

2026-09-07

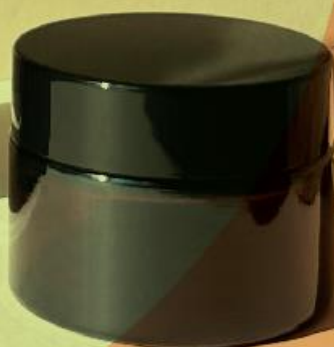


화장품

체급이 달라졌다

-미국·유럽이 열어준 구조적 성장

SK증권 화장품/의류. 형권훈



화장품

체급이 달라졌다- 미국·유럽이 열어준 구조적 성장

화장품, 형권훈 / kh.hyung@sks.co.kr / 3773-9997

Signal: 미국과 유럽 지역 중심으로 화장품 수출 업황 초 강세

Key: 미국 오프라인과 유럽 침투 본격화 초입기로, 향후 침투 여력 충분

Step: 업종 '비중 확대' 의견 유지, 다만 단기 밸류에이션 부담에 유의

미국과 유럽 시장을 중심으로 화장품 수출 고성장. 미국 오프라인과 유럽 전방위적 침투에 따른 구조적 성장이 진행 중.

서구권 침투 주기의 상단을 10%로 제시하며, 피크 시점이 아직 멀었다고 판단. 아직 K 뷰티가 서구권 주류 시장에 편입되기 위한 첫 삽을 떼을 뿐.

긍정적인 장기 전망과 별개로, 단기 밸류에이션 부담은 고민할 만한 점. 리레이팅이 이미 진행되었기에 신중함이 필요한 시점.

수출 초 호황기

미국과 유럽 지역을 중심으로 수출이 강세를 보이고 있다. 8 월 누적 기준 올해 수출 성장률은 미국이 +37%를 기록해 높아진 기저에도 성장이 가속화되었고, 유럽은 +68% 성장했다. 미국은 오프라인 채널 침투가 본격화된 것이 성장의 배경이다. 아마존이 주력 판매 채널이었던 과거와 달리, 올해는 Ulta, Sephora, Target, Costco 등 대형 리테일러에서 경쟁적으로 K 뷰티를 입점시키고 있다. 유럽은 온오프라인 채널에서 전방위적으로 침투하고 있다. 아마존에서 K 뷰티 전체 판매 트래픽이 올해 급증하는 추세이며, 네덜란드, 폴란드, 에스토니아 등 유럽 전역의 오프라인 B2B 벤더 수요의 가능성 역할을 하는 지역의 수출이 +100% 넘는 성장률을 보이고 있다.

서구권 침투는 이제 시작이다

올해 높은 수출 성장률에도 불구하고 K 뷰티의 서구권 침투 주기의 피크는 아직 멀었다. 올해 예상되는 북미와 유럽에서 K 뷰티 침투율은 각각 4.8%, 4.2%인데, 당사는 양 지역에서의 침투율 상단을 10% 수준으로 추정한다. '22년 말부터 올해까지 지난 4년간 북미 침투율은 3.2%p, 유럽은 3.3%p 증가했다. 단순 계산해도 K 뷰티의 침투 주기의 피크까지 5 년의 시간이 남았다. 미국은 올해 오프라인 침투가 처음으로 본격화되었다. 이제 막 현지 주요 채널에 브랜드가 입점하기 시작했기에, 내년 더 많은 브랜드의 입점과 이미 입점한 브랜드의 리오더 수요가 예상되며 수출 성장 가능성이 높다. 유럽은 아직 Douglas, Rossmann 등 현지 오프라인 매장에 입점한 사례가 많지 않다. 현지에서 K 뷰티의 인지도가 상승하고 있고, 브랜드들의 직접적인 마케팅 투자가 늘어나는 만큼, 내년에 본격화될 오프라인 침투와 그로 인한 수출 성장을 기대한다.

장단기 전망 사이의 균형점을 고민해볼 만한 시점

이처럼 장기적인 K 뷰티 성장성은 여전히 긍정적이다. 다만 단기 주가 측면에서는 밸류에이션 부담이 높아진 게 사실이다. 작년과 달리 연말까지 수출액이 높은 수준을 유지할 것으로 전망하기 때문에 '24, '25 년 주기 때처럼 수출 감소와 기업의 실적 쇼크로 인한 주가 급락은 제한적일 것이다. 다만 섹터 전반적으로 밸류에이션 리레이팅이 이미 진행된 만큼 단기적인 관점에서 투자에 신중함이 필요해 보인다. 섹터 Top-pick 으로 한국콜마와 에이피알을 제시한다. 한국콜마는 글로벌 MNC 수주 증가 기대감으로 밸류에이션 추가 리레이팅이 타당해 보인다. 에이피알은 ODM 사와의 밸류에이션 갭 축소로 상대적인 투자 매력도가 증가했다.

CONTENT

01	수출 현황	3
02	미국향 수출 강세의 배경	6
03	유럽향 수출이 빠르게 성장하는 이유	14
04	단기 업종 View	20
05	기업분석	25

COMPLIANCE NOTICE

작성자는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.

본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.

종목별 투자의견은 다음과 같습니다.

투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2026년 09월 07일 기준)

매수	96.32%	중립	3.68%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------

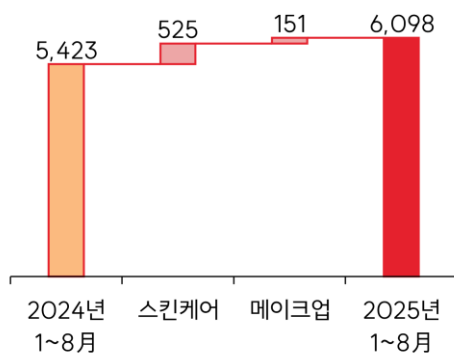
1. 수출 현황

(1) 역대급 수출 호황

북미와 유럽 중심으로 수출 업황 초 호황

수출 지표가 매우 강세를 보이고 있는데, 8월 누적 수출 금액은 작년 대비 +27% 성장했다(8월 캐나다향 수출액이 평시 대비 5배로 입력되었으며, 본 보고서의 수출액은 8월 캐나다향 수출액을 7월 수준으로 보정한 수치임). 금액으로는 \$16.7억 증가했는데, 작년 같은 기간 \$6.8억 증가한 것을 감안하면 성장 곡선의 기울기가 훨씬 가팔라졌다. 지역별로 보면 유럽과 미국의 기여가 높다. 올해 유럽은 \$7.5억, 미국은 \$4.2억 증가해 수출 성장의 70%를 차지했다. 한마디로 유럽과 미국을 중심으로 수출 업황이 초강세를 보이고 있다.

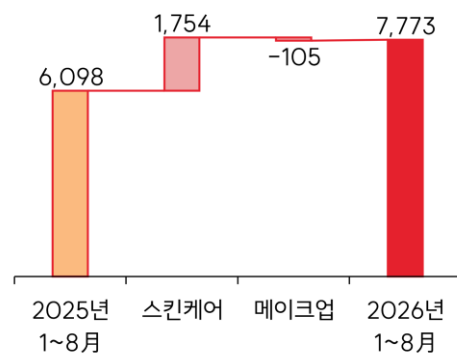
기초&색조 화장품 수출 성장 ('24 vs. '25)



자료: TRASS, SK 증권

주: 1~8월 누적 수출금액 기준이며, 캐나다 8월 수치는 7월 수치로 보정함

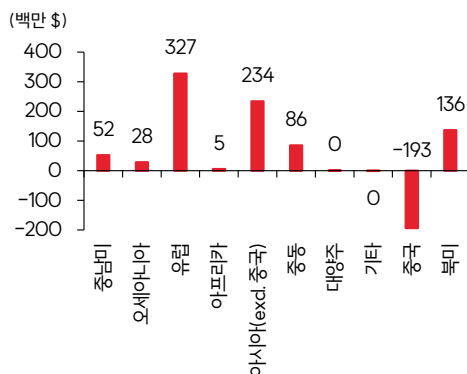
기초&색조 화장품 수출 성장 ('24 vs. '25)



자료: TRASS, SK 증권

주: 1~8월 누적 수출금액 기준이며, 캐나다 8월 수치는 7월 수치로 보정함

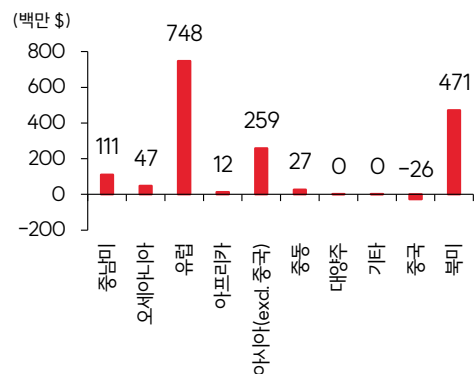
지역별 전년 대비 수출 금액 증가 ('24 vs. '25)



자료: TRASS, SK 증권

주: 1~8월 누적 수출금액 기준이며, 캐나다 8월 수치는 7월 수치로 보정함

지역별 전년 대비 수출 금액 증가 ('25 vs. '26)



자료: TRASS, SK 증권

주: 1~8월 누적 수출금액 기준이며, 캐나다 8월 수치는 7월 수치로 보정함

(2) 미국은 오프라인 침투로 성장률 크게 반등

북미 수출 강세는 오프라인 침투
영향

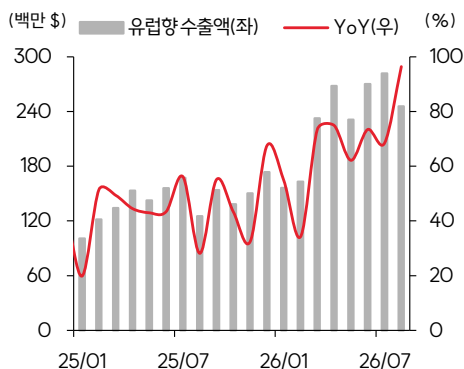
올해 북미향 수출액의 YoY 성장률이 유의미하게 반등한 점은 눈여겨볼 만하다. '23년 말을 기점으로 미국향 수출액의 성장률은 추세적인 하락기에 접어들었다. 올해의 성장이 내년의 기저 부담으로 작용하는 소비재 특성상 성장률 둔화가 자연스럽기 때문이다. 그럼에도 올해 성장률이 반등한 배경에 미국 오프라인 침투가 있다. 후술하겠지만, 올해부터 얼타, 세포라에서 경쟁적으로 K 뷰티 브랜드를 입점시키고 있다. 미국 뷰티 시장에서 오프라인의 규모가 온라인보다 훨씬 크기 때문에, 오프라인 침투율 증가가 미국 전체 수출을 끌어올리고 있다.

(3) 유럽은 B2B와 B2C 모두 수출에 기여

유럽 수출 강세는 B2C, B2B
전방위적 침투에 기인

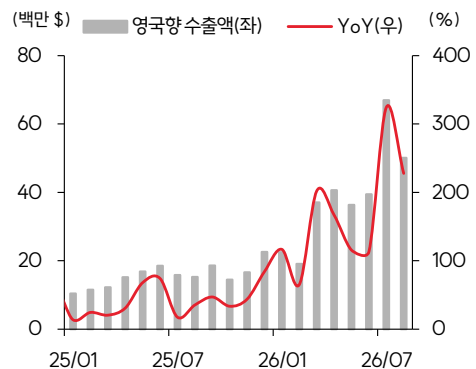
유럽 지역의 수출을 좀 더 자세히 살펴보면 B2B 벤더사와 브랜드사의 전방위적인 침투가 이루어지고 있음을 알 수 있다. 우선 영국의 성장세가 심상치 않다. 올해 상반기 들어 수출이 한 번 크게 증가했는데, 3분기 중 또 한 번 크게 증가했다. 영국은 유럽 내에서 K 뷰티가 가장 빠르게 침투 중인 국가인데, 영어권 국가로 미국에서 바 이럴 된 SNS 콘텐츠가 도달하기 수월하기 때문인 것으로 본다. 또한 Boots와 Superdrug 같은 현지 대형 뷰티 리테일러가 실리콘투를 통해 한국 브랜드를 대거 입점시키면서 K 뷰티가 시장 내 존재감을 키우고 있다.

유럽향 한국 화장품 수출액 월별 추이



자료: TRASS, SK 증권

영국향 한국 화장품 수출액

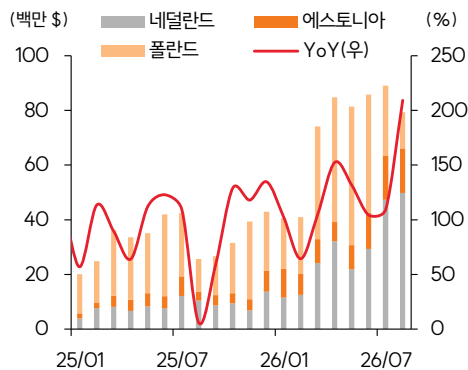


자료: TRASS, SK 증권

B2B 수출 전초기지인 유럽 3국향 수출 초 강세

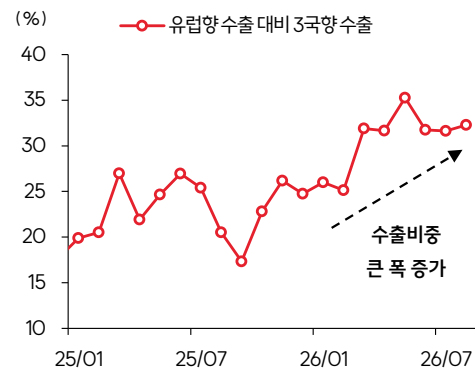
유럽 전역으로 물건을 공급해 허브 역할을 하는 네덜란드, 에스토니아, 폴란드향 수출 증가세도 가파르다. 네덜란드의 경우 물류기업인 한진이 '25년 12월 K뷰티 전용 풀필먼트 센터를 오픈해 물류 인프라가 확보되었다. 또한 수입 VAT 이연의 이점을 누릴 수 있어 유럽 전역으로 물건을 공급하는 허브 역할을 하고 있다. 에스토니아는 뷰티 벤더사인 Orient Trade Group의 물류센터가, 폴란드는 실리콘투의 물류센터가 위치해 있다. 유럽의 물류 허브 역할을 하는 이 세 지역의 수출은 한국 화장품에 대한 유럽 전반의 수요를 대표하기 때문에, 이를 통해 유럽 내에서 K뷰티의 침투 속도를 간접적으로 확인할 수 있다.

네덜란드, 에스토니아, 폴란드향 수출 추이



자료: TRASS, SK 증권

전체 유럽향 수출 중 3국향 수출 비중 올해 크게 증가



자료: TRASS, SK 증권

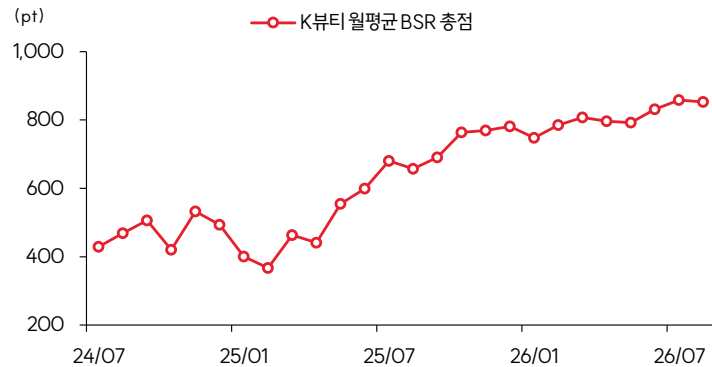
정리해보면 올해 한국 화장품의 수출 업황이 초강세를 보이고 있고, 그 배경에는 미국 오프라인 시장 침투와 유럽 시장의 전방위적 침투가 기여하고 있다. 양 시장 모두 기존에 K뷰티의 주요 채널이었던 미국 아마존에 비해 규모가 훨씬 크다. 채널과 지역 확장으로 K뷰티의 TAM이 크게 증가하는 구간인 만큼, 하반기에도 수출의 YoY 성장률이 상반기 수준의 강세를 지속할 것으로 전망한다.

2. 미국향 수출 강세의 배경

(1) 온라인 판매 트래픽 여전히 증가 추세

미국 아마존 채널은 서구권에서 뷰티 브랜드의 등용문 역할을 하고, 또 경쟁이 매우 치열하기 때문에 미국 소비 트렌드의 최전선에 위치해 있다. 따라서 아마존에서 한국 브랜드들의 성과를 보면 미국, 나아가 서구권에서 K 뷰티의 입지가 어떤 방향으로 변화하고 있는지 함의를 얻을 수 있다.

아마존 K 뷰티 유니버스 BSR 점수 월별 추이

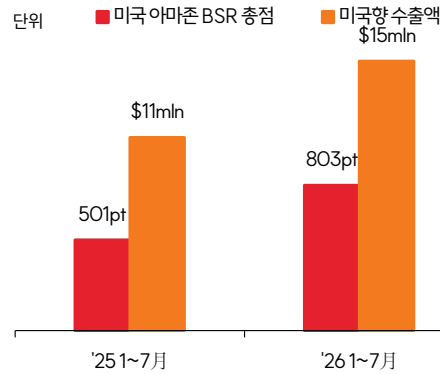


자료: Amazon, SK 증권

미국 아마존에서 K 뷰티 판매 트래픽 여전히 성장 중

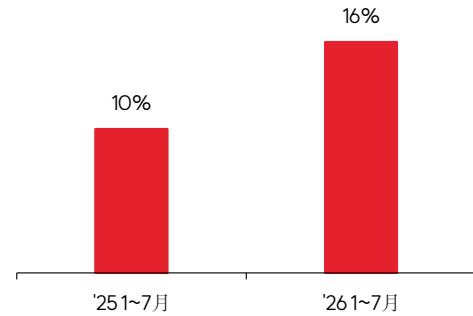
당사는 23 개 뷰티 카테고리별의 제품별 판매 순위 데이터를 바탕으로 BSR(Best Sellers Rank) 점수를 계산해 브랜드별 성과를 추적하고 있다. 상단의 차트는 156 개 한국 브랜드의 순위 점수를 전부 합산한 수치인데, 올해 들어 지속적으로 상승하고 있다. 작년 연말 성수기 때 기록한 점수를 올해는 프로모션이 없는 기간에 일상적으로 기록하고 있을 만큼 아마존에서 한국 브랜드의 성과는 좋은 상황이다. 1H26 평균 총점은 794 점이었고, 2H25 수치인 724 점 대비 +9.7% 증가했는데, 계절성을 고려하면 대단한 성과다. 같은 기간 K 뷰티 점유율은 14.3%에서 15.7%로 증가했다.

미국향 수출과 아마존 K 뷰티 BSR 총점 비교



자료: TRASS, Amazon, SK 증권

K 뷰티 미국 아마존 뷰티 카테고리 점유율 변화



자료: Amazon, SK 증권

주: 카테고리의 BSR 만점인 5,050 점 대비 K 뷰티의 BSR 점수임

상위 브랜드 + 기존 하위 브랜드의 성장이 기여

아마존에서 성과 개선에는 ① 기존 대형 브랜드의 점유율 확대, ② 신성장 브랜드의 성장, ③ 신규 카테고리로의 확장이 기여하고 있다. 먼저 올해 상반기 점수 기준 Top5 브랜드의 경우 작년 하반기에도 상위권 브랜드였다. 이 5개 브랜드의 점수는 같은 기간 +13.3% 증가해 K 뷰티 전체 성과를 앞질렀다.

