Equity Report | 2026.11.24

조세은 seeun.jo@miraeasset.com

MIRAE ASSET 미래에셋증권

HOT ISSUE

화장품 (비중확대/신규)

머리부터 발끝까지



CONTENTS

I. Investment Summary 3

II. K-뷰티 동향: 글로벌 뷰티의 공식 9
높아진 수출의 기준점, 2030F 수출액 200억 달러+ 전망 9
미국 시장에서 확인된 K-뷰티의 글로벌 성장 방식 11
유통에서 제품 개발까지, 글로벌 뷰티의 레퍼런스로 20

III. 산업의 성장 기회: 뷰티의 경계 확장 23
[소비] 카테고리의 다변화와 수요의 세분화 23
[산업] 브랜드를 넘어 밸류체인으로 확장되는 M&A 26
[기업] 사업 포트폴리오 다변화와 통합 역량 과제 28

IV. 브랜드 분석: 판매 경쟁력과 성장의 지속성 31
소비자 관심에서 판매 성과로 이어지는 브랜드 31
유럽 5개국 베스트셀러 진입과 시장 확장 35

V. 밸류에이션 및 투자전략 38
[브랜드사] 낮아진 밸류, 성장 격차 확대 38
[ODM사] 구조적 수혜 지속, 생산능력이 곧 경쟁력 40

Appendix. 주요 수출 데이터 42

Global Company Analysis 45
에이피알 46
아모레퍼시픽 58
LG생활건강 69
달바글로벌 78
코스맥스 87
한국콜마 94
코스메카코리아 101

I. Investment Summary

수출은 성장하고 주가는 지속성을 묻는다

화장품 수출은 2024년 이후 매년 고점을 경신하고 있으며, 올해 1~10월 누적 화장품 수출액은 101.7억 달러를 기록했다. 올해 연간 120억 달러를 상회할 전망이며, 2014~2015년 중국향 확대기의 성장 속도를 현재 규모에 적용한 2030F 수출액은 Base case 217.3억 달러(2025~2030F CAGR 18.2%), Bull case 265.2억 달러(CAGR 23.0%)로 추정한다.

향후 높아진 수출 눈높이가 지속될 수 있는 근거는 미국에서 검증된 성장 경로가 유럽에서도 재현되고 있다는 점이다. 미국에 이어 유럽 5개국 아마존 뷰티 베스트셀러 Top100에는 국가별로 두 자릿수의 국내 브랜드 제품이 진입해 있으며, 온라인에서 판매 성과를 확보한 브랜드의 오프라인 진출도 이어지고 있다.

수출 호조에도 불구하고 화장품 업종은 올해 주가 상승률이 코스피를 하회했고, 현재 12MF P/E는 12배까지 낮아진 상황이다. 높아진 실적 기저에 따른 성장률 둔화와 해외 확장 과정의 비용 부담 우려가 주가에 반영된 것으로 판단한다. 향후 리레이팅은 기존 브랜드·기술·유통 기반을 활용해 제품과 지역을 확장하고, 이를 지속적인 매출 성장과 수익성 개선으로 연결하는 기업을 중심으로 나타날 전망이다.

성장 기회 확대, 기업별 성과 차별화

머리부터 발끝까지 관리하는 시대다. 이러한 트렌드에 따라 화장품 산업의 성장 기회도 확대되고 있다. 더마(2030F 513억 달러, CAGR 8.7%)·헤어·바디로 수요가 세분화되고 디바이스·미용의료·웰니스 연계가 강화되는 흐름이다. 이에 기업 전략도 개별 브랜드 육성에서 인접 사업으로 넓어지고 있다.

실제 글로벌 기업들은 1) 화장품과 전문 피부관리의 연계 강화, 2) 건강·웰니스 분야 진출의 흐름을 보이고 있으며, 로레알, 갈더마, 유니레버가 대표적인 사례다. 반면 국내 에이피알(미용의료)과 구다이글로벌(웰니스)의 신규 사업은 아직 초기 수준이다. 향후 기업별 성과는 기술·브랜드·유통망을 공유하는 통합 운영 역량에 따라 차별화될 것으로 보인다.

이러한 확장을 뒷받침하기 위해서는 기존 브랜드의 판매 기반도 견조해야 한다. 미국 시장 주요 국내 브랜드 20개의 소비자 관심과 판매 성과를 분석한 결과, 최근 3개월·6개월·YTD 모두 아마존 판매 우위를 유지한 브랜드는 8개였다. 코스알엑스, 달바 등 판매 상위권을 꾸준히 유지하는 브랜드들이 확인되었으며, 특히 메디큐브는 유럽 주요국 베스트셀러에서도 복수 품목의 판매 성과가 나타났다. 주력 제품으로 확보한 판매 기반을 후속 품목과 다른 지역으로 확장하는 브랜드를 중심으로 중장기 성장이 이어질 전망이다.

한편 브랜드의 성장은 ODM사에도 구조적 수혜로 이어지고 있다. 기존 고객사의 주문 증가와 신규 브랜드의 진입에 글로벌 대형 브랜드의 개발·생산 의뢰까지 더해지며 수주 기반이 넓어지고 있다. 향후 성장의 관건은 늘어난 주문을 소화할 생산능력과 이를 이익으로 연결하는 생산 효율이다.

Top Picks: 에이피알·코스맥스, 관심종목 아모레퍼시픽

브랜드 최선호주는 에이피알이다. 목표주가는 12MF EPS에 Target P/E 19배(2024년 말~2025년 초 12MF P/E 상단)를 적용해 산출했으며, 현재 컨센서스 기준 12MF P/E는 약 13배로 기존 사업의 성장 여력 대비 낮다. 1) 특정 제품 의존도를 낮추고 미국·유럽에서 확인되는 메디큐브의 복수 품목 판매 경쟁력, 2) 북미 재발주와 유럽 유통망 확대에 따른 성장 지속성, 3) 화장품·디바이스 연계 판매 경험에 기반한 전문 미용의료 확장에 주목한다. 해외 성장과 비용 효율화로 2027F 매출액·영업이익은 각각 43.2%, 47.7% 증가할 전망이다. 신사업은 현 추정치에 미반영된 만큼 추가적인 상향 여력도 있다.

ODM 최선호주 코스맥스의 목표주가는 12MF EPS에 Target P/E 17배(인터코스의 12MF P/E)를 적용해 산출했으며, 현재 12MF P/E 약 13배에서 거래 중이다. 선호 근거는 1) 제형 개발부터 대량생산까지 대응하는 역량을 바탕으로 국내 인디 브랜드에서 글로벌 대형사의 스킨케어로 확대되는 수주 기반, 2) 고마진 품목의 물량 증가가 이익 성장으로 이어지는 국내 사업, 3) 재발주 증가로 흑자 기조를 이어가는 미국 법인이다. 국내 증설과 해외 수익성 개선이 병행되며 2027F 매출액·영업이익은 각각 21.2%, 31.6% 증가할 전망이다.

관심종목은 아모레퍼시픽이다. 목표주가는 12MF EPS에 Target P/E 25배(2013~2014년 평균 12MF P/E)를 적용해 산출했으며, 현재 12MF P/E는 19배다. 코스알엑스의 회복에 에스트라·일리윤(BY26 합산 매출액 4,000억원 상회, +67% YoY)과 헤어케어의 해외 성장이 더해지며 성장 동력이 다변화되고 있다. 축적된 연구개발 역량과 글로벌 유통망을 복수 브랜드의 실적으로 연결하고 있다는 점이 강점이다. 해외 매출 확대와 마케팅 투자 효율 개선이 이어질 경우 글로벌 멀티브랜드 기업으로서의 재평가가 가능할 것으로 판단한다.

표 1. 화장품 커버리지 종목 요약

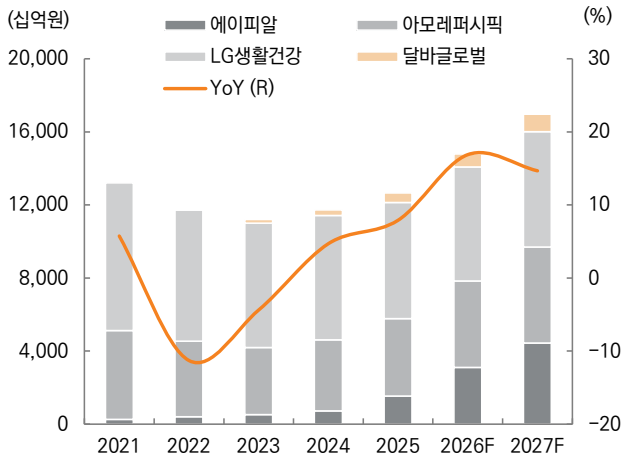
(십억원, 원, %, 배)

기업명	투자의견		연도	매출액	영업이익	영업이익률	순이익	EPS	ROE	PER	PBR
에이피알 278470 KS	투자의견	매수	2025	1,527	361	23.7	290	7,828	75.3	29.5	19.2
	목표주가	400,000	2026F	3,100	724	23.3	543	14,681	84.5	17.5	11.5
	상승여력	55.6%	2027F	4,438	1,069	24.1	810	21,889	69.4	11.7	6.4
아모레퍼시픽 090430 KS	투자의견	매수	2025	4,253	336	7.9	236	4,064	4.4	29.4	1.3
	목표주가	190,000	2026F	4,738	492	10.4	353	6,087	6.3	22.3	1.4
	상승여력	39.9%	2027F	5,255	581	11.1	445	7,672	7.6	17.7	1.3
LG생활건강 051900 KS	투자의견	중립	2025	6,355	171	2.7	-100	-6,673	-1.8	-	0.7
	목표주가	280,000	2026F	6,233	300	4.8	140	9,354	2.6	26.2	0.7
	상승여력	14.1%	2027F	6,316	339	5.4	216	14,387	3.8	17.1	0.6
달바글로벌 483650 KS	투자의견	매수	2025	520	102	19.5	79	6,081	52.6	24.3	9.7
	목표주가	190,000	2026F	722	166	23.0	120	9,230	49.5	13.6	5.5
	상승여력	51.9%	2027F	953	221	23.2	167	12,839	47.4	9.7	3.7
코스맥스 192820 KS	투자의견	매수	2025	2,399	196	8.2	123	11,188	23.9	14.6	3.2
	목표주가	380,000	2026F	3,242	289	8.9	185	16,795	29.2	17.0	4.6
	상승여력	33.3%	2027F	3,928	381	9.7	256	23,273	31.5	12.2	3.5
한국콜마 161890 KS	투자의견	매수	2025	2,722	240	8.8	125	5,212	14.7	11.9	1.6
	목표주가	160,000	2026F	3,203	342	10.7	192	7,996	19.3	14.5	2.5
	상승여력	37.9%	2027F	3,647	410	11.2	241	10,057	20.3	11.5	2.1
코스메카코리아 241710 KQ	투자의견	매수	2025	641	84	13.0	45	4,256	19.3	15.6	2.8
	목표주가	150,000	2026F	903	113	12.5	68	6,345	23.8	16.5	3.8
	상승여력	43.0%	2027F	1,062	146	13.7	99	9,270	27.2	11.3	2.9

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터 추정

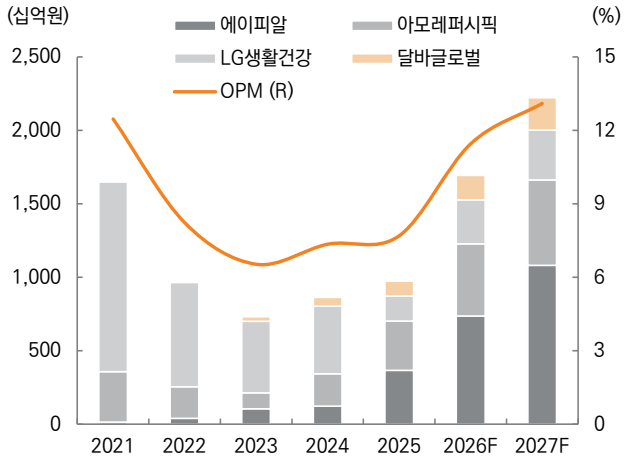
Key Charts

그림 1. 2026F 브랜드 4사 합산 매출액 +16.9% YoY



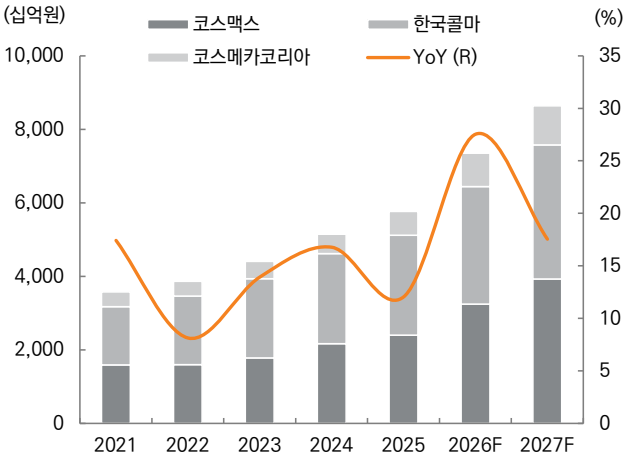
자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 2. 2026F 브랜드 4사 합산 영업이익 +73.4% YoY



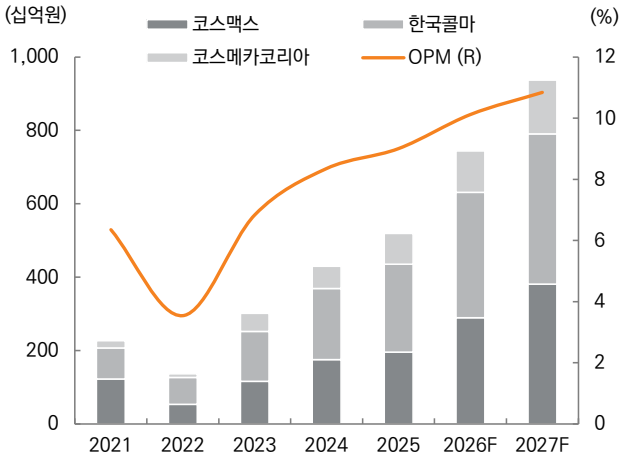
자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 3. 2026F ODM 3사 합산 매출액 +27.5% YoY



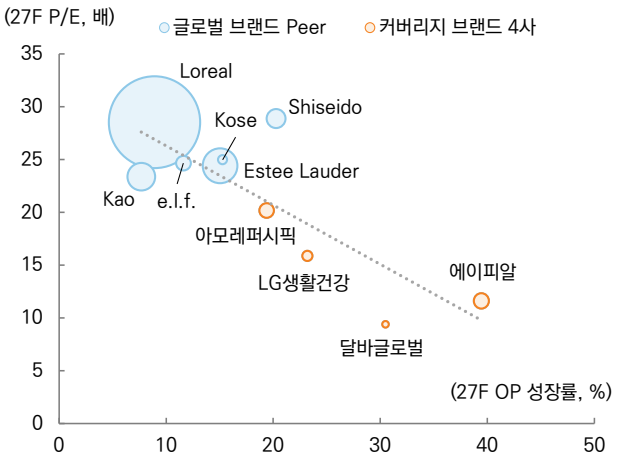
자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 2026F ODM 3사 합산 영업이익 +43.3% YoY



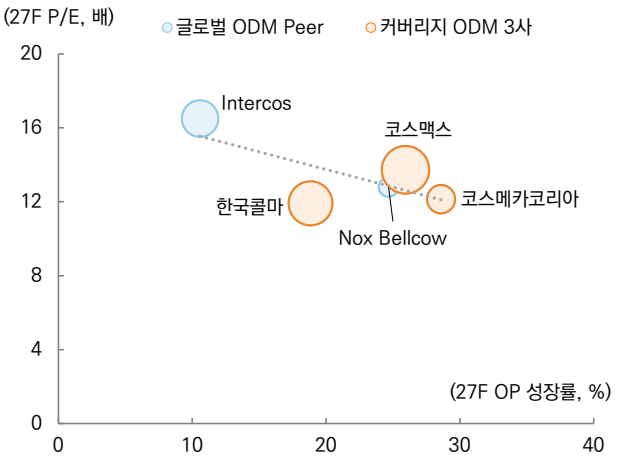
자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. 브랜드사, 성장 대비 낮아진 밸류에이션



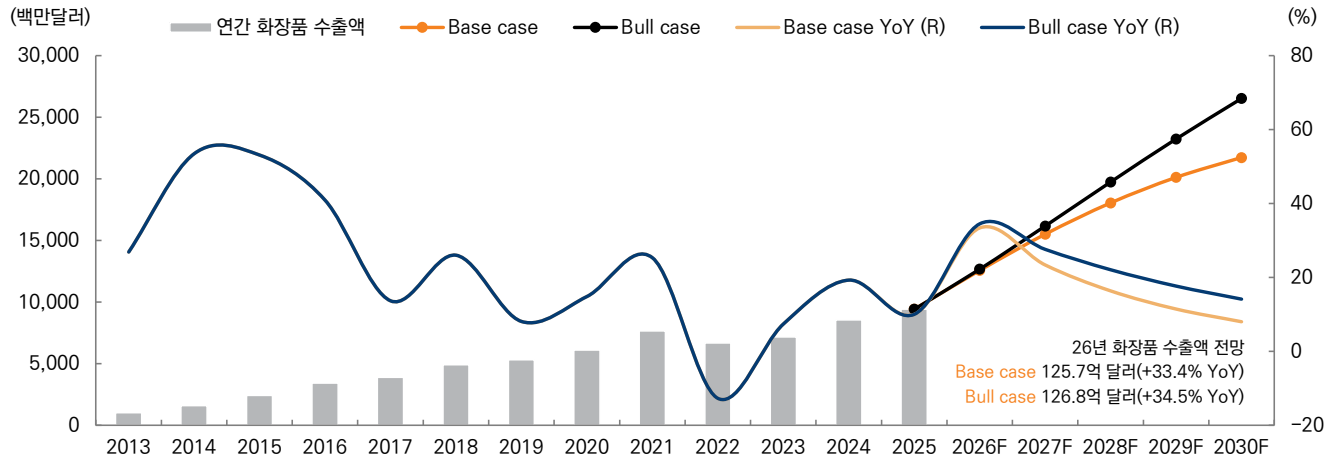
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. ODM사, 이익 성장 우위에 가격 매력까지



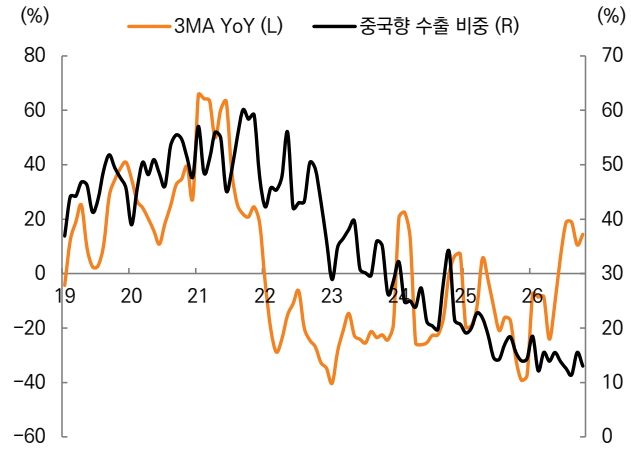
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 7. 높아진 수출 눈높이에도 2030F 화장품 수출액 217.3억~265.2억 달러 전망



