 시장에 불과함. 작년 말 영국 아마존/틱톡샵 론칭 이후, 올해 1분기부터 매출이 본격화되었음. 본격적인 아마존 영업 시작으로 유럽 매출 4Q25 418억원→1Q26 838억원→2Q26 1,451억원으로 가파르게 증가. 바이럴 효과로 오프라인 수요도 더불어 증가. 하반기에도 온라인 매출 QoQ 성장과 함께 영국 부츠 등 오프라인 매출이 확대될 전망이다.

투자포인트 ③ 수익성 개선 여력 충분

상반기는 아직 비용이 최적화된 단계가 아니었음. 글로벌 내 폭발적인 수요 증가와 행사 물량 판매 호조로 재고 대응에 어려움이 있었으며, 이에 따라 항공 물량이 크게 증가했음. 2분기에도 일시적으로 증가한 항공 비용이 100억원 이상인 것으로 파악됨. 미국은 3분기부터, 유럽은 4분기부터 해상 운송을 통한 안전 재고 확보가 가능할 것으로 판단됨. 이에 따라 항공 운송 비중 정상화에 따른 수익성 개선 여력 충분하다고 판단.

투자 의견 BUY 및 목표주가 550,000원으로 유지

26년 들어 K-뷰티가 채널 확장과 지역 확장이 동시에 진행되며 구조적 확장 국면에 진입한 가운데, 당사는 K-뷰티 대표 업체로서 브랜드사 중 가장 뛰어난 성장 모멘텀을 보여줄 것으로 기대. 반면, 최근 높아진 실적 기대치와 3분기 매출 공백 우려가 주가 부담으로 작용하고 있으나, 밸류에이션은 18배 수준에 불과해 현저한 저평가 판단.

Forecast earnings & Valuation

	2024.12	2025.12	2026.12E	2027.12E	2027.12E
매출액(십억원)	723	1,527	3,094	4,543	5,815
YoY(%)	38.0	111.3	102.6	46.9	28.0
영업이익(십억원)	123	366	770	1,142	1,438
OP 마진(%)	17.0	23.9	24.9	25.1	24.7
순이익(십억원)	108	290	589	904	1,140
EPS(원)	2,842	7,704	15,720	24,142	30,461
YoY(%)	-74.7	171.1	104.0	53.6	26.2
PER(배)	17.6	30.0	24.8	16.2	12.8
PCR(배)	11.7	22.2	18.5	13.0	10.5
PBR(배)	5.9	19.4	17.3	9.4	5.8
EV/EBITDA(배)	12.9	21.3	17.8	11.6	8.7
ROE(%)	41.3	75.3	91.3	75.3	56.1

[도표 70] 에이피알 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26P	3Q26F	4Q26F	25	26F	27F
매출액	266.0	327.7	385.9	547.6	593.4	767.5	773.4	959.4	1,527.3	3,093.8	4,543.4
1. 한국	76.8	73.2	76.0	73.1	65.3	63.3	71.4	66.0	299.1	266.0	272.9
2. 북미	76.5	103.2	163.5	265.5	271.6	376.3	380.0	484.5	608.8	1,512.4	2,206.6
3. 유럽	19.3	30.2	21.2	41.8	83.8	145.1	126.0	163.8	112.5	518.6	1,002.5
4. 아시아	78.0	105.8	104.2	136.0	135.8	121.1	121.9	160.4	423.9	539.2	662.7
5. 기타	14.9	14.5	18.8	31.3	36.9	61.7	72.2	84.7	79.5	255.6	395.8
YoY	78.6%	110.8%	121.7%	124.2%	123.0%	134.2%	100.4%	75.2%	111.3%	102.6%	46.9%
1. 한국	-7.3%	-6.5%	2.9%	-17.0%	-14.9%	-13.5%	-6.0%	-9.7%	-7.4%	-11.0%	2.6%
2. 북미					255.0%	264.6%	132.4%	82.5%		148.4%	45.9%
3. 유럽					334.7%	380.3%	494.0%	291.7%		361.0%	93.3%
4. 아시아					74.1%	14.5%	17.0%	18.0%		27.2%	22.9%
5. 기타					147.9%	325.0%	284.2%	171.1%		221.7%	54.9%
영업이익	54.6	84.6	96.1	130.1	152.3	190.6	194.9	232.8	365.4	770.5	1,141.9
YoY	96.5%	201.8%	252.8%	227.9%	179.0%	125.4%	102.8%	78.9%	197.8%	110.9%	48.2%
OPM	20.5%	25.8%	24.9%	23.8%	25.7%	24.8%	25.2%	24.3%	23.9%	24.9%	25.1%
세전이익	59.2	78.4	96.0	130.8	157.1	190.7	194.1	234.1	364.3	776.1	1,129.8
YoY	94.8%	171.8%	262.9%	174.5%	165.5%	143.3%	102.3%	79.0%	173.3%	113.0%	45.6%
(지배)순이익	49.9	66.3	74.6	98.8	117.3	141.5	149.5	180.2	289.7	588.5	903.8
YoY	107.3%	175.2%	366.3%	127.6%	134.8%	113.4%	100.3%	82.5%	169.2%	103.2%	53.6%
NPM	18.8%	20.2%	19.3%	18.0%	19.8%	18.4%	19.3%	18.8%	19.0%	19.0%	19.9%

자료: 교보증권 리서치센터

[에이피알 278470]

포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	723	1,527	3,094	4,543	5,815
매출원가	179	357	723	1,061	1,358
매출총이익	544	1,171	2,371	3,482	4,457
매출총이익률 (%)	75.2	76.6	76.6	76.6	76.6
판매비와관리비	421	805	1,601	2,340	3,019
영업이익	123	366	770	1,142	1,438
영업이익률 (%)	17.0	23.9	24.9	25.1	24.7
EBITDA	145	396	790	1,155	1,447
EBITDA Margin (%)	20.1	25.9	25.5	25.4	24.9
영업외손익	11	-1	6	-12	-13
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	29	33	38	51	71
금융비용	-17	-31	-29	-29	-29
기타	-1	-3	-3	-34	-55
법인세비용차감전순이익	133	364	776	1,130	1,426
법인세비용	26	75	188	226	285
계속사업순이익	108	290	589	904	1,140
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	108	290	589	904	1,140
당기순이익률 (%)	14.9	19.0	19.0	19.9	19.6
비지배지분순이익	0	0	0	0	0
지배지분순이익	108	290	589	904	1,140
지배순이익률 (%)	14.9	19.0	19.0	19.9	19.6
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-2	-2	-2	-2	-2
포괄순이익	106	288	587	902	1,139
비지배지분포괄이익	0	0	0	0	0
지배지분포괄이익	106	288	587	902	1,139