한편 기존 하위 브랜드의 성장도 두드러졌다. 작년 하반기에 아마존에서 존재감이 상대적으로 적었던 브랜드 중 공격적인 바이럴 마케팅을 통해 올해 두드러진 성장을 보여주는 브랜드들이 많다. '이퀄베리', '닥터 멜락신', '성분에디터', '넘버즈인', '셀리맥스', '아렌시아' 등이 대표적이다. 하단의 표에 이처럼 올해 상반기 성과가 작년 하반기 대비 크게 개선된 브랜드들을 정리해 놓았다.

'25~'26년 K 뷰티 브랜드별 미국 아마존 BSR 점수 변화

순위	브랜드	2025년 7~12월 평균	2026년 1~8월 평균	증감
1	medicube	112.5	143.7	31.2
2	ANUA	55.9	75.0	19.1
3	SKIN1004	13.9	26.3	12.4
4	EQQUALBERRY	16.3	27.2	10.9
5	Dr.Melaxin	11.0	20.1	9.1
6	BIODANCE	13.7	20.6	6.9
7	CENTELLIAN 24	3.0	9.0	6.0
8	celimax	7.2	12.7	5.5
9	ARENIA	5.8	10.7	4.9
10	SUNGBOON EDITOR	10.2	14.4	4.2
11	Dr.Althea	17.2	21.1	3.9
12	MEDITHERAPY	4.0	7.9	3.9
13	PURITO	6.6	10.4	3.8
14	numbuzin	10.1	13.3	3.3
15	Laka	2.8	6.0	3.2

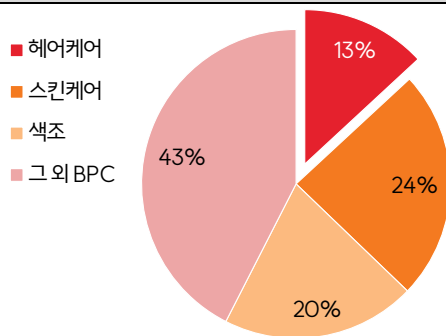
자료: Amazon, SK 증권

카테고리 확장도 미국에서의 성장에 기여 중

카테고리도 확장되고 있다. '24 년에 K 뷰티의 점유율이 높았던 카테고리는 주로 세럼, 크림, 토너, 선크림에 국한되어 있었지만 '25 년에 마스크팩, 클렌징으로 확장되었고, 올해는 멀티밤, 미스트, 아이패치, 토너패드 등 다양한 카테고리로 확장되고 있다. 여전히 세럼, 크림, 선크림 카테고리가 K 뷰티 점유율도 높고 성장도 잘 하고 있지만, 한편으로는 계속해서 새로운 유형의 제품을 시장에 내놓고 유행시키는 것이 K 뷰티 점유율 상승의 배경이다.

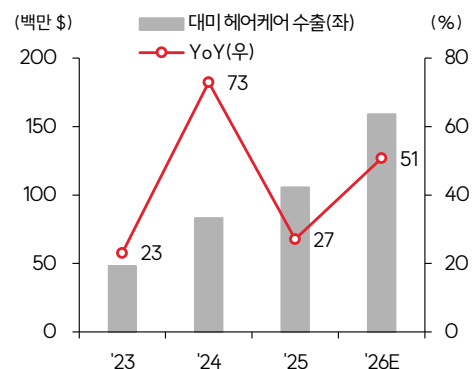
한편 다음 카테고리 확장은 헤어케어와 바디케어 쪽에서 나타날 가능성이 높다. 시장조사기관인 Mordor Intelligence 에 따르면 '25 년 기준 미국 헤어케어 시장 규모는 \$201억으로, \$242억 규모의 색조 화장품과 크기가 비슷하다. 바디 케어의 경우 ResearchAndMarkets의 조사 기준 '24 년 \$162억에 달한다. 한국 화장품이 주력하고 있는 스킨케어의 시장 규모가 '25 년 기준 \$300 억 수준인 것을 고려하면 헤어와 바디 케어로의 카테고리 침투가 가져올 매출의 파이는 매우 크다. 이미 헤어케어의 경우 미국향 수출이 빠르게 늘고 있다. 올해 상반기 누적 수출액은 \$7,100 만을 기록했는데, 작년 같은 기간 대비 +43% 성장했다. 아직은 스킨케어에 비하면 침투율이 아주 미미한 것으로 파악되나, 최근 에이피알, 아모레퍼시픽, LG 생활건강 등 주요 브랜드사가 글로벌 헤어케어 시장에 투자를 늘리고 있는 만큼 앞으로 성장 가능성을 높게 평가한다.

미국 헤어케어 시장 규모는 스킨케어의 절반 정도



자료: Mordor Intelligence, SK 증권

올해 미국향 헤어케어 제품 수출액 고성장 중



자료: TRASS, SK 증권

(2) 오프라인 메인스트림 시장 침투가 핵심 성장 동력

앞서 수출 파트에서 언급했듯이 올해 미국향 수출 성장에는 미국 오프라인 채널향 물량의 기여가 큰 것으로 추정하는데, 작년과 비교해 미국 주요 오프라인 채널에 입점한 한국 브랜드와 SKU 수가 올해 크게 증가했기 때문이다.

오프라인에서 K 뷰티의 존재감 올해 크게 증가

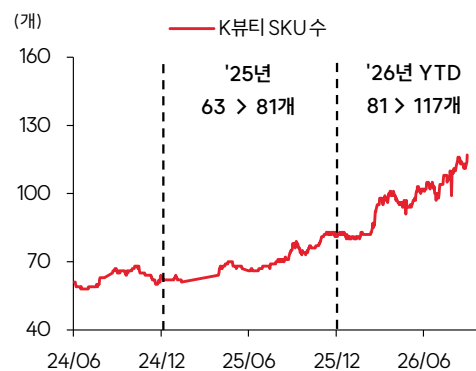
하단의 차트는 미국 세포라와 얼타의 온라인몰을 기준으로 각각 13 개, 10 개 카테고리에서 베스트셀링 순위 200 위권에 진입한 K 뷰티 SKU 수를 시계열로 표현한 것이다. 먼저 세포라의 경우 가장 최근인 8 월부터 SKU 수가 폭증했는데 올리브영 편집샵이 세포라에 입점한 8 월 20 일과 시기가 일치한다. 얼타도 마찬가지로 올해 200 위권에 진입한 SKU 수가 크게 증가했다. '25 년 연간 SKU 수가 18 개 증가한 것에 비해 올해 YTD 로 36 개 증가해 증가 폭이 두 배가 되었다.

미국 세포라 온라인몰 판매순위 200 위권 진입 K 뷰티 SKU 수



자료: Sephora, SK 증권
주: 13개 카테고리, 23개 브랜드 포함

미국 얼타 온라인몰 판매순위 200 위권 진입 K 뷰티 SKU 수



자료: Ulta, SK 증권
주: 10개 카테고리, 22개 브랜드 포함

리테일러가 경쟁적으로 입점시키는 K 뷰티의 위상

최근 두 거대 뷰티 리테일러가 경쟁적으로 K 뷰티 입점에 열을 올리는 이유는 당연 하게도 돈이 된다고 판단했기 때문일 것이다. 또 한편으로는 단순히 아마존이라는 한정적인 채널에서 일어나는 일시적인 유행으로 치부하기에는 K 뷰티의 체급이 더는 외면하기 힘들 만큼 커졌기 때문일 것이다. K 뷰티 브랜드를 충분히 입점시켜 놓았는 지가 리테일러의 경쟁력을 결정하는 변수가 될 만큼 미국에서 K 뷰티는 그야말로 주류(Mainstream)가 되었다고 봐도 무방할 것이다.

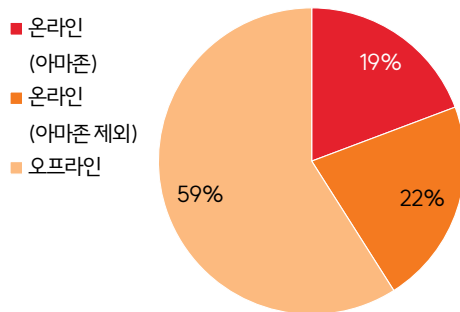
일반 Mass 시장 침투까지
생각하면 오프라인 침투 여력
충분

뷰티 셀렉션샵뿐만 아니라 한국 브랜드들은 미국의 마트 채널과 같이 소비자와 더욱 가까운 채널까지 깊숙하게 침투하고 있다. 대표적으로 메디큐브가 가장 공격적이다. 올해 Target 과 Walmart 입점을 완료했고, Costco 입점이 확정되었다. 마트의 경우 아직 뷰티 셀렉션샵에 비하면 입점 브랜드 수가 많지 않기 때문에, 향후 침투 여력이 많이 남아있다.

오프라인이 중요한 이유는 시장이
온라인보다 크기 때문

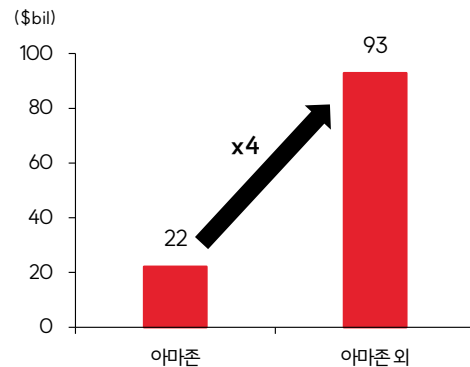
미국 오프라인 채널이 K 뷰티 산업의 강력한 성장 모멘텀인 이유는 ① 시장 규모가 크기 때문이다. 유로모니터의 조사에 따르면 미국 Beauty & Personal Care 시장 규모는 '25 년 기준 약 \$1,027 억으로 추정되는데, 이 중 약 41%를 온라인이 차지하고 있으며, K 뷰티의 주요 사업 무대였던 아마존의 전체 시장 점유율은 19%다. 오프라인으로 채널이 확장될 경우 보수적으로 생각해도 온라인을 제외한 59% 시장이 열리는 셈이다. 온라인 시장이 과거보다 아무리 커졌다 한들, 오프라인은 여전히 시장의 과반을 차지하기 때문에 오프라인 침투가 가져올 수출 증가 효과는 그 크기가 상당히 크다.

미국 뷰티 시장 채널별 비중



자료: Euromonitor, SK 증권

오프라인 채널로 K 뷰티의 TAM 크게 확장

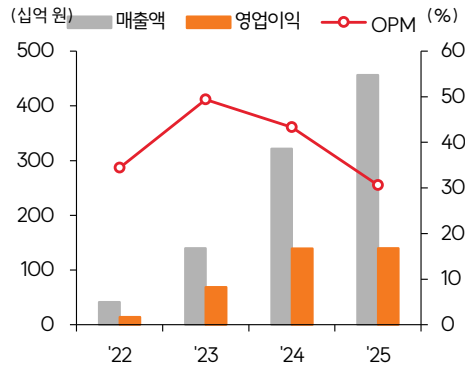


자료: SK 증권

오프라인은 브랜드 입장에서 B2B
사업으로, B2C 대비 마진율이
높다

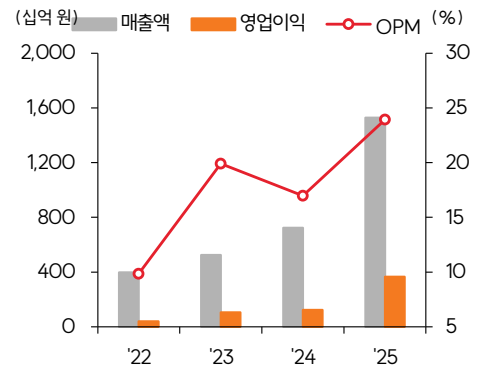
② 브랜드 마진 개선에 긍정적이다. 브랜드사와 소통해보면 계약 단가에 따라 브랜드마다의 차이가 존재하긴 하지만, 일반적으로 B2B 홀세일의 마진이 온라인 B2C에 비해 훨씬 높다. 브랜드 사업은 보통 매출 대비 판매비율이 60%를 넘어 판매비 지출이 매우 큰 비즈니스 모델인데, 홀세일 방식은 매출총이익률을 희생하더라도 판매비를 크게 아낄 수 있어 마진이 좋다. 미국 온라인 B2C의 마진율이 잘 나와도 10% 초중반인 것에 비해 잘 나가는 브랜드사의 OPM이 20% 중반을 기록하는 것을 보면, B2B의 마진율이 전사 마진율 개선에 얼마나 큰 도움이 되는지 어렵지 않게 추정해볼 수 있다.

구다이글로벌 별도법인(B2B 비중 高) 연도별 OPM 추이



자료: 전자공시시스템, SK 증권

에이피알(B2C 비중 高) 연도별 OPM 추이



자료: 전자공시시스템, SK 증권

오프라인 침투율 확대는 수출 변동성에도 기여

③ 미국향 수출의 변동성이 줄어들 것으로 기대한다. 아마존 채널은 프로모션 일정 에 따라 수요의 변동이 큰 반면, 이를 완충할 재고는 아마존 창고 물량을 포함해 브랜드가 현지에 직접 보유한 것이 전부였다. 따라서 프로모션 성과에 따라 과소 혹은 과다 재고 리스크가 컸으며, 브랜드가 이를 만회하는 과정에서 미국향 수출 변동성이 컸다. 하지만 오프라인 시장의 경우 브랜드와 소비자 사이에 리테일러의 재고 여유분이 추가로 완충 작용을 한다. 게다가 리오더 주기가 규칙적이며 짧게는 주간, 길게는 분기 단위다. 주기가 규칙적이어서 브랜드의 재고 예측가능성이 높아지기 때문에 수출 변동성이 완화되는 효과가 있다. 오프라인 침투율이 크게 증가했기 때문에 상반기에 강했던 미국향 수출 모멘텀이 하반기까지 안정적으로 이어질 것이라고 전망하는 근거다.

(3) 침투 주기의 고점을 논하기에는 너무 이르다

올해의 성장이 내년의 기저라는 소비재 산업의 특성에도 불구하고, 미국 침투 주기의 고점을 논하기에는 너무 이르다. 오프라인 시장 침투가 올해부터 본격화되었고, 향후 추가 침투 여력이 많이 남았기 때문이다. 당장 온라인 시장만 해도 K 뷰티가 본격적으로 침투하기 시작한 건 '24 년부터다. 침투 시작 이후 현재까지 2 년 반 동안 아마존에서 한국 브랜드의 침투율이 매우 크게 증가했음에도, '26 년 현재 아마존에서의 침투율은 우상향하고 있다.

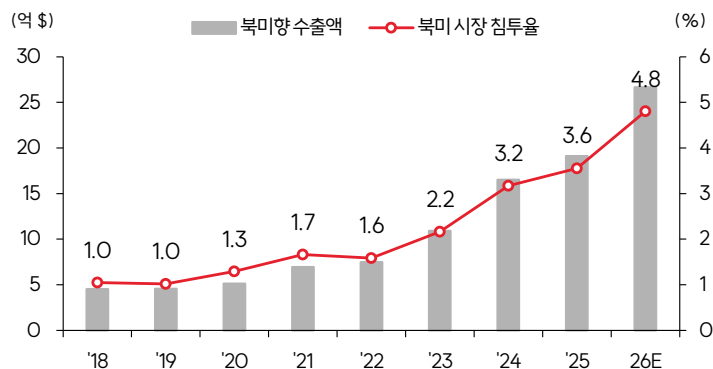
올해 오프라인 침투 본격화 첫 해,
향후 침투 여력 충분

오프라인 채널도 온라인과 마찬가지로 생각한다. 미국 오프라인 채널 침투가 올해부터 본격적으로 시작되었는데, 온라인 침투 때와 같은 논리를 대입해 보면 향후 최소 2년 반 동안 침투 여력이 남아 있다. 오프라인의 진입장벽이 온라인에 비해 높아 침투 속도가 온라인 대비 더디다는 점을 감안하면 오프라인 침투 주기는 그보다 더 오랜 기간 지속될 수 있다.

(4) 미국에서 얼마나 더 침투할 수 있을까?

당사는 유로모니터에서 조사한 지역별 뷰티 시장(스킨케어와 메이크업만 포함) 규모 대비 한국 화장품 수출 금액의 비율로 침투율을 측정하고 있는데, 북미의 경우 '25년에 침투율 3.6%를 기록했다. 올해 북미향 수출이 상반기 누적 기준 +38% YoY 성장했으므로, 이를 연 환산해 추정한 올해 침투율은 4.8%다. 이 수치는 얼마나 높거나 낮은 것이고, 앞으로 더 높아진다면 어디까지 갈 수 있을까?

K 뷰티의 북미 화장품 시장 침투율 연도별 추이



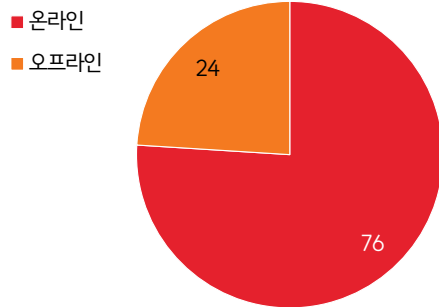
자료: Euromonitor, TRASS, SK 증권

주: 침투율은 북미 스킨케어, 메이크업 시장규모 대비 한국 화장품 수출액임

미국 침투율 상단은 10.5%로 추정

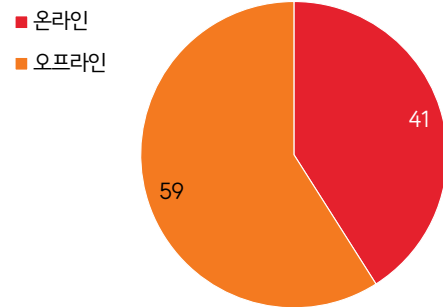
미국 시장 침투율 한계는 채널별 침투율을 통해 추정해볼 수 있다. 시장조사업체 NIQ에 따르면 북미 K 뷰티 매출의 76%가 온라인에서 발생했는데, 미국 뷰티 시장 규모 중 온라인 비중이 40%인 점과 비교하면 상대적으로 온라인 의존도가 높다. 앞으로 K 뷰티의 온라인 매출이 현재 수준을 유지한 채 오프라인 시장 점유율이 미국 전체 뷰티 시장의 채널 비중으로 수렴한다고 가정하면, 하단의 차트에 표현한 것처럼 오프라인 채널 규모가 지금보다 약 5 배로 성장할 수 있다. 이러한 가정 하에서 미국 침투율 상단은 10.5%로 추정된다.