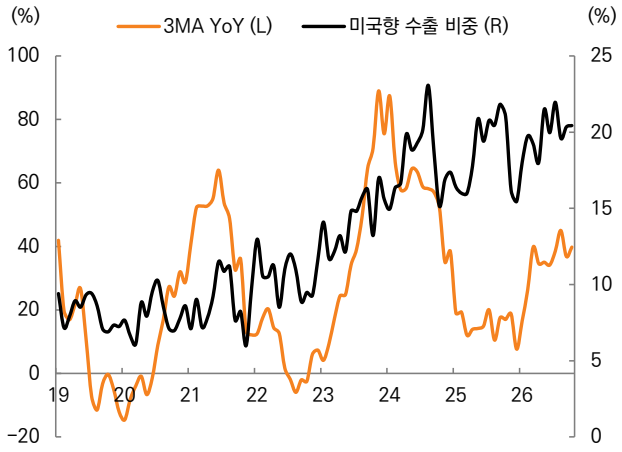
주: HS Code 3304 기준(미용·메이크업 및 기초화장용 제품류, 선스크린·선탠·매니큐어·페디큐어 제품 포함)
자료: TRASS, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 8. 중국 의존도 하락, 6월 이후 회복세에도 비중 14% 수준



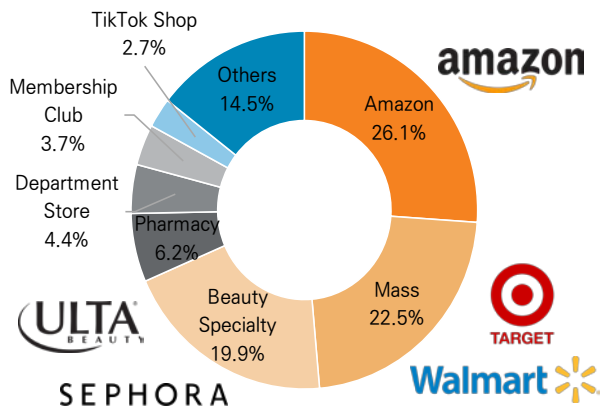
자료: TRASS, 미래에셋증권 리서치센터

그림 9. 미국향 수출 고성장 지속하며 핵심 시장으로 안착



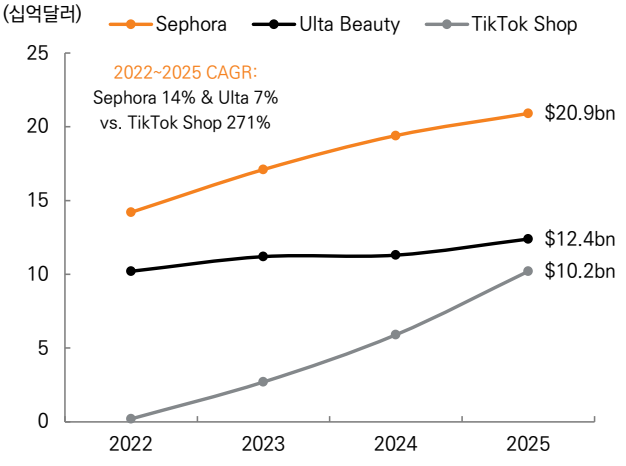
자료: TRASS, 미래에셋증권 리서치센터

그림 10. 미국 뷰티 시장 최대 채널 아마존, 틱톡샵 비중 2.7%



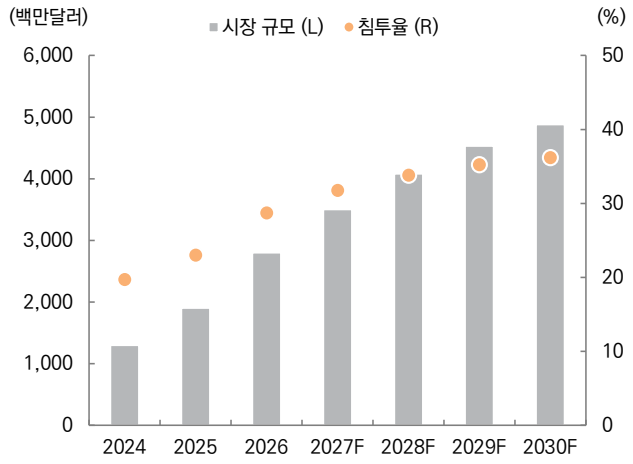
자료: NIQ, 미래에셋증권 리서치센터

그림 11. 틱톡샵 글로벌 뷰티 매출 100억 달러 돌파



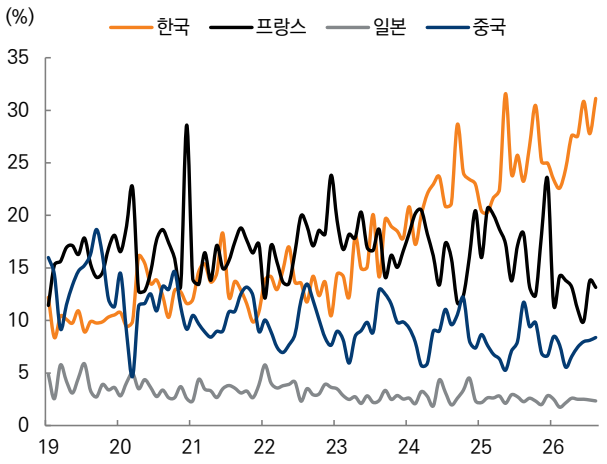
자료: Charm.io, 미래에셋증권 리서치센터

그림 12. 미국 침투율 확대로 2030F K-뷰티 시장 49억 달러 전망



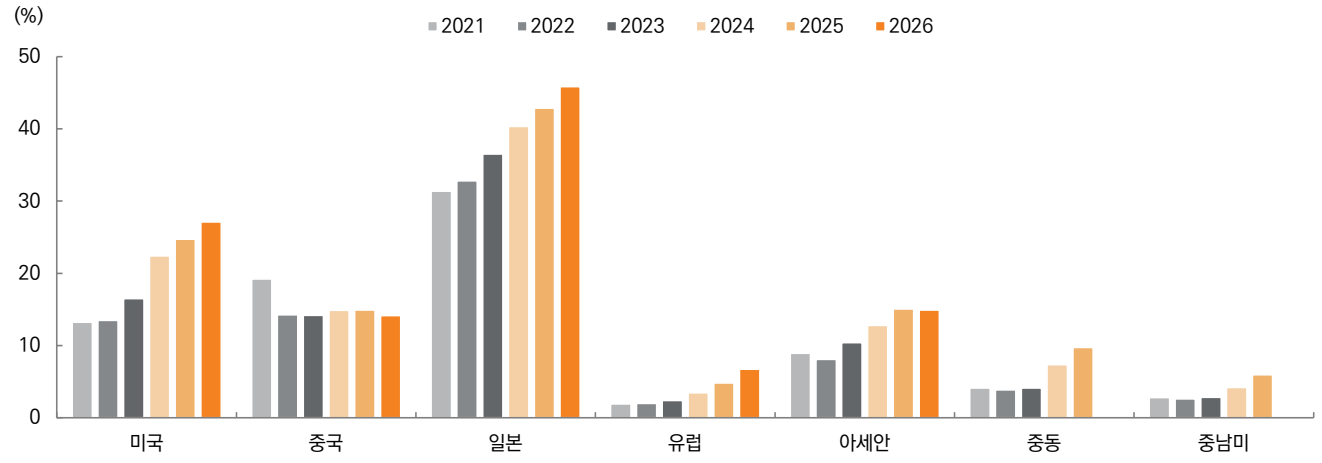
주: Base case 기준 추정치
자료: NIQ, Census Bureau, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 13. 미국 수입시장 내 점유율 프랑스 추월, 한국 1위



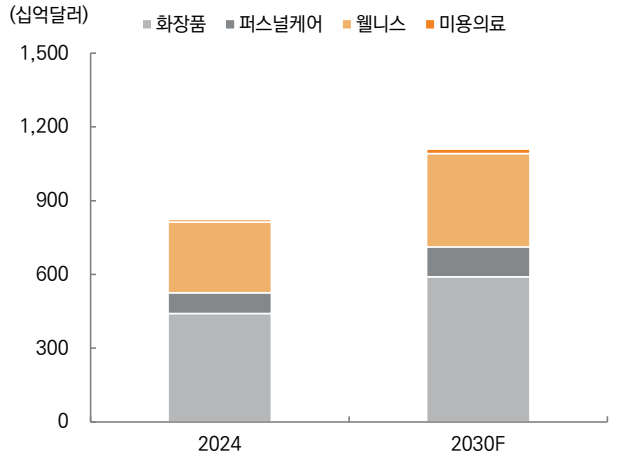
자료: KITA, 미래에셋증권 리서치센터

그림 14. 중국 외 주요 지역 전반에서 수입시장 내 한국 점유율 상승



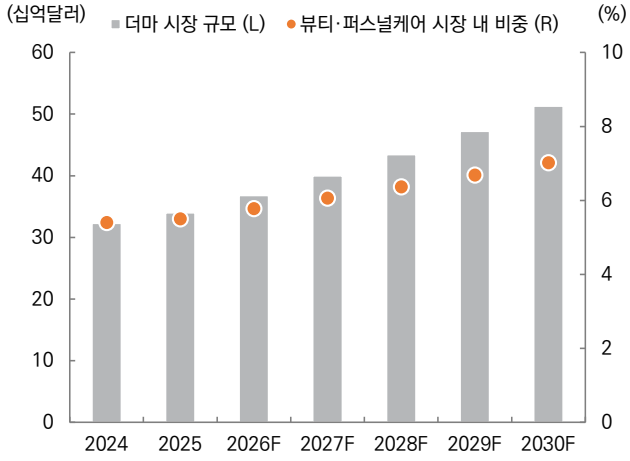
주: 2026 YTD(국가별 최신 집계월 기준)
자료: KITA, 미래에셋증권 리서치센터

그림 15. 2030F 인접 시장 포함 시 화장품 단독의 약 2배



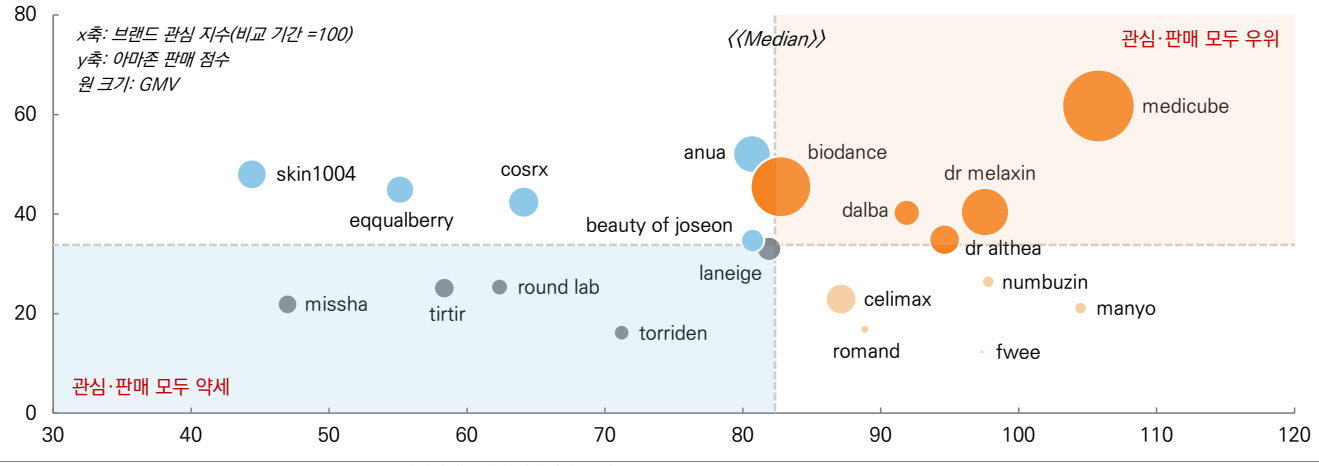
주: 카테고리별 전망치를 활용해 2030F 추정
자료: McKinsey&Company, 미래에셋증권 리서치센터

그림 16. 2030F 글로벌 더마 시장 513억 달러, 비중 7%



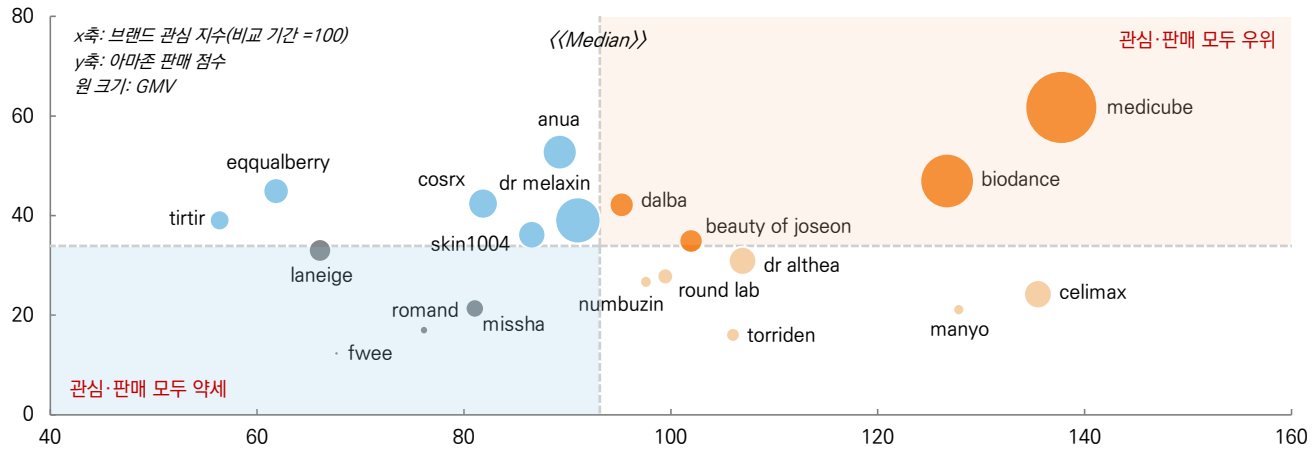
주: 시장 연 3.5% 성장·더마 비중 연 5.0% 확대 가정
자료: L'Oreal, Euromonitor, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 17. 브랜드별 관심 지수 및 아마존 판매 점수: 3M(2026년 8~10월 vs. 직전 3개월)



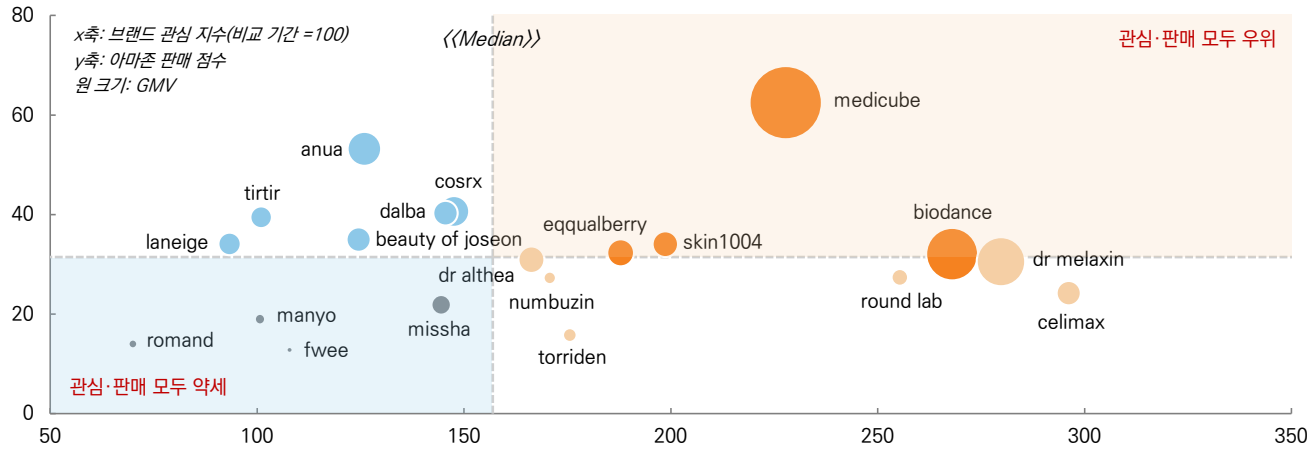
자료: Google Trends, Exolyt, FastMoss, Jungle Scout, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 18. 브랜드별 관심 지수 및 아마존 판매 점수: 6M(2026년 5~10월 vs. 직전 6개월)



자료: Google Trends, Exolyt, FastMoss, Jungle Scout, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 19. 브랜드별 관심 지수 및 아마존 판매 점수: YTD(2026년 1~10월 vs. 전년 동기)



자료: Google Trends, Exolyt, FastMoss, Jungle Scout, 미래에셋증권 리서치센터 추정

II. K-뷰티 동향: 글로벌 뷰티의 공식

높아진 수출의 기준점, 2030F 수출액 200억 달러+ 전망

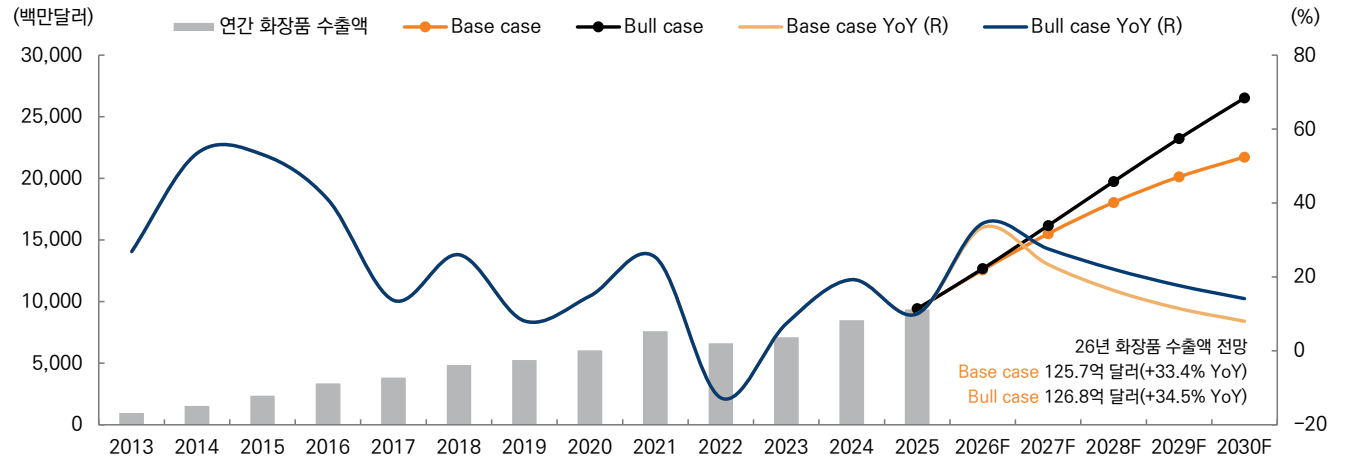
K-뷰티는 특정 시장의 호황이나 일부 브랜드의 성공을 넘어 하나의 글로벌 성장 공식으로 자리 잡고 있다. 한국 화장품 산업의 성장은 더 이상 시장에서 새로운 이야기가 아니다. 핵심은 높아진 수출 기반의 지속 가능성과 이를 뒷받침하는 성장 구조의 변화다.