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

현금흐름표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	79	341	532	805	1,102
당기순이익	108	290	589	904	1,140
비현금항목의 가감	55	102	203	221	256
감가상각비	22	29	19	12	8
외환손익	-5	-1	5	5	5
자본법평가손익	0	0	0	0	0
기타	38	74	179	204	243
자산부채의 증감	-58	-32	-82	-118	-52
기타현금흐름	-25	-18	-178	-203	-242
투자활동 현금흐름	-110	-94	-4	-4	-4
투자자산	-45	-87	0	0	0
유형자산	-45	-15	0	0	0
기타	-19	8	-4	-4	-4
재무활동 현금흐름	-5	-182	-205	-208	-208
단기차입금	-8	0	0	0	0
사채	0	-3	-3	-3	-3
장기차입금	0	0	0	0	0
자본의 증가(감소)	74	0	0	0	0
현금배당	0	-134	-191	-191	-191
기타	-72	-44	-11	-14	-14
현금의 증감	-35	64	346	614	912
기초 현금	125	90	154	500	1,115
기말 현금	90	154	500	1,115	2,026
NOPLAT	99	291	584	913	1,151
FCF	18	273	523	809	1,107

자료: 에이피알, 교보증권 리서치센터

재무상태표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
유동자산	286	546	987	1,740	2,733
현금및현금성자산	90	154	500	1,115	2,026
매출채권 및 기타채권	49	92	102	113	115
재고자산	110	165	248	372	447
기타유동자산	37	134	137	140	144
비유동자산	279	226	206	193	184
유형자산	51	60	41	28	20
관계기업투자금	0	0	0	0	0
기타금융자산	62	45	45	45	45
기타비유동자산	166	121	120	120	119
자산총계	565	772	1,193	1,933	2,917
유동부채	145	238	261	287	319
매입채무 및 기타채무	70	146	165	190	223
차입금	0	0	0	0	0
유동성채무	0	0	3	3	3
기타유동부채	75	92	93	93	93
비유동부채	96	88	88	89	90
차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	-3	-6	-10
기타비유동부채	96	88	91	95	100
부채총계	242	326	349	376	410
지배지분	324	446	844	1,557	2,507
자본금	4	4	4	4	4
자본잉여금	137	13	13	13	13
이익잉여금	229	427	825	1,539	2,488
기타자본변동	-47	0	0	0	0
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	324	446	844	1,557	2,507
총차입금	91	78	82	83	84

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

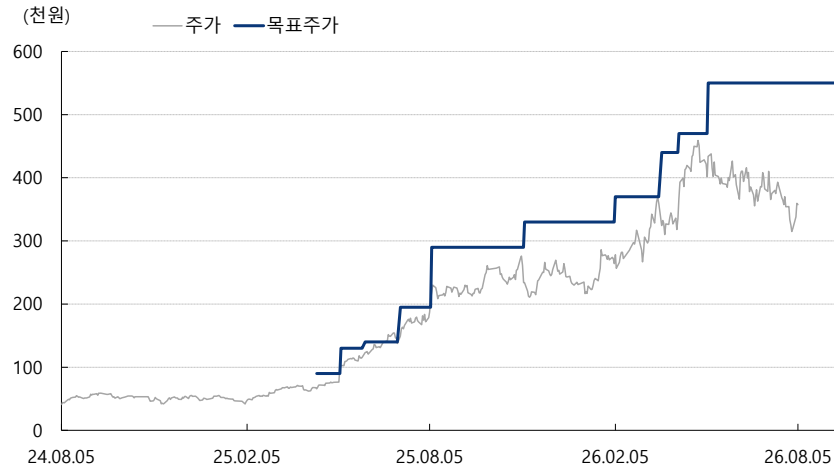
12 결산(십억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
EPS	2,842	7,704	15,720	24,142	30,461
PER	17.6	30.0	24.8	16.2	12.8
BPS	8,486	11,910	22,538	41,590	66,962
PBR	5.9	19.4	17.3	9.4	5.8
EBITDAPS	3,836	10,527	21,113	30,854	38,654
EV/EBITDA	12.9	21.3	17.8	11.6	8.7
SPS	19,092	40,623	82,636	121,358	155,334
PSR	2.6	5.7	4.7	3.2	2.5
CFPS	480	7,267	13,957	21,600	29,572
DPS	0	5,090	5,090	5,090	5,090

재무비율

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
성장성					
매출액 증가율	38.0	111.3	102.6	46.9	28.0
영업이익 증가율	17.8	197.9	110.8	48.2	26.0
순이익 증가율	31.9	169.2	103.2	53.6	26.2
수익성					
ROIC	137.6	262.5	404.2	415.9	402.4
ROA	25.2	43.3	59.9	57.8	47.0
ROE	41.3	75.3	91.3	75.3	56.1
안정성					
부채비율	74.7	73.1	41.4	24.1	16.3
순차입금비율	16.0	10.1	6.9	4.3	2.9
이자보상배율	32.6	103.7	218.6	337.8	444.5

에이피알 최근 2년간 목표주가 변동추이



최근 2년간 목표주가 및 괴리율 추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율		일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
2025.04.15	매수	90,000	(16.37)	9.33	2026.04.09	매수	470,000	(10.10)	(2.34)
2025.05.09	매수	130,000	(13.63)	(9.08)	2026.05.08	매수	550,000	(26.82)	(20.36)
2025.06.02	매수	140,000	(0.96)	10.14	2026.06.01	매수	550,000	(28.11)	(20.36)
2025.07.07	매수	195,000	(10.25)	6.92	2026.07.09	매수	550,000	(30.29)	(20.36)
2025.08.07	매수	290,000	(23.97)	(20.69)	2026.08.06	매수	550,000	(30.19)	(20.36)
2025.09.18	매수	290,000	(19.97)	(4.83)	2026.08.18	매수	550,000		
2025.11.07	매수	330,000	(27.67)	(18.33)					
2026.01.11	매수	330,000	(25.94)	(13.33)					
2026.02.05	매수	370,000	(27.03)	(23.78)					
2026.02.12	매수	370,000	(17.68)	(0.27)					
2026.03.23	매수	440,000	(24.97)	(21.70)					

자료: 교보증권 리서치센터

■ Compliance Notice ■

이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

이 조사자료는 당사 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 이 조사자료는 투자참고자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 이 조사자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.