채널별 북미 K 뷰티 매출 비중



자료: NIQ, SK 증권

채널별 북미 뷰티 시장 비중



자료: NIQ, SK 증권

**10.5% 침투율은 다소 공격적인
가정이긴 하나, 현 침투율 4.8%
대비 업사이드 충분**

다소 공격적인 가정일 수 있다. 온라인 채널은 현재 한국 화장품이 압도적인 우위를 점하고 있는데, 이러한 양상이 오프라인 시장에서 똑같이 작용할 거라고 장담할 수 없다. 그리고 오프라인 채널 진입장벽이 온라인에 비해 훨씬 높기도 하다. 아마존에서 물건을 파는 것은 전적으로 셀러의 의지에 달려있지만, 오프라인에 입점하는 것은 리테일러의 의지에 달려있다. 따라서 10.5% 침투율이 다소 낙관적인 수치임을 인정하나, 그럼에도 올해 예상 침투율인 4.8%에 비해 현 수준의 2 배를 웃도는 침투 여력이 있다.

3. 유럽향 수출이 빠르게 성장하는 이유

(1) 올해 유럽 시장 침투가 본격화

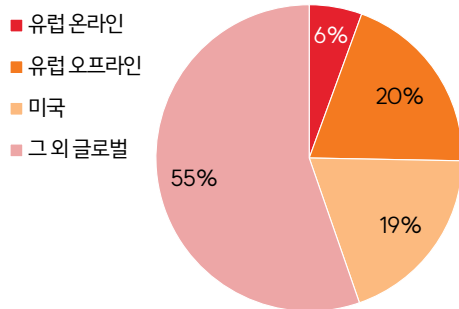
올해 수출 성장의 주인공을
정하자면 단연 유럽

올해 유럽향 수출은 8 월 누적 기준 전년 동기 대비 +68% 성장했다. 같은 기간 전체 수출 성장률인 +27%를 크게 웃돈다. 작년에도 유럽향 수출이 빠르게 성장하긴 했지만 수출 금액으로 보면 여전히 미국보다 작았다. 하지만 올해 유럽향 수출액이 미국을 추월하기 시작했다. 이렇게 빠르게 수출이 성장하다 보니, 유럽 뷰티(스킨케어와 메이크업) 시장 규모 대비 한국 화장품 수출액이 크게 증가했다. 2.6%에 불과했던 유럽 시장 침투율은 올해 4.2%로 올라올 것으로 예상하며, 이는 올해 예상되는 북미 시장 침투율인 4.8% 대비 0.6%p 밖에 차이 나지 않는다.

벤더사와 B2C 통한 전방위적인
침투 진행 중

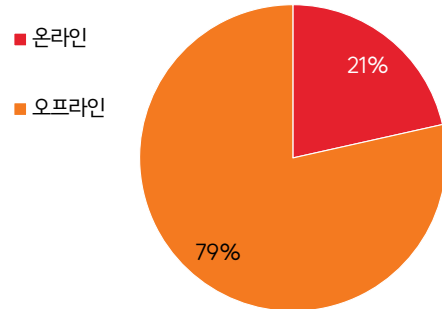
이렇게 침투율이 빠르게 증가할 수 있었던 것은 벤더사를 통한 오프라인 침투와 온라인 B2C 채널 침투가 동시에 이뤄졌기 때문으로 분석한다. 유럽 온라인 뷰티 시장 규모가 미국보다 작기 때문에 온라인 시장 침투 만으로는 올해 수출 증가를 설명하기 어렵다. 유럽 뷰티 시장에서 온라인 비중은 21%로, 41%인 미국과 비교했을 때 절반밖에 되지 않는다.

유럽은 미국보다 큰 뷰티 시장



자료: Euromonitor, SK 증권

유럽 뷰티 시장은 미국에 비해 오프라인 채널이 지배적



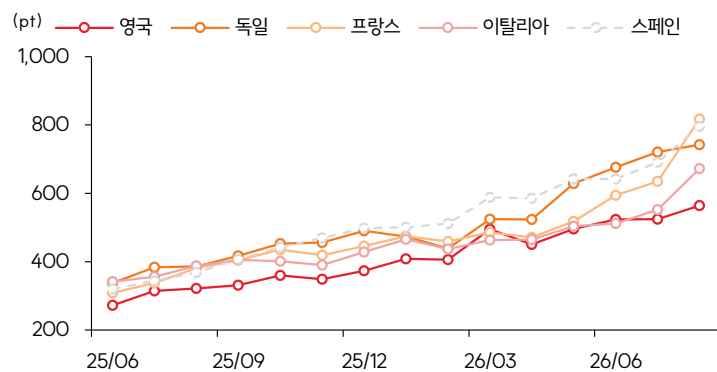
자료: Euromonitor, SK 증권

(2) 온라인 판매 트래픽은 미국보다 훨씬 빠르게 성장 중

유럽 아마존에서 K 뷰티 판매
트래픽 증가 속도는 미국을 크게
상회

유럽 아마존에서 K 뷰티의 판매 트래픽이 작년에 비해 훨씬 빠르게 성장하고 있다. 하단의 차트는 서유럽 5 개국 아마존에서 K 뷰티 브랜드들의 BSR 점수인데, 5 개국 모두에서 가파르게 성장 중인 트래픽을 확인할 수 있다.

서유럽 5 개국 아마존 내 K 뷰티 유니버스 BSR 총점 월별 추이

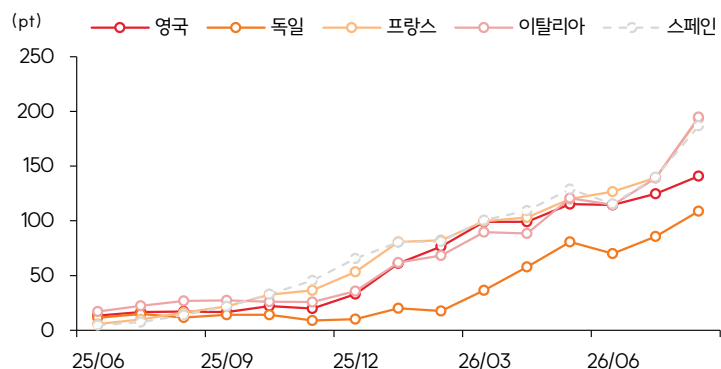


자료: Amazon, SK 증권

유럽 아마존에서 성장세 가장
빠른 브랜드는 단연 메디큐브

아마존에서 성장세가 가장 빠른 브랜드는 단연 메디큐브다. 하단의 차트는 서유럽 5 개국 아마존에서 메디큐브의 월평균 BSR 총점을 보여주고 있는데, 작년 말 시장 진출 이후로 매우 가파르게 점수가 증가하고 있음을 확인할 수 있다. 서유럽 5 개국 아마존 채널 입점을 올해 초에 순차적으로 완료했고, 그로부터 약 6 개월밖에 지나지 않았음에도 5 개국 모두에서 아마존 판매 트래픽이 K 뷰티 중 압도적 1 위를 달성했다. 서유럽 5 개국 아마존에서 Beauty & Personal Care 카테고리 100 위권에 랭크된 제품 수가 메디큐브의 경우 올해 초 5 개에서 8월에 34 개까지 약 7 배 증가했다.

서유럽 5 개국 아마존 내 '메디큐브' 브랜드 BSR 총점 월별 추이

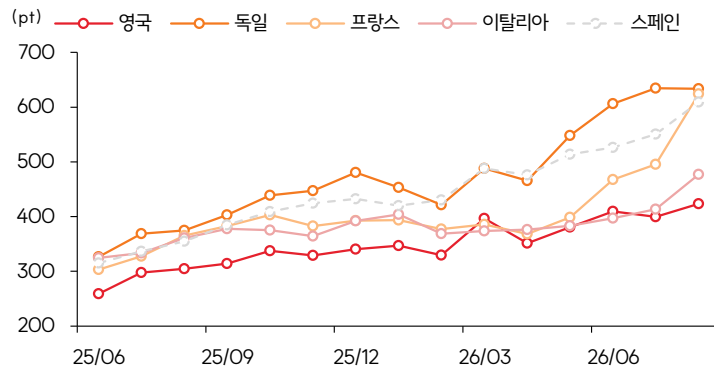


자료: Amazon, SK 증권

메디큐브 제외한 K 뷰티 브랜드도
유럽 아마존에서 트래픽 빠르게
증가 중

메디큐브뿐만 아니라 다른 브랜드들의 성장세도 가파르다. 메디큐브를 제외한 K 뷰티 브랜드의 경우 100 위권에 랭크된 제품 수가 올해 초 17 개였는데, 8 월 현재 33 개로 약 2배 증가했다. 대체로 미국에서 인지도가 높은 브랜드의 개선세가 두드러졌는데, '바이오던스', '셀리맥스', '달바', '조선미녀', '아누아'가 대표적이다. 하단의 차트는 메디큐브를 제외한 K 뷰티 브랜드들의 월평균 BSR 점수를 합산해 놓은 것이다. 메디큐브만큼 빠른 성장을 보이지는 않지만, 올해 들어 5 개국 모두에서 의미 있는 성장이 나오고 있다.

서유럽 5 개국 아마존 내 '메디큐브를 제외한' K 뷰티 유니버스 BSR 총점 월별 추이



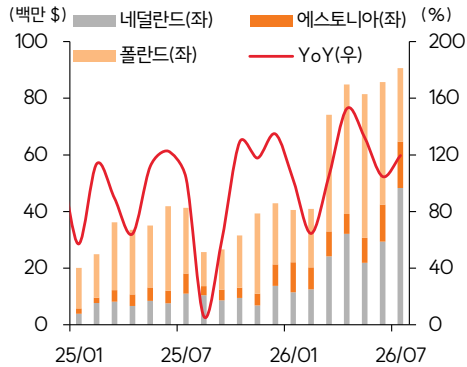
자료: Amazon, SK 증권

(3) 오프라인 침투도 동시에 진행 중

온라인뿐만 아니라
오프라인에서도 침투율 빠르게
증가 중

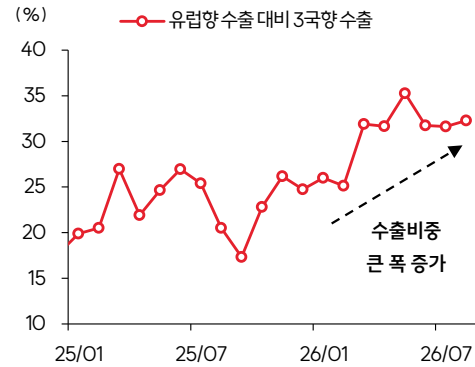
오프라인의 경우 워낙 다양한 국가와 채널이 존재하고, 또 영세 리테일 채널의 비중이 미국보다 훨씬 높아 K 뷰티의 오프라인 판매 성과를 일일이 추적하기는 어렵다. 다만 네덜란드, 폴란드, 에스토니아 3 국으로 가는 화장품 수출액의 증가세가 가파른 것을 보아, 현지 오프라인 채널향 판매가 매우 빠르게 성장하고 있음을 유추할 수 있다. 위 3 개 국가에는 유럽 전역에 물건을 납품하는 B2B 벤더사들의 물류창고가 세금 혜택 등의 이유로 다수 위치해 있기 때문이다. 3 개국으로 나가는 수출액은 올해 전년 대비 100% 넘는 성장을 보이고 있으며, 전체 유럽향 수출의 30% 이상의 비중을 차지해 규모도 크다.

네덜란드, 에스토니아, 폴란드향 수출 추이



자료: TRASS, SK 증권

전체 유럽향 수출 중 3국향 수출 비중 올해 크게 증가



자료: TRASS, SK 증권

브랜드들이 미국 시장을 침투할 때는 SNS 마케팅을 통한 바이럴과, 아마존 선 진입 후 오프라인 입점 방식이 공식처럼 여겨졌다. 하지만 유럽의 경우 대다수 인디 브랜드들이 실리콘투와 같은 B2B 벤더사를 통한 간접적인 공급 방식을 적극적으로 활용하되, 에이피알, 구다이글로벌, 달바글로벌 같이 자금력이 충분하거나 브랜드 가치를 보다 철저히 관리하는 브랜드는 국가별로 온라인 B2C 채널 판촉과 마케팅에 보다 적극적으로 비용을 투자하고 있다.

유럽에서는 브랜드들이 벤더사에 보다 의존적일 수밖에 없다. 유럽은 뭉쳐 놓고 보면 시장 규모가 크고 매력적으로 보이나 여러 국가로 시장이 쪼개져 있고 언어도 제각각이다. 중소형 브랜드가 홀로 감당하기에는 재고관리와 마케팅 효율이 매우 떨어지는 지역이다. 이는 K 뷰티의 유럽 시장 침투율이 증가함에 따라서 실리콘투 같은 벤더사의 역할이 부각되는 이유다.

유럽 시장에서도 미국처럼 점차 브랜드들의 직접 투자가 증가할 것

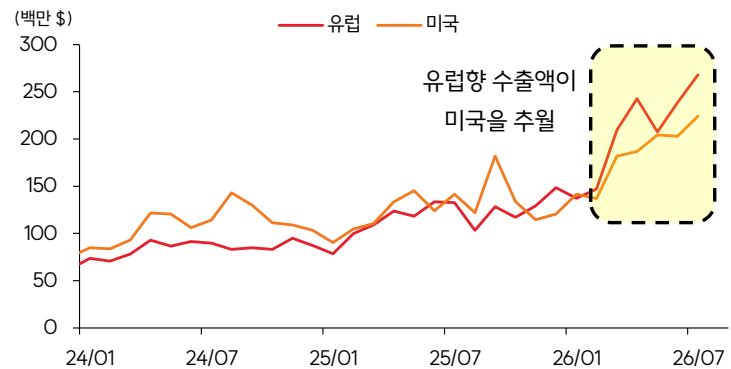
한편 내년에는 브랜드들이 유럽에 좀 더 직접적인 투자를 늘릴 것이다. 지금까지는 미국에서의 바이럴이 유럽까지 간접적으로 확산되는 효과와, 미국 아마존에서 얻은 브랜드 인지도를 바탕으로 어느 정도의 수요가 형성이 되어 있었고, 벤더사를 통한 간접적인 마케팅과 제품 공급으로 이러한 수요를 충족할 수 있었다. 하지만 앞으로 에이피알, 구다이글로벌, 달바글로벌 등 현지에 직접 투자하는 브랜드가 많아질수록 직접 투자 없이는 경쟁에서 뒤처질 수밖에 없다. 수많은 브랜드를 납품하는 벤더사가 특정 브랜드에게 간접적으로 해줄 수 있는 마케팅에는 분명한 한계가 존재하기 때문이다. 따라서 브랜드들은 국가별 온라인 판촉, SNS 마케팅은 물론, 현지 법인·물류·오프라인 입점에 직접 투자를 늘릴 것이다. 단기적으로 비용 부담이 커지겠으나, 마진율이 높은 오프라인 B2B 매출을 확보하기 위한 투자다.

(4) 유럽 시장이 K 뷰티 산업에 중요한 이유

유럽 시장이 중요한 이유는 시장 규모가 미국보다 크기 때문

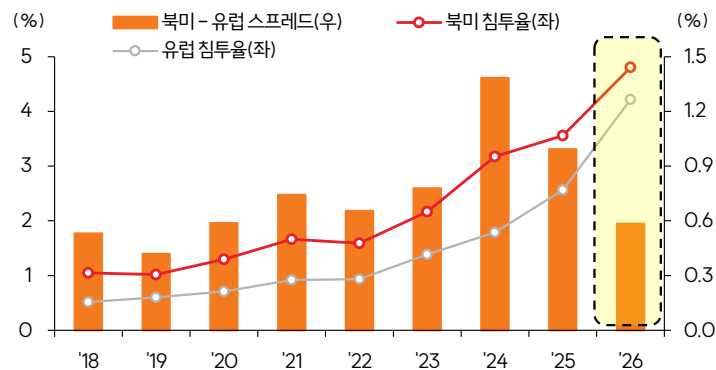
유럽 시장이 K 뷰티 산업의 성장에 중요한 이유는 미국보다도 시장 규모가 크기 때문이다. 시장조사기관인 유로모니터에 따르면 유럽의 스킨케어와 메이크업 합산 시장 규모는 연간 \$663 억으로 \$520 억인 북미보다도 크다. 반면 시장 규모 대비 한국 화장품 수출액으로 산출한 침투율은 유럽이 4.2%로, 4.8%인 북미보다 낮다. 미국 대비 낮은 시장 침투율과, 지속적으로 개선되고 있는 유럽 온라인 채널 트래픽을 고려했을 때 유럽 지역은 내년에도 K 뷰티 산업 성장의 큰 모멘텀으로 작용할 것이다.

'26년부터 유럽향 수출액이 미국을 추월



자료: TRASS, SK 증권

올해 북미 침투율 급증에도 유럽과의 침투율 차이 축소 > 유럽시장 매우 빠르게 침투 중



자료: TRASS, SK 증권

(5) 내년에 오프라인 침투가 더 가속화될 것으로 전망

유럽 오프라인 시장 비중은 약 80%로 미국보다 훨씬 크다

유럽의 경우 특히 오프라인 시장의 중요도가 높다. 앞서 미국 뷰티 시장에서 오프라인의 비중이 약 60%라고 언급했는데, 유럽은 약 80%에 육박하기 때문이며, 당사가 유럽 오프라인 침투가 향후 한국 화장품 수출의 큰 성장 모멘텀이 될 것이라 보는 이유다.

현지 대형 오프라인 채널에 한국 화장품이 본격적으로 침투하기 시작하는 시기는 '27년부터일 가능성이 높다. 한국 브랜드 중에서 정말 빠른 속도로 미국 시장을 침투했던 메디큐브가 미국 아마존 사업을 본격화한 게 '24년 하반기였는데, 그로부터 약 1년 반이 지난 '26년 상반기에 미국 오프라인 입점이 본격화되었다.

'27년 유럽 오프라인 본격적인 침투 시작될 것

메디큐브가 작년 말부터 유럽 온라인 시장을 본격적으로 공략하기 시작했음을 감안하면 내년 상반기에는 유럽 오프라인 시장 침투가 본격화되기 시작할 것으로 예상된다. 다른 K 뷰티 브랜드들도 마찬가지다. 현재 유럽 온라인 채널에서 판매 트래픽의 성장세가 두드러지는 브랜드들은 위에서 언급한 것처럼 이미 미국에서 바이럴을 통해 글로벌 인지도를 확보해 놓은 대형 인디 브랜드들이다. 이들도 앰버서더나 인플루언서, 현지 팝업 등을 통해 적극적으로 현지 마케팅을 실시하고 있고, 아마존에서의 판매 성과도 확인되고 있기 때문에 이미 주요 오프라인 채널에 입점하고 있는 사례가 있는데, '27년에 본격화될 것으로 전망한다.

미국에 비해 유럽 오프라인 채널에 입점한 K 뷰티 사례는 여전히 턱없이 부족

유럽 오프라인 입점은 아직 기회가 많다. 대표적으로 유럽 22 개국에 2,000 여개 매장을 운영하는 Douglas 에는 아직 오프라인 매장까지 입점한 브랜드의 사례가 드물다. 온라인 물에는 820 개의 K 뷰티 SKU 가 입점되어 있으나, 오프라인에 입점한 제품 수는 몇 개 되지 않는다. Douglas 의 연간 매출은 약 50 억 유로로, 연간 120 억 달러 매출을 올리는 미국 Ulta 뷰티의 절반 수준인 대형 리테일러다. 독일의 또 다른 대형 리테일러인 Rossmann 의 경우 연간 매출이 170 억 유로 수준으로 Douglas 의 세 배나 되는데, 온라인 물에 입점한 K 뷰티 브랜드의 SKU 수는 80 여 개밖에 되지 않는다. 미국의 Ulta 에 1800 여 개, Sephora 에 500 여 개와 비교하면 턱없이 낮은 수치다.