과거 화장품 산업의 성장을 이끈 핵심 시장은 중국이었다. 그러나 2022년 봉쇄 정책에 따른 소비 위축과 함께 중국향 수출은 급감했고, 이후 2025년까지 역성장이 이어졌다. 그럼에도 화장품 수출은 2024년 이후 매년 고점을 경신하고 있다. 중국향 수출 비중은 2021년 53.9%를 정점으로 2026 YTD 14.1%로 낮아진 반면, 같은 기간 미국은 8.6%→19.9%, 유럽은 3.3%→17.4%로 높아졌다. 과거 중국에 집중되었던 성장 기반이 여러 시장으로 분산되면서 특정 시장의 호황·부진이 전체 외형 성장을 좌우하던 구조에서 벗어난 것이다.

이러한 구조 변화는 향후 수출 성장의 지속 가능성을 높이는 요인이다. 올해 1~10월 누적 수출액은 101.7억 달러(vs. 2025년 연간 94.2억 달러)를 기록, 2026년 연간 120억 달러를 넘을 것으로 예상된다. 과거 중국향 수출이 본격적으로 확대되던 2014~2015년의 성장 속도와 현재의 높아진 수출 규모를 감안할 경우, 2030F 화장품 수출액(HS Code 3304 기준)은 Base case 기준 217.3억 달러(2025~2030F CAGR 18.2%) 및 Bull case 기준 265.2억 달러(CAGR 23.0%)까지 확대될 것으로 추정한다.

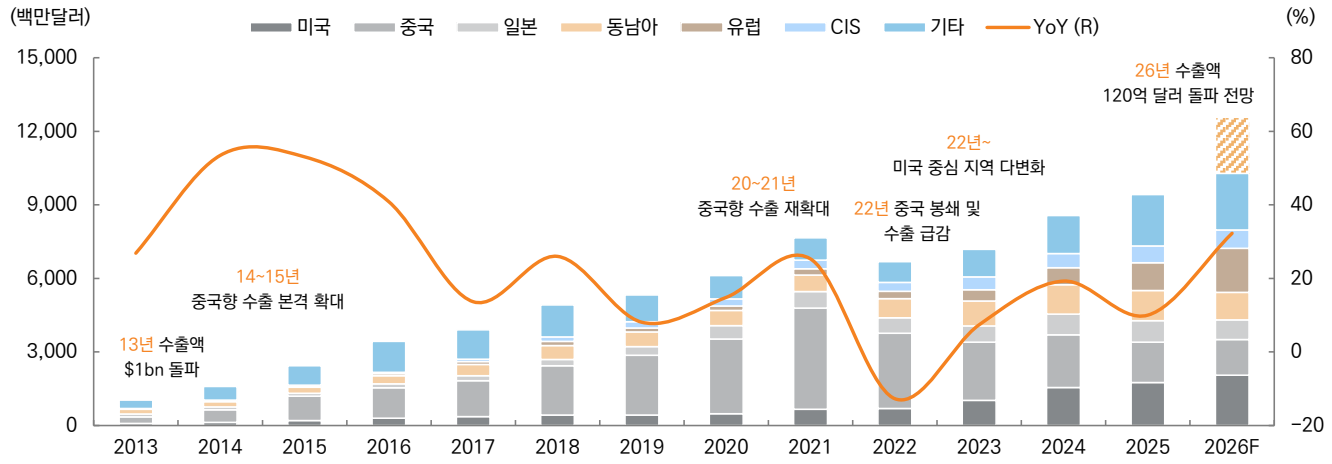
미국에서 검증된 유통과 마케팅 방식은 유럽 등 타 지역으로 확산되고 있으며, 글로벌 브랜드 역시 한국 화장품의 성분과 제형, 제품 포맷 등을 채택하기 시작했다. 단순한 수출 규모 확대를 넘어 제품 개발부터 유통에 이르는 성장 방식 자체가 반복 가능한 공식으로 정착하는 단계에 들어섰다는 판단이다.

그림 20. 2030F 화장품 수출액: Base case 217.3억 달러 및 Bull case 265.2억 달러 전망



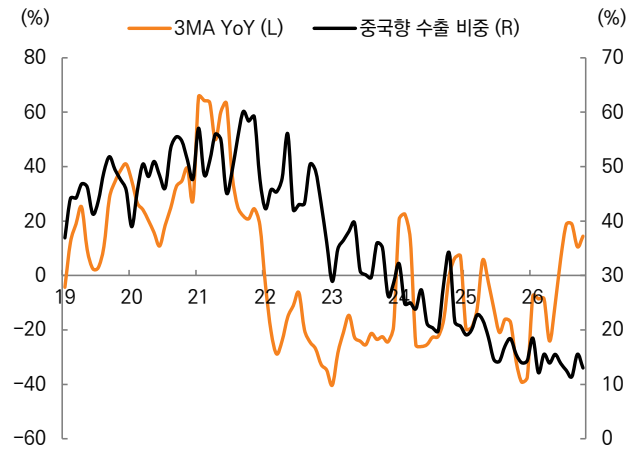
주: HS Code 3304 기준(미용·메이크업 및 기초화장용 제품류, 선스크린·선탠·매니큐어·페디큐어 제품 포함)
자료: TRASS, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 21. 지역별 연간 화장품 수출액



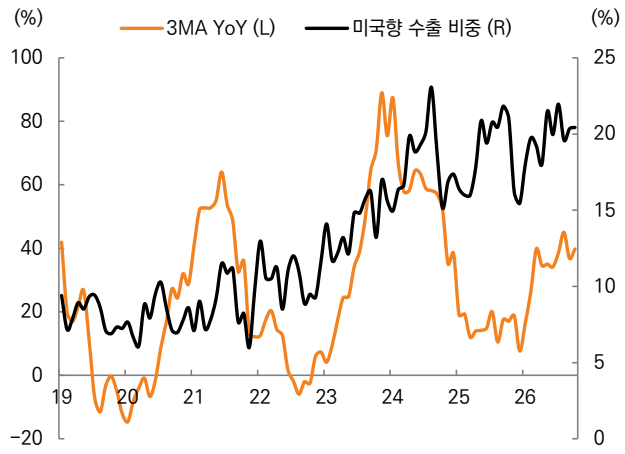
자료: TRASS, 미래에셋증권 리서치센터

그림 22. 중국향 수출: 6월 이후 회복세에도 비중은 10%대



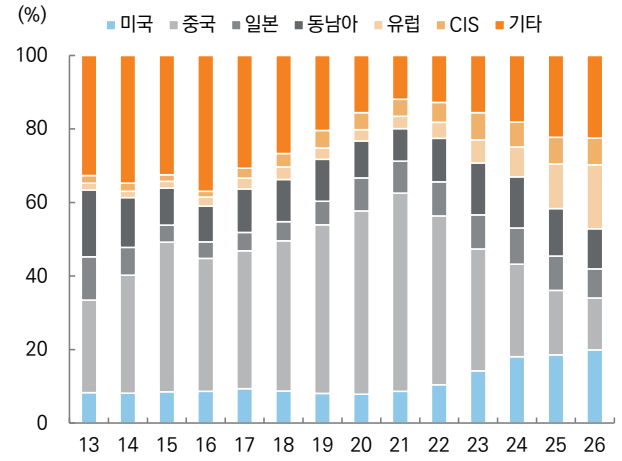
자료: TRASS, 미래에셋증권 리서치센터

그림 23. 미국향 수출: 고성장 속 비중 20% 안팎 안착



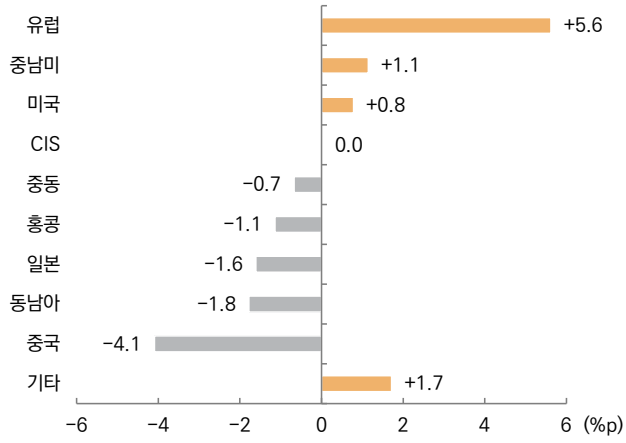
자료: TRASS, 미래에셋증권 리서치센터

그림 24. 지역별 화장품 수출 비중



주: 2026 YTD
자료: TRASS, 미래에셋증권 리서치센터

그림 25. 지역별 수출 비중 변화: 유럽 +5.6%p vs. 중국 -4.1%p



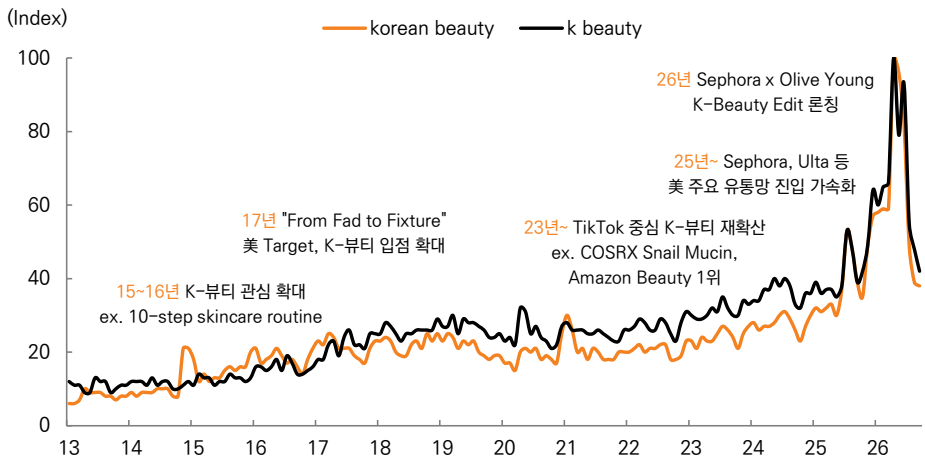
주: 2026 YTD. 전년 동기 대비
자료: TRASS, 미래에셋증권 리서치센터

미국 시장에서 확인된 K-뷰티의 글로벌 성장 방식

K-뷰티의 확장은 오랜 기간에 걸쳐 단계적으로 진행되었다. 주요 시장인 미국의 경우 온라인을 통해 10-step Korean Skincare Routine 등을 중심으로 관심과 인지도를 높여온 가운데 개별 브랜드의 뷰티 스페셜티와 대형 유통 채널 진출이 이어지며 소비자 접점을 넓혀왔다. 이후 틱톡을 중심으로 K-뷰티에 대한 관심이 재확산되며 아마존 등 주요 플랫폼에서의 입지가 강화되었고, 세포라, 얼타 등 오프라인 채널로의 확장 역시 가속화되고 있다.

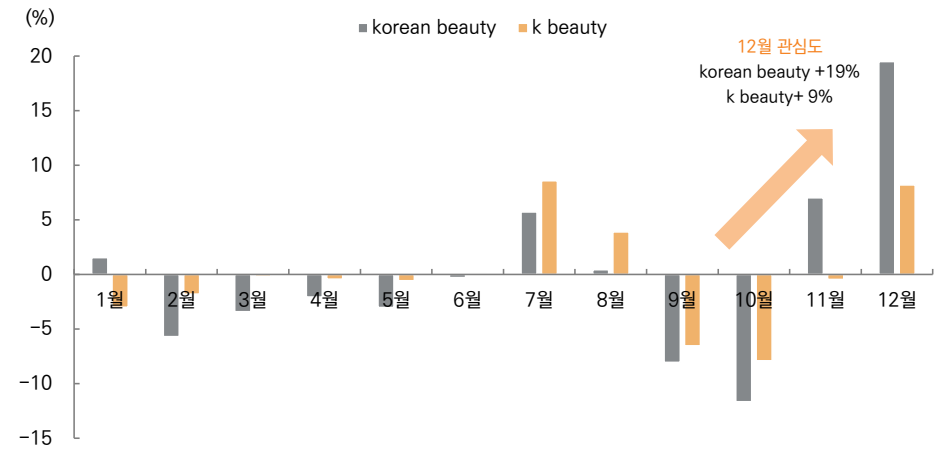
이러한 흐름은 검색 트렌드에서도 뚜렷하게 나타난다. 미국 구글 트렌드 'korean beauty'와 'k beauty' 검색 관심도는 지난해부터 가파르게 상승했으며, 2026년 최고치를 기록했다. 최근에는 고점 대비 다소 하락한 모습이나 과거 연말 성수기에는 관심도가 재차 증가하는 계절성이 반복적으로 나타난 바, 실제 과거 평균 12월 트렌드 지수는 연평균 대비 'korean beauty'와 'k beauty' 각각 +19%, +9% 상회했다. 이에 4Q26 역시 연말 성수기 진입과 함께 트렌드의 반등을 기대할 수 있다.

그림 26. 미국 구글 트렌드: 2025년 이후 급상승



자료: Google Trends, 미래에셋증권 리서치센터

그림 27. 미국 구글 트렌드: 연말 성수기는 관심도 추가 상승 요인



주: 월별 계절지수(월 관심도/해당 연도 연평균)의 2013~2025년 평균을 기준치(1.00) 대비 증감률로 환산
자료: Google Trends, 미래에셋증권 리서치센터

구매 침투율 추정

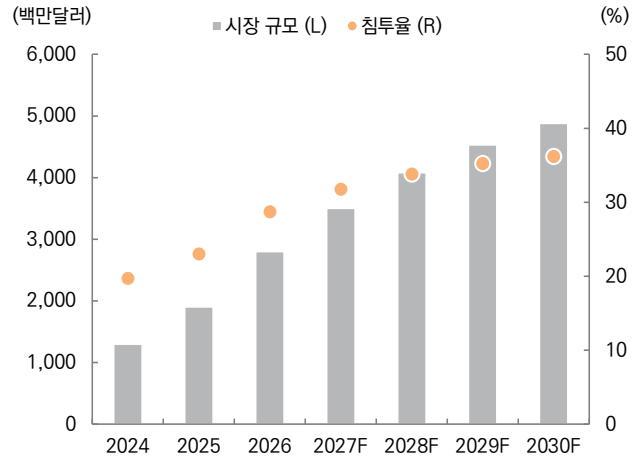
미국 내 K-뷰티 확산은 실제 구매층 확대로 이어지고 있다. 2026년 3월 말 기준 미국 전체 가구 내 K-뷰티 침투율은 28.7%, 시장 규모는 약 28억 달러(+47.4% YoY)를 기록한 것으로 파악된다. 미구매 가구의 점진적인 유입 및 가구당 지출 증가를 가정한 2030F 미국 내 K-뷰티 침투율과 시장 규모는 Base case 기준 36.2% 및 49억 달러(2026~2030F CAGR 14.9%) 및 Bull case 기준 40.4% 및 54억 달러(CAGR 18.1%)에 달할 전망이다.

표 2. 2030F 미국 내 K-뷰티 침투율 및 시장 규모 전망

	2024	2025	2026	2027F	2028F	2029F	2030F
Base case							
구매 침투율 (%)	19.7	23.0	28.7	31.8	33.8	35.2	36.2
전체 가구 수 (백만)	135	135	135	135	135	135	135
침투 가구 수 (백만)	27	31	39	43	46	48	49
구매 가구당 지출 (달러)	49	61	72	82	89	95	100
시장 규모 (백만달러)	1,300	1,900	2,800	3,503	4,079	4,532	4,880
YoY (%)		46.2	47.4	25.1	16.4	11.1	7.7
Bull case							
구매 침투율 (%)	19.7	23.0	28.7	32.9	36.1	38.5	40.4
전체 가구 수 (백만)	135	135	135	135	135	135	135
침투 가구 수 (백만)	27	31	39	44	49	52	54
구매 가구당 지출 (달러)	49	61	72	82	89	95	100
시장 규모 (백만달러)	1,300	1,900	2,800	3,630	4,352	4,956	5,447
YoY (%)		46.2	47.4	29.6	19.9	13.9	9.9

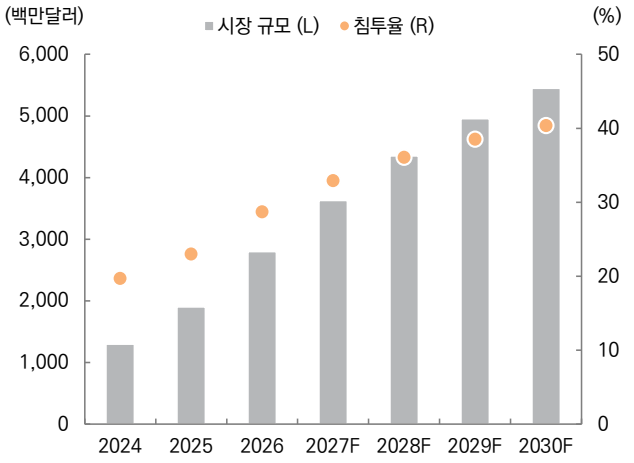
주: 3월 말 종료 52주 기준
자료: NIQ, Census Bureau, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 28. Base case: 2030F 미국 K-뷰티 시장 49억 달러 전망



자료: NIQ, Census Bureau, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 29. Bull case: 2030F 미국 K-뷰티 시장 54억 달러 전망

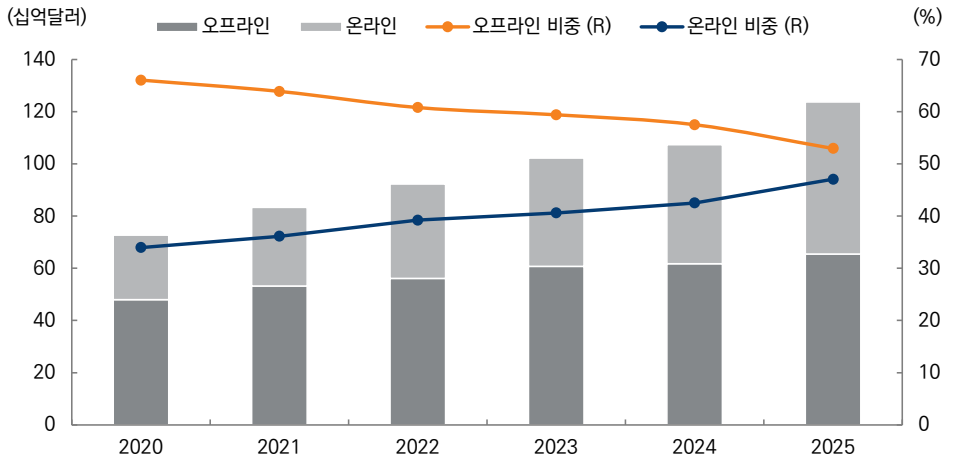


자료: NIQ, Census Bureau, 미래에셋증권 리서치센터 추정

주요 유통망 확장

미국 뷰티·퍼스널케어 시장 규모는 2025년 11월 말 기준 1,237억 달러(+11.0% YoY)로, 온라인 매출은 582억 달러(+21.4% YoY), 오프라인 매출은 655억 달러(+3.1% YoY)를 기록했다. 온라인 매출 비중이 2020년 34.0%에서 2025년 47.1%까지 빠르게 확대되었으나, 오프라인 채널이 여전히 전체 시장의 절반 이상을 차지하고 있다.