당사 리서치센터 연구원은 고객에게 카카오톡 메신저 등으로 개별 접촉하지 않습니다. 당사 연구원 사칭 사기 등에 주의하시기 바랍니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 전일기준 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 추천종목은 전일기준 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.

■ 투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항 ■ 기준일자_2026.06.30

구분	Buy(매수)	Trading Buy(매수)	Hold(보유)	Sell(매도)
비율	94.7%	4.6%	0.7%	0.0%

【업종 투자의견】

Overweight(비중확대): 업종 펀더멘탈의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대
Underweight(비중축소): 업종 펀더멘탈의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대

Neutral(중립): 업종 펀더멘탈상의 유의미한 변화가 예상되지 않음

【기업 투자기간 및 투자등급】 향후 6개월 기준, 2015.6.1(Strong Buy 등급 삭제)

Buy(매수): KOSPI 대비 기대수익률 10%이상
Hold(보유): KOSPI 대비 기대수익률 -10~10%

Trading Buy: KOSPI 대비 10%이상 초과수익 예상되나 불확실성 높은 경우
Sell(매도): KOSPI 대비 기대수익률 -10% 이하

Company Analysis

한국콜마 161890

Aug 18, 2026

선케어 시장에~서, 누가 돌아왔~게?

BUY

유지

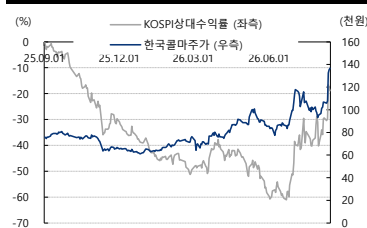
TP 170,000 원

유지

Company Data

현재가(08/14)	136,700 원
액면가(원)	500 원
52 주 최고가(보통주)	136,700 원
52 주 최저가(보통주)	61,100 원
KOSPI (08/14)	6,977.94p
KOSDAQ (08/14)	864.65p
자본금	118 억원
시가총액	32,268 억원
발행주식수(보통주)	2,361 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래량(60 일)	43.2 만주
평균거래대금(60 일)	508 억원
외국인지분(보통주)	41.15%
주요주주	
한국콜마홀딩스 외 23 인	26.58%
NIHON KOLMAR	12.80%

Price & Relative Performance



주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	28.6	88.8	71.5
상대주가	26.4	49.0	-20.7

투자포인트 ① 글로벌 선케어 1위를 향해

한국콜마의 선케어 제조역량은 국내 1위를 넘어, 글로벌 1위를 향해 나아가는 중. 한국콜마의 글로벌 선케어 생산 M/S는 지난해 3위에서 올해 2위로 상승할 것으로 예상되며, 내년에는 1위에 도전할 수 있을 전망. 최근 유럽에서 K-뷰티 선케어 침투가 빠르게 확대되고 있으며, 미국 올리브영에서도 동사가 제조한 선케어 제품들이 판매 상위권을 차지하고 있음. 글로벌 선케어 시장에서 동사의 제조 경쟁력이 더욱 부각되는 구간으로, 향후 밸류에이션 프리미엄 요인으로 작용 전망.

투자포인트 ② 구조적 확장 중! 계절성 희석 중!

최근 국내 화장품 수출은 미국을 넘어 유럽 등 글로벌 전역 확장 중. 특히 동사는 최근 실적 호조가 일시적 요인이 아닌 구조적 확대라고 언급하며, 내년까지 성장세가 이어질 것으로 전망함. 주요 근거는 1) 스케일업 브랜드들의 글로벌 수출 확대, 2) 글로벌 MNC들의 주문 증가, 3) OTC 등 추가 제품 기여임. 이에 따라 3분기 조업일수 감소에도, 매출은 QoQ 유지~성장을 전망함. 실제로 3분기 수주 역시 이미 QoQ 증가 흐름. 특히 과거 선케어 성수기 영향으로 2분기가 실적 피크였으나, 지역 및 고객사 확장이 지속되면서 선케어 계절성도 점차 희석되는 점 고무적임.

투자포인트 ③ 기초/선케어 중심 강자 수익성도 유리

화장품 카테고리 내 기초 및 선케어는 색조 대비 SKU 수가 적고 생산 효율성이 높아 수익성 측면에서 유리함. 2분기 한국콜마의 기초 및 선케어 비중은 84%로 경쟁사 대비 압도적인 수준. 또한, 최근 K-뷰티 수출 중 기초 비중이 80%에 달한다는 점 감안하면, 현재 글로벌 수요 환경 역시 동사에 매우 우호적인 환경이라고 판단함. 기초/선케어 중심 포트폴리오를 바탕으로 높은 매출 성장과 함께 상대적으로 우수한 수익성을 유지하고 있다는 점도 긍정적임.

투자여건 BUY 및 목표주가 170,000원 유지

한국콜마는 K-뷰티 브랜드사가 미국을 넘어 유럽 등 글로벌 시장으로 확장하는 과정에서 구조적인 수혜를 받고 있음. 특히, 최근 유럽 등 신규 지역에서는 선케어 제품 반응이 기초 제품 대비 강하게 나타나는 것으로 파악됨. 동사의 압도적인 선케어 제조 역량, 지역 확장에 따른 계절성 희석, 글로벌 MNC 확대 등 감안하면 중장기 성장 가시성이 지속적으로 높아지고 있다고 판단함.