그렇기에 유럽 시장 침투율 상승은 시간 문제

미국에서 그랬던 것처럼 오프라인 입점은 온라인 침투에 비해 시간이 걸린다. 리테일러가 기존 매대를 정리할 시간이 필요하고, 재고를 직접 부담해야 하기 때문에 더 신중할 수밖에 없으며, 제품을 안정적으로 공급할 벤더사를 구하는 것도 시간이 걸리기 때문이다. 기본적으로 기업의 의사결정에 시간이 오래 걸리는 유럽의 특성도

작용한다. 하지만 지금 유럽에서 K 뷰티의 침투 속도를 보면 머지않아 대형 리테일 채널에 입점하는 것도 시간 문제다. 거대한 유럽 오프라인 시장 침투는 '27 년 한국 화장품 수출의 가장 강력한 성장 모멘텀이 될 것이다. 앞서 미국 파트에서 K 뷰티의 침투율 상단을 10.5%로 설정했는데, 이는 유럽도 마찬가지다. 올해 예상되는 침투율이 4.2%인 것을 감안하면 침투 여력이 아직 한참 남았다.

4. 단기 업종 View

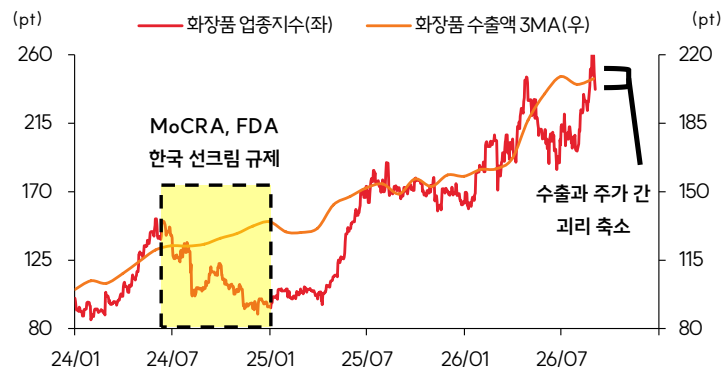
(1) 수출과 주가의 괴리가 많이 좁혀졌다

하단의 차트는 당사의 7월 산업 자료인 "편더와 주가의 괴리를 되돌린 시간" 보고서에서 제시한 Key 차트다. 과거 수출과 화장품 업종 지수 간에 높은 상관관계가 존재했고, 당시 수출과 주가 간 괴리가 발생해 투자 매력도가 높다는 걸 알리기 위한 취지였다.

주가는 수출 업황을 반영함

하단의 차트는 같은 데이터를 최신화한 것이다. 8월에 기업들이 시장 컨센서스를 상회하는 호실적을 발표했고, 수급 쏠림과 증시 폭락이라는 방해물이 사라진 상황에서 업종 주가가 가파르게 상승했으며, 수출과 주가 간의 괴리가 대부분 사라졌다. 이제는 적어도 화장품 업종 주가가 편더를 반영하지 못한다고 말할 상황은 아니다. 얼마나 주가가 더 상승할 수 있을지를 고민할 구간이다.

화장품 수출과 업종 지수 간의 괴리는 8월에 크게 축소되었다



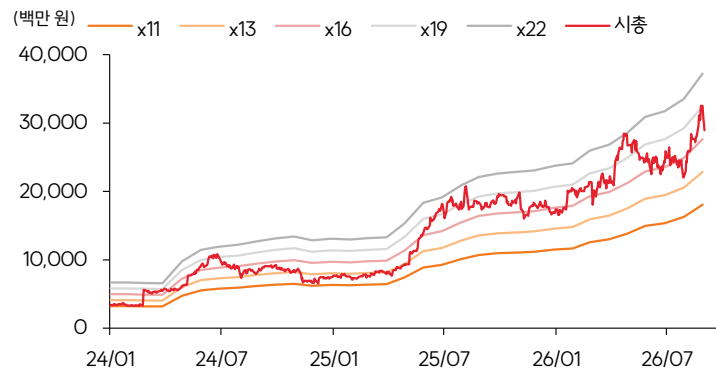
자료: Quantwise, TRASS, SK 증권

주1: 업종지수에는 LG 생활건강, 아모레퍼시픽 제외

주2: 화장품 수출에서는 중국 제외

주3: 8월 잠정치에서 과대계상 된 캐나다향 수출을 7월 수치로 보정

'23~현재 화장품 업종 12MF PER



자료: Quantwise, SK 증권

주: 에이피알, 달바글로벌, 한국콜마, 코스맥스, 코스메카코리아, 실리콘투 합산 기준임

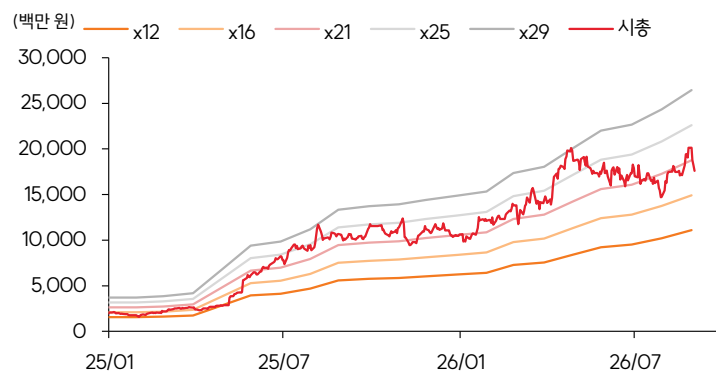
'23~현재 화장품 ODM 3사 12MF PER



자료: Quantwise, SK 증권

주: 한국콜마, 코스맥스, 코스메카코리아 합산 기준임

'23~현재 화장품 브랜드사 12MF PER



자료: Quantwise, SK 증권

주: 에이피알, 달바글로벌 합산 기준임

주가가 많이 상승했으나,
과거처럼 급락은 없을 것

수출이라는 펀더멘탈 요소와 멀티플이라는センチ먼트적인 요소 사이의 괴리가 많이 축소되었기 때문에 현 주가 수준에서 화장품 섹터 주가의 상승 동력은 약해질 가능성이 높다고 본다. 다만 후술하겠으나, '24 년과 '25 년 하반기에 발생했던 실적 쇼크와 주가 급락이 재현될 가능성은 높지 않다. 수출이 꺾이지 않고 높은 수준을 유지하는 동시에, 밸류에이션 멀티플이 과거만큼 과열되지 않았기 때문이다.

3분기까지 강한 실적과 수출
성장 모멘텀 지속될 것

ODM 기업들의 3 분기 실적 가이드스가 강한 펀더멘탈을 지지한다. 국내 화장품 ODM 중 한국콜마, 코스맥스, 코스메카코리아 3사 국내법인의 올해 예상 매출은 4 조원을 넘을 정도로 규모가 크기 때문에 3 분기 매출 가이드스는 화장품 수출의 프록시로 삼을 만하다. 3 사 모두 올해 2 분기보다 높은 매출을 3 분기 국내 법인의 매출 가이드스로 제시했다. 이는 과거 썬케어 카테고리 의존도가 높았던 것과 달리, K 뷰티가 이제는 여러 스킨케어 카테고리로 침투함에 따라 ODM 기준 썬케어가 비수기로 접어드는 3 분기에도 스킨케어 제품을 중심으로 많은 수주가 들어오기 때문이다. 과거보다 수출 계절성이 벌어지고, 규모는 커졌다.

정리하면 ① 아직 밸류에이션 멀티플이 과거 상승 주기 상단에 비해 여유가 있고, ② 하반기에도 상반기만큼의 많은 수출이 나갈 것으로 전망하기 때문에 화장품 업종 주가가 추가로 상승할 여지가 있으며, ③ '24 년과 '25 년 하반기에 있었던 주가 급락 사태가 일어날 확률이 낮다.

(2) 추천 종목

한국콜마와 에이피알을 섹터
탐픽으로 제시

업종 내 추천 종목으로 한국콜마와 에이피알을 제시한다. ODM사의 3분기 실적 톤이 대체로 비슷하고(2분기와 유사하거나 소폭 성장), 밸류에이션 멀티플도 유사해졌기 때문에 멀티플이 과거 밴드 상단을 초과할 만한 성장 모멘텀이 있는 종목으로 한국콜마의 상대적인 매력도가 높다고 판단한다. 핵심은 글로벌 MNC 향 수주 성장 가시성이다. 동사는 기존 고객이었던 글로벌 MNC 의 럭셔리 브랜드 제품 생산 프로젝트를 작년 말부터 성공적으로 이끌어가고 있다. 지금까지 고객의 컴플레인 없이 높은 품질을 유지하고 있어 고객과 소비자의 반응이 긍정적이다.

글로벌 럭셔리 브랜드가 위탁 생산을 맡기는 것은 ① 한국 화장품 ODM 의 위상이 글로벌 럭셔리 브랜드의 눈높이만큼 상승했다는 것과, ② 다른 글로벌 브랜드의 수주로 이어지는 레퍼런스 역할을 한다는 점에서 의미가 크다. 기존 글로벌 MNC 고객향으로 내년 수주 증가만으로 별도 법인 매출의 2~3% 증가 효과가 있을 것으로

추정한다. 신규 프로젝트들이 추가로 내년부터 런칭될 가능성이 높기 때문에, 국내 브랜드향 매출뿐만 아니라 글로벌 브랜드향 매출이 추가되어 성장 모멘텀이 의미 있게 더해질 것이다. 이에 당사는 한국콜마의 적정 PER 을 기존 밴드 상단인 18 배에서 20 배로 상향 적용했다.

에이피알의 경우 3 분기에 환율과 프로모션 부재로 실적 모멘텀이 2 분기만큼 강하지 않을 것으로 전망한다. 다만 최근 화장품 업종 지수 상승에서 ODM 의 상대적 주가 강세로 밸류에이션 차이가 많이 좁혀졌다. 업종 내에서 에이피알의 상대적인 밸류에이션 매력에 부각되는 구간이기에 매수를 추천한다.

COMPANY ANALYSIS



한국콜마 (161890/KS)

업황 강세에 글로벌 MNC 모멘텀까지

화장품, 형권훈 / kh.hyung@sks.co.kr / 3773-9997

Signal: 3분기 실적 강세는 상수. 별도 법인 중심의 매출 고성장 전망**Key:** 글로벌 MNC 수주 확대로 중장기 추가 성장 모멘텀 확보**Step:** 목표주가 180,000 원으로 상향, 업종 Top-pick 관점 유지

매수(유지)

목표주가: 180,000 원(상향)

현재주가: 145,800 원

상승여력: 23.5%

STOCK DATA

주가(26/09/04)	145,800 원
KOSPI	6,687.21 pt
52주 최고가	161,700 원
60일 평균 거래대금	47 십억원

COMPANY DATA

발행주식수	2,361 만주
시가총액	3,442 십억원
주요주주	
한국콜마홀딩스(외 22)	26.57%
국민연금공단	12.80%
외국인 지분율	40.11%

주가 및 상대수익률



영업실적 및 투자지표

구분	단위	2026E	2027E	2028E
매출액	십억원	3,173	3,503	3,787
영업이익	십억원	339	399	449
순이익(지배주주)	십억원	187	222	253
EPS	원	7,919	9,409	10,724
PER	배	18.4	15.5	13.6
PBR	배	3.2	2.7	2.3
EV/EBITDA	배	11.7	10.4	9.2
ROE	%	18.9	19.0	18.4
배당성향	%	12.6	11.7	10.3

수출 강세에 글로벌 브랜드의 수주까지 더해진다

ODM의 선케어 성수기가 2분기임에도 스킨케어 매출 강세로 3분기 별도법인의 매출이 2분기를 상회할 것이다. 신규 SKU보다는 기존 SKU의 Q 성장으로 매출이 성장하고 있어 영업 레버리지 효과가 나오는 구간이다. 내년에 글로벌 브랜드향 수주가 확대될 것으로 전망하는데, 매출의 추가 성장 동력이 될 것이며, 멀티플 측면에서는 과거 밸류에이션 상단을 넘어서는 리레이팅을 고려해볼 만한 모멘텀이다.

한국 법인 실적 초 강세

3분기 국내법인 매출액 +34% YoY(이하 YoY 생략) 성장할 것으로 전망해 전사 실적을 견인할 것이다. ODM 기준 선케어 성수기가 2분기임에도 스킨케어 매출이 높은 성장을 보임에 따라 3분기 매출액이 2분기를 넘어설 것으로 본다. 7, 8월의 한국 화장품 수출액도 2분기 평균을 넘어서고 있다. 조업일수가 2분기 대비 5일 부족한 문제는 노후설비 교체를 통한 생산성 향상과 일부 추가 근무를 통해 대응이 가능하다. 영업이익률은 2분기 대비 소폭 감소한 15.7%로 전망하는데, 고마진 카테고리인 선케어 비중이 3분기에 감소하는 효과와 조업일수 부족을 메우기 위한 추가 근무 비용을 고려했다.

멀티플 추가 리레이팅이 타당

한국콜마의 현재 주가는 12MFPER 15배 수준이다. '24-'25년 멀티플 밴드 상단인 18배 부근이기에 밸류에이션 부담이 증가한 것은 맞지만, 당사는 추가적인 멀티플 확장이 가능하다고 본다. 글로벌 MNC 향 수주가 중장기적으로 증가할 것이기 때문이다. 당사는 글로벌 MNC 고객사의 럭셔리 브랜드 제품 생산 프로젝트를 성공적으로 진행시켰으며, 이를 레퍼런스 삼아 내년에는 해당 브랜드향 SKU와 글로벌 고객사의 수가 증가할 전망이다. 이미 탑 고객사인 글로벌 MNC의 내년 예상되는 물량 확대 효과만 해도 별도 법인 매출의 약 2~3% 성장 요인이 될 것이다. 한국 화장품의 수출 강세에 더해 추가적인 성장 모멘텀의 가시성이 높아진 만큼, 과거 밸류에이션 상단에 10% 할증한 20배를 Target PER로 제시하며, 목표주가를 180,000 원으로 상향한다.

한국콜마 부문별 실적 추정치									(단위: 십억 원, %)		
	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26E	4Q26E	'25	'26E	'27E
매출액	653	731	683	655	728	861	841	743	2,722	3,173	3,503
한국콜마 별도	274	328	322	268	343	430	432	336	1,193	1,541	1,726
HK 이노엔	247	263	261	292	259	267	276	287	1,063	1,089	1,165
해외법인	72	78	49	48	69	85	63	62	247	279	317
중국	42	50	32	33	47	58	35	35	156	175	184
북미	30	28	17	15	22	27	28	27	91	104	133
연우	64	71	62	55	62	91	79	66	251	299	329
영업이익	60	73	58	48	79	110	96	60	240	339	399
/OPM	9	10	9	7	11	13	11	8	9	11	11
한국콜마 별도	34	49	44	22	51	71	68	33	150	220	249
HK 이노엔	25	20	26	30	33	30	31	33	101	128	144
기타 자회사	2	4	-12	-5	-6	10	-3	-6	-11	-9	6
OPM	9	10	9	7	11	13	11	8	9	11	11
한국콜마 별도	12	15	14	8	15	16	16	10	13	14	14
HK 이노엔	10	7	10	10	13	11	11	11	10	12	12
기타 자회사	1	3	-11	-5	-4	5	-2	-4	-2	-2	1

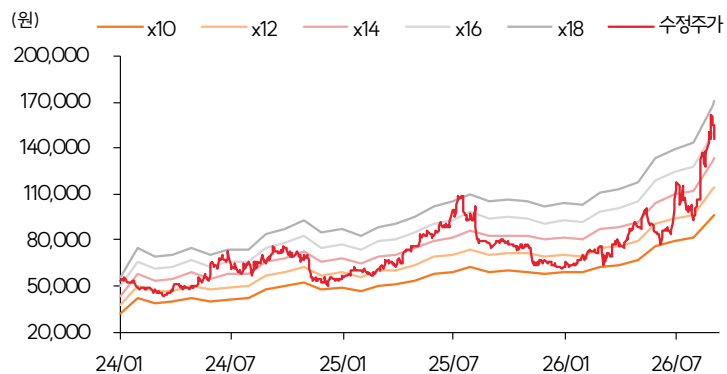
자료: 한국콜마, SK 증권

한국콜마 목표주가 산정 로직

항목	단위	구분	값	산식
12MF 지배주주순이익	십억 원	(A)	211	
유통주식수	주	(B)	23,605,077	
12MF EPS	원	(C)	8,935	(A)/(B)
Target 멀티플	배	(D)	20.0	
목표주가	원	(E)	180,000	(C)*(D)
현재 주가	원	(F)	145,800	
주가 상승여력	%	(G)	23.5%	(E)/(F) - 1