그림 30. 미국 뷰티·퍼스널케어 시장 온·오프라인 매출 추이

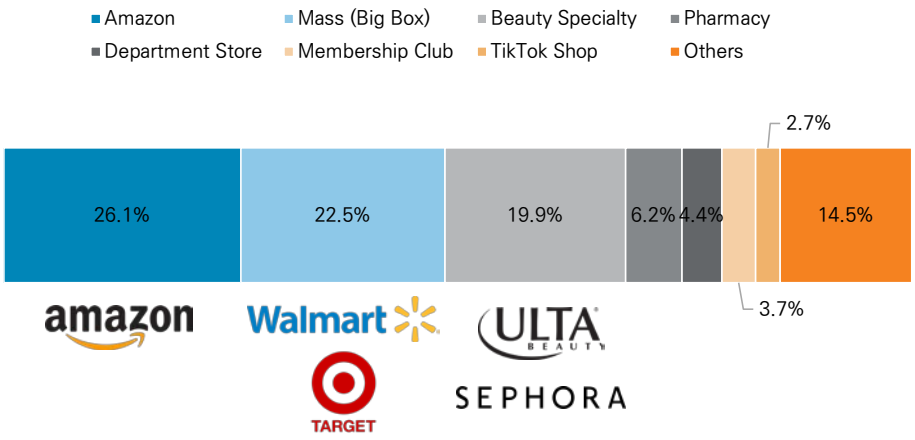


주: 11월 말 종료 52주 기준
자료: NIQ, 미래에셋증권 리서치센터

1) 오프라인

미국 뷰티 시장에서 아마존은 26.1%의 비중을 차지하고 있는 최대 단일 채널이다. 다만 월마트·타겟 등 매스 채널과 얼타뷰티·세포라 등 뷰티 스페셜티 비중을 합산하면 42.4%에 달해, 오프라인에 기반한 주요 유통망의 영향력 역시 상당하다. 즉, 온라인을 중심으로 성장해 온 국내 브랜드들이 미국 내 매출 규모를 한 단계 높이기 위해서는 이들 유통망으로의 진출이 필수적이다.

그림 31. 미국 뷰티 시장 주요 채널 비중



자료: NIQ, 미래에셋증권 리서치센터

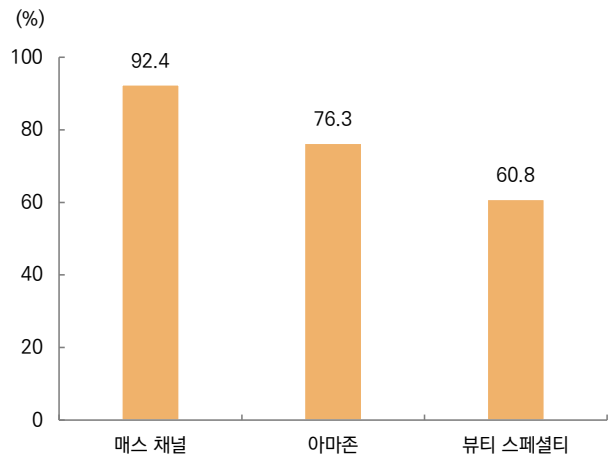
특히 오프라인 진출은 단순 유통망 확장 이상의 의미를 갖는다. 채널별로 접근할 수 있는 소비층의 특성이 다르기 때문이다. 구매 가구 침투율은 매스 채널이 92.4%로 아마존, 뷰티 스페셜티를 큰 폭 상회하는 반면, 구매 가구당 연간 지출은 뷰티 스페셜티가 296달러로 가장 높다. 매스 채널의 폭넓은 소비자 기반과 뷰티 스페셜티의 높은 지출 수준을 감안하면, 두 채널로의 진출은 K-뷰티의 구매층을 넓히고 현지 매출의 지속 가능성을 높일 전망이다.

표 3. 주요 브랜드별 오프라인 진출 현황

	Ulta	Sephora	Walmart	Target	Costco	Walgreens	CVS	Nordstrom
넘버즈인	●			●		●		
달바	●				●			
더페이스샵	●		●	●		●	●	
라네즈		●						
라운드랩	●			●		●		
롬앤	●			●				
마녀공장	●	●		●	●			
메디큐브	●		●	●	●		●	
바이오던스		●			●			
설화수		●						●
센텔리안24	●				●			●
스킨1004	●			●	●			
아누아	●							
어뮤즈				●				●
에스트라		●						
조선미녀		●			●			
코스알엑스	●		●		●			
토니모리	●		●	●				
토리든		●			●			
티르티르	●							

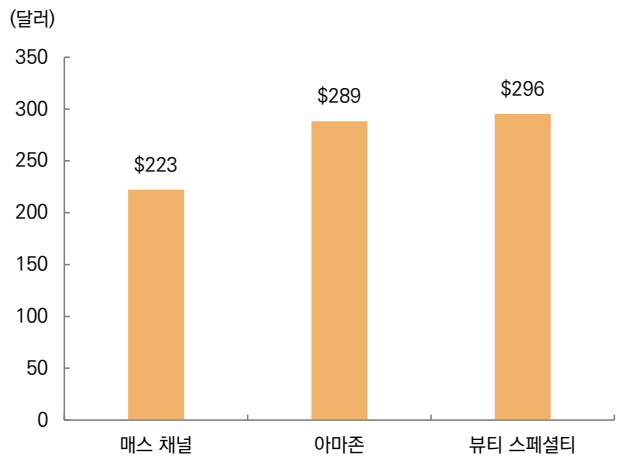
주: 각 사 공식 발표 및 언론 보도 반영. 단독 입점 및 리테일러 협업 입점 포함
자료: 각 사, 언론 종합, 미래에셋증권 리서치센터

그림 32. 채널별 구매 가구 침투율(2025)



주: 11월 말 종료 52주 기준
자료: NIQ, 미래에셋증권 리서치센터

그림 33. 채널별 구매 가구당 연간 지출(2025)



주: 11월 말 종료 52주 기준
자료: NIQ, 미래에셋증권 리서치센터

한편, 오프라인 확장 방식도 개별 브랜드 입점 외에 다양해졌다. 올리브영은 지난 5월 미국 1호점인 패서디나점에 이어 6월 LA 센추리시티점을 오픈했으며, 세포라는 올리브영과 파트너십을 체결해 500개 이상의 오프라인 매장과 온라인몰에 올리브영이 큐레이션한 19개 브랜드, 150여 종 제품을 선보이는 OLIVE YOUNG K-Beauty Edit을 론칭했다. 실리콘투 역시 K-뷰티 편집숍 모이다(MOIDA)를 기반으로 미국 오프라인 채널을 확대하고 있다. 지난 9월 신규 매장 3개 오픈에 이어 연말까지 8개 추가 출점을 검토 중이다.

이러한 움직임은 주요 매스 채널에서도 확인되고 있다. 타겟은 올해 K-뷰티 제품 구성을 기존 대비 4배 이상 확대하고, 150개 이상의 신제품과 10개 이상의 신규 브랜드를 추가한 것으로 파악된다. 이어 9월에는 600개 이상의 매장과 온라인몰에 Target Beauty Studio를 론칭했으며, 어뮤즈, 롬앤, 닥터멜락신 등 10여 개의 국내 브랜드가 라인업에 포함되었다.

결국 대형 리테일러들이 K-뷰티를 하나의 카테고리로 제시하는 사례가 늘고 있다는 점에서 현지 오프라인 시장 내 입지는 한 단계 높아진 것으로 보이며, 주요 유통망 전반으로의 확산과 함께 K-뷰티의 주류 시장 안착도 본격화되고 있다.

그림 34. OLIVE YOUNG K-Beauty Edit: 19개 브랜드 라인업

The collaboration combines SEPHORA's global beauty retail leadership and client experience with OLIVE YOUNG's unparalleled expertise in curating Korean beauty. The initial assortment features 19 brands selected by OLIVE YOUNG based on their product performance, consumer popularity and trend leadership in Korea. The participating brands,* listed alphabetically, include:

- 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: Sephora, 미래에셋증권 리서치센터

그림 35. Target Beauty Studio: 90개 브랜드·뷰티 전 카테고리 내 K-뷰티 라인업 구성



- **K-Beauty cosmetics favorites Amuse, Kaja** and **Rom&nd** and top skincare discovery brands **Dr.Melaxin, Purito Seoul** and **Sungboon Editor**

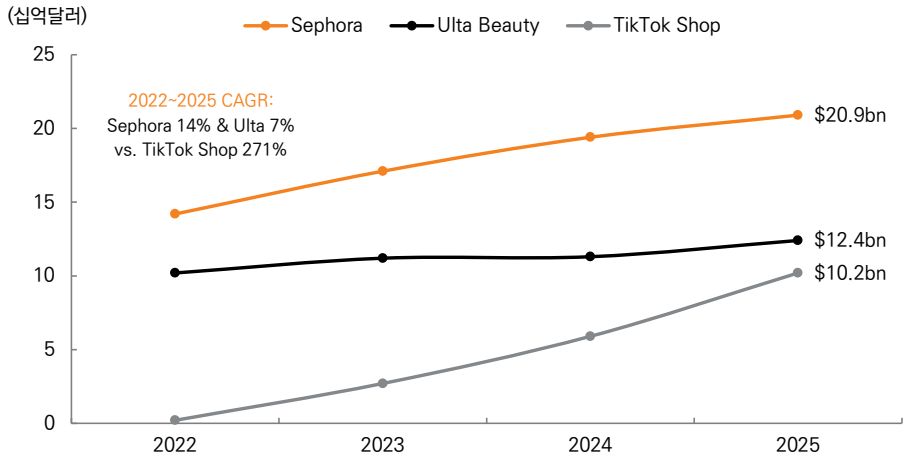
자료: Target, 미래에셋증권 리서치센터

2) 온라인

온라인에서는 최근 틱톡샵의 성장에 주목한다. 틱톡샵의 글로벌 뷰티 매출은 지난해 100억 달러를 돌파하며 세포라와 얼타뷰티 대비 압도적인 성장세를 보이고 있다. 빠른 성장과 함께 틱톡샵은 기존 뷰티 스페셜티와 경쟁하는 채널을 넘어, 이들 리테일러가 직접 활용하는 새로운 유통 플랫폼으로 역할을 넓혀가는 중이다.

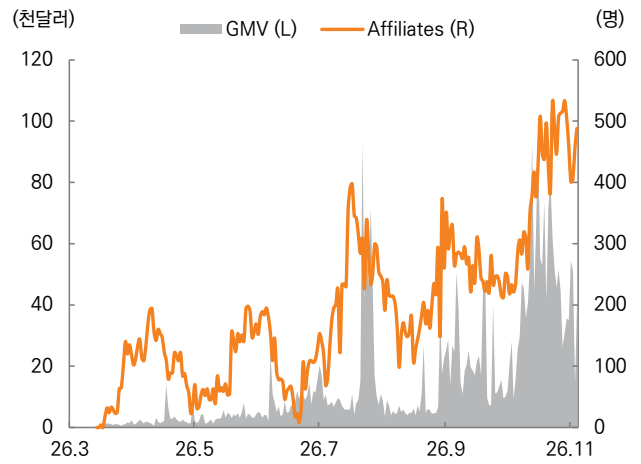
얼타뷰티는 지난 3월 미국 틱톡샵에 입점해 큐레이션 브랜드와 독점 기획 상품을 판매하기 시작했으며, 세포라 또한 9월 틱톡샵 내 Sephora Drop Shop을 론칭했다. 뷰티 유통 채널로서의 입지 확대에도 불구하고 미국 뷰티 시장 내 틱톡샵 비중은 현재 2.7% 수준에 그쳐, 향후 추가 침투 여력은 충분하다.

그림 36. 글로벌 뷰티 유통 채널 성장 추이: 틱톡샵의 압도적 성장세



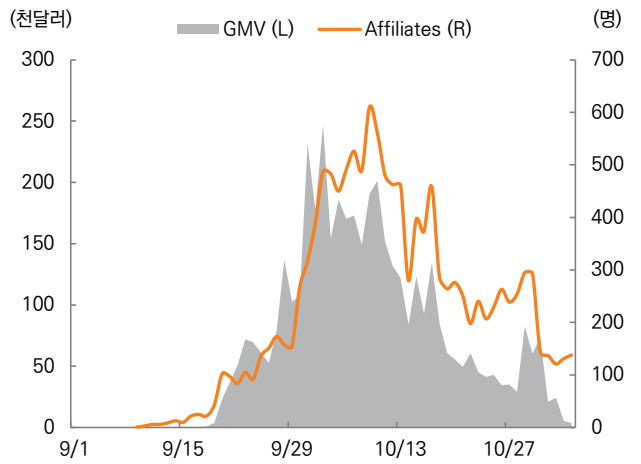
자료: Charm.io, 미래에셋증권 리서치센터

그림 37. 얼타뷰티: 틱톡샵 Daily GMV 및 Affiliates



주: 2026.03.17. 틱톡샵 론칭
자료: FastMoss, 미래에셋증권 리서치센터

그림 38. 세포라: 틱톡샵 Daily GMV 및 Affiliates

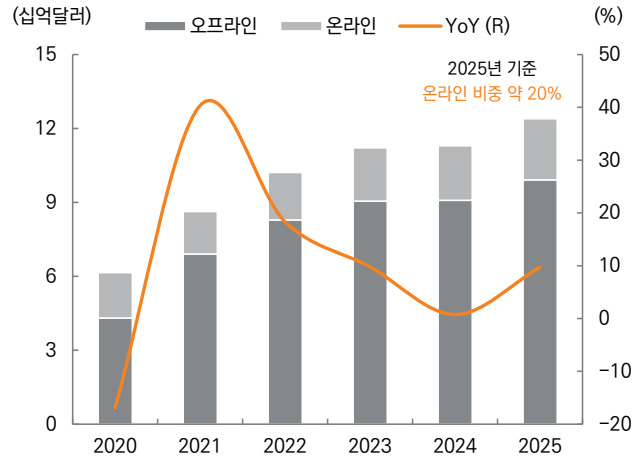


주: 2026.09.19. 틱톡샵 론칭
자료: FastMoss, 미래에셋증권 리서치센터

시장 내 비중은 아직 낮지만 틱톡샵의 거래 규모는 이미 상당한 수준이다. 2025년 얼타와 세포라의 미국 내 온라인 매출은 각각 25억 달러(+12.0% YoY), 36억 달러(+5.1% YoY)로 추정되며, 같은 기간 미국 틱톡샵의 뷰티&퍼스널케어 GMV는 약 31억 달러로 파악된다. 지표 차이 감안 시 직접 비교는 어려우나 거래 규모 측면에서는 기존 대형 뷰티 리테일러의 온라인 매출과 비교 가능한 수준이다. 평균 거래가를 현재 수준으로 유지, 판매량 증가율의 점진적 둔화를 반영한 보수적인 가정하에서도 미국 틱톡샵의 뷰티&퍼스널케어 GMV는 2026년 53억 달러에서 2030년 89억 달러까지 성장할 수 있을 것으로 예상된다.

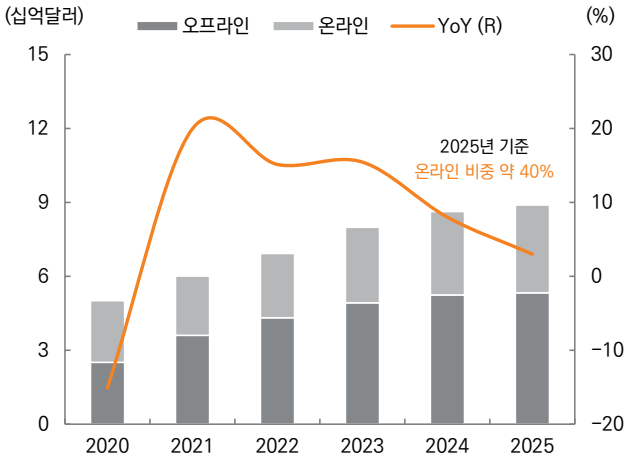
실제 미국 틱톡샵에서도 K-뷰티는 이미 상위권에 자리했다. 3Q26 뷰티&퍼스널케어 GMV 기준 메디큐브(에이피알)와 닥터멜락신(브랜드501)이 각각 1, 2위를 기록한 바, 성장 채널에서도 국내 브랜드의 경쟁력이 확인되고 있다.

그림 39. 얼타뷰티: 미국 채널별 믹스 추정



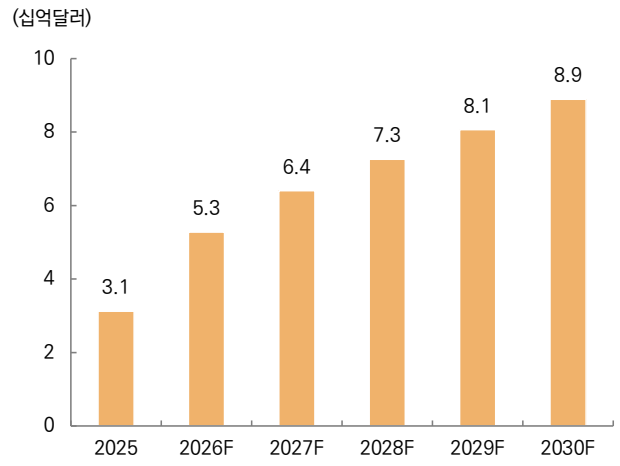
주: Ulta Beauty 미국 매출 비중은 전체 매출의 약 100%
자료: NRF, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 40. 세포라: 미국 채널별 믹스 추정



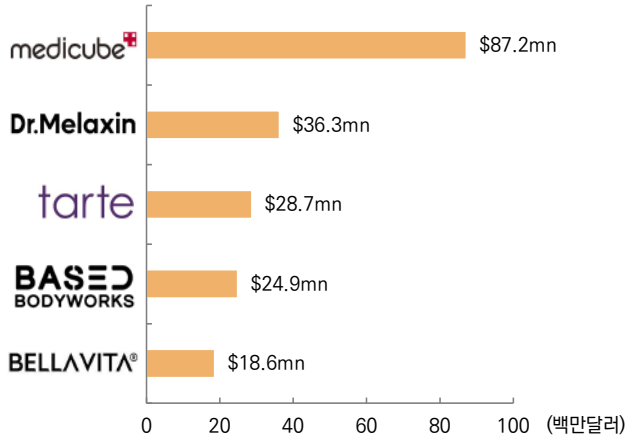
주: Sephora 미국 매출 비중은 전체 매출의 약 50%
자료: NRF, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 41. 미국 틱톡샵 뷰티&퍼스널케어 GMV 전망



자료: FastMoss, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 42. 3Q26 미국 틱톡샵 뷰티&퍼스널케어 GMV Top 5

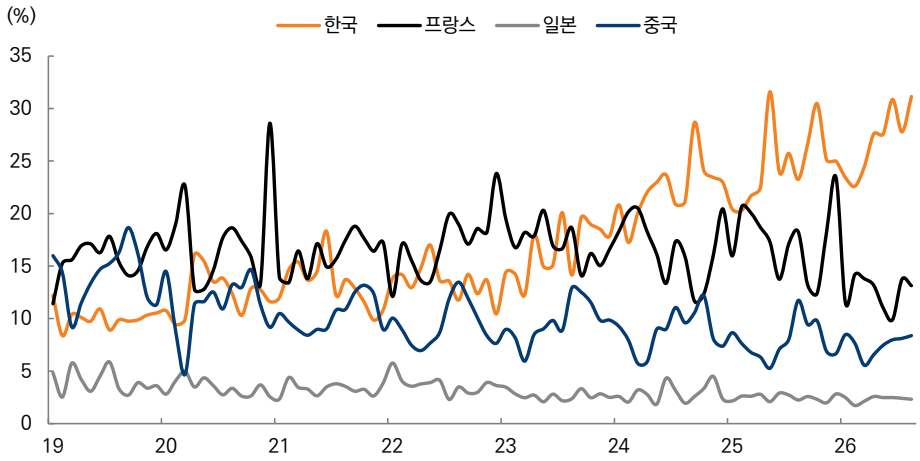


자료: FastMoss, 미래에셋증권 리서치센터

미국 화장품 수입 1위국

다양한 온·오프라인 유통 채널 진출과 함께 미국 화장품 수입시장 내 한국의 점유율도 구조적으로 높아졌다. 2019년 10% 수준이었던 비중은 최근 30% 안팎까지 상승했으며, 기존의 화장품 강국인 프랑스를 제치고 1위 점유율을 안정적으로 유지하고 있다.