Forecast earnings & Valuation

12 결산 (십억원)	2024.12	2025.12	2026.12E	2027.12E	2028.12E
매출액(십억원)	2,452.1	2,722.4	3,138.9	3,601.8	4,127.7
YoY(%)	13.7	11.0	15.3	14.7	14.6
영업이익(십억원)	193.9	239.6	343.6	410.1	495.9
OP 마진(%)	7.9	8.8	10.9	11.4	12.0
순이익(십억원)	125.3	168.2	253.4	304.3	369.6
EPS(원)	s	5,299	8,477	10,181	12,366
YoY(%)	1,588.1	38.3	60.0	20.1	21.5
PER(배)	14.4	11.7	16.1	13.4	11.1
PCR(배)	4.5	4.5	7.6	7.0	6.2
PBR(배)	1.6	1.6	3.0	2.5	2.0
EV/EBITDA(배)	10.3	9.1	10.8	9.2	7.8
ROE(%)	12.5	14.7	20.0	20.0	20.2

[도표 71] 한국콜마 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26P	3Q26F	4Q26F	24	25	26F
매출액	653.1	730.8	683.0	655.5	728.0	861.3	813.5	736.1	2,452.1	2,722.4	3,138.9
1. 한국	274.3	328.1	322.0	268.3	343.0	430.4	431.5	335.4	1,059.7	1,192.7	1,540.3
2. 중국	41.6	49.9	31.8	32.9	47.3	57.9	33.4	34.5	158.1	156.2	173.1
3. 미국	21.7	18.4	8.1	6.7	13.4	17.8	17.0	17.0	57.9	54.9	65.2
4. 캐나다	8.7	10.0	9.2	8.0	8.4	9.2	9.5	8.2	39.4	35.9	35.3
5. HK 이노엔	247.4	263.1	260.8	291.9	258.7	267.2	275.2	295.8	897.1	998.5	1,096.9
6. 연우	63.7	70.7	61.8	54.7	62.4	91.1	58.7	52.0	274.8	250.9	250.0
YoY	13.6%	10.7%	9.0%	11.0%	11.5%	17.8%	19.1%	12.3%	13.7%	11.0%	15.3%
1. 한국	10.7%	10.5%	17.7%	11.2%	25.1%	31.2%	34.0%	25.0%	23.7%	12.5%	29.1%
2. 중국	6.9%	-5.3%	-13.1%	10.0%	13.7%	16.0%	5.0%	5.0%	-10.4%	-1.2%	10.8%
3. 미국	210.0%	37.3%	-53.7%	-66.5%	-38.2%	-3.3%	109.9%	153.7%	54.4%	-5.2%	18.8%
4. 캐나다	-3.3%	-20.6%	0.0%	-7.0%	-3.4%	-8.0%	3.0%	3.0%	-14.2%	-8.9%	-1.6%
5. HK 이노엔	16.4%	20.0%	13.6%	23.8%	4.6%	1.6%	5.5%	1.3%	8.2%	11.3%	9.9%
6. 연우	-5.2%	-4.5%	-15.1%	-11.1%	-2.0%	28.9%	-5.0%	-5.0%	16.4%	-8.7%	-0.4%
영업이익	59.9	73.5	58.3	47.8	78.9	110.3	91.2	63.2	193.9	239.6	343.6
1. 한국	33.9	49.0	44.3	22.3	51.2	70.8	65.9	31.9	122.4	149.5	219.8
2. 중국	3.1	6.1	(1.6)	(1.6)	3.2	5.7	(1.6)	(1.6)	5.3	6.0	5.7
3. 미국	1.5	(0.2)	(6.4)	(8.3)	(3.7)	(1.4)	(2.0)	(1.0)	(6.0)	(13.4)	(8.1)
4. 캐나다	(1.3)	0.3	(1.3)	(3.1)	(1.7)	(0.9)	(1.5)	(1.5)	(8.7)	(5.4)	(5.6)
5. HK 이노엔	25.4	19.5	25.9	40.1	33.2	30.0	31.4	36.4	88.2	110.9	131.0
6. 연우	(1.0)	0.8	(0.2)	0.8	(0.3)	7.0	1.0	1.0	0.9	(0.3)	8.7
YoY	84.8%	2.4%	7.0%	36.2%	31.6%	50.2%	56.3%	32.1%	42.4%	23.6%	43.4%
1. 한국	48.7%	10.9%	18.8%	23.2%	51.1%	44.4%	48.6%	43.0%	53.5%	22.2%	47.0%
OPM	9.2%	10.1%	8.5%	7.3%	10.8%	12.8%	11.2%	8.6%	7.9%	8.8%	10.9%
1. 한국	12.4%	14.9%	13.8%	8.3%	14.9%	16.4%	15.3%	9.5%	11.5%	12.5%	14.3%
2. 중국	7.5%	12.2%	-5.0%	-4.9%	6.8%	9.8%	-4.7%	-4.6%	3.4%	3.8%	3.3%
3. 미국	6.9%	-1.1%	-79.0%	-123.9%	-27.6%	-7.9%	-11.8%	-5.9%	-10.4%	-24.4%	-12.4%
4. 캐나다	-14.9%	3.0%	-14.1%	-38.8%	-20.2%	-9.8%	-15.8%	-18.2%	-22.1%	-15.0%	-15.9%
5. HK 이노엔	10.3%	7.4%	9.9%	13.7%	12.8%	11.2%	11.4%	12.3%	9.8%	11.1%	11.9%
6. 연우	-1.6%	1.1%	-0.3%	1.5%	-0.5%	7.7%	1.7%	1.9%	0.3%	-0.1%	3.5%
세전이익	32.4	54.0	54.2	71.1	77.8	97.4	89.9	69.6	139.8	211.7	334.7
YoY	60.1%	-8.9%	52.9%	186.8%	140.0%	80.2%	65.8%	-2.0%	307.1%	51.5%	58.1%
(지배)순이익	13.2	34.9	31.8	45.1	45.2	62.8	51.9	40.2	90.1	125.1	200.1
YoY	109.3%	0.3%	106.8%	34.5%	241.0%	79.8%	63.2%	-10.8%	1634.9%	38.9%	60.0%
NPM	2.0%	4.8%	4.7%	6.9%	6.2%	7.3%	6.4%	5.5%	3.7%	4.6%	6.4%