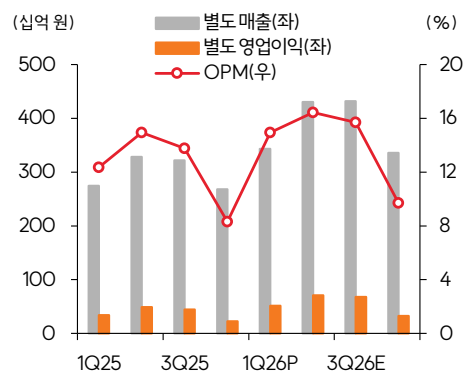
자료: SK 증권

한국콜마 수정주가 및 12MF PER 밴드



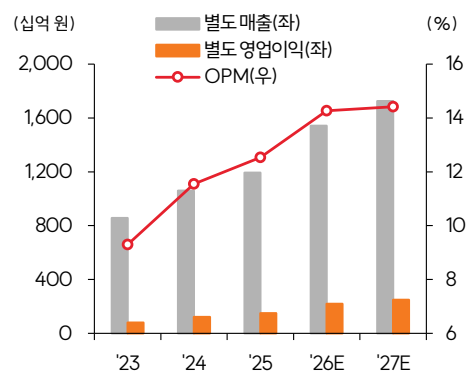
자료: Quantiwise, SK 증권

별도 법인 분기 실적 추이 및 추정치



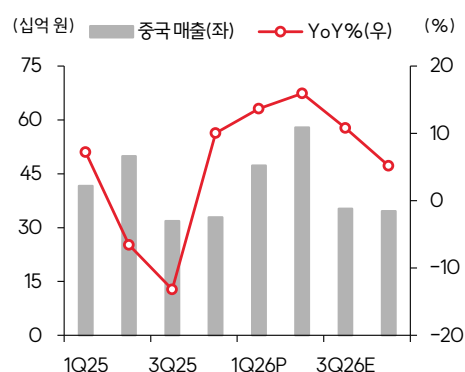
자료: 한국콜마, SK 증권

별도 법인 연간 실적 추이 및 추정치



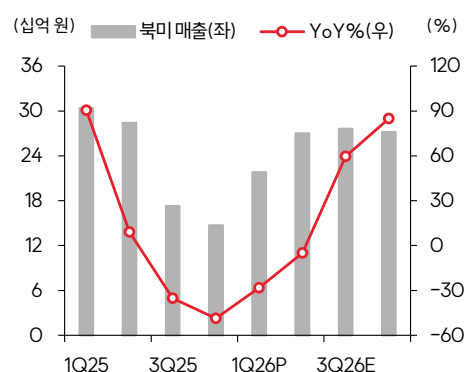
자료: 한국콜마, SK 증권

중국 매출 추이 및 추정치



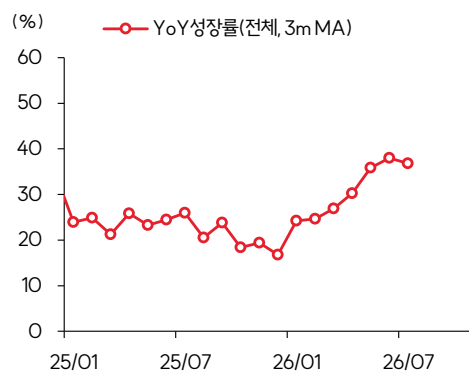
자료: 한국콜마, SK 증권

북미 매출 추이 및 추정치



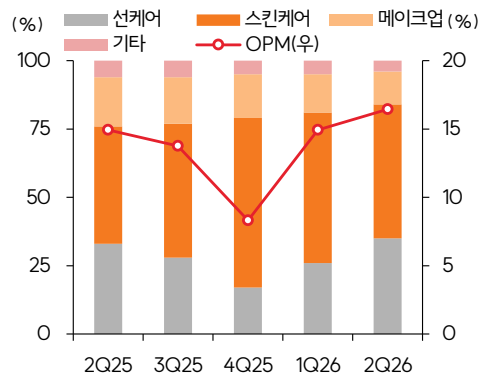
자료: 한국콜마, SK 증권

한국 화장품 수출액 YoY 성장률 3개월 이동평균



자료: TRASS, SK 증권

카테고리별 매출비중 및 OPM 추이



자료: 한국콜마, SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	859	1,010	1,382	1,679	1,833
현금및현금성자산	142	225	292	344	391
매출채권 및 기타채권	294	358	418	461	498
재고자산	328	325	379	418	452
비유동자산	2,268	2,448	2,583	2,713	2,829
장기금융자산	66	149	197	225	250
유형자산	811	902	964	1,067	1,159
무형자산	1,249	1,243	1,240	1,237	1,235
자산총계	3,127	3,458	3,965	4,392	4,662
유동부채	1,215	1,360	1,585	1,740	1,702
단기금융부채	799	864	1,007	1,101	1,012
매입채무 및 기타채무	246	294	342	378	408
단기충당부채	1	1	1	1	1
비유동부채	406	430	488	491	485
장기금융부채	352	370	431	428	416
장기매입채무 및 기타채무	7	11	13	15	16
장기충당부채	4	3	4	4	5
부채총계	1,621	1,790	2,073	2,231	2,187
지배주주지분	793	910	1,070	1,263	1,489
자본금	12	12	12	12	12
자본잉여금	295	301	301	301	301
기타자본구성요소	0	0	0	0	0
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	488	593	759	958	1,185
비지배주주지분	713	757	821	898	985
자본총계	1,506	1,667	1,891	2,161	2,474
부채와자본총계	3,127	3,458	3,965	4,392	4,662

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
영업활동현금흐름	215	291	191	245	424
당기순이익(손실)	125	168	251	299	340
비현금성항목등	195	203	201	223	240
유형자산감가상각비	69	81	89	97	107
무형자산상각비	23	24	23	23	23
기타	103	98	88	103	110
운전자본감소(증가)	-40	0	-169	-170	-42
매출채권및기타채권의감소(증가)	40	-47	-59	-43	-37
재고자산의감소(증가)	-53	4	-54	-39	-34
매입채무및기타채무의증가(감소)	-7	44	49	36	31
기타	-89	-122	-155	-181	-200
법인세납부	-25	-42	-63	-75	-85
투자활동현금흐름	-205	-248	-319	-290	-279
금융자산의감소(증가)	49	-27	-64	-33	-29
유형자산의감소(증가)	-245	-162	-151	-200	-200
무형자산의감소(증가)	-13	-15	-20	-20	-20
기타	4	-43	-84	-36	-30
재무활동현금흐름	-43	40	184	68	-127
단기금융부채의증가(감소)	3	-15	143	94	-89
장기금융부채의증가(감소)	22	78	61	-3	-12
자본의증가(감소)	33	6	0	0	0
배당금지급	-19	-23	-20	-24	-26
기타	-81	-6	0	-0	0
현금의 증가(감소)	-29	83	67	52	47
기초현금	171	142	225	292	344
기말현금	142	225	292	344	391
FCF	-30	129	40	45	224

자료 : 한국콜마, SK증권 추정

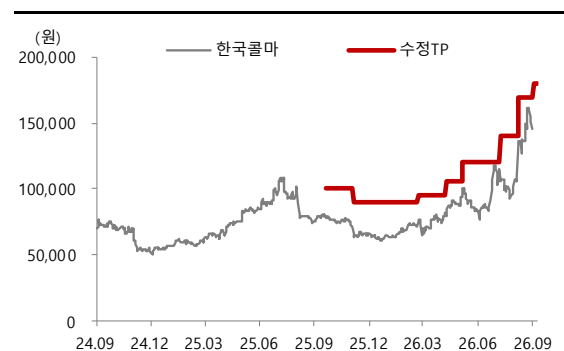
포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	2,452	2,722	3,173	3,503	3,787
매출원가	1,753	1,931	2,262	2,479	2,672
매출총이익	699	791	911	1,025	1,115
매출총이익률(%)	28.5	29.1	28.7	29.3	29.4
판매비와 관리비	505	552	573	626	666
영업이익	194	240	339	399	449
영업이익률(%)	7.9	8.8	10.7	11.4	11.9
비영업손익	-54	-28	-24	-25	-23
순금융손익	-40	-32	-29	-31	-30
외환관련손익	15	-1	3	3	3
관계기업등 투자손익	12	1	5	6	4
세전계속사업이익	140	212	314	373	426
세전계속사업이익률(%)	5.7	7.8	9.9	10.7	11.2
계속사업법인세	14	44	63	75	85
계속사업이익	125	168	251	299	340
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	125	168	251	299	340
순이익률(%)	5.1	6.2	7.9	8.5	9.0
지배주주	90	125	187	222	253
지배주주귀속 순이익률(%)	3.7	4.6	5.9	6.3	6.7
비지배주주	35	43	64	77	87
총포괄이익	105	178	244	293	340
지배주주	75	128	176	211	245
비지배주주	30	50	68	82	95
EBITDA	286	344	451	518	579

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
성장성 (%)					
매출액	13.7	11.0	16.6	10.4	8.1
영업이익	42.4	23.6	41.3	17.7	12.6
세전계속사업이익	307.1	51.5	48.4	18.8	14.0
EBITDA	24.3	20.3	31.2	14.9	11.7
EPS	1,581.7	38.9	49.4	18.8	14.0
수익성 (%)					
ROA	4.1	5.1	6.8	7.1	7.5
ROE	12.5	14.7	18.9	19.0	18.4
EBITDA마진	11.7	12.6	14.2	14.8	15.3
안정성 (%)					
유동비율	70.7	74.2	87.2	96.5	107.7
부채비율	107.7	107.4	109.6	103.3	88.4
순차입금/자기자본	62.5	55.0	54.5	49.1	36.6
EBITDA/이자비용(배)	6.1	8.9	11.3	11.6	13.0
배당성향	18.9	16.3	12.6	11.7	10.3
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	3,816	5,299	7,919	9,409	10,724
BPS	33,579	38,566	45,327	53,495	63,079
CFPS	7,712	9,710	12,684	14,478	16,218
주당 현금배당금	720	864	1,000	1,100	1,100
Valuation지표 (배)					
PER	14.4	11.7	18.4	15.5	13.6
PBR	1.6	1.6	3.2	2.7	2.3
PCR	7.1	6.4	11.5	10.1	9.0
EV/EBITDA	10.3	9.1	11.7	10.4	9.2
배당수익률	1.3	1.4	0.7	0.8	0.8

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2026.09.07	매수	180,000원	6개월		
2026.08.13	매수	170,000원	6개월	-14.32%	-4.88%
2026.07.14	매수	140,000원	6개월	-26.27%	-5.36%
2026.05.11	매수	120,000원	6개월	-22.04%	-1.83%
2026.04.14	매수	106,000원	6개월	-16.91%	-11.70%
2026.02.26	매수	95,000원	6개월	-21.90%	-13.79%
2025.11.10	매수	90,000원	6개월	-26.52%	-18.11%
2025.09.24	매수	100,000원	6개월	-23.99%	-20.70%



COMPLIANCE NOTICE

작성자(형권훈)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.

본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.

종목별 투자의견은 다음과 같습니다.

투자판단 3 단계(6 개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2026 년 09 월 07 일 기준)

매수 96.32% 중립 3.68% 매도 0.00%

에이피알 (278470/KS)

상대적 밸류에이션 매력도 상승

화장품. 형권훈 / kh.hyung@sks.co.kr / 3773-9997

Signal: 미국과 유럽 아마존 트래픽 개선세 지속**Key:** 미국 오프라인과 유럽 침투 초기로, 중장기 성장성에 주목**Step:** 목표주가 560,000 원, 투자 의견 '매수' 유지

매수(유지)

목표주가: 560,000 원(유지)

현재주가: 394,000 원

상승여력: 42.1%

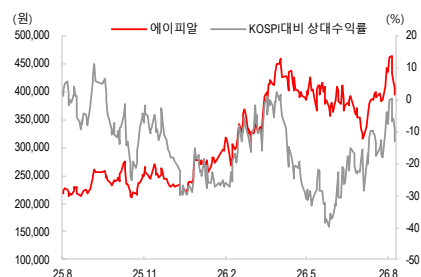
STOCK DATA

주가(26/09/04)	394,000 원
KOSPI	6,687.21 pt
52주 최고가	464,500 원
60일 평균 거래대금	110 십억원

COMPANY DATA

발행주식수	3,744 만주
시가총액	14,751 십억원
주요주주	
김병훈(외 5)	34.82%
자사주	0.00%
외국인 지분율	38.08%

주가 및 상대수익률



영업실적 및 투자지표

구분	단위	2026E	2027E	2028E
매출액	십억원	3,214	4,298	5,136
영업이익	십억원	772	1,106	1,333
순이익(지배주주)	십억원	582	831	1,002
EPS	원	15,553	22,263	26,952
PER	배	25.3	17.7	14.6
PBR	배	17.7	10.5	7.1
EV/EBITDA	배	17.9	12.2	9.8
ROE	%	91.0	74.2	58.0
배당성향	%	32.7	29.2	27.8

쌍두마차가 끄는 실적

작년까지 미국 아마존과 크로스보더 채널 중심으로 매출이 성장했다면 올해부터는 미국 오프라인 채널과 유럽 지역을 중심으로 매출이 성장하고 있다. 미국 오프라인 뷰티 시장 규모는 온라인 대비 1.5 배 수준이고, 유럽 시장은 미국의 1.37 배다. 올해는 양 시장에 본격적인 침투가 이루어진 첫 해이기에 채널 침투율 확대에 따른 매출 성장 잠재력이 무궁무진하다.

하반기에도 매출 고성장 전망

[북미] 하반기 매출 성장률 113% 기록할 것으로 전망한다. 3 분기 매출에는 상반기에 입점한 오프라인 채널의 리오더 매출과 아마존 매출이 기여할 것이다. 프로모션 부재에도 프라임데이 이후 아마존에서 높은 순위 트래픽을 유지하고 있다. 8월 누적 기준 3분기 메디큐브의 아마존 BSR 점수는 2 분기 대비 약 +15% 개선되었다. **[유럽]** 하반기 매출 475% 성장할 것으로 전망한다. 8월 누적 기준 3분기 메디큐브의 서유럽 5개국 아마존 BSR 점수는 2분기 평균 대비 +39% 개선되어 온라인 B2C 매출이 크게 성장할 것이다. 내년에는 올해 B2C 채널에서의 성과를 바탕으로 오프라인 채널 입점이 본격화될 전망이다. 현재까지는 유럽 전역의 Sephora 와 영국의 Boots 정도에 유의미하게 입점해 있으나, 내년에는 입점 국가와 채널이 더 확대될 것으로 전망한다. 유럽 뷰티 시장 규모가 북미의 1.37배인 반면, 올해 동사 매출 중 북미와 유럽의 비중은 72:28 수준이다. 내년 유럽 시장이 동사의 실적 성장을 견인할 것으로 전망하는 근거다.

원화 강세 영향 크지 않을 것

단기적으로 원화 강세가 마진율에 영향을 줄 가능성이 있으나, 그 영향은 크지 않을 것이다. 이번 추정치에서 당사는 3분기 평균 환율을 1,420 원으로 가정했는데, 이로 인한 동하의 영업이익률 하락 영향은 1%p 미만일 것으로 추정한다. 동사의 높은 GPM 덕에 환율 영향이 최소화될 것이기 때문이다. 단기 실적보다는 미국 오프라인과 유럽 시장 침투가 만들어낼 장기 성장성에 주목하며, 목표주가 560,000 원, 투자 의견 '매수' 유지한다.

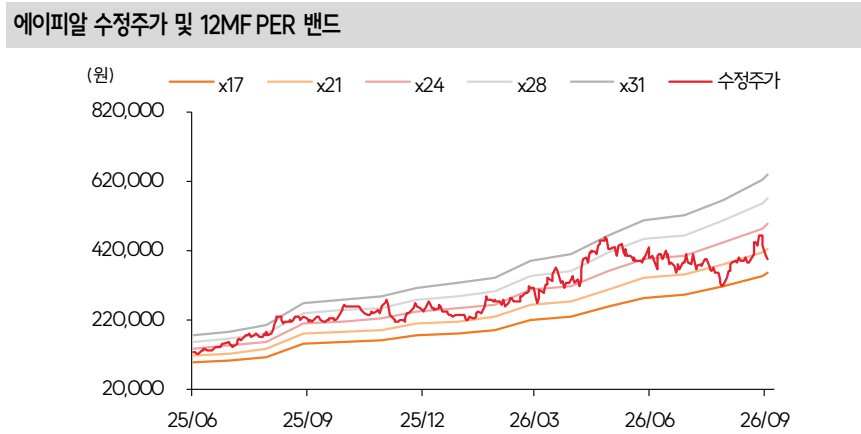
에이피알 지역별 실적 추정치									(단위: 십억 원, %)		
	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26E	4Q26E	'25	'26E	'27E
매출액	266	328	386	548	593	768	799	1,054	1,527	3,214	4,298
/YoY	79	111	122	124	123	134	107	92	111	110	34
지역별 매출											
한국	77	74	78	73	65	63	67	68	303	263	277
북미	77	103	164	266	272	376	390	545	609	1,583	2,196
아시아	78	106	104	136	136	121	122	148	424	527	580
유럽	19	30	21	42	84	145	165	226	113	620	915
기타	15	15	19	31	37	62	56	67	79	221	331
영업이익	55	85	96	130	146	185	197	243	365	772	1,106
/YoY	97	202	253	228	167	119	105	87	198	111	43
/OPM	21	26	25	24	25	24	25	23	24	24	26

자료: 에이피알, SK 증권

주: 당사는 1Q26부터 IFRS 18 호를 적용하고 있으며, 위 영업이익은 비교가능성을 위해 IFRS 18 호 적용 전 기준으로 표시함

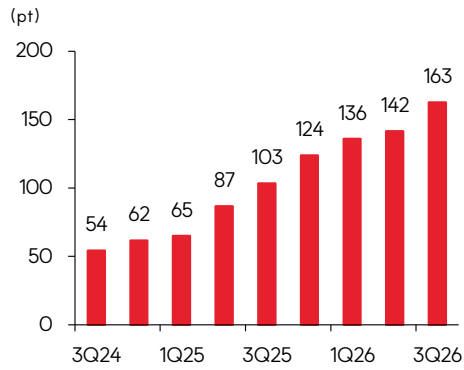
에이피알 목표주가 산정 로직				
항목	단위	구분	값	산식
12MF 지배주주순이익	십억 원	(A)	750	
유통주식수	주	(B)	37,430,655	
12MF EPS	원	(C)	20,029	(A)/(B)
Target 멀티플	배	(D)	28	
목표주가	원	(E)	560,000	(C)*(D)
현재 주가	원	(F)	394,000	
주가 상승여력	%	(G)	42.1%	(E)/(F) - 1

자료: SK 증권



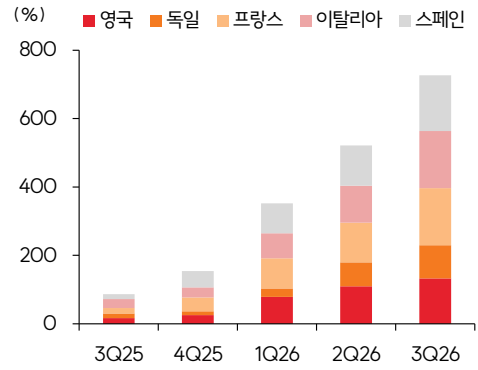
자료: Quantwise, SK 증권

메디큐브 미국 아마존 BSR 점수 추이



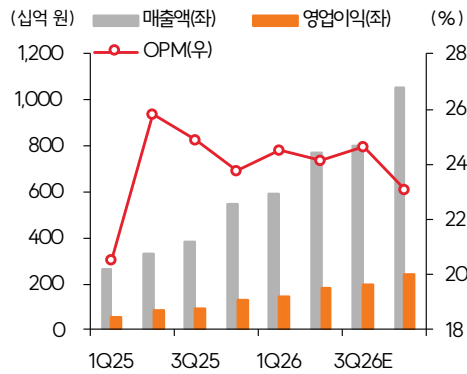
자료: Amazon, SK 증권
주: 3Q26 수치는 7,8월 평균치임

메디큐브 서유럽 5개국 아마존 BSR 점수 추이



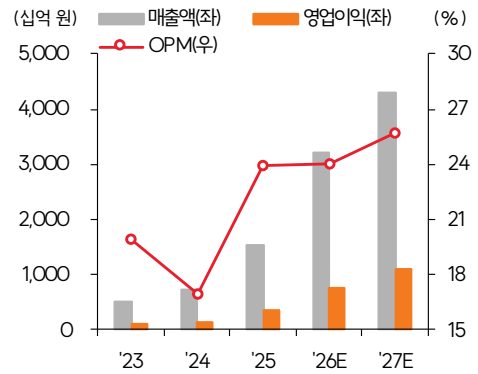
자료: Amazon, SK 증권
주: 3Q26 수치는 7,8월 평균치임

에이피알 분기 실적 추이 및 추정치



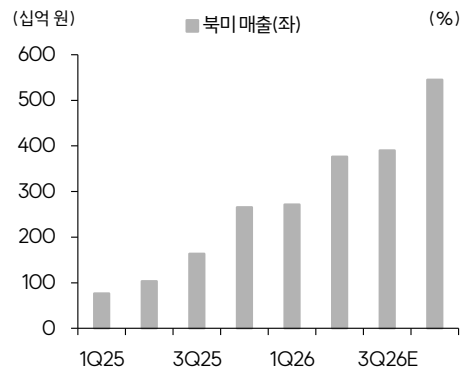
자료: 에이피알, SK 증권

에이피알 연간 실적 추이 및 추정치



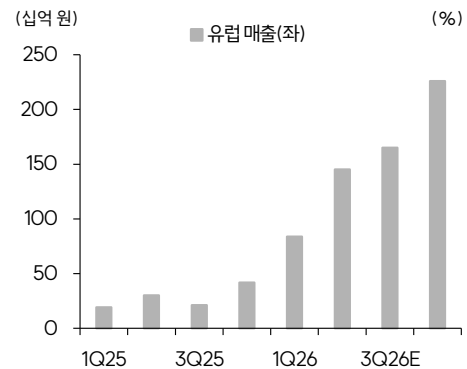
자료: 에이피알, SK 증권

에이피알 북미 매출 추이 및 추정치



자료: 에이피알, SK 증권

에이피알 유럽 매출 추이 및 추정치



자료: 에이피알, SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	286	546	1,022	1,629	2,305
현금및현금성자산	90	154	174	358	542
매출채권 및 기타채권	49	92	193	258	309
재고자산	110	165	348	466	556
비유동자산	279	226	282	328	362
장기금융자산	62	45	70	87	101
유형자산	51	60	70	80	87
무형자산	6	7	8	8	8
자산총계	565	772	1,304	1,957	2,667
유동부채	145	238	388	476	543
단기금융부채	25	23	48	64	76
매입채무 및 기타채무	68	143	255	318	367
단기충당부채	2	2	5	7	8
비유동부채	96	88	82	76	71
장기금융부채	88	78	63	50	40
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	8	9	18	24	29
부채총계	242	326	470	552	615
지배주주지분	324	446	834	1,405	2,052
자본금	4	4	4	4	4
자본잉여금	137	13	13	13	13
기타자본구성요소	-47	0	0	0	0
자기주식	-60	0	0	0	0
이익잉여금	229	427	819	1,395	2,046
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	324	446	834	1,405	2,052
부채와자본총계	565	772	1,304	1,957	2,667