그림 43. 미국 화장품 수입시장 내 국가별 점유율 추이



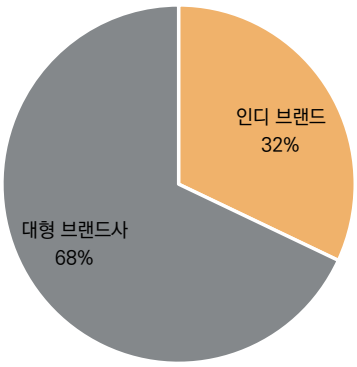
자료: KITA, 미래에셋증권 리서치센터

개별 브랜드의 성장 조건

K-뷰티의 시장 내 입지가 빠르게 확대되면서, 카테고리 전반의 성장을 개별 브랜드의 장기 성장으로 연결하는 역량이 더욱 중요해졌다. 최근 몇 년간 산업의 성장을 이끌어온 인디 브랜드의 강세는 글로벌 뷰티 시장에서도 확인되는 흐름이다. 지난해 미국 뷰티·퍼스널케어 시장 내 인디 브랜드의 매출 비중은 32%(+3%p YoY)에 달했으며, 매출 성장률은 22.3%로 대형 브랜드사의 6.1%를 큰 폭 상회했다. 다만 브랜드 충성도 측면에서는 여전히 대형사가 우위에 있어, 빠른 외형 성장과 동시에 안정적인 고객 기반을 확보하는 것이 개별 인디 브랜드의 주요 과제로 남아 있다.

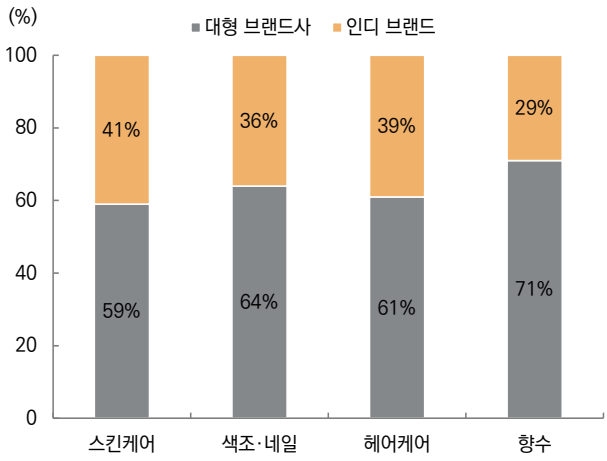
향후 지속적인 성장 여부를 좌우할 변수는 신규 고객의 재구매 전환과 특정 제품에 대한 매출 의존도 축소다. 특히 성장 초기의 인디 브랜드는 히어로 SKU를 중심으로 빠르게 외형을 확대할 수 있으나, 장기적으로는 후속 제품과 카테고리 확장을 통해 매출 기반을 다변화할 필요가 있다. 대표적인 사례가 달바다. 미스트 카테고리의 매출이 지속적으로 증가했음에도 전체 화장품 매출 내 비중은 2019년 68%에서 1H26 43%까지 낮아진 바, 주력 제품 외 매출 기반의 확대가 확인된다. 결국 시장이 확대될수록 브랜드별 성과는 다수의 핵심 SKU와 안정적인 고객 기반 확보 여부에 따라 차별화될 전망이다.

그림 44. 미국 뷰티·퍼스널케어 시장 브랜드 매출 비중



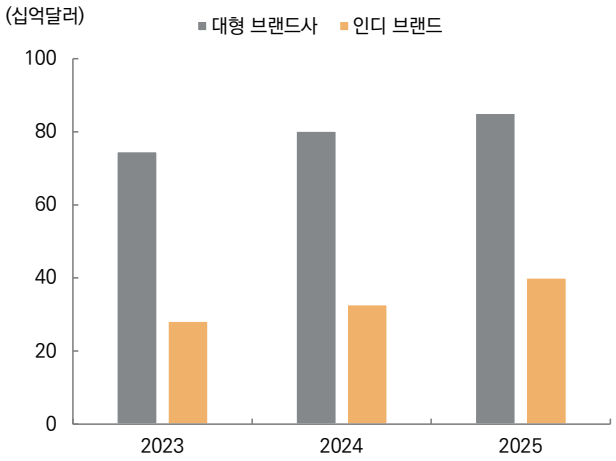
자료: NIQ, 미래에셋증권 리서치센터

그림 45. 미국 뷰티·퍼스널케어 카테고리별 브랜드 매출 비중



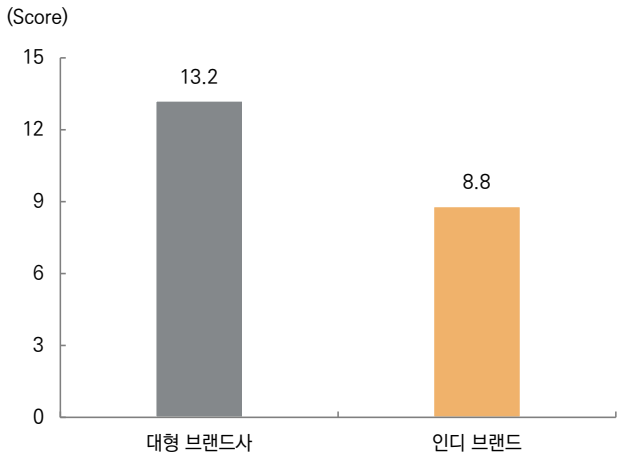
자료: NIQ, 미래에셋증권 리서치센터

그림 46. 미국 대형 브랜드사 vs. 인디 브랜드 매출 추이



주: 11월 초 종료 52주 기준
자료: NIQ, 미래에셋증권 리서치센터

그림 47. 미국 대형 브랜드사 vs. 인디 브랜드 충성도



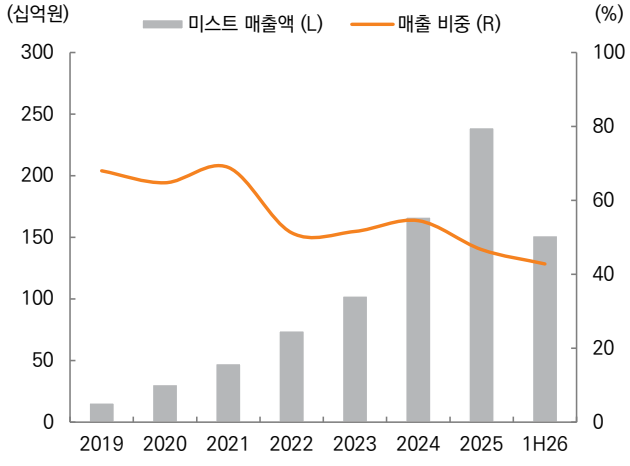
주: NIQ Loyalty Score
자료: NIQ, 미래에셋증권 리서치센터

그림 48. 달바 히어로 SKU: 퍼스트 스프레이 세럼



자료: 달바글로벌, 미래에셋증권 리서치센터

그림 49. 달바: 미스트 매출 비중 2019년 68% → 1H26 43%



주: 화장품 사업부문 내 매출 비중
자료: 달바글로벌, 미래에셋증권 리서치센터

유통에서 제품 개발까지, 글로벌 뷰티의 레퍼런스로

미국에서 검증된 K-뷰티의 성장 경로는 틱톡 등 소셜 미디어를 통해 브랜드 인지도를 높이고, 아마존 등 온라인 채널에서 판매 성과를 확인한 후 오프라인 유통망으로 진입하는 방식이다. 세포라 역시 Sephora Drop Shop을 통해 틱톡샵 독점 상품을 출시, 초기 반응을 확인한 일부 제품에 대해 자사 온라인몰과 오프라인 매장으로 판매를 확대하는 모델을 도입한 바, 주요 리테일러의 판매 전략에서도 유사한 방식이 확인된다.

유럽에서도 온라인에서 판매 성과를 확보한 브랜드들의 오프라인 유통망 진출이 이어지고 있다. 영국 셀프리지스 백화점은 최근 온라인에서 인지도를 확보한 메디큐브·바이오던스의 상설 매장을 도입했으며, 드럭스토어 부츠 또한 소셜미디어에서 바이럴된 브랜드를 오프라인 매장에 도입하는 URL to IRL(In Real Life) 전략을 운영 중이다. 온라인에서 형성된 소비자 수요가 오프라인 입점의 주요 기준으로 자리 잡으면서, 미국에서 확인된 성장 방식이 유럽에서도 재현되고 있는 것으로 보인다.

삼화 그라인더형 아이패치
- Fenty Skin(by Rihanna)
- Glow Recipe 등



한편 K-뷰티의 영향은 제품 포맷, 성분 등으로 확대되고 있다. 과거 쿠션 파운데이션이 하나의 카테고리로 정착한 데 이어, 국내에서 대중화된 토너패드, 하이드로겔 마스크팩 등도 해외 브랜드로 확산되었다. 특히 최근 삼화가 개발한 그라인더형 아이패치 용기가 해외 브랜드에서 잇따라 채택되며, 제품 포맷뿐만 아니라 이를 구현하는 국내 용기 기술까지 글로벌에서 활용되고 있음이 확인된다. 성분 측면에서는 PDRN이 대표적이다. 국내 미용의료 분야에서 주로 활용되던 PDRN은 화장품으로 제품화된 이후 메디큐브·아누아 등을 중심으로 인지도를 확보, 글로벌 브랜드의 주요 성분으로 채택되는 추세다.

제품 기획·개발 단계에서도 국내 ODM사의 역할이 커지고 있다. 2004년부터 공급 관계를 이어온 로레알과 코스맥스는 2023년 마이크로바이옴·친환경 제형 공동 연구에 이어, 9월 K-뷰티에서 착안한 글로벌 제품과 혁신 원료·제형 개발을 위한 협약을 체결했다. 양사는 한국 소비 트렌드와 제품 기획 역량을 글로벌 신제품 개발에 접목할 계획이다.

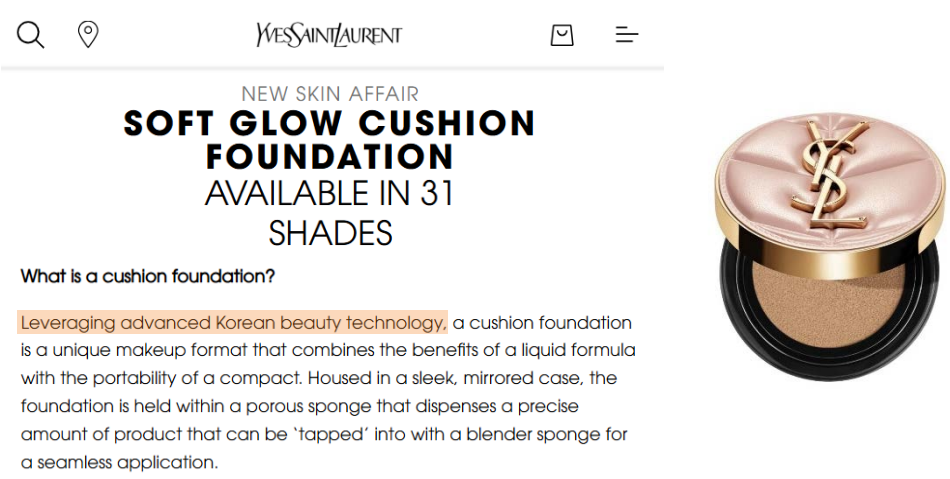
국내에서 형성된 제품 포맷과 성분, 개발 역량은 해외 기업의 상품 기획과 연구개발에도 반영되고 있다. 미국에서 확인된 성공 방식의 해외 확산과 함께 K-뷰티가 글로벌 뷰티 산업의 새로운 레퍼런스로 자리 잡고 있다는 판단이다.

그림 50. K-뷰티의 글로벌 성장 경로



자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 51. YSL Beauty: K-뷰티 쿠션 기술 적용 사례



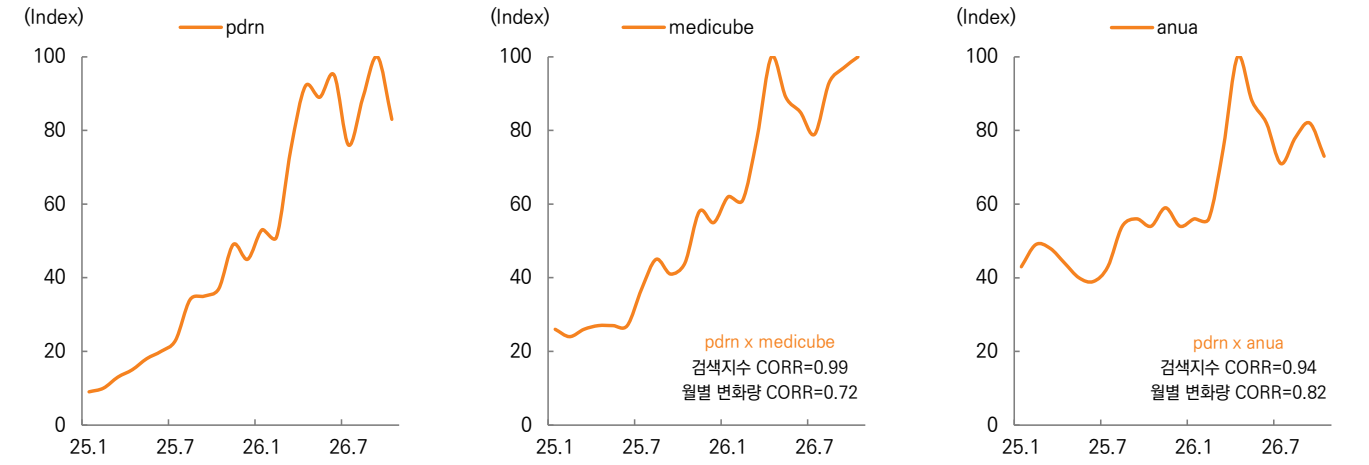
자료: L'Oreal, 미래에셋증권 리서치센터

그림 52. LANCOME: 한국 PDRN 기술 참고 사례



자료: L'Oreal, 미래에셋증권 리서치센터

그림 53. 글로벌 구글 트렌드: PDRN x 메디큐브·아누아의 높은 동행성 확인



주: 월별 변화량은 검색지수의 전월 대비 차이 기준
자료: Google Trends, 미래에셋증권 리서치센터

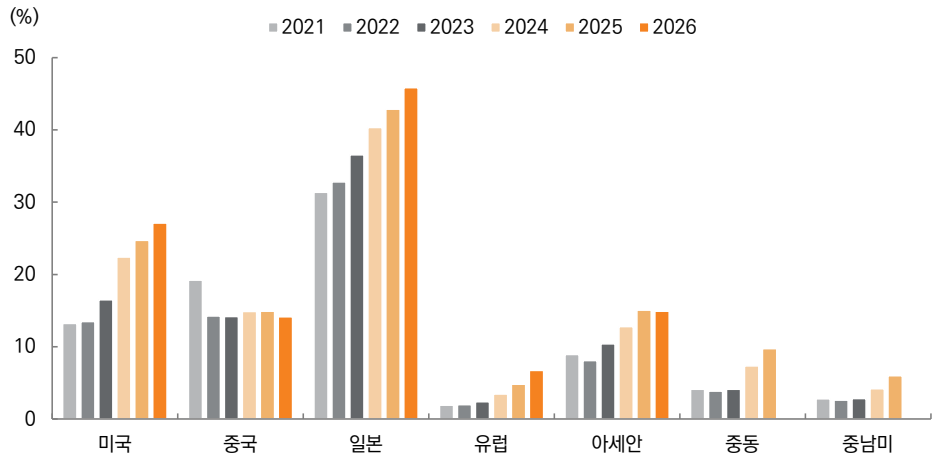
K-뷰티 점유율의 확대

K-뷰티의 글로벌 확산은 주요 지역의 화장품 수입시장 내 점유율 상승을 통해 확인된다. 특히 미국에 이어 최근 고성장 중인 유럽 내 한국 비중은 2021년 약 2%에서 2026 YTD 약 7%까지 상승했다. 그 외 주목할 만한 지역은 중동과 중남미로, 중동은 4.1%→9.7%, 중남미는 2.8%→6.0%로 뚜렷한 점유율 상승을 보이고 있다.

현지 전체 화장품 수입과 한국 화장품 수입의 증가율 격차도 두드러진다. 유럽은 올해 누적 기준 전체 화장품 수입 +4.9% YoY 대비 한국 화장품 수입 +50.0% YoY를 기록했으며, 중동(+1.3% vs. +34.0%)과 중남미(+11.0% vs. +58.0%)에서도 한국 화장품 수입 증가율이 전체 시장을 크게 상회했다.

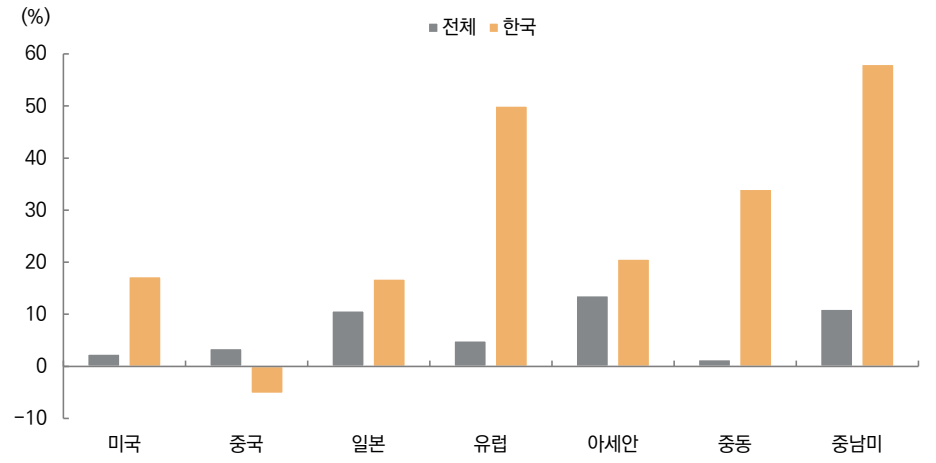
글로벌 뷰티 산업 내 K-뷰티의 영향력은 유통과 제품 개발 전반으로 넓어졌고, 중국 외 주요 시장 전반에서의 수입 증가와 실제 점유율 상승도 이어지고 있다. 미국의 성장 경로가 유럽에서도 재현되는 등 K-뷰티의 성공 공식이 다른 시장으로 확산되고 있는 만큼, 높아진 수출 규모에도 중장기 성장 여력은 충분하다는 판단이다.