자료: 교보증권 리서치센터

[한국콜마 161890]

포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	2,452	2,722	3,139	3,602	4,128
매출원가	1,753	1,931	2,226	2,555	2,928
매출총이익	699	791	913	1,047	1,200
매출총이익률 (%)	28.5	29.1	29.1	29.1	29.1
판매비와관리비	505	552	569	637	637
영업이익	194	240	344	410	496
영업이익률 (%)	7.9	8.8	10.9	11.4	12.0
EBITDA	286	344	432	488	564
EBITDA Margin (%)	11.7	12.6	13.8	13.5	13.7
영업외손익	-54	-28	-9	-8	-8
관계기업손익	12	1	0	0	0
금융수익	30	28	31	37	42
금융비용	-54	-54	-49	-50	-52
기타	-42	-2	9	5	2
법인세비용차감전순이익	140	212	335	402	488
법인세비용	14	44	81	98	119
계속사업순이익	125	168	253	304	370
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	125	168	253	304	370
당기순이익률 (%)	5.1	6.2	8.1	8.4	9.0
비지배지분순이익	35	43	53	64	78
지배지분순이익	90	125	200	240	292
지배순이익률 (%)	3.7	4.6	6.4	6.7	7.1
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-20	10	-1	-1	-1
포괄순이익	105	178	252	303	368
비지배지분포괄이익	30	50	70	84	102
지배지분포괄이익	75	128	182	219	266

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

현금흐름표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	215	291	335	373	426
당기순이익	125	168	253	304	370
비현금항목의 가감	195	203	223	222	231
감가상각비	69	81	70	60	52
외환손익	-10	0	0	0	0
자본법평가손익	0	0	0	0	0
기타	136	122	153	162	178
자산부채의 증감	-40	0	-30	-32	-35
기타현금흐름	-64	-79	-111	-122	-140
투자활동 현금흐름	-205	-248	-49	-81	-132
투자자산	4	-51	-1	-1	-1
유형자산	-247	-164	0	0	0
기타	38	-33	-48	-80	-131
재무활동 현금흐름	-43	40	-46	0	2
단기차입금	3	-15	19	20	20
사채	9	40	7	8	8
장기차입금	29	52	6	6	7
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
현금배당	-19	-23	-20	-20	-20
기타	-65	-13	-58	-13	-13
현금의 증감	-29	83	283	304	206
기초 현금	171	142	225	508	812
기말 현금	142	225	508	812	1,018
NOPLAT	174	190	260	310	375
FCF	-22	131	319	356	409

자료: 한국콜마, 교보증권 리서치센터

재무상태표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
유동자산	859	1,010	1,435	1,972	2,597
현금및현금성자산	142	225	508	812	1,018
매출채권 및 기타채권	294	358	415	526	770
재고자산	328	325	357	393	432
기타유동자산	95	101	155	241	377
비유동자산	2,268	2,448	2,360	2,284	2,218
유형자산	811	902	832	772	719
관계기업투자금	10	12	13	14	16
기타금융자산	45	123	123	123	123
기타비유동자산	1,402	1,412	1,392	1,375	1,360
자산총계	3,127	3,458	3,796	4,256	4,815
유동부채	1,215	1,360	1,359	1,406	1,456
매입채무 및 기타채무	360	435	458	484	512
차입금	667	639	658	678	698
유동성채무	60	105	60	60	60
기타유동부채	128	181	182	184	185
비유동부채	406	430	440	451	463
차입금	60	86	92	98	105
사채	249	245	252	260	267
기타비유동부채	97	100	96	93	90
부채총계	1,621	1,790	1,799	1,857	1,918
지배지분	793	910	1,090	1,310	1,582
자본금	12	12	12	12	12
자본잉여금	295	301	301	301	301
이익잉여금	488	593	772	992	1,264
기타자본변동	0	0	0	0	0
비지배지분	713	757	906	1,089	1,315
자본총계	1,506	1,667	1,996	2,399	2,897
총차입금	1,139	1,219	1,203	1,233	1,265

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
EPS	3,830	5,299	8,477	10,181	12,366
PER	14.4	11.7	16.1	13.4	11.1
BPS	33,579	38,566	46,179	55,497	66,998
PBR	1.6	1.6	3.0	2.5	2.0
EBITDAPS	12,154	14,561	18,314	20,654	23,876
EV/EBITDA	10.3	9.1	10.8	9.2	7.8
SPS	104,272	115,332	132,977	152,587	174,863
PSR	0.5	0.5	1.0	0.9	0.8
CFPS	-928	5,532	13,501	15,066	17,307
DPS	720	864	864	864	864

재무비율

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
성장성					
매출액 증가율	13.7	11.0	15.3	14.7	14.6
영업이익 증가율	42.4	23.6	43.4	19.3	20.9
순이익 증가율	398.5	34.2	50.6	20.1	21.5
수익성					
ROIC	7.9	8.2	11.2	13.3	15.3
ROA	2.9	3.8	5.5	6.0	6.4
ROE	12.5	14.7	20.0	20.0	20.2
안정성					
부채비율	107.7	107.4	90.1	77.4	66.2
순차입금비율	36.4	35.2	31.7	29.0	26.3
이자보상배율	4.2	6.2	8.2	9.5	11.2