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
영업활동현금흐름	79	341	470	772	970
당기순이익(손실)	108	290	582	831	1,002
비현금성항목등	55	102	222	314	372
유형자산감가상각비	22	29	35	40	43
무형자산상각비	1	1	1	1	1
기타	32	71	186	273	327
운전자본감소(증가)	-58	-32	-154	-107	-84
매출채권및기타채권의감소(증가)	-20	-41	-101	-65	-50
재고자산의감소(증가)	-63	-55	-183	-117	-91
매입채무및기타채무의증가(감소)	31	74	112	64	49
기타	-55	-43	-365	-536	-645
법인세납부	-30	-25	-184	-270	-325
투자활동현금흐름	-110	-94	-239	-327	-429
금융자산의감소(증가)	-37	-74	-142	-234	-344
유형자산의감소(증가)	-45	-15	-45	-50	-50
무형자산의감소(증가)	-3	-3	-2	-1	-2
기타	-25	-3	-50	-42	-34
재무활동현금흐름	-5	-182	-184	-255	-351
단기금융부채의증가(감소)	-8	0	25	16	12
장기금융부채의증가(감소)	-9	-19	-16	-13	-10
자본의증가(감소)	76	-123	0	0	0
배당금지급	0	-134	-191	-205	-261
기타	-64	96	-3	-53	-93
현금의 증가(감소)	-35	64	20	183	185
기초현금	125	90	154	174	358
기말현금	90	154	174	358	542
FCF	34	326	425	722	920

자료 : 에이피알 SK증권 추정

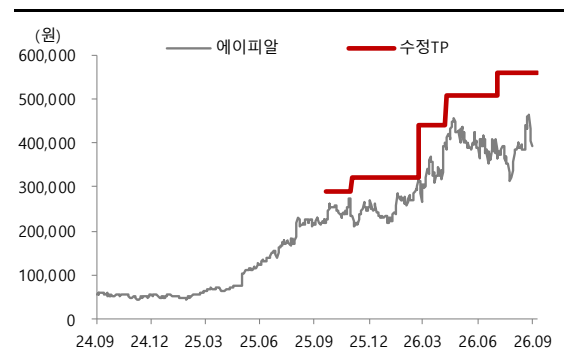
포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	723	1,527	3,214	4,298	5,136
매출원가	179	357	707	979	1,165
매출총이익	544	1,171	2,507	3,319	3,972
매출총이익률(%)	75.2	76.6	78.0	77.2	77.3
판매비와 관리비	421	805	1,735	2,214	2,639
영업이익	123	366	772	1,106	1,333
영업이익률(%)	17.0	23.9	24.0	25.7	26.0
비영업손익	11	-1	-5	-5	-6
순금융손익	2	0	-2	-1	0
외환관련손익	6	-4	-2	-2	-3
관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	133	364	766	1,101	1,327
세전계속사업이익률(%)	18.4	23.9	23.8	25.6	25.8
계속사업법인세	26	75	184	270	325
계속사업이익	108	290	582	831	1,002
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	108	290	582	831	1,002
순이익률(%)	14.9	19.0	18.1	19.3	19.5
지배주주	108	290	582	831	1,002
지배주주귀속 순이익률(%)	14.9	19.0	18.1	19.3	19.5
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	106	288	578	827	998
지배주주	106	288	578	827	998
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	145	396	807	1,147	1,378

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
성장성 (%)					
매출액	38.0	111.3	110.5	33.7	19.5
영업이익	17.8	197.9	111.1	43.3	20.5
세전계속사업이익	26.0	173.3	110.3	43.7	20.6
EBITDA	22.9	172.6	104.0	42.0	20.1
EPS	25.9	174.2	101.0	43.1	21.1
수익성 (%)					
ROA	25.2	43.3	56.1	51.0	43.3
ROE	41.3	75.3	91.0	74.2	58.0
EBITDA마진	20.1	25.9	25.1	26.7	26.8
안정성 (%)					
유동비율	197.1	229.0	263.4	342.5	424.3
부채비율	74.7	73.1	56.4	39.3	30.0
순차입금/자기자본	-1.8	-39.9	-39.2	-52.4	-61.3
EBITDA/이자비용(배)	38.5	112.3	288.1	385.5	451.0
배당성향	0.0	65.8	32.7	29.2	27.8
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	2,822	7,738	15,553	22,263	26,952
BPS	10,058	11,910	22,264	37,642	55,208
CFPS	3,412	8,547	16,510	23,363	28,153
주당 현금배당금	0	5,090	5,090	6,500	7,500
Valuation지표 (배)					
PER	17.7	29.9	25.3	17.7	14.6
PBR	5.0	19.4	17.7	10.5	7.1
PCR	14.7	27.0	23.9	16.9	14.0
EV/EBITDA	13.1	21.4	17.9	12.2	9.8
배당수익률	0.0	2.2	1.3	1.6	1.9

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2026.07.09	매수	560,000원	6개월		
2026.04.14	매수	510,000원	6개월	-20.63%	-10.00%
2026.02.27	매수	440,000원	6개월	-24.73%	-9.20%
2025.11.07	매수	320,000원	6개월	-21.40%	-0.94%
2025.09.24	매수	290,000원	6개월	-14.88%	-4.83%
2024.10.14	Not Rated				



COMPLIANCE NOTICE

작성자(형권훈)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.

본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.

종목별 투자의견은 다음과 같습니다.

투자판단 3 단계(6 개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2026 년 09 월 07 일 기준)

매수 96.32% 중립 3.68% 매도 0.00%

코스맥스 (192820/KS)

On Track

화장품. 형권훈 / kh.hyung@sks.co.kr / 3773-9997

Signal: 3분기 별도 법인 매출 성장률 34% 전망**Key:** 색조 기저 낮아졌고, 기초 영업 레버리지 발생 구간 진입**Step:** 목표주가 350,000 원으로 상향, 투자의견 '매수' 유지

매수(유지)

목표주가: 350,000 원(상향)

현재주가: 275,500 원

상승여력: 27.0%

STOCK DATA

주가(26/09/04)	275,500 원
KOSPI	6,687.21 pt
52주 최고가	303,000 원
60일 평균 거래대금	26 십억원

COMPANY DATA

발행주식수	1,135 만주
시가총액	3,127 십억원
주요주주	
코스맥스비티아이(외 10)	27.51%
국민연금공단	12.57%
외국인 지분율	35.61%

주가 및 상대수익률



영업실적 및 투자지표

구분	단위	2026E	2027E	2028E
매출액	십억원	2,969	3,304	3,592
영업이익	십억원	254	321	369
순이익(지배주주)	십억원	156	201	244
EPS	원	13,778	17,668	21,528
PER	배	20.0	15.6	12.8
PBR	배	4.6	3.8	3.1
EV/EBITDA	배	12.4	10.5	9.1
ROE	%	25.3	26.6	26.5
배당성향	%	30.5	30.0	27.9

정상궤도에 다시 진입

기초 카테고리 매출이 고성장하고, 색조 카테고리 매출의 기저가 충분히 낮아짐에 따라 별도 법인의 매출 성장률이 다시 한국 화장품 수출 성장률과 유사해졌다. 또한 2 분기 실적을 기점으로 국내 법인이 다시 매출 성장에 따른 영업 레버리지 구간에 진입한 것이 확인되었다. 이제는 높은 한국 화장품의 수출 성장률이 동사의 실적에 온전히 반영 되는 구간이다.

전 지역 매출 고성장

동사는 별도 법인의 카테고리를 기초 중심으로 전환하는 데 성공했다. 작년 2 분기에 57%였던 기초 매출 비중은 올해 2 분기 67%까지 상승했다. 한편 1 분기까지는 고마진 색조 매출 비중이 감소했고, 기초 제품에서 영업 레버리지가 나올 만큼 충분한 SKU 당 생산 볼륨이 확보되지 않았으나, 2 분기부터 GPM 이 0.1%p 증가해 다시 마진이 개선되고 있다. 기초 매출은 3 분기에 65% 성장해 2 분기 매출을 상회할 것으로 전망되기에 영업 레버리지 효과가 2 분기보다 더 확대될 것으로 전망하며, 3 분기 GPM 이 0.6%p 개선될 것이다. 마진율을 끌어내렸던 젤마스크의 경우 매출 비중은 올해 유지될 것이지만 수율 개선 효과로 하반기에 마진율이 개선될 것이다. 결과적으로 3분기 별도 법인의 매출 성장률 38%, 영업이익은 56% 기록할 것으로 전망한다.

목표주가 상향

올해 매출액과 영업이익 성장률을 각각 24%, 30%로 전망하는데, 이는 작년 성장률인 11%와 12%를 크게 상회하는 수치다. 작년과 달리 동사는 3 분기 별도 법인 매출 가이드를 2 분기 대비 유사하거나 상회하는 수준으로 제시했는데, 7, 8 월 높은 화장품 수출액이 이를 지지한다. 따라서 동사의 Target PER 을 과거 2년 주기 상단치인 21 배로 적용해 목표주가를 350,000 원으로 상향하며, 투자의견 '매수' 유지한다.

코스맥스 부문별 실적 추정치									(단위: 십억 원, %)		
	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26E	4Q26E	'25	'26E	'27E
매출액	589	624	586	601	682	795	756	736	2,399	2,969	3,304
코스맥스 별도	363	420	383	360	423	518	512	456	1,526	1,910	2,139
해외법인	226	203	202	241	259	277	244	280	872	1,059	1,165
중국	163	149	140	181	195	197	167	208	633	767	827
미국	29	30	37	37	42	54	54	51	133	200	220
인도네시아	30	21	22	26	23	29	28	30	98	109	126
태국	24	23	15	11	24	25	19	19	73	87	104
영업이익	51	61	43	41	53	74	66	61	196	254	321
YoY (%)	13	30	-2	3	3	21	55	49	12	30	26
OPM (%)	9	10	7	7	8	9	9	8	8	9	10
코스맥스 별도	34	50	34	36	38	56	53	43	155	191	247
해외법인 및 기타	17	11	8	5	15	17	13	18	41	63	74
매출액 YoY (%)	12	13	11	8	16	27	29	23	11	24	11
코스맥스 별도	15	21	10	4	17	23	33	27	12	25	12
해외법인	7	0	11	14	15	36	21	16	8	21	10

자료: 코스맥스, SK 증권

코스맥스 목표주가 산정 로직

항목	단위	구분	값	산식
12MF 지배주주순이익	십억 원	(A)	186	
유통주식수	주	(B)	11,349,509	
12MFEPS	원	(C)	16,431	(A)/(B)
Target 멀티플	배	(D)	21	
목표주가	원	(E)	350,000	(C)*(D)
현재 주가	원	(F)	275,500	
주가 상승여력	%	(G)	27.0%	(E)/(F) - 1

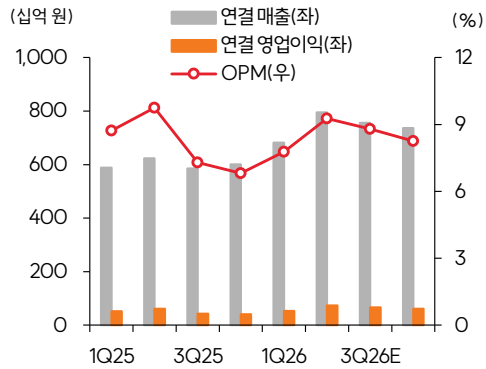
자료: SK 증권

코스맥스 수정주가 및 12MF PER 밴드



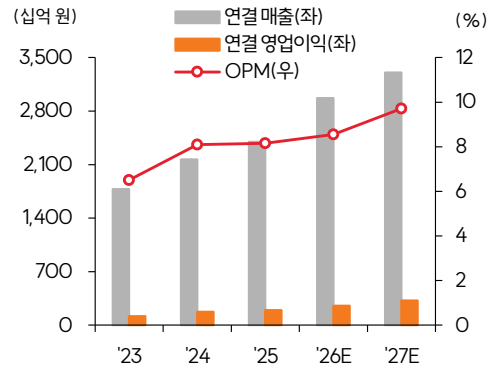
자료: Quantiwise, SK 증권

분기 연결 실적 추이 및 추정치



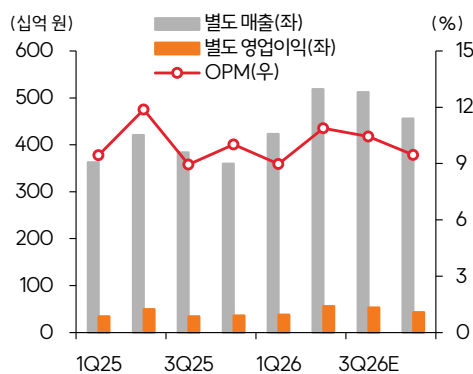
자료: 코스맥스, SK 증권

연간 연결 실적 추이 및 추정치



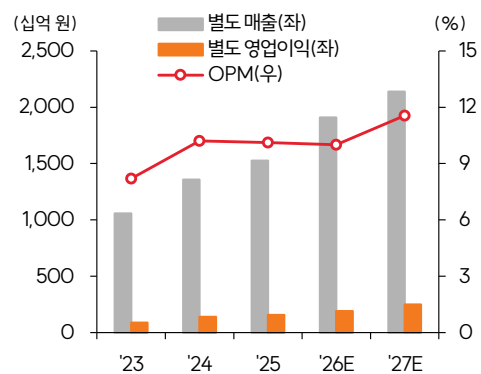
자료: 코스맥스, SK 증권

분기 별도 실적 추이 및 추정치



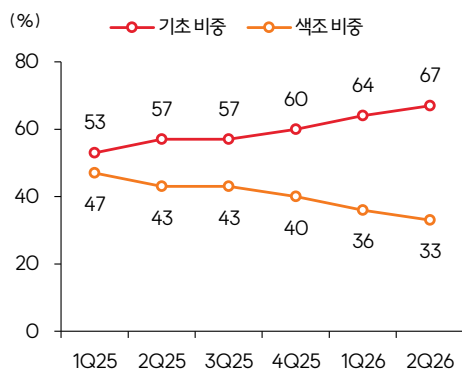
자료: 코스맥스, SK 증권

연간 별도 실적 추이 및 추정치



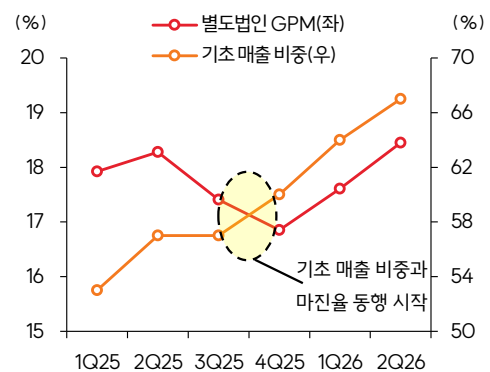
자료: 코스맥스, SK 증권

별도법인 기초, 색조 카테고리 매출 비중 추이



자료: 코스맥스, SK 증권

별도법인 GPM 및 기초 카테고리 매출 비중 추이



자료: 코스맥스, SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	943	975	1,336	1,627	1,894
현금및현금성자산	256	192	255	269	422
매출채권 및 기타채권	357	436	539	600	652
재고자산	257	271	335	373	406
비유동자산	991	1,150	1,230	1,254	1,294
장기금융자산	55	52	61	67	71
유형자산	778	926	999	1,021	1,060
무형자산	63	64	60	56	53
자산총계	1,934	2,125	2,565	2,880	3,188
유동부채	1,114	1,201	1,480	1,644	1,785
단기금융부채	739	814	1,008	1,121	1,219
매입채무 및 기타채무	231	271	335	373	405
단기충당부채	5	9	12	13	14
비유동부채	311	312	342	330	296
장기금융부채	230	230	242	217	174
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	0	0	0	0	0
부채총계	1,425	1,513	1,823	1,974	2,081
지배주주지분	473	558	678	829	1,014
자본금	6	6	6	6	6
자본잉여금	28	13	13	13	13
기타자본구성요소	-0	-0	-0	-0	-0
자기주식	-0	-0	-0	-0	-0
이익잉여금	384	483	602	755	939
비지배주주지분	35	54	64	77	93
자본총계	509	612	743	907	1,107
부채와자본총계	1,934	2,125	2,565	2,880	3,188

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
영업활동현금흐름	73	87	84	100	283
당기순이익(손실)	88	131	167	214	260
비현금성항목등	186	147	170	188	194
유형자산감가상각비	64	69	76	78	82
무형자산상각비	5	5	4	3	3
기타	117	72	89	106	110
운전자본감소(증가)	-127	-87	-173	-204	-60
매출채권및기타채권의감소(증가)	-68	-73	-104	-61	-52
재고자산의감소(증가)	-20	-13	-64	-38	-33
매입채무및기타채무의증가(감소)	-38	40	64	38	33
기타	-124	-177	-132	-165	-194
법인세납부	-50	-74	-53	-67	-82
투자활동현금흐름	-160	-179	-178	-125	-121
금융자산의감소(증가)	3	15	-10	-10	-1
유형자산의감소(증가)	-161	-183	-150	-100	-120
무형자산의감소(증가)	-4	-6	0	0	0
기타	2	-6	-18	-15	-1
재무활동현금흐름	68	28	168	42	-6
단기금융부채의증가(감소)	-2	-16	193	114	98
장기금융부채의증가(감소)	76	70	12	-24	-43
자본의증가(감소)	-0	-16	0	0	0
배당금지급	-6	-26	-37	-48	-60
기타	-0	16	0	-0	0
현금의 증가(감소)	-1	-64	63	14	153
기초현금	257	256	192	255	269
기말현금	256	192	255	269	422
FCF	-88	-96	-66	-0	163