그림 54. 주요 지역별 화장품 수입시장 내 한국 점유율 추이



주: 2026 YTD(국가별 최신 집계월 기준)
자료: KITA, 미래에셋증권 리서치센터

그림 55. 주요 지역별 화장품 수입 증가율: 전체 vs. 한국



주: 2026 YTD(국가별 최신 집계월 기준). 전년 동기 대비
자료: KITA, 미래에셋증권 리서치센터

III. 산업의 성장 기회: 뷰티의 경계 확장

[소비] 카테고리의 다변화와 수요의 세분화

웰니스로 넓어지는 수요

과거의 뷰티 소비가 스킨케어와 메이크업 등 화장품을 중심으로 형성되었다면, 최근에는 건강과 일상적인 자기관리 영역까지 그 범위가 넓어지고 있다. 선택지 역시 화장품을 넘어 이너뷰티, 건강기능식품, 뷰티 디바이스 등으로 다양해졌다.

이러한 소비 트렌드는 유통 플랫폼의 카테고리 확장에서도 나타난다. 올리브영은 기존 뷰티 사업 내 헬스 카테고리를 확장해 웰니스 특화 매장 올리브베러(OLIVE BETTER)를 론칭했다. 9월 기준 올리브베러 입점 브랜드 수는 500여 개, 취급 상품 수는 약 2만 개에 달하며 론칭 초기 2월 대비 웰니스 상품 매출액과 재구매율은 각각 51%, 30% 이상 증가한 것으로 파악된다. 최근 성수점까지 매장도 5개로 확대되었다. 웰니스 카테고리는 일상적인 건강관리와 밀접하게 연관된 만큼 반복 구매 수요가 지속될 것으로 기대할 수 있다.

[그림 58] 카테고리 분류 기준
- 화장품: 기초·색조·헤어·향수
- 퍼스널케어: 선케어·샤워용품
- 웰니스: 비타민·건기식·스파
- 메디컬 에스테틱: 미용 주사제

무신사 뷰티 역시 온누리약국과의 협업을 통해 약국의 전문성을 접목, 이너뷰티와 의약품까지 아우르는 파머시 뷰티 전략을 추진 중이다. 지난 9월 개점 첫 3일간 무신사 뷰티 홍대점과 뷰티온누리약국의 객단가는 약 11만원, 합산 매출액은 2.5억원을 기록한 바 있으며, 최근 오픈한 성수점에도 동일하게 약국 결합 모델이 적용되었다.

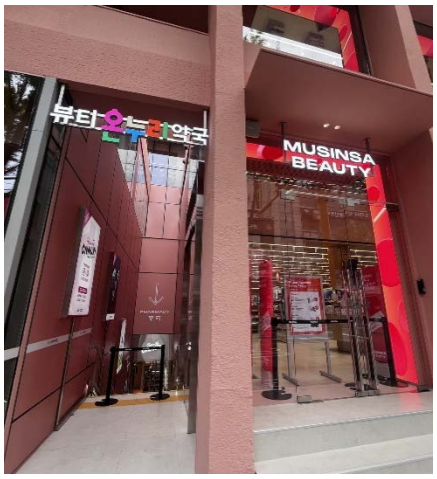
2030F 글로벌 화장품 및 주요 인접 시장 규모는 화장품 단독 시장의 약 2배에 달한다. 기존 화장품 중심의 소비에 건강 관리 목적의 지출이 더해짐에 따라 인접 카테고리에서 발생하는 수요도 뷰티 산업의 추가적인 성장 동력으로 작용할 전망이다.

그림 56. 올리브베러: 웰니스 특화 큐레이션



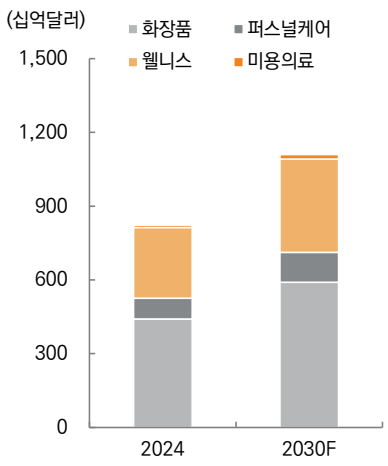
자료: CJ올리브영, 미래에셋증권 리서치센터

그림 57. 무신사 뷰티: 파머시 뷰티 전략



자료: 언론 보도, 무신사, 미래에셋증권 리서치센터

그림 58. 글로벌 화장품·인접 시장 전망



주: 카테고리별 전망치를 활용해 2030F 추정
자료: McKinsey&Company, 미래에셋증권 리서치센터

관리의 세분화와 기능성 강화

뷰티 소비의 범위가 넓어지는 한편, 기존 화장품 시장에서는 수요가 더욱 세분화되고 있다. 얼굴에 집중되었던 스킨케어가 바디와 헤어, 두피로 확대되었고, 보습 및 진정, 피부 장벽 관리 등 관리 목적이 뚜렷해졌다. 실제 글로벌 트렌드에서도 레티놀 바디 로션(+144%), 피부 장벽 관리(+71%) 등의 구체적인 키워드 검색이 증가했다.

올리브영 어드밴스드 더마
- 고기능 스킨케어 카테고리



관리 목적이 구체화됨에 따라 제품에 요구하는 기능성과 전문성도 중요해지고 있다. 특히 피부과학과 임상적 효능을 강조한 더마 코스메틱에 대한 수요 확대는 이러한 트렌드를 반영한다. 이에 별도의 전문 카테고리로서 더마의 입지도 한층 강화되고 있다. 올리브영은 국내 제약사 IP와 연계한 고기능 스킨케어 카테고리인 어드밴스드 더마 전용 매대를 확대 중이며, 현대백화점은 더마 뷰티 전문 편집숍 코오드(Khode) 1호점을 오픈했다. 더마 뷰티를 메인 카테고리로 내세운 첫 편집숍이라는 점에서 유의미한 사례로 판단되며, 코오드는 내년초 2호점을 시작으로 확장을 계획 중이다.

글로벌에서도 더마에 대한 관심이 높아지는 추세다. 영국 부츠는 2026년 주요 K-뷰티 트렌드 중 하나로 K-Pharmacy를 제시했으며, 스킨케어가 피부 건강과 임상적 효능을 강조하는 방향으로 발전하고 있다고 평가한 바 있다. 성분 차별화를 넘어 실제 효능을 객관적으로 입증하고 전문성을 확보하는 역량이 중요해진 것이다.

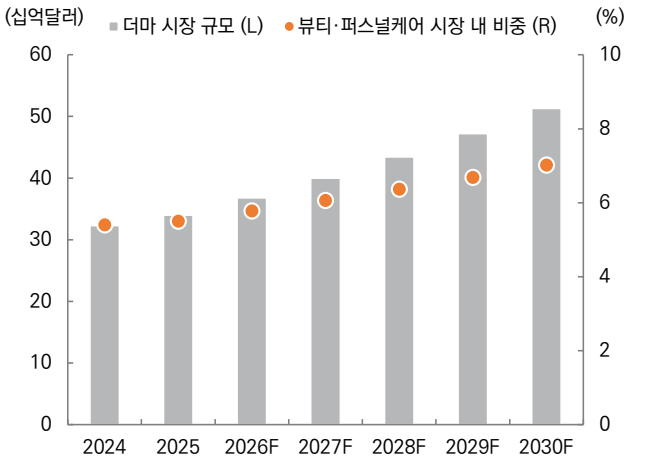
이러한 흐름과 함께 지난해 340억 달러 규모로 파악되는 글로벌 더마 코스메틱 시장은 2030F 513억 달러(2025~2030F CAGR 8.7%)에 이를 것으로 추정되며, 전체 뷰티·퍼스널케어 시장 내 비중은 약 7%까지 확대될 것으로 전망한다.

그림 59. 세분화되는 뷰티 관리 수요: 주요 키워드 검색 증가율



자료: Pinterest, 미래에셋증권 리서치센터

그림 60. 2030F 글로벌 더마 시장 약 513억 달러 전망



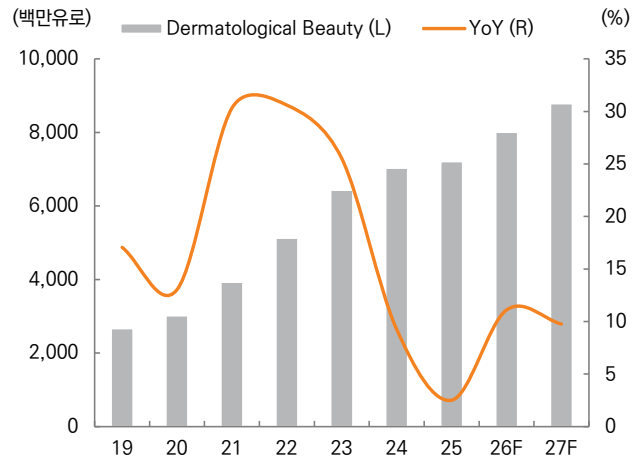
주: 시장 연 3.5% 성장·더마 비중 연 5.0% 확대 가정
자료: L'Oreal, Euromonitor, 미래에셋증권 리서치센터 추정

주요 글로벌 기업의 실적에서도 더마 화장품의 성장세가 다시 강화되고 있다. 로레알 더마 뷰티 부문 매출액은 2025년 미국 더마 시장의 성장 둔화와 전년 선케어 출하에 따른 높은 기저, 재고 조정 등의 영향으로 72.0억 유로(+2.5% YoY)에 그쳤다. 다만 세라비의 성장세가 회복되고 재고 조정이 완화되면서 3Q26 매출액 18.7억 유로(+15.7% YoY), 누적 매출액 60.9억 유로(+11.2% YoY)를 기록했다. 라로슈포제와 세라비, 스킨수티컬즈 등 주요 브랜드 모두 두 자릿수 성장을 이어갔으며, 북미와 북아시아에서도 더마 사업의 성장세가 강화되었다.

갈더마 더마 스킨케어 부문 역시 미국 내 세타필 성장 둔화 영향으로 2025년 연간 매출액 14.5억 달러(+8.9% YoY)를 기록했으나, 3Q26 매출액 4.0억 달러(+15.4% YoY), 누적 매출액 12.4억 달러(+17.1% YoY)로 두 자릿수 성장률을 회복했다. 세타필의 중국·인도 등 해외 시장 성장과 알라스틴의 판매 확대가 실적을 견인했다. 특히 세타필은 민감성 피부와 노화 관리 등 개별 피부 고민에 대응하는 제품군을 강화 중이며, 알라스틴은 미용의료 시술 전후 관리 특화 제품을 통해 전문적인 스킨케어 수요에 대응하고 있다.

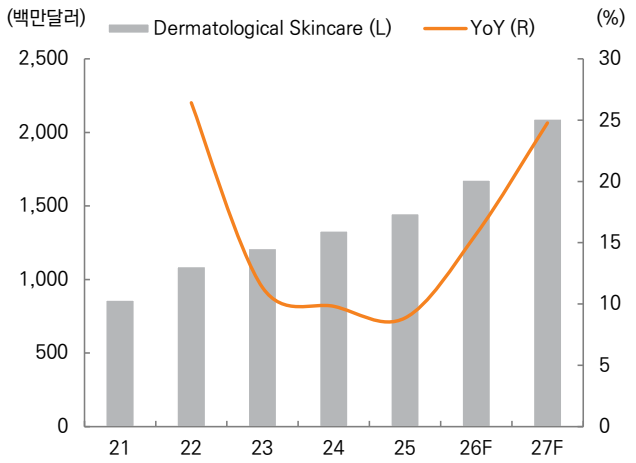
전년도 기저가 최근 실적 반등에 일부 영향을 미쳤으나, 기존 주력 제품의 회복과 함께 피부 고민별 효능을 강조한 제품군의 성장은 지속되고 있다. 관리 목적이 세분화될수록 구체적인 효능과 전문성을 제품 경쟁력으로 연결하는 역량이 더욱 중요해질 전망이며, 이러한 흐름하에 더마 카테고리의 성장 역시 지속될 것으로 보인다.

그림 61. 로레알: Dermatological Beauty 부문 매출



주: 전망치는 컨센서스 기준
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 62. 갈더마: Dermatological Skincare 부문 매출



주: 전망치는 컨센서스 기준
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

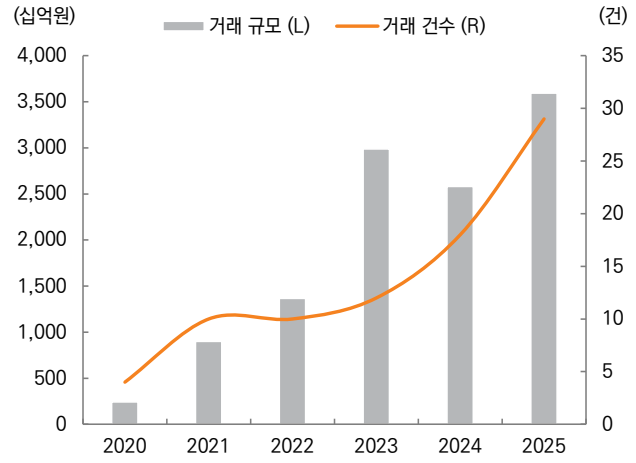
[산업] 브랜드를 넘어 밸류체인으로 확장되는 M&A

K-뷰티 관련 자본의 투자 대상이 브랜드를 넘어 산업 전반으로 넓어지고 있다. 2025년 기준 관련 국내 딜은 총 29건, 약 3.6조원 규모인 것으로 파악된다. 브랜드 인수는 지속되고 있으며, 최근에는 용기·ODM, 유통·플랫폼을 비롯해 미용의료와 뷰티 서비스까지 거래 범위가 확대되었다.

2010년대 말 브랜드 중심 M&A 사례로는 유니레버-AHC(카버코리아), 로레알-3CE(스타일난다), 에스티로더-닥터자르트(해브앤비) 딜이 대표적이다. 당시 이들 브랜드는 높은 성장성과 차별화된 제품 경쟁력, 아시아 시장에서의 성장 잠재력을 인정받았으나, 인수 이후 성장세가 둔화되거나 영업손실을 기록하며 기대에 미치지 못한 사례도 나타났다.

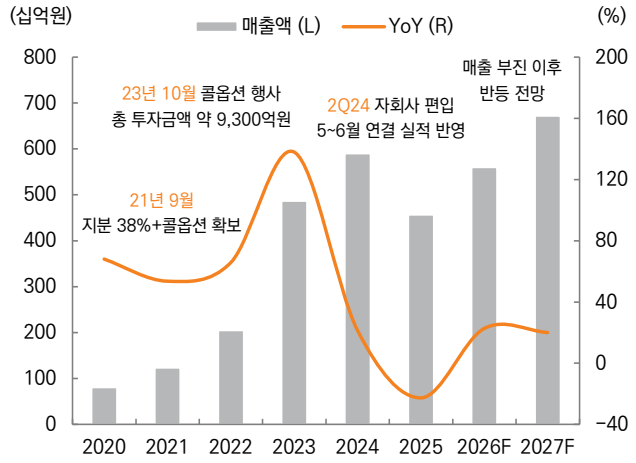
그럼에도 브랜드에 대한 투자 수요는 여전히 유효하다. 아모레퍼시픽은 코스알엑스 인수를 통해 글로벌 성장 동력을 강화했고, 구다이글로벌의 경우 티르티르와 스킨1004에 이어 라운드랩, 스킨푸드 등을 연이어 인수하며 멀티 브랜드 전략을 추진 중이다. 다만 코스알엑스 역시 지난해 매출 부진을 겪은 후 반등하고 있다는 점에서, 인수 이후에도 성장의 지속성이 보장되는 것은 아니다. 중요한 것은 경쟁력 있는 브랜드를 확보하는 것뿐만 아니라 기존 강점을 유지하며 인수자의 역량을 더해 장기 성과를 이끌어 내는 과정이다.

그림 63. K-뷰티 M&A 거래 규모 및 건수



자료: MMP, 미래에셋증권 리서치센터

그림 64. 코스알엑스 연간 매출 추이 및 전망



주: 연결 편입 이후 코스알엑스 매출액은 당사 추정치
자료: 아모레퍼시픽, 미래에셋증권 리서치센터 추정

K-뷰티의 빠른 성장과 함께 제조·유통 부문에서는 생산 역량과 현지 사업 기반을 확보하기 위한 투자 수요가 확인되고 있다. 지난해 삼화, 씨앤씨인터내셔널 등 용기·ODM 기업 대상의 대규모 인수와 지분 투자에 이어, 최근 맥쿼리PE는 화성코스메틱·나우코스 인수 계약을 체결하며 색조와 기초 화장품의 생산 기반을 동시에 확보했다.

유통에서는 구다이글로벌이 한성USA 인수를 통해 미국 현지 영업 및 물류 역량을 내재화했으며, 실리콘투는 지난 8월 CVC캐피탈로부터 3,000억원을 유치하며 전략적 파트너십을 체결했다. 특히 CVC캐피탈은 유럽 대형 뷰티 리테일러 더글라스의 최대주주로, 향후 유럽 현지 유통망과의 협력 가능성도 열려 있다.

화장품 밸류체인을 넘어 미용의료와 뷰티 서비스 또한 주요 투자 대상으로 자리 잡았다. 루트로닉, 제이시스메디칼 등 미용의료 기업에 대한 공개매수와 블랙스톤의 준오헤어 경영권 인수가 대표적이다.

최근 브랜드와 유통, 색조와 기초 ODM, 더마와 건강기능식품 등 서로 다른 사업 역량에 대한 투자를 통해 추가적인 성장 기회를 확보하려는 전략이 뚜렷해지고 있다. 이는 K-뷰티의 성장 잠재력이 개별 브랜드에 국한되지 않고, 산업 내 다양한 영역의 경쟁력과 이들을 결합한 성장 가능성까지 높은 가치로 평가받고 있는 것으로 해석된다.

표 4. 주요 M&A 및 지분 투자 내역

영역	거래시점	기업(브랜드)	인수자·투자자	거래지분율	거래금액(억원)	비고
브랜드	2023.10	코스알엑스	아모레퍼시픽	58%	7,551	21년 최초 지분 투자 후 콜옵션 행사
	2024.04	티르티르	구다이글로벌	50%	1,500	25년 잔여 지분 추가 취득
	2024.08	크레이버코퍼레이션(스킨1004)	구다이글로벌·더터닝포인트·미래에쿼티파트너스	85%	2,456	
	2024.12	고운세상코스메틱(닥터지)	로레알	100%	-	18년 3CE에 이은 국내 브랜드 인수
	2025.07	서린컴퍼니(라운드랩)	구다이글로벌·컴퍼니케이파트너스	100%	6,000	23년 칼립스·메리츠 인수금액 2,353억원
	2025.07	스킨푸드	구다이글로벌·더함파트너스	100%	1,500	
	2026.08	스킨이데아(메디필)·라이프앤바이오	MBK파트너스	-	3,000	더마·건기식 패키지 딜
	2026.09	아시아마스터트레이드(엑시스와이)	MBK파트너스	40%	1,720	기업가치 약 4,300억원
용기·ODM	2024.10	리봄화장품	동국제약	54%	307	
	2025.05	씨앤씨인터내셔널	어센트에쿼티파트너스	41%	2,850	인수 법인 뷰티시너지 SPC, 구주 1,400억원·신주 1,450억원
	2025.07	삼화	KKR	100%	7,330	23년 TPG 인수금액 3,000억원
	2025.10	창신	아크앤파트너스	90%	2,021	
	2026.09	화성코스메틱	맥쿼리PE	70%	3,000	색조·기초 패키지 딜
		나우코스		100%		
유통	2026.01	한성USA	구다이글로벌	-	-	경영권 인수, 기업가치 약 1,000억원
	2026.08	실리콘투	CVC캐피탈	9%	3,000	제3자배정 유상증자(RCS)
미용의료	2023.06	루트로닉	한앤컴퍼니	100%	9,570	공개매수 후 상장폐지
	2024.06	제이시스메디칼	아키메드	98%	9,904	공개매수 후 상장폐지
	2024.09	파마리서치	CVC캐피탈	10%	2,000	제3자배정 유상증자(RCPS)
	2025.06	비올	VIG파트너스	95%	5,214	공개매수 후 상장폐지
뷰티 서비스	2025.09	준오헤어	블랙스톤	70%	-	경영권 인수, 기업가치 약 8,000억원

주: 2026년 딜 하이라이트
자료: 각 사, 언론 종합, 미래에셋증권 리서치센터

[기업] 사업 포트폴리오 다변화와 통합 역량 과제

과거 개별 브랜드의 성공과 주력 해외 시장 진출이 외형 성장을 이끌었다면, 최근에는 축적된 브랜드 경쟁력과 기술, 고객 기반을 활용해 인접 사업으로 포트폴리오를 다변화하는 추세다. 글로벌 기업들의 주요 전략은 1) 화장품과 전문 피부관리의 연계 강화, 2) 건강·웰니스 분야 진출로 구체화된다.