한국콜마 최근 2 년간 목표주가 변동추이



최근 2 년간 목표주가 및 괴리율 추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율		일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
2024.10.10	매수	110,000	(37.31)	(34.45)	2026.01.13	매수	100,000	(31.19)	(26.30)
2024.11.11	매수	110,000	(40.74)	(34.45)	2026.02.26	매수	100,000	(28.98)	(19.80)
2024.11.21	매수	110,000	(46.04)	(34.45)	2026.04.06	매수	100,000	(24.79)	(6.40)
2025.01.16	매수	110,000	(46.05)	(34.45)	2026.05.11	매수	130,000	(29.15)	(22.46)
2025.02.26	매수	110,000	(44.89)	(34.45)	2026.06.01	매수	130,000	(31.77)	(22.46)
2025.04.15	매수	110,000	(31.42)	(24.00)	2026.07.01	매수	130,000	(25.56)	1.92
2025.05.12	매수	110,000	(23.18)	(9.00)	2026.08.13	매수	170,000	(19.59)	(19.59)
2025.07.07	매수	125,000	(20.56)	(12.64)	2026.08.18	매수	170,000		
2025.08.11	매수	125,000	(31.36)	(12.64)					
2025.10.16	매수	125,000	(33.04)	(12.64)					
2025.11.10	매수	125,000	(38.30)	(12.64)					

자료: 교보증권 리서치센터

■ Compliance Notice ■

이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

이 조사항목은 당사 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 이 조사항목은 투자참고자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 이 조사항목의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.

당사 리서치센터 연구원은 고객에게 카카오톡 메신저 등으로 개별 접촉하지 않습니다. 당사 연구원 사칭 사기 등에 주의하시기 바랍니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 전일기준 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 추천종목은 전일기준 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.

■ 투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항 ■ 기준일자: 2026.06.30

구분	Buy(매수)	Trading Buy(매수)	Hold(보유)	Sell(매도)
비율	94.7%	4.6%	0.7%	0.0%

【 업종 투자의견 】

Overweight(비중확대): 업종 펀더멘탈의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대
Underweight(비중축소): 업종 펀더멘탈의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대

Neutral(중립): 업종 펀더멘탈상의 유의미한 변화가 예상되지 않음

【 기업 투자기간 및 투자등급 】 향후 6개월 기준, 2015.6.1(Strong Buy 등급 삭제)

Buy(매수): KOSPI 대비 기대수익률 10%이상
Hold(보유): KOSPI 대비 기대수익률 -10~10%

Trading Buy: KOSPI 대비 10%이상 초과수익 예상되나 불확실성 높은 경우
Sell(매도): KOSPI 대비 기대수익률 -10% 이하

Company Analysis

코스맥스 192820

Aug 18, 2026

더할 나위 없이 좋은 타이밍

BUY

유지

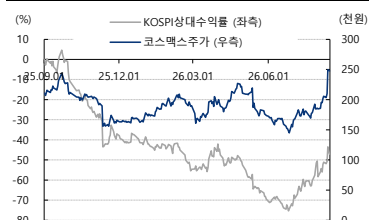
TP 310,000 원

유지

Company Data

현재가(08/14)	247,500 원
액면가(원)	500 원
52 주 최고가(보통주)	249,500 원
52 주 최저가(보통주)	144,900 원
KOSPI (08/14)	6,977.94p
KOSDAQ (08/14)	864.65p
자본금	57 억원
시가총액	28,090 억원
발행주식수(보통주)	1,135 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래량(60 일)	12.7 만주
평균거래대금(60 일)	271 억원
외국인지분(보통주)	38.23%
주요주주	
코스맥스비티아이 외 10 인	27.51%
국민연금공단	12.57%

Price & Relative Performance



주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	41.6	21.9	30.2
상대주가	39.1	-3.8	-39.8

투자포인트 ① 발목 붙잡던 한국, 드디어 성장 궤도 진입

코스맥스의 주가가 경쟁사 대비 부진했던 요인은 한국 법인의 매출 및 수익성 부진이었음. 특히 상대적으로 저마진인 겔마스크팩 비중 확대가 수익성 부담 요인으로 작용했음. 최근 겔마스크팩 수율이 향상되고 있으며, 하반기에는 수익성 개선에 기여할 전망. 특히, 3분기에는 한국 수익성이 드디어 YoY 턴어라운드할 것으로 예상함. 매출도 YoY 35~40% 증가하며 QoQ 성장까지 동반할 것으로 전망. 또한 최근 유럽 고객사들의 K-뷰티 컨셉 제품 문의도 활발한 상황임.

투자포인트 ② 미국 법인 첫 흑자 전환

그동안 적자를 지속했던 미국 법인은 기초/색조, 서부/동부 고객사 모두 고른 성장을 시현 중. 기존 상위 고객사들의 리오터 볼륨 확대되는 가운데, 신규 고객사 기여도 확대 중. 최근 K-뷰티 컨셉 주문 확대로 수혜 중. 이에 따라 수익성도 MSD% 수준으로 개선되며 사상 최초 흑자 전환에 성공했으며, 하반기에도 흑자 기조가 지속될 전망.

투자포인트 ③ 중국/동남아 법인도 이제 좋은 상황

중국과 동남아 법인은 비우호적 영업환경에서도 제조 경쟁력과 영업력을 바탕으로 시장 대비 아웃퍼폼 중. 중국 매출은 작년 하반기부터 10~30%대 성장률을 기록하며 고성장 증임. 인니도 5개 분기 만에 매출이 YoY 턴어라운드해, 시장 성장률을 상회 중. 동사는 작년 상반기 한국 호실적에도 해외 법인 성장 부진이 아쉬움으로 작용했음. 올해는 중국/동남아 등 해외 법인이 모두 성장 전망.

투자이견 BUY 및 목표주가 310,000원 유지

코스맥스는 시장의 우려 요인이었던 한국 법인 수익성의 YoY 감소 구간이 마무리되었으며, 올해 3분기부터 본격적인 개선 진입 전망. 이에 따라 밸류에이션 리레이팅 국면에 진입할 가능성이 높음. 특히, 3분기 한국 법인은 QoQ 성장에 자신감을 보이고 있어, 24~25년의 상고하저 국면과는 차별화되는 흐름 전망. 또한, 전 해외 법인 모두 괄목할 만한 성장을 보이고 있다는 점도 긍정적임. 미국은 사상 첫 흑자 전환에 성공했으며, 중국과 동남아는 시장 대비 아웃퍼폼 증임. 24~25년 상반기 리레이팅 당시 밸류에이션이 10배에서 21배까지 상승했던 점을 감안하면, 올해 실적의 질과 성장 가시성이 한층 높아진 만큼 당시 대비 프리미엄 적용이 타당하다고 판단함.