자료 : 코스맥스, SK증권 추정

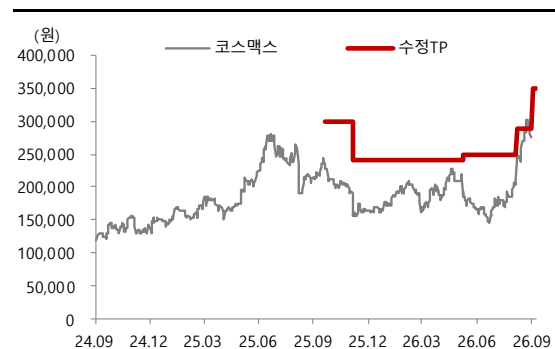
포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	2,166	2,399	2,969	3,304	3,592
매출원가	1,748	1,990	2,451	2,687	2,905
매출총이익	418	409	517	616	687
매출총이익률(%)	19.3	17.1	17.4	18.7	19.1
판매비와 관리비	243	213	263	295	318
영업이익	175	196	254	321	369
영업이익률(%)	8.1	8.2	8.6	9.7	10.3
비영업손익	-38	-39	-35	-40	-27
순금융손익	-38	-40	-27	-30	-30
외환관련손익	16	-7	-9	-7	4
관계기업등 투자손익	-0	-0	0	0	0
세전계속사업이익	138	157	219	281	342
세전계속사업이익률(%)	6.4	6.5	7.4	8.5	9.5
계속사업법인세	49	25	53	67	82
계속사업이익	88	131	167	214	260
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	88	131	167	214	260
순이익률(%)	4.1	5.5	5.6	6.5	7.2
지배주주	86	123	156	201	244
지배주주귀속 순이익률(%)	4.0	5.1	5.3	6.1	6.8
비지배주주	3	8	10	13	16
총포괄이익	120	134	168	212	260
지배주주	117	126	158	200	246
비지배주주	4	7	9	12	15
EBITDA	244	270	334	403	454

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
성장성 (%)					
매출액	21.9	10.7	23.8	11.3	8.7
영업이익	51.6	11.6	29.7	26.4	15.0
세전계속사업이익	63.4	13.7	40.0	28.2	21.8
EBITDA	39.4	10.5	23.8	20.5	12.7
EPS	50.2	43.4	27.1	28.2	21.8
수익성 (%)					
ROA	5.1	6.5	7.1	7.8	8.6
ROE	20.5	23.9	25.3	26.6	26.5
EBITDA마진	11.3	11.3	11.3	12.2	12.6
안정성 (%)					
유동비율	84.6	81.2	90.2	99.0	106.1
부채비율	280.0	247.1	245.5	217.7	188.0
순차입금/자기자본	132.3	133.6	128.0	112.0	82.8
EBITDA/이자비용(배)	5.4	5.8	9.8	10.5	11.2
배당성향	30.4	30.4	30.5	30.0	27.9
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	7,560	10,843	13,778	17,668	21,528
BPS	41,737	49,206	59,787	73,100	89,330
CFPS	13,622	17,377	20,849	24,856	28,981
주당 현금배당금	2,300	3,300	4,200	5,300	6,000
Valuation지표 (배)					
PER	19.7	15.0	20.0	15.6	12.8
PBR	3.6	3.3	4.6	3.8	3.1
PCR	10.9	9.4	13.2	11.1	9.5
EV/EBITDA	9.8	10.1	12.4	10.5	9.1
배당수익률	1.5	2.0	1.5	1.9	2.2

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2026.09.07	매수	350,000원	6개월		
2026.08.12	매수	290,000원	6개월	-5.34%	4.48%
2026.05.14	매수	250,000원	6개월	-30.09%	-16.00%
2025.11.11	매수	240,000원	6개월	-23.04%	-5.42%
2025.09.24	매수	300,000원	6개월	-31.45%	-23.50%
2024.10.14	Not Rated				



COMPLIANCE NOTICE

작성자(형권훈)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.

본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.

종목별 투자의견은 다음과 같습니다.

투자판단 3 단계(6 개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2026 년 09 월 07 일 기준)

매수 96.32% 중립 3.68% 매도 0.00%

실리콘투 (257720/KQ)

벤더사 역할이 중요해지는 구간

화장품. 형권훈 / kh.hyung@sks.co.kr / 3773-9997

Signal: 미국 오프라인 채널과 유럽 시장이 화장품 수출 성장의 모멘텀**Key:** 위 채널과 지역은 벤더사의 역할이 중요한 영역**Step:** 목표주가 62,000 원으로 상향, 투자 의견 '매수' 유지

매수(유지)

목표주가: 62,000 원(상향)

현재주가: 48,000 원

상승여력: 29.2%

STOCK DATA

주가(26/09/04)	48,000 원
KOSDAQ	813.50 pt
52주 최고가	54,200 원
60일 평균 거래대금	46 십억원

COMPANY DATA

발행주식수	6,558 만주
시가총액	3,148 십억원
주요주주	
김성운(외 14)	43.40%
자사주	0.19%
외국인 지분율	12.46%

주가 및 상대수익률



영업실적 및 투자지표

구분	단위	2025E	2026E	2027E
매출액	십억원	1,116	1,600	1,960
영업이익	십억원	205	291	366
순이익(지배주주)	십억원	169	237	301
EPS	원	2,571	3,281	4,165
PER	배	15.0	14.6	11.5
PBR	배	5.5	5.1	3.6
EV/EBITDA	배	11.3	10.5	8.1
ROE	%	46.9	41.9	36.5
배당성향	%	11.9	0.0	0.0

벤더사의 가치가 부각되는 구간

K 뷰티의 미국 오프라인과 유럽 시장 침투가 본격화됨에 따라 벤더사인 실리콘투 사업의 가치가 부각되는 국면이다. 미국 뷰티 셀렉션 샵과 마트, 드럭스토어 등 주요 현지 오프라인 채널을 고객으로 두고 있어 미국 오프라인 시장 침투 구간이 시작됨에 따라 북미 매출 성장성이 기대된다. 유럽은 지역 특성상 벤더사의 역할이 미국 대비 높은 지역인데, K 뷰티의 침투율이 빠르게 늘고 있어 매출 성장의 기반이다. CVC 캐피탈의 투자를 계기로 독일 리테일러인 Douglas와의 거래관계 형성도 기대할 만한 포인트다.

하반기에도 높은 실적 성장성 전망

하반기에 매출액 +40% 성장해 높은 실적 성장세를 이어갈 것으로 전망한다. 북미와 유럽 두 지역이 규모나 성장성 측면에서 전사 실적 성장을 이끌어갈 것이다. 북미의 경우 K 뷰티의 오프라인 시장 침투가 본격화되고 있어 기존의 아이허브 중심의 사업에서 현지 오프라인 고객향 매출 비중이 증가하고 있다. 북미에서 아이허브의 매출 비중은 작년 50%에서 올해 20%로 감소했다. 유럽은 Boots, DM, Rossmann 등 주요 현지 리테일러향 매출이 성장에 기여하고 있다. 만약 독일 Douglas의 주요 벤더사로 K 뷰티를 유통할 경우 Boots와 Douglas의 매출 규모를 고려했을 때 내년 약 5%의 매출 증가 요인이 될 것으로 추정한다. 다만 3분기에 환율이 급격하게 하락해 OPM은 2분기 대비 1.1%p 하락할 것으로 전망한다.

K 뷰티의 파이가 커지는 구간에서 실리콘투가 할 일이 많다

일부 브랜드가 일부 채널에서 직접 계약 방식으로 전환하거나, 국내 최대 뷰티 리테일러인 올리브영이 글로벌 B2C 뿐만 아니라 B2B 벤더 사업에 진출하는 등 K 뷰티 유통 산업의 구조가 계속 변화하고 있다. 하지만 변하지 않는 사실은, 이런 이슈들이 노이즈로 여겨질 만큼 K 뷰티의 글로벌 침투율이 빠르게 늘고 있고, 그 안에서 실리콘투의 역할이 충분히 남아있다는 점이다. 신규 채널에 유통하고, 신규 브랜드를 발굴하는 등 동사의 경쟁력을 발휘할 만한 영역은 충분하다. 이에 실리콘투 목표주가를 62,000 원으로 상향하며, 투자 의견 '매수' 유지한다. 목표주가는 12MF EPS 추정치에 지난 2년 주기의 12MF PER 밴드 중앙값인 14.4 배를 적용해 산출했다.

실리콘투 지역별 실적 추정치									(단위: 십억 원, %)		
	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26E	4Q26E	24	25	26E
매출액	246	265	299	309	347	403	427	423	692	1,120	1,600
북미	45	49	73	65	64	87	103	84	222	232	338
유럽	81	107	102	114	162	173	167	177	163	405	680
아시아	53	45	53	55	44	58	64	65	153	206	231
중동	32	28	31	27	25	26	30	29	63	118	109
기타지역	34	36	42	47	51	58	63	68	92	159	241
매출액 YoY	64	46	60	78	41	52	43	37	102	62	43
북미	-21	-22	12	75	42	79	42	28	-	5	46
유럽	187	142	138	143	99	62	64	55	-	149	68
아시아	42	19	49	29	-16	29	21	18	-	34	12
중동	230	94	57	44	-23	-7	-2	5	-	89	-7
기타지역	92	61	74	71	50	60	53	46	-	73	52
영업이익	48	52	63	42	65	83	84	60	138	205	291
/OPM	19	20	21	14	19	21	20	14	20	18	18

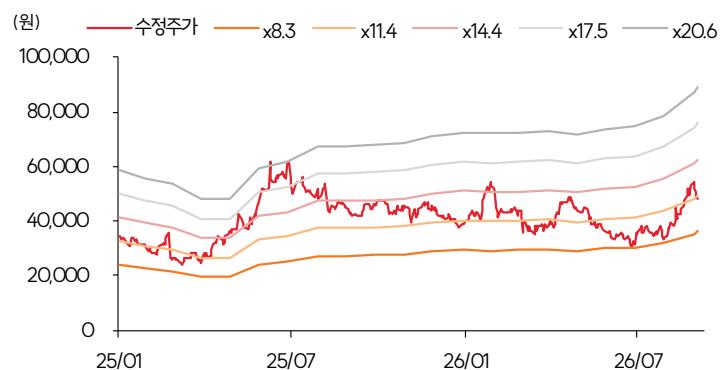
자료: 실리콘투, SK 증권

실리콘투 목표주가 산정 로직

항목	단위	구분	값	산식
12MF 지배주주순이익	십억 원	(A)	281	
유통주식수	주	(B)	65,576,252	
12MF EPS	원	(C)	4,279	(A)/(B)
Target 멀티플	배	(D)	14.4	과거 2년치 밴드 중앙값
목표주가	원	(E)	62,000	
현재 주가	원	(F)	48,000	
주가 상승여력	%	(G)	29.2%	(E)/(F) - 1

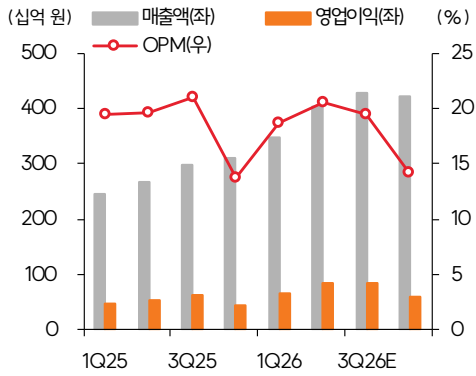
자료: SK 증권

실리콘투 수정주가 및 12MF PER 밴드



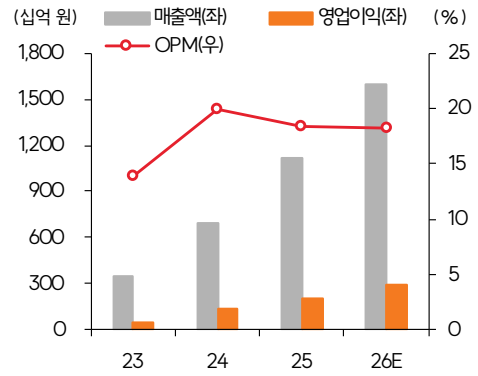
자료: Quantwise, SK 증권

실리콘투 분기 실적 추이 및 추정치



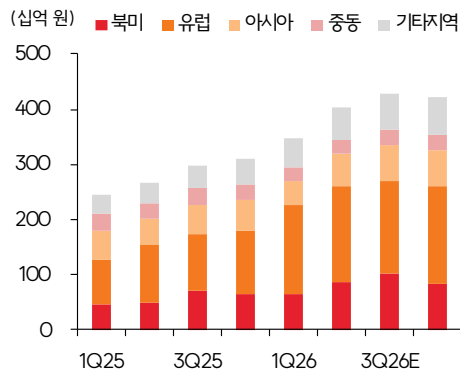
자료: 실리콘투, SK 증권

실리콘투 연간 실적 추이 및 추정치



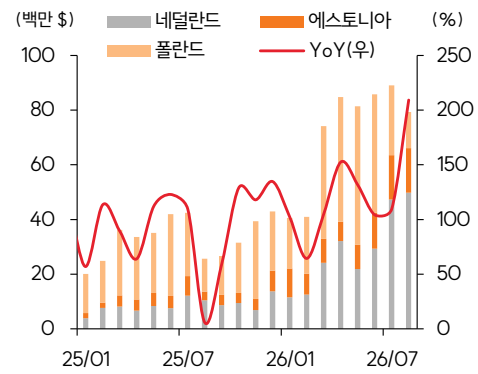
자료: 실리콘투, SK 증권

실리콘투 지역별 매출 추이



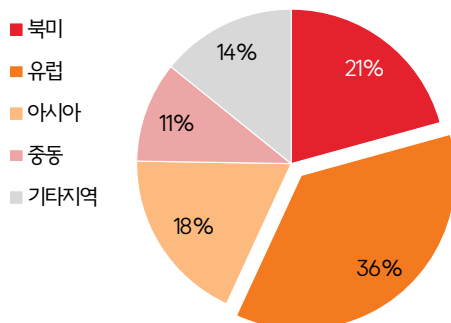
자료: 실리콘투, SK 증권

B2B 물류 전초기지 3국향 한국 화장품 수출액 추이



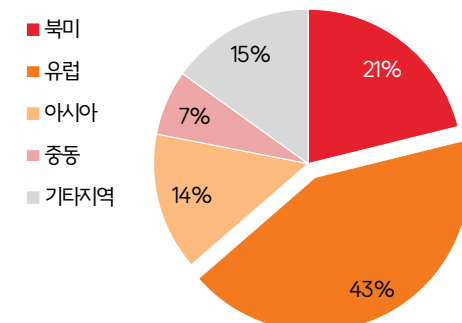
자료: TRASS, SK 증권

실리콘투 지역별 매출 비중('25)



자료: 실리콘투, SK 증권

실리콘투 지역별 매출 비중('26E)



자료: 실리콘투, SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	136	297	553	784	995
현금및현금성자산	17	86	77	44	44
매출채권 및 기타채권	23	50	119	171	210
재고자산	79	146	300	460	610
비유동자산	79	161	157	239	266
장기금융자산	1	4	5	7	8
유형자산	54	107	108	182	203
무형자산	1	2	2	2	2
자산총계	215	458	709	1,023	1,261
유동부채	74	189	122	218	155
단기금융부채	58	149	49	131	57
매입채무 및 기타채무	2	2	6	9	11
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	6	7	130	131	131
장기금융부채	6	6	130	130	130
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	0	0	0	0	0
부채총계	80	196	252	349	286
지배주주지분	135	262	457	674	975
자본금	30	31	31	31	31
자본잉여금	30	31	58	58	58
기타자본구성요소	1	0	1	1	1
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	71	192	360	577	878
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	135	262	457	674	975
부채와자본총계	215	458	709	1,023	1,261

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동현금흐름	-18	60	1	48	130
당기순이익(손실)	38	121	169	237	301
비현금성항목등	15	30	60	77	93
유형자산감가상각비	4	6	9	24	28
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타	11	24	52	53	64
운전자본감소(증가)	-67	-65	-191	-198	-178
매출채권및기타채권의감소(증가)	-18	-14	-50	-52	-38
재고자산의감소(증가)	-50	-60	-148	-160	-150
매입채무및기타채무의증가(감소)	-1	-8	-4	3	2
기타	-9	-46	-72	-131	-165
법인세납부	-5	-21	-36	-63	-80
투자활동현금흐름	-18	-72	-43	-110	-48
금융자산의감소(증가)	0	-1	-48	-18	-14
유형자산의감소(증가)	-13	-63	-7	-98	-49
무형자산의감소(증가)	-1	-1	-0	0	0
기타	-5	-7	12	6	15
재무활동현금흐름	33	81	34	62	-74
단기금융부채의증가(감소)	35	88	-105	82	-74
장기금융부채의증가(감소)	-2	-7	-6	0	0
자본의증가(감소)	1	1	27	0	0
배당금지급	0	0	0	-20	0
기타	-0	-1	117	0	0
현금의 증가(감소)	-4	69	-9	-34	1
기초현금	21	17	86	77	44
기말현금	17	86	77	44	44
FCF	-31	-3	-6	-50	81

자료 : 실리콘투, SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	343	692	1,116	1,600	1,960
매출원가	228	459	770	1,110	1,362
매출총이익	115	233	347	490	598
매출총이익률(%)	33.6	33.7	31.1	30.6	30.5
판매비와 관리비	67	95	141	199	232
영업이익	48	138	205	291	366
영업이익률(%)	13.9	19.9	18.4	18.2	18.7
비영업손익	0	11	11	9	15
순금융손익	0	-4	-6	-5	-6
외환관련손익	-1	10	12	12	16
관계기업등 투자손익	2	1	1	3	5
세전계속사업이익	48	149	217	300	381
세전계속사업이익률(%)	14.0	21.5	19.4	18.8	19.4
계속사업법인세	10	28	48	63	80
계속사업이익	38	121	169	237	301
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	38	121	169	237	301
순이익률(%)	11.1	17.5	15.1	14.8	15.4
지배주주	38	121	169	237	301
지배주주귀속 순이익률(%)	11.1	17.5	15.1	14.8	15.4
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	38	126	168	237	301
지배주주	38	126	168	237	301
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	52	143	214	315	395