로레알은 Integrated Skincare 전략을 통해 주요 브랜드를 중심으로 피부과학 기반의 제품 경쟁력을 강화하는 한편, 시술 전후 관리까지 화장품 활용 범위를 넓히고 있다. 특히 스킨수티컬즈가 지난해 연 매출 10억 유로를 달성하며 로레알은 라로슈포제·세라비에 이어 세 번째 연 매출 10억 유로 규모의 더마 브랜드를 확보했다. 같은 해 32만 명 이상의 의료 전문가와 접촉, 글로벌 더마 시장 내 점유율은 25.8%를 기록했다.

한편 2024년 로레알은 갈더마 지분 10%를 약 18억 유로에 확보한 데 이어, 올해 2월 약 42억 유로를 추가 투자해 보유 지분을 20%로 높였다. 양사는 피부과학 분야에서 공동 연구를 추진 중이다. 미용 시술 경험자의 87%가 최근 시술과 연계하거나 효과를 보완하기 위해 스킨케어 제품을 사용한 것으로 파악된 만큼, 두 영역의 접점은 화장품 기업에 추가적인 사업 기회가 될 수 있을 것으로 전망한다.

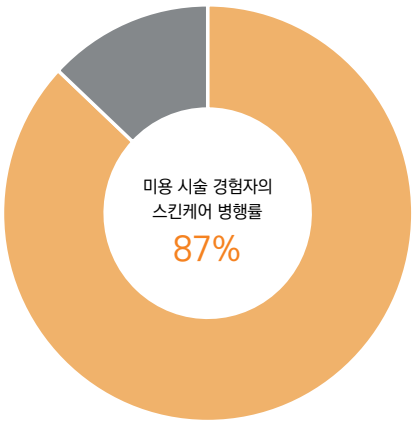
갈더마의 경우 피부과학 전문성을 기반으로 화장품과 미용의료, 피부질환 치료제를 아우르는 Integrated Dermatology 전략을 추진, 기존 미용의료 사업에서 확보한 의료진 네트워크와 연구개발·영업 역량을 화장품 사업에 활용하고 있다. 2022년 인수한 알라스틴은 이러한 사업 간 시너지를 바탕으로 2024년 미국 상위 5개 전문가용 스킨케어 브랜드 중 가장 높은 성장률을 기록했고, 2025년에도 두 자릿수 성장을 이어갔다.

지난해 중국 진출에 이어 올해 대만 등 아시아 시장으로 판매 지역을 확대하는 한편, 지난 4월에는 병·의원에서 시술과 스킨케어를 연계하는 ALASTIN Signature Practices 프로그램을 도입했다. 최근 ZO Skin Health 인수 계약(기업가치 약 15억 달러, 직전 12개월 매출액 약 3.3억 달러)을 체결했으며, 알라스틴과 상호보완적인 제품군을 추가해 스킨케어 사업을 강화할 계획이다.

한편, 유니레버는 건강·웰니스 분야로 사업 영역을 넓히고 있다. 2022년 사업부 재편을 통해 Beauty & Wellbeing을 주요 사업 축으로 구성하고, 기존 스킨케어·헤어케어 브랜드에 올리, 리퀴드 I.V. 등 건강관리 브랜드를 결합했다. 같은 해 인수한 모발 영양제 브랜드 뉴트라폴의 연 매출액은 인수 당시 약 2.2억 달러에서 2025년 약 3배 수준으로 증가했으며, Wellbeing 사업 역시 지난해 두 자릿수 성장률을 기록했다.

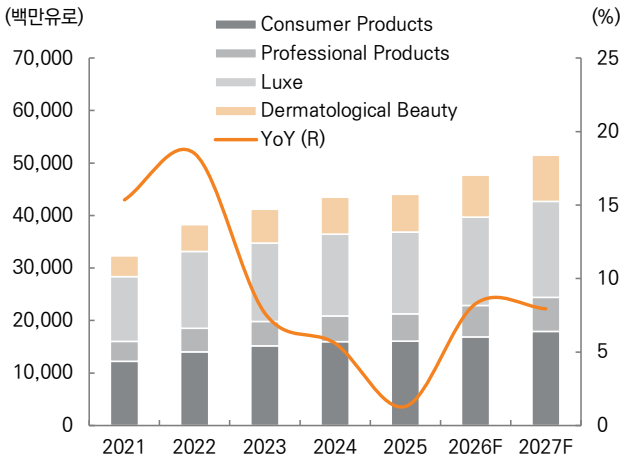
실제 소비자 조사 결과, 응답자의 90%가 뷰티와 웰빙의 연관성을 인식, 93%가 두 영역을 함께 증진하기 위한 업계의 노력이 필요하다고 응답한 바, 이러한 소비자의 인식과 웰니스 사업의 성장세를 고려하면 뷰티·웰니스 연계 전략은 향후에도 유효할 전망이다.

그림 65. 미용 시술 및 스킨케어 병행률



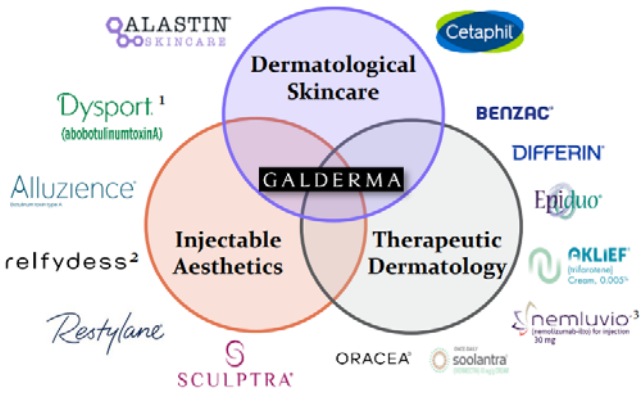
자료: L'Oreal, 미래에셋증권 리서치센터

그림 66. 로레알: 사업부별 연간 매출액 추이



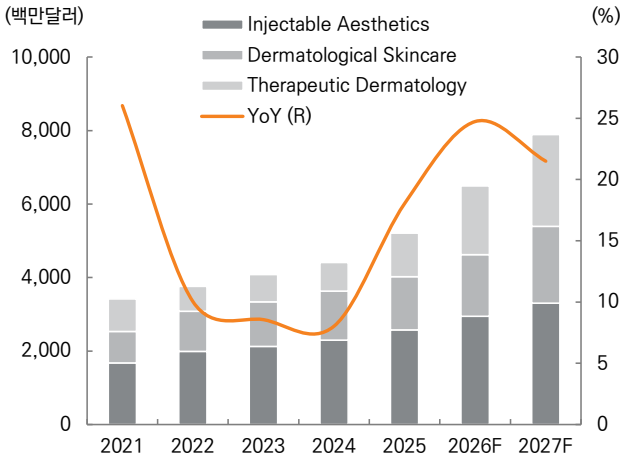
주: 전망치는 컨센서스 기준
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 67. 갈더마: 통합 피부과학 사업 포트폴리오



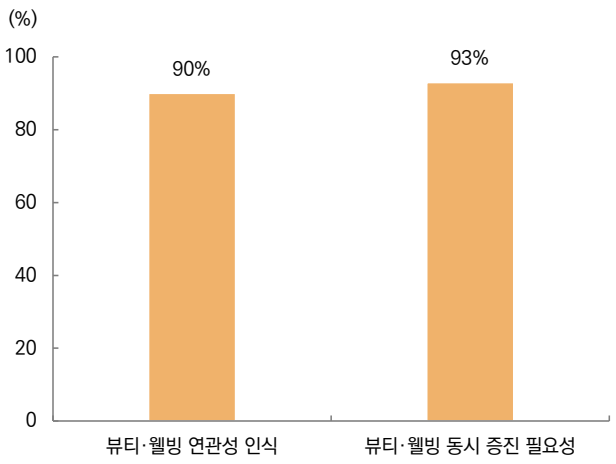
자료: Galderma, 미래에셋증권 리서치센터

그림 68. 갈더마: 사업부별 연간 매출액 추이



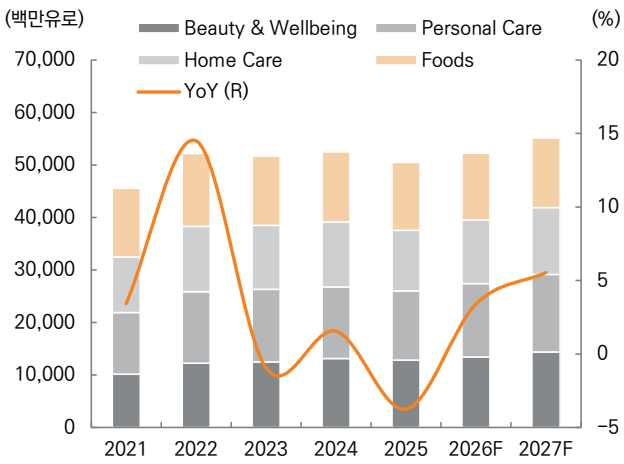
주: 전망치는 컨센서스 기준
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 69. 뷰티와 웰빙의 연관성에 대한 소비자 인식



주: 영국·미국·인도·브라질 소비자 4,000명 대상 조사(2025년)
자료: Unilever, 미래에셋증권 리서치센터

그림 70. 유니레버: 사업부별 연간 매출액 추이



주: 2025년 12월 아이스크림 사업 인적분할. 전망치는 컨센서스 기준
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

에이피알 PN 기반 스킨부스터
- 에이지알(도포형)
- 에이지알 플러스 G(주입형)



국내에서도 기존 사업의 기술력과 브랜드 기반을 활용한 포트폴리오 다변화가 이어지고 있으며, 에이피알과 구다이글로벌이 대표적이다. 에이피알은 메디큐브의 브랜드 경쟁력과 디바이스 기술을 바탕으로 전문 미용의료 분야에 진출 중이다. PN(Polynucleotide) 기반 스킨부스터는 올해 상반기 해외 공급을 시작해 최근 중남미까지 판매 지역을 넓혔으며, 11월 제품 2종의 칠레 출시를 앞두고 있다. 병원용 에너지 기반 의료기기(EBD, Energy Based Device) 역시 국내 인허가를 완료, 상용화를 준비 중이다.

에이피알의 미용의료 진출은 기존 화장품·디바이스 사업의 성장에도 기여할 수 있을 전망이다. 앞서 화장품과 디바이스의 연계 판매와 함께 메디큐브 자사몰의 재구매율이 2020년 43%에서 2023년 66%까지 상승한 바 있다. 향후 미용의료 시술 고객과 시술 이후의 화장품·디바이스 사용을 연계한 신규 고객 유입과 재구매율 상승 또한 기대 가능하다.

구다이글로벌은 멀티 브랜드 운영을 통해 축적한 역량을 바탕으로 최근 이너뷰티 브랜드 이세비(eseve)를 론칭해 건강·웰니스 분야로 진출했다. 지난해 기준 조선미녀, 스킨1004, 티르티르, 라운드랩 등 주요 브랜드 모두 최소 2,000억원을 상회하는 연간 실적을 기록하고 있다. 웰니스에 대한 소비자의 니즈가 꾸준히 증가하는 가운데, 화장품과 이너뷰티의 연계를 통해 피부관리와 건강관리를 아우르는 수요를 폭넓게 확보할 수 있을 것으로 보인다.

물론 에이피알과 구다이글로벌의 확장은 아직 초기 단계로, 매출 기여와 기존 사업과의 시너지는 실제 확인이 필요하다. 다만 포트폴리오 다변화를 통한 성장 모델의 유효성은 이미 실적으로 확인되었다. 글로벌에서는 로레알과 갈더마, 유니레버가 성장을 이어가고, 국내에서는 파마리서치, 동국제약 등 미용의료·제약 기업들이 기존 전문성을 화장품에 활용해 성과를 보이고 있다. 이에 에이피알과 구다이글로벌 역시 기존 사업에서 탄탄한 경쟁력을 구축해온 만큼, 신규 사업에서도 사업 간 시너지를 통한 추가 성장을 기대할 수 있다는 판단이다. 나아가 향후 인접 사업을 통합적으로 잘 운영하는 역량이 기업 간 경쟁력의 차이를 만드는 가장 큰 요인이 될 것으로 전망한다.

표 5. 인접 사업 확장 사례

기업	주력 사업	확장 사업	주요 내용	사업화 현황
구다이글로벌	화장품	이너뷰티	[4Q26] 이너뷰티 브랜드 '이세비(eseve)' 론칭	'에어리 페이스 드링크' 올리브영 판매 개시
달바글로벌	화장품	이너뷰티·뷰티 디바이스	[1Q23] 이너뷰티 및 건강기능식품 브랜드 '비거너리 바이 달바(Veganery by d'Alba)' 론칭	1H26 이너뷰티 11억원(+24.5% YoY)
			[3Q24] '시그니처 올쎄라 더블샷' 출시	1H26 뷰티 디바이스 30억원(+71.8% YoY)
에이피알	화장품·뷰티 디바이스	미용의료	[2Q26] PN 기반 스킨부스터 의료기기 인증 및 수출 허가	2Q26 동남아 수출 개시·국내 4등급 허가 추진
			[3Q26] 병·의원용 집속초음파(HIFU) EBD 식약처 인허가 완료	4Q26~1Q27 국내 출시 목표
클래시스	미용의료	화장품·뷰티 디바이스	[3Q23] '슈링크 알엑스(ShurinkRX)' 고기능성 크림 출시	1H26 홈케어 사업부 39억원(+23.4% YoY)
			[4Q25] 자체 HIFU 기술 기반 '슈링크홈 리프투글로우' 출시	
파마리서치	미용의료	화장품	[4Q15] PDRN 기반 병·의원용 화장품 리쥬란 코스메틱 출시	1H26 화장품 1,023억원(+74.3% YoY)
휴젤	미용의료	화장품	[4Q14] 클리니컬 더마 브랜드 '웰라쥬(WELLAGE)' 론칭	1H26 화장품·기타 390억원(+31.7% YoY)
동국제약	제약	화장품·뷰티 디바이스	[2Q15] 병풀 정량추출물(TECA) 기반 '센텔리안24' 출시	1H26 건기식·생활건강제품 포함 헬스케어 사업부 2,029억원(+28.7% YoY)
			[1Q23] '마데카 프라임' 출시	
동아제약	제약	화장품	[4Q19] 더마 브랜드 '파티온(FATION)' 론칭	1H26 더마 화장품 155억원(+33.4% YoY)

자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

IV. 브랜드 분석: 판매 경쟁력과 성장의 지속성

소비자 관심에서 판매 성과로 이어지는 브랜드

K-뷰티의 글로벌 확산과 함께 다양한 브랜드가 성과를 내고 있으나, 산업의 특성상 제품군이 다양하고 판매 채널이 분산되어 있어 개별 브랜드의 성장 지속성을 일관된 기준으로 비교하기는 쉽지 않다. 구글 트렌드와 틱톡, 아마존 데이터 등이 주로 활용되고 있지만, 개별 지표만으로는 소비자 관심과 실제 제품 판매 간 관계, 해당 성과의 지속성을 파악하는 데 한계가 있다는 판단이다. 이에 미국 뷰티 시장 내 주요 국내 브랜드 20개를 대상으로 주요 온라인 지표와 판매 데이터 간 관계를 분석하고, 최근 3개월·6개월·YTD 기준 브랜드별 경쟁력과 지속성을 비교했다.

[분석 대상] 미국 내 주요 K-뷰티 브랜드 20개, 브랜드별 대표 Top5 제품 선정

[분석 기간] 2025년 1월~ 2026년 10월, 월별

[소비자 관심] 구글 트렌드 지수, 틱톡 해시태그 조회수

[콘텐츠·채널 활동] 틱톡 해시태그 영상 수, 틱톡샵 제휴 크리에이터·라이브·영상 수

[판매 성과] 틱톡샵 판매 수량·GMV, 아마존 BSR(Best Sellers Rank)·GMV

평가에 앞서 주요 온라인 지표와 브랜드별 대표 Top5 제품의 아마존 GMV 간 상관관계를 분석했다. 구글 트렌드 지수와 아마존 GMV의 상관계수는 당월 기준 0.64로 확인되었으며, 1~3개월 후 GMV와 비교한 경우에도 0.64~0.66으로 타 지표 대비 높은 연관성을 보였다. 틱톡의 소비자 관심 및 콘텐츠·채널 활동 지표에서도 전반적으로 양의 상관관계가 나타났다. 다만 각 지표별로 실제 판매와의 연관성에 차이가 있다는 점에서, 브랜드별 성장 지속성은 단일 지표가 아닌 소비자의 관심 변화와 실제 판매 데이터를 함께 반영해 평가했다.