Forecast earnings & Valuation

	2024.12	2025.12	2026.12E	2027.12E	2028.12E
매출액(십억원)	2,166	2,399	2,970	3,475	4,066
YoY(%)	21.9	10.7	23.8	17.0	17.0
영업이익(십억원)	175	196	257	311	376
OP 마진(%)	8.1	8.2	8.6	8.9	9.2
순이익(십억원)	88	131	204	223	274
EPS(원)	7,560	10,843	17,142	18,789	23,035
YoY(%)	50.2	43.4	58.1	9.6	22.6
PER(배)	19.7	15.0	14.4	13.2	10.7
PCR(배)	6.2	6.9	7.8	7.5	6.6
PBR(배)	3.6	3.3	3.9	3.2	2.5
EV/EBITDA(배)	8.9	9.2	10.0	8.1	6.4
ROE(%)	20.5	23.9	30.6	26.6	26.1

[도표 72] 코스맥스 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26P	3Q26F	4Q26F	24	25	26F
매출액	588.6	623.6	585.6	601.0	682.0	794.9	780.3	712.7	2,166.1	2,398.8	2,969.9
1. 한국	362.8	420.5	383.5	359.7	423.2	518.4	536.9	431.6	1,357.7	1,526.5	1,910.1
2. 중국	162.7	148.6	140.0	181.4	194.7	197.4	169.1	210.1	574.4	632.7	771.2
3. 미국	28.7	30.0	36.9	37.0	42.0	53.8	51.7	51.8	137.1	132.6	199.3
4. 동남아	53.5	43.9	36.7	36.8	47.0	53.8	47.7	44.2	156.7	170.9	192.7
YoY	11.7%	13.1%	10.5%	7.7%	15.9%	27.5%	33.3%	18.6%	21.9%	10.7%	23.8%
1. 한국	15.0%	20.8%	10.3%	3.9%	16.6%	23.3%	40.0%	20.0%	28.4%	12.4%	25.1%
2. 중국	3.4%	0.7%	22.4%	17.0%	19.7%	32.8%	20.8%	15.8%	4.9%	10.1%	21.9%
3. 미국	-26.0%	-16.7%	13.5%	24.2%	46.3%	79.3%	40.0%	40.0%	-2.0%	-3.3%	50.3%
4. 동남아	59.2%	23.0%	-15.4%	-16.4%	-12.1%	22.6%	30.0%	20.0%	40.7%	9.1%	12.7%
영업이익	51.3	60.8	42.7	40.9	53.0	73.7	67.3	62.6	175.4	195.8	256.7
1. 한국	34.3	49.9	34.3	36.0	38.0	56.4	56.1	44.5	138.7	154.5	195.0
2. 해외/기타	17.0	10.9	8.4	4.9	15.0	17.3	11.2	18.1	36.7	41.3	61.7
YoY	13.0%	30.2%	-1.6%	2.7%	3.3%	21.2%	57.6%	53.1%	51.6%	11.6%	31.1%
1. 한국	14.0%	44.6%	-13.2%	4.0%	10.8%	13.0%	63.5%	23.6%	60.0%	11.4%	26.2%
2. 해외/기타	11.0%	-10.6%	115.3%	-6.1%	-11.8%	58.8%	33.4%	269.8%	26.6%	12.5%	49.5%
OPM	8.7%	9.8%	7.3%	6.8%	7.8%	9.3%	8.6%	8.8%	8.1%	8.2%	8.6%
1. 한국	9.5%	11.9%	8.9%	10.0%	9.0%	10.9%	10.4%	10.3%	10.2%	10.1%	10.2%
2. 해외/기타	7.6%	5.4%	4.2%	2.0%	5.8%	6.3%	4.6%	6.5%	4.5%	4.7%	5.8%
세전이익	25.2	26.4	40.0	64.9	55.4	64.7	59.1	81.6	137.6	156.5	260.9
YoY	-25.6%	-49.0%	77.3%	120.4%	119.8%	145.3%	47.7%	25.8%	63.4%	13.7%	66.7%
(지배)순이익	8.1	20.9	9.0	85.1	41.6	47.5	43.8	60.5	85.8	123.1	193.4
YoY	-57.7%	-37.8%	-57.5%	616.8%	411.3%	127.0%	389.1%	-28.9%	50.2%	43.4%	57.1%
NPM	1.4%	3.4%	1.5%	14.2%	6.1%	6.0%	5.6%	8.5%	4.0%	5.1%	6.5%

자료: 교보증권 리서치센터

[코스맥스 192820]

포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	2,166	2,399	2,970	3,475	4,066
매출원가	1,748	1,990	2,464	2,882	3,372
매출총이익	418	409	506	592	693
매출총이익률 (%)	19.3	17.1	17.1	17.1	17.1
판매비와관리비	243	213	213	213	213
영업이익	175	196	257	311	376
영업이익률 (%)	8.1	8.2	8.6	8.9	9.2
EBITDA	244	270	324	372	431
EBITDA Margin (%)	11.3	11.3	10.9	10.7	10.6
영업외손익	-38	-39	4	-25	-25
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	47	64	69	78	88
금융비용	-68	-99	-95	-98	-102
기타	-17	-5	30	-4	-11
법인세비용차감전순이익	138	157	261	286	351
법인세비용	49	25	57	63	77
계속사업순이익	88	131	204	223	274
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	88	131	204	223	274
당기순이익률 (%)	4.1	5.5	6.9	6.4	6.7
비지배지분순이익	3	8	9	10	12
지배지분순이익	86	123	195	213	261
지배순이익률 (%)	4.0	5.1	6.6	6.1	6.4
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	32	3	4	4	4
포괄순이익	120	134	208	227	278
비지배지분포괄이익	4	7	12	13	15
지배지분포괄이익	117	126	196	214	262