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
성장성 (%)					
매출액	107.5	101.7	61.4	43.3	22.5
영업이익	235.8	187.8	49.3	41.8	25.8
세전계속사업이익	237.3	209.0	45.7	38.5	26.9
EBITDA	204.0	178.2	49.5	47.2	25.1
EPS	239.6	215.1	29.6	27.6	26.9
수익성 (%)					
ROA	22.1	35.9	28.9	27.4	26.3
ROE	32.9	60.9	46.9	41.9	36.5
EBITDA마진	15.0	20.7	19.2	19.7	20.1
안정성 (%)					
유동비율	183.9	156.9	454.5	359.0	640.0
부채비율	59.5	75.0	55.1	51.7	29.3
순차입금/자기자본	23.3	25.9	13.1	23.3	7.1
EBITDA/이자비용(배)	72.4	25.8	25.6	55.3	67.9
배당성향	0.0	0.0	11.9	0.0	0.0
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	629	1,983	2,571	3,281	4,165
BPS	2,235	4,297	6,976	9,336	13,500
CFPS	691	2,077	2,706	3,617	4,559
주당 현금배당금	0	0	306	0	0
Valuation지표 (배)					
PER	12.2	16.5	15.0	14.6	11.5
PBR	3.5	7.6	5.5	5.1	3.6
PCR	11.2	15.7	14.3	13.3	10.5
EV/EBITDA	9.7	14.4	11.3	10.5	8.1
배당수익률	0.0	0.0	0.8	0.0	0.0

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2026.09.07	매수	62,000원	6개월		
2025.09.24	매수	57,000원	6개월	-27.04%	-4.91%
2024.10.14	Not Rated				



COMPLIANCE NOTICE

작성자(증권사)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
 투자판단 3 단계(6 개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2026 년 09 월 07 일 기준)

매수 96.32% 중립 3.68% 매도 0.00%

아모레퍼시픽 (090430/KS)

안정적인 실적 성장 궤도 진입

화장품. 형권훈 / kh.hyung@sks.co.kr / 3773-9997

Signal: 다시 안정적인 실적 성장 궤도 진입**Key:** 하반기에 AP 브랜드 매출 +17%, COSRX+19% 성장 전망**Step:** 목표주가와 투자 의견 '매수' 유지

매수(유지)

목표주가: 180,000 원(유지)

현재주가: 143,300 원

상승여력: 25.6%

STOCK DATA

주가(26/09/04)	143,300 원
KOSPI	6,687.21 pt
52주 최고가	165,100 원
60일 평균 거래대금	42 십억원

COMPANY DATA

발행주식수	5,849 만주
시가총액	8,382 십억원
주요주주	
아모레퍼시픽그룹(외 17)	50.03%
국민연금공단	8.42%
외국인 지분율	26.44%

주가 및 상대수익률



영업실적 및 투자지표

구분	단위	2026E	2027E	2028E
매출액	십억원	4,722	5,065	5,389
영업이익	십억원	494	548	591
순이익(지배주주)	십억원	375	423	451
EPS	원	5,432	6,123	6,537
PER	배	26.4	23.4	21.9
PBR	배	1.7	1.6	1.6
EV/EBITDA	배	9.4	8.9	8.3
ROE	%	6.7	7.2	7.3
배당성향	%	34.9	34.2	33.4

성장궤도 진입

긴 터널 끝에 실적이 다시 안정적인 실적 성장 궤도에 올랐다. 과거 미국에서 세포라 의존도가 높았던 것에 비해 아마존과 틱톡으로 채널이 다변화되었고, 브랜드 역시 라네즈 의존도가 높았던 것에 비해 이니스프리, 에스트라 등으로 다변화되었다. COSRX 매출도 올해 강하게 턴어라운드했다. 하반기에 안정적인 실적 성장세를 전망한다.

하반기에 10%대 매출 성장 전망

AP 브랜드와 COSRX 모두 하반기 매출이 두 자릿수 성장을 기록할 것이다. 먼저 AP 브랜드의 경우 하반기에 북미 매출 +27%, EMEA 매출 +26% 성장할 것으로 전망한다. 북미에서 이니스프리와 에스트라 중심으로 매출이 고성장할 것이다. 올해 들어 이니스프리는 세포라에서, 에스트라는 아마존에서 높은 BSR 점수를 유지 중이다. 라네즈와 세포라 의존도가 높았던 과거와 달리 브랜드와 채널이 차변화되고 있다. 3분기 영업 이익률은 환율 영향으로 일시적으로 하락할 것으로 전망한다. 3분기 평균 환율을 1,420 원으로 가정 시 약 1%p 대의 영업이익률 하락 효과가 있을 것으로 추정한다. 단기 실적보다는 브랜드와 채널 다변화에 따른 중장기 성장성에 주목하는 투자 스탠스가 요구된다.

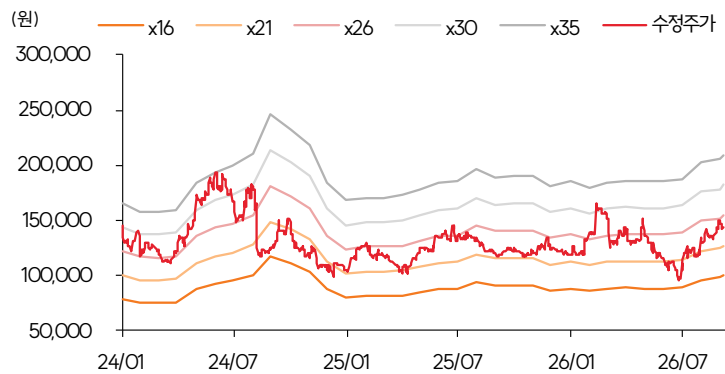
성장 가시성 개선에 주목

BY26년부터 동사는 기존 세포라 채널뿐만 아니라 아마존과 틱톡 채널에도 투자를 늘리고 있으며, 그 성과가 2 분기에 35%라는 AP 브랜드의 매출 성장률로 확인되었다. 아마존 프라임데이가 앞당겨진 영향을 고려해도, 하반기에 매출액 17% 성장할 것으로 전망한다. 여기에 COSRX 매출 역시 하반기에 19%의 높은 성장을 기록할 것이다. COSRX는 스네일 뮤신 의존도를 크게 낮췄으며, RX와 아이패치 등 히트 상품 SKU를 확대해 매출 턴어라운드에 성공했다. 동사의 주가는 12MF PER 기준 25배에 거래되고 있는데, 타 브랜드사 대비 다소 높은 편이나 위와 같은 성장 스토리와 멀티 브랜드 운영사라는 프리미엄을 고려했을 때 충분히 정당화가 가능하다. 아모레퍼시픽 목표주가 180,000 원, 투자 의견 '매수' 유지한다.

아모레퍼시픽 부문별 실적 추정치									(단위: 십억 원, %)		
	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26E	4Q26E	'25	'26E	'27E
매출액	1,068	1,005	1,017	1,163	1,136	1,176	1,131	1,279	4,253	4,722	5,065
국내	577	554	557	588	626	611	605	621	2,275	2,464	2,566
면세	98	100	95	106	106	110	102	114	398	433	450
비면세	479	454	462	482	520	501	503	507	1,877	2,031	2,116
해외	473	436	441	566	497	552	512	646	1,916	2,207	2,442
아시아	261	258	231	295	258	269	241	307	1,045	1,075	1,168
중화권	133	133	106	141	115	125	96	142	513	478	511
기타 아시아	128	125	125	154	143	145	144	165	532	598	657
북미	157	134	157	183	175	210	202	229	631	817	914
EMEA	55	44	53	89	64	72	69	109	241	315	359
COSRX	99	94	99	155	122	145	132	171	447	570	655
매출액 YoY	17	11	4	7	6	17	11	10	9	11	7
국내	2	8	4	7	9	10	9	6	5	8	4
면세	-13	22	11	2	9	10	8	8	4	9	4
비면세	6	6	3	9	9	10	9	5	6	8	4
해외	40	14	3	7	5	26	16	14	14	15	11
아시아	13	16	2	-2	-1	4	4	4	7	3	9
중화권	-10	23	9	-10	-13	-6	-9	1	0	-7	7
기타 아시아	53	9	-3	7	12	15	15	8	13	12	10
북미	79	10	7	8	11	57	29	26	20	29	12
EMEA	220	18	-3	45	16	63	32	23	42	31	14
COSRX		-2	-34	10	24	53	33	11	16	28	15
영업이익	118	74	92	53	127	117	118	133	336	494	548
/OPM	11	7	9	5	11	10	10	10	8	10	11
/YoY	62	1,652	41	-33	8	59	28	152	52	47	11

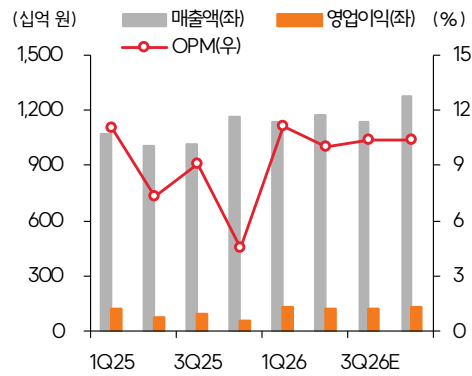
자료: 아모레퍼시픽, SK 증권

아모레퍼시픽 수정주가 및 12MF PER 밴드



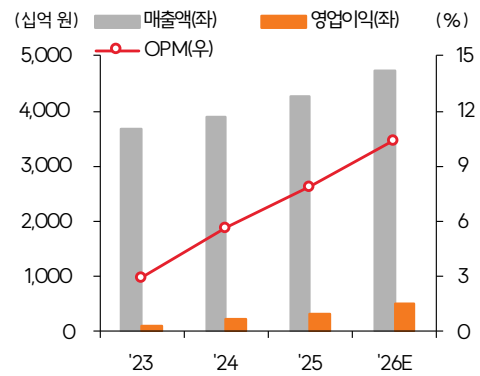
자료: Quantwise, SK 증권

분기 실적 추이 및 추정치



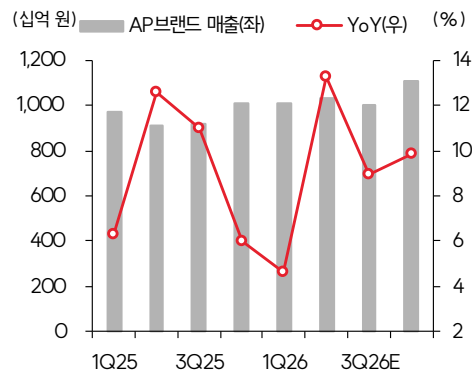
자료: 아모레퍼시픽, SK 증권

연간 실적 추이 및 추정치



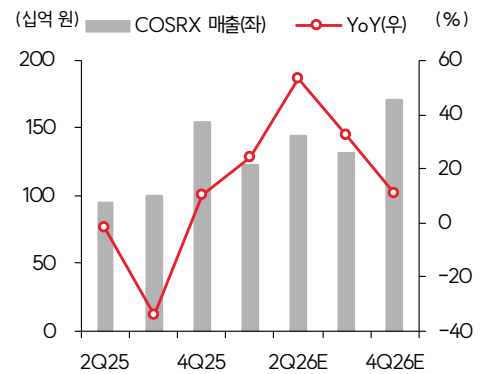
자료: 아모레퍼시픽, SK 증권

AP 브랜드 매출 추이 및 추정치



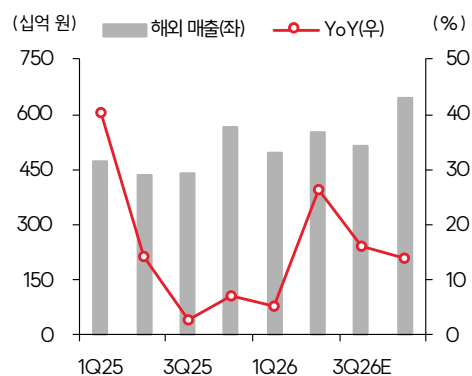
자료: 아모레퍼시픽, SK 증권

COSRX 매출 추이 및 추정치



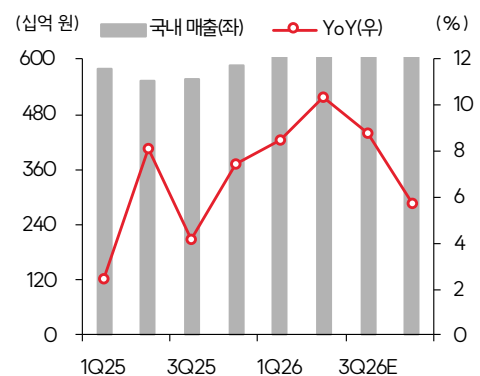
자료: 아모레퍼시픽, SK 증권

해외 매출 추이 및 추정치



자료: 아모레퍼시픽, SK 증권

국내 매출 추이 및 추정치



자료: 아모레퍼시픽, SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	1,735	2,004	2,442	2,966	3,310
현금및현금성자산	452	525	467	548	738
매출채권 및 기타채권	418	390	433	464	494
재고자산	498	480	533	572	608
비유동자산	5,049	4,957	4,964	4,848	4,812
장기금융자산	143	203	224	239	254
유형자산	2,296	2,225	2,066	1,935	1,884
무형자산	1,774	1,723	1,723	1,723	1,723
자산총계	6,784	6,961	7,406	7,813	8,121
유동부채	1,096	1,121	1,234	1,319	1,338
단기금융부채	367	305	338	363	325
매입채무 및 기타채무	96	109	121	130	139
단기충당부채	2	3	3	3	4
비유동부채	362	337	369	392	365
장기금융부채	73	45	45	45	45
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	8	7	7	8	8
부채총계	1,457	1,458	1,603	1,711	1,703
지배주주지분	5,252	5,449	5,730	6,008	6,303
자본금	35	35	35	35	35
자본잉여금	623	633	633	633	633
기타자본구성요소	-18	-11	-11	-11	-11
자기주식	-10	-7	-7	-7	-7
이익잉여금	4,601	4,775	5,065	5,356	5,663
비지배주주지분	74	54	73	94	116
자본총계	5,326	5,503	5,802	6,102	6,418
부채와자본총계	6,784	6,961	7,406	7,813	8,121

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
영업활동현금흐름	335	584	331	333	583
당기순이익(손실)	602	247	394	444	474
비현금성항목등	-56	421	345	336	330
유형자산감가상각비	257	268	237	212	202
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타	-313	153	108	124	128
운전자본감소(증가)	-164	13	-293	-316	-84
매출채권및기타채권의감소(증가)	-53	28	-43	-31	-30
재고자산의감소(증가)	-42	-14	-53	-39	-37
매입채무및기타채무의증가(감소)	-27	14	12	9	8
기타	-134	-188	-226	-255	-270
법인세납부	-87	-91	-111	-125	-134
투자활동현금흐름	-312	-295	-321	-161	-229
금융자산의감소(증가)	280	-237	-61	-45	-43
유형자산의감소(증가)	-80	-64	-79	-80	-151
무형자산의감소(증가)	-21	1	0	0	0
기타	-492	5	-181	-37	-36
재무활동현금흐름	-99	-222	-52	-106	-183
단기금융부채의증가(감소)	34	-50	34	25	-38
장기금융부채의증가(감소)	-65	-60	0	0	0
자본의증가(감소)	-171	10	0	0	0
배당금지급	-63	-92	-86	-131	-145
기타	166	-30	-0	-0	0
현금의 증가(감소)	-55	73	-58	81	190
기초현금	506	452	525	467	548
기말현금	452	525	467	548	738
FCF	254	520	252	253	432

자료 : 아모레퍼시픽, SK증권 추정

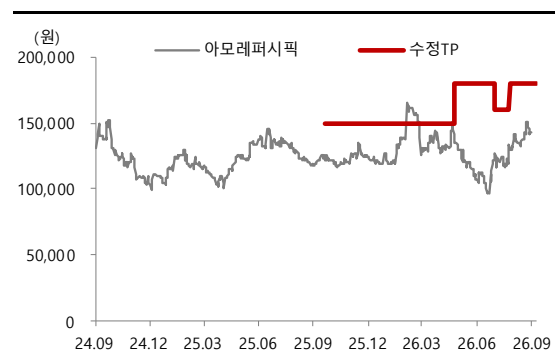
포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	3,885	4,253	4,722	5,065	5,389
매출원가	1,138	1,177	1,264	1,348	1,430
매출총이익	2,747	3,076	3,458	3,717	3,959
매출총이익률(%)	70.7	72.3	73.2	73.4	73.5
판매비와 관리비	2,526	2,740	2,964	3,169	3,368
영업이익	220	336	494	548	591
영업이익률(%)	5.7	7.9	10.5	10.8	11.0
비영업손익	400	8	11	20	17
순금융손익	-16	-9	-4	-5	-3
외환관련손익	27	-4	-7	-8	-8
관계기업등 투자손익	16	-1	0	0	0
세전계속사업이익	621	344	505	569	607
세전계속사업이익률(%)	16.0	8.1	10.7	11.2	11.3
계속사업법인세	19	97	111	125	134
계속사업이익	602	247	394	444	474
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	602	247	394	444	474
순이익률(%)	15.5	5.8	8.3	8.8	8.8
지배주주	593	236	375	423	451
지배주주귀속 순이익률(%)	15.3	5.5	7.9	8.3	8.4
비지배주주	8	12	19	21	22
총포괄이익	600	269	384	431	461
지배주주	593	257	367	412	441
비지배주주	8	12	17	19	20
EBITDA	478	604	731	760	793

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
성장성 (%)					
매출액	5.7	9.5	11.0	7.3	6.4
영업이익	103.8	52.3	47.0	11.1	7.7
세전계속사업이익	121.2	-44.6	46.8	12.7	6.8
EBITDA	32.7	26.4	21.1	4.0	4.3
EPS	229.4	-60.3	59.2	12.7	6.8
수익성 (%)					
ROA	9.5	3.6	5.5	5.8	5.9
ROE	11.7	4.4	6.7	7.2	7.3
EBITDA마진	12.3	14.2	15.5	15.0	14.7
안정성 (%)					
유동비율	158.3	178.8	197.8	224.9	247.4
부채비율	27.4	26.5	27.6	28.0	26.5
순차입금/자기자본	-6.3	-13.5	-12.3	-13.4	-16.9
EBITDA/이자비용(배)	16.9	26.9	70.8	68.2	72.4
배당성향	13.1	36.3	34.9	34.2	33.4
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	8,591	3,413	5,432	6,123	6,537
BPS	76,206	79,025	83,083	87,122	91,383
CFPS	12,319	7,295	8,869	9,189	9,460
주당 현금배당금	1,125	1,240	1,900	2,100	2,200
Valuation지표 (배)					
PER	12.2	35.0	26.4	23.4	21.9
PBR	1.4	1.5	1.7	1.6	1.6
PCR	8.5	16.4	16.2	15.6	15.1
EV/EBITDA	13.0	11.2	9.4	8.9	8.3
배당수익률	1.1	1.0	1.6	1.7	1.8

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2026.07.31	매수	180,000원	6개월		
2026.07.07	매수	160,000원	6개월	-24.23%	-16.25%
2026.04.30	매수	180,000원	6개월	-36.37%	-25.39%
2025.09.24	매수	150,000원	6개월	-13.24%	10.07%



COMPLIANCE NOTICE

작성자(형권훈)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.

본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.

종목별 투자의견은 다음과 같습니다.

투자판단 3 단계(6 개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2026 년 09 월 07 일 기준)

매수 96.32% 중립 3.68% 매도 0.00%