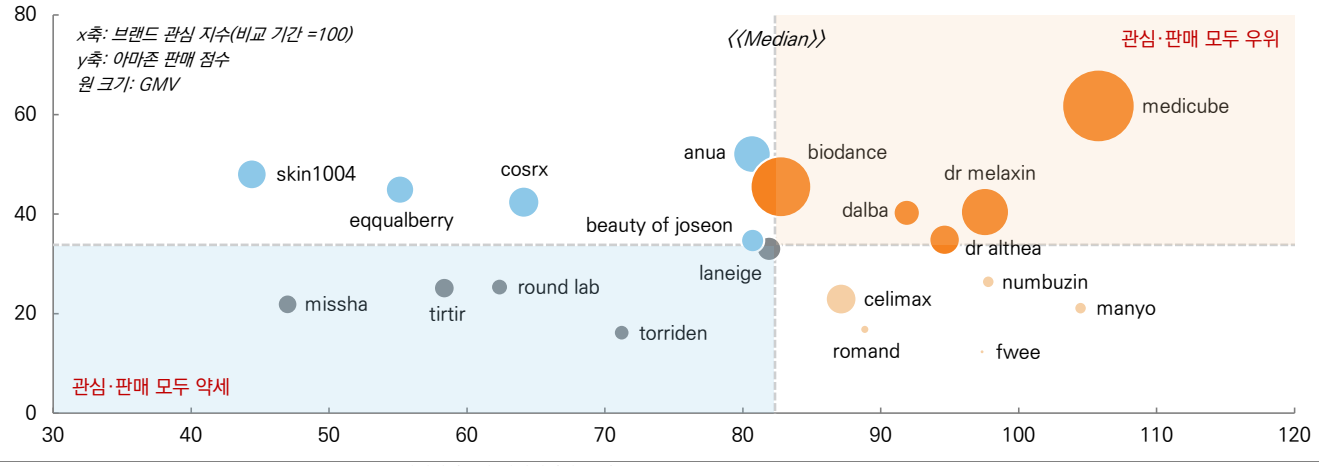
표 6. 주요 온라인 지표와 아마존 GMV의 시차별 상관관계

구분	지표	당월	1개월 후	2개월 후	3개월 후
소비자 관심	구글 트렌드 지수	+0.64	+0.64	+0.66	+0.64
	틱톡 해시태그 조회수	+0.38	+0.40	+0.42	+0.44
콘텐츠·채널 활동	틱톡 해시태그 영상 수	+0.41	+0.42	+0.40	+0.42
	틱톡샵 제휴 크리에이터 수	+0.52	+0.51	+0.49	+0.45
	틱톡샵 라이브 수	+0.51	+0.51	+0.49	+0.44
	틱톡샵 영상 수	+0.53	+0.51	+0.50	+0.46

주: 브랜드별 평균 제거

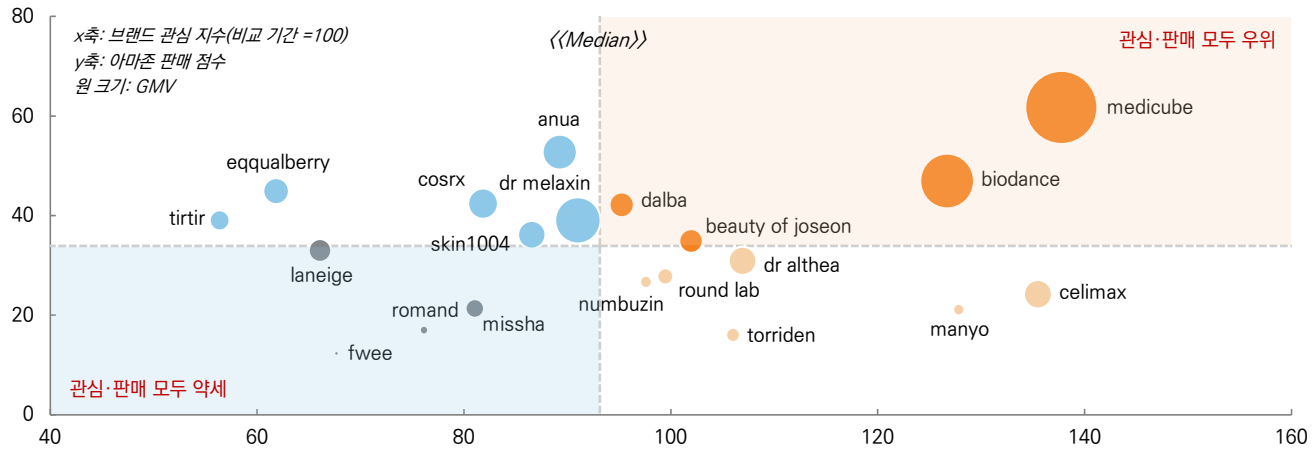
자료: Google Trends, Exolyt, FastMoss, Jungle Scout, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 71. 브랜드별 관심 지수 및 아마존 판매 점수: 3M(2026년 8~10월 vs. 직전 3개월)



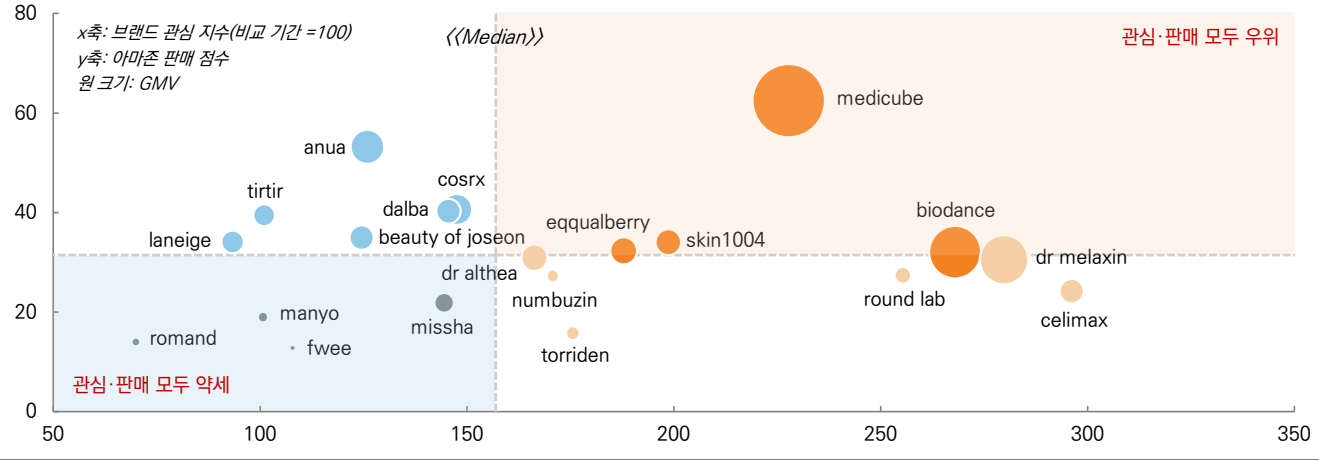
자료: Google Trends, Exolyt, FastMoss, Jungle Scout, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 72. 브랜드별 관심 지수 및 아마존 판매 점수: 6M(2026년 5~10월 vs. 직전 6개월)



자료: Google Trends, Exolyt, FastMoss, Jungle Scout, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 73. 브랜드별 관심 지수 및 아마존 판매 점수: YTD(2026년 1~10월 vs. 전년 동기)



자료: Google Trends, Exolyt, FastMoss, Jungle Scout, 미래에셋증권 리서치센터 추정

브랜드 관심 지수(x축)는 구글 트렌드 지수와 틱톡 해시태그 영상 조회 수의 비교 기간 대비 증감률을 평균해 산출했으며, 아마존 판매 점수(y축)는 판매 규모와 기간을 고려해 선정한 브랜드별 대표 Top5 제품의 BSR을 활용했다. 사분면은 최근 3개월·6개월 및 YTD 기준 각 지표의 중위값으로 구분되고, 브랜드별 원 크기는 틱톡샵 브랜드 GMV와 아마존 대표 Top5 제품의 GMV를 합산한 규모를 반영한다.

분석 대상 중 메디큐브의 우위가 가장 두드러진다. 3개월·6개월·YTD 모두 브랜드 관심 지수와 아마존 판매 점수가 중위값을 상회(Core)했으며, GMV 규모 역시 다른 브랜드와 큰 격차를 보였다. 특히 아마존 판매 점수는 모든 기간에서 20개 브랜드 중 1위를 기록한 바, 대표 제품의 판매 우위를 일관되게 유지하고 있다는 점에서 긍정적이다.

메디큐브 외 상장사 브랜드 중에서는 코스알엑스와 달바의 양호한 성과에 주목한다. 두 브랜드 모두 세 기간에 걸쳐 판매 점수가 중위값을 상회(Sticky·Core)했고, 특히 YTD 기준 각각 3위와 4위를 기록했다. 코스알엑스는 상대적으로 낮은 관심 증가율에도 대표 제품이 판매 상위권을 꾸준히 유지 중인 것으로 파악되며, 달바는 최근 3개월·6개월 기준 관심 지수까지 중위값을 넘어섰다.

반면 코스알엑스와 같은 아모레퍼시픽 산하의 라네즈는 YTD 판매 우위를 보였으나, 최근 판매 점수는 중위값을 하회했다. 다만 기존 립 중심의 성장 기반을 스킨케어로 넓히고 있는 만큼 해당 제품군의 성과가 향후 판매 회복의 주요 변수가 될 것으로 전망된다.

[표] 평가 기준
- Core: 관심·판매 우위
- Sticky: 판매 우위
- Hype-led: 관심 우위
- Cooling: 관심·판매 상대적 약세

표 7. 브랜드별 경쟁력 평가

브랜드	기업	3M	6M	YTD
메디큐브(medicube)	에이피알	Core	Core	Core
바이오던스(biodance)	뷰티셀렉션	Core	Core	Core
닥터멜락신(dr melaxin)	브랜드501	Core	Sticky	Hype-led
아누아(anua)	더파운더즈	Sticky	Sticky	Sticky
코스알엑스(cosrx)	아모레퍼시픽	Sticky	Sticky	Sticky
셀리맥스(celimax)	앱솔브랩	Hype-led	Hype-led	Hype-led
닥터엘시아(dr althea)	더퓨어랩	Core	Hype-led	Hype-led
스킨1004(skin1004)	구다이글로벌	Sticky	Sticky	Core
이퀄베리(eqqualberry)	부스터스	Sticky	Sticky	Core
달바(dalba)	달바글로벌	Core	Core	Sticky
라네즈(laneige)	아모레퍼시픽	Cooling	Cooling	Sticky
조선미녀(beauty of joseon)	구다이글로벌	Sticky	Core	Sticky
티르티르(tirtir)	구다이글로벌	Cooling	Sticky	Sticky
미샤(missha)	에이블씨엔씨	Cooling	Cooling	Cooling
라운드랩(round lab)	구다이글로벌	Cooling	Hype-led	Hype-led
토리든(torriden)	토리든	Cooling	Hype-led	Hype-led
마녀공장(manyo)	마녀공장	Hype-led	Hype-led	Cooling
넘버즈인(numbuzin)	비나우	Hype-led	Hype-led	Hype-led
롬앤(romand)	아이패밀리에스씨	Hype-led	Cooling	Cooling
퓌(fwee)	비나우	Hype-led	Cooling	Cooling

주1: 최근 3개월 월평균 GMV 내림차순 정렬
주2: 상장사 브랜드 하이라이트
자료: Google Trends, Exolyt, FastMoss, Jungle Scout, 미래에셋증권 리서치센터 추정

한편 비상장사 브랜드 중 바이오던스와 아누아의 판매 기반이 견조하다. 바이오던스는 세 기간 모두 관심 지수와 아마존 판매 점수가 중위값을 상회(Core)했으며, 아누아는 관심 지수가 중위값을 모두 하회했음에도 판매 점수에서는 2위를 꾸준히 유지(Sticky)했다. 바이오던스는 소비자 관심과 판매의 동반 강세, 아누아는 기존 제품에 대한 안정적인 수요 기반이 강점으로 분석된다.

닥터멜락신의 개선에도 주목할 만하다. YTD 기준 판매 점수가 중위값을 하회(Hype-led)했으나, 6개월 판매 우위를 확보(Sticky)한 데 이어 최근 3개월 관심 지수까지 중위값을 상회(Core)했다. 관심에 비해 상대적으로 약했던 판매 성과가 뒷받침되기 시작한 모습이다.

분석 결과, 주요 20개 브랜드 중 아마존 판매 점수가 3개월·6개월·YTD 모두 중위값을 상회한 브랜드는 총 8개로, 이 가운데 관심 지수까지 일관된 우위를 보인 브랜드는 메디큐브와 바이오던스다. 나머지 6개 브랜드는 일부 기간 관심 지수가 중위값을 하회했음에도 판매 상위권을 유지해, 대표 제품의 판매 기반은 견조한 것으로 분석된다. 각 브랜드별 경쟁력과 지속성은 주력 제품을 통해 구축한 판매 기반을 다양한 카테고리와 지역으로 확장해 추가적인 성장 동력을 확보할 수 있는지에 달려 있을 것으로 판단한다.

표 8. 미국 아마존 베스트셀러 Top100 내 K-뷰티 제품 현황(11/22)

순위	브랜드	제품명	가격
1	메디큐브	제로 모공 패드 2.0	$13.23
2	바이오던스	바이오 콜라겐 리얼 딥 마스크	$13.99
3	메디큐브	PDRN 핑크 콜라겐 겔 마스크	$13.23
5	메디큐브	콜라겐 젤크림	$9.60
7	아누아	PDRN 히알루론산 100 수분 크림	$16.80
8	메디큐브	PDRN 핑크 펩타이드 앰플	$13.23
11	메디큐브	PDRN 핑크 콜라겐 볼륨 멀티밤	$11.90
13	메디큐브	PDRN 핑크 카페인 콜라겐 아이패치	$15.33
14	바이오던스	콜라겐 펩타이드 아이패치	$17.50
17	아누아	PDRN 콜라겐 글로우 페이셜 세럼 스프레이	$14.70
18	메디큐브	콜라겐 나이트 랩핑 마스크	$13.30
19	메디큐브	제로 모공 클리어링 캡슐 폼 클렌저	$11.24
20	아누아	아젤라익 액씨드 10 히알루론 홍조 수딩 세럼	$15.40
23	메디큐브	PDRN 핑크 콜라겐 캡슐 크림	$14.90
24	셀리맥스	더 비타 A 레티날 샷 타이트닝 부스터	$14.00
29	닥터엘시아	345 릴리프 크림	$18.90
35	코스알엑스	어드벤스드 스네일 96 뮤신 파워 에센스	$13.59
40	메디테라피	레티날 스킨 부스터 세럼	$13.99
43	메디큐브	PDRN 핑크 펩타이드 아이크림	$13.23
49	센텔리안24	마데카 크림 타임 리버스	$17.01
51	메디큐브	PDRN 콜라겐 괄사 넥 링클 크림	$20.93
53	메디큐브	스타터 키트 PDRN 글로우 에센셜	$13.21
70	메디큐브	트리플 콜라겐 크림 4.0	$13.93
78	아누아	어성초 쿼세티놀 모공 딥 클렌징폼	$10.50
87	메디큐브	제로 엑소좀 샷 2000	$11.31
90	달바	화이트 트러플 퍼스트 스프레이 세럼	$17.09
98	아누아	나이아신아마이드 10 TXA 4 세럼	$15.40

자료: Amazon(Beauty & Personal Care Best Sellers Top100), 미래에셋증권 리서치센터

유럽 5개국 베스트셀러 진입과 시장 확장

K-뷰티의 성과는 미국을 넘어 유럽 주요국에서도 확인된다. 영국과 스페인, 독일, 프랑스, 이탈리아 등 유럽 5개국의 아마존 뷰티 베스트셀러 Top100에도 국가별로 두 자릿수의 국내 브랜드 제품이 진입해 있다.

메디큐브는 진입 국가와 제품군의 범위 모두에서 가장 뚜렷한 우위를 보였다. 제로 모공 패드가 고르게 상위권에 위치했으며, PDRN·콜라겐 세럼과 크림, 마스크 등도 베스트셀러에 포함되었다. 영국, 스페인, 프랑스, 이탈리아에서는 각각 10개 이상의 제품이 Top100에 진입했다. 핵심 제품의 해외 확산에 더해 여러 카테고리에서 판매 성과가 나타나고 있어, 후속 제품을 통한 성장 여력이 상대적으로 큰 브랜드다.

한편 달바는 스페인·독일에서 각각 5개·3개 제품이, 코스알엑스의 경우 영국·스페인·독일에서 각각 2개·1개·3개 제품이 Top100에 진입했다. 향후 유럽 내 판매 지역의 확대 여부가 추가 성장의 주요 변수로 작용할 것으로 예상된다.

업종 전반에 대한 시장의 눈높이가 높아진 만큼, 성장의 지속성에 대한 우려가 여전히 남아 있다. 다만 환율 등 외부 변수에 따른 단기 실적 부담과 별개로, 실제 데이터를 통해 입증된 주요 브랜드의 판매 성과를 감안하면 중장기 성장 여력은 충분하다는 판단이다. 특히 소비자 관심의 변화에도 판매 우위를 유지하고, 미국에 이어 유럽에서도 성과를 확보하는 브랜드들이 나타나고 있다는 점이 긍정적이다. 향후 이러한 성과를 지속적인 매출 증가와 수익성 개선으로 연결하는 기업을 중심으로 업종 내 평가가 차별화될 것으로 전망한다.

표 9. 브랜드별·국가별 아마존 베스트셀러 진입 제품 수

브랜드	미국	영국	스페인	독일	프랑스	이탈리아
메디큐브(medicube)	14	15	16	6	12	21
바이오던스(biodance)	2	2	2	2	2	2
아누아(anua)	5	1	1	3	–	–
셀리맥스(celimax)	1	1	2	1	2	2
달바(dalba)	1	–	5	3	–	–
코스알엑스(cosrx)	1	2	1	3	–	–
닥터엘시아(dr althea)	1	–	1	–	1	–
센텔리안24(centellian24)	1	1	–	1	–	–
조선미녀(beauty of joseon)	–	1	–	2	–	–
퓨리토 서울(purito seoul)	–	–	1	1	–	–

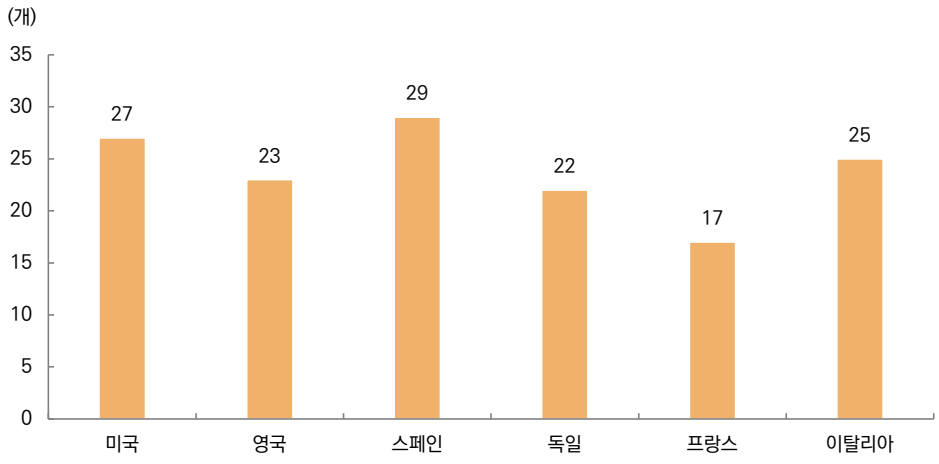
자료: Amazon(Beauty & Personal Care Best Sellers Top100), 미래에셋증권 리서치센터

표 10. 아마존 베스트셀러 공통 진입 제품의 국가별 순위

제품명	미국	영국	스페인	독일	프랑스	이탈리아
메디큐브 제로 모공 패드 2.0	1	1	9	2	2	3
메디큐브 PDRN 핑크 펩타이드 앰플	8	7	1	26	37	2
바이오던스 콜라겐 펩타이드 아이패치	14	10	19	22	26	28
셀리맥스 더 비타 A 레티날 샷 타이트닝 부스터	24	72	13	9	3	4
메디큐브 콜라겐 나이트 랩핑 마스크	18	16	29	94	27	26

자료: Amazon(Beauty & Personal Care Best Sellers Top100), 미래에셋증권 리서치센터

그림 74. 국가별 아마존 베스트셀러 내 K-뷰티 제품 수



자료: Amazon(Beauty & Personal Care Best Sellers Top100), 미래에셋증권 리서치센터

표 11. 영국 아마존 베스트셀러 Top100 내 K-뷰티 제품 현황

순위	브랜드	제품명	가격	순위	브랜드	제품명	가격
1	메디큐브	제로 모공 패드 2.0	£10.60	29	센텔리안24	마데카 크림 타임 리버스	£6.55
2	메디큐브	PDRN