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

현금흐름표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	73	87	222	227	252
당기순이익	88	131	204	215	246
비현금항목의 가감	186	147	166	158	156
감가상각비	64	69	63	58	53
외환손익	-13	3	4	4	4
자본법평가손익	0	0	0	0	0
기타	135	74	99	97	99
자산부채의 증감	-127	-87	-55	-55	-55
기타현금흐름	-74	-104	-93	-91	-94
투자활동 현금흐름	-160	-179	-1	-1	-1
투자자산	-5	2	-1	-1	-1
유형자산	-165	-187	0	0	0
기타	10	6	0	0	0
재무활동 현금흐름	68	28	-7	-3	0
단기차입금	36	34	35	37	40
사채	18	20	1	1	1
장기차입금	74	71	9	9	10
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
현금배당	-6	-26	-37	-37	-37
기타	-55	-70	-14	-14	-13
현금의 증감	-1	-64	280	287	316
기초 현금	257	256	192	473	759
기말 현금	256	192	473	759	1,075
NOPLAT	113	164	200	234	266
FCF	-111	-36	213	240	266

자료: 코스맥스, 교보증권 리서치센터

재무상태표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
유동자산	943	975	1,282	1,598	1,945
현금및현금성자산	256	192	473	759	1,075
매출채권 및 기타채권	357	436	450	465	481
재고자산	257	271	284	299	314
기타유동자산	72	76	75	75	75
비유동자산	991	1,150	1,083	1,022	968
유형자산	778	926	862	805	752
관계기업투자금	1	1	2	4	5
기타금융자산	55	52	52	52	52
기타비유동자산	157	172	166	162	158
자산총계	1,934	2,125	2,365	2,620	2,912
유동부채	1,114	1,201	1,257	1,317	1,380
매입채무 및 기타채무	285	317	330	344	359
차입금	464	499	534	572	612
유동성채무	45	84	90	96	103
기타유동부채	320	302	303	305	306
비유동부채	311	312	324	337	351
차입금	149	175	183	193	202
사채	39	20	21	22	23
기타비유동부채	123	117	120	123	126
부채총계	1,425	1,513	1,581	1,654	1,731
지배지분	473	558	714	881	1,077
자본금	6	6	6	6	6
자본잉여금	28	13	13	13	13
이익잉여금	384	483	639	806	1,002
기타자본변동	0	0	0	0	0
비지배지분	35	54	69	85	105
자본총계	509	612	783	966	1,181
총차입금	739	813	866	921	981

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
EPS	7,560	10,843	17,142	18,789	23,035
PER	19.7	15.0	14.4	13.2	10.7
BPS	41,711	49,179	63,022	78,512	98,248
PBR	3.6	3.3	3.9	3.2	2.5
EBITDAPS	21,517	23,785	28,523	32,748	37,990
EV/EBITDA	8.9	9.2	10.0	8.1	6.4
SPS	190,853	211,353	261,679	306,164	358,212
PSR	0.8	0.8	0.9	0.8	0.7
CFPS	-9,755	-3,168	18,738	21,883	25,831
DPS	2,300	3,300	3,300	3,300	3,300

재무비율

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
성장성					
매출액 증가율	21.9	10.7	23.8	17.0	17.0
영업이익 증가율	51.6	11.6	31.1	21.1	20.9
순이익 증가율	133.9	48.2	55.3	9.6	22.6
수익성					
ROIC	12.4	13.3	15.1	19.0	23.8
ROA	4.9	6.1	8.7	8.5	9.4
ROE	20.5	23.9	30.6	26.6	26.1
안정성					
부채비율	280.0	247.1	201.5	169.2	141.5
순차입금비율	38.2	38.3	36.6	35.0	33.2
이자보상배율	3.9	4.2	5.2	5.9	6.7

코스맥스 최근 2년간 목표주가 변동추이



최근 2년간 목표주가 및 괴리율 추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율		일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
2024.10.10	매수	200,000	(28.13)	(21.40)	2025.11.11	매수	230,000	(27.87)	(22.61)
2024.11.12	매수	200,000	(29.56)	(21.40)	2026.01.13	매수	230,000	(23.12)	(9.13)
2024.11.21	매수	200,000	(30.62)	(1.10)	2026.02.24	매수	230,000	(22.21)	(9.13)
2025.01.16	매수	200,000	(26.45)	(15.90)	2026.04.06	매수	230,000	(19.70)	(1.30)
2025.02.24	매수	220,000	(21.53)	(15.95)	2026.05.13	매수	260,000	(35.34)	(25.42)
2025.04.15	매수	220,000	(21.14)	(10.86)	2026.07.07	매수	260,000	(32.66)	(19.23)
2025.05.14	매수	220,000	(15.53)	10.23	2026.08.12	매수	310,000	(19.92)	(19.68)
2025.06.16	매수	290,000	(8.06)	(2.76)	2026.08.18	매수	310,000		
2025.07.11	매수	310,000	(20.38)	(14.19)					
2025.08.12	매수	310,000	(26.77)	(14.19)					
2025.09.18	매수	310,000	(28.99)	(14.19)					

자료: 교보증권 리서치센터

Compliance Notice

이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

이 조사항목은 당사 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 이 조사항목은 투자참고자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 이 조사항목의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.

당사 리서치센터 연구원은 고객에게 카카오톡 메신저 등으로 개별 접촉하지 않습니다. 당사 연구원 사칭 사기 등에 주의하시기 바랍니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 전일기준 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 추천종목은 전일기준 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항 기준일자:2026.06.30

구분	Buy(매수)	Trading Buy(매수)	Hold(보유)	Sell(매도)
비율	94.7%	4.6%	0.7%	0.0%

업종 투자의견

Overweight(비중확대): 업종 펀더멘탈의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대
Underweight(비중축소): 업종 펀더멘탈의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대

Neutral(중립): 업종 펀더멘탈상의 유의미한 변화가 예상되지 않음

기업 투자가간 및 투자등급

향후 6개월 기준, 2015.6.1(Strong Buy 등급 삭제)
Buy(매수): KOSPI 대비 기대수익률 10%이상
Hold(보유): KOSPI 대비 기대수익률 -10~10%

Trading Buy: KOSPI 대비 10%이상 초과수익 예상되거나 불확실성 높은 경우
Sell(매도): KOSPI 대비 기대수익률 -10% 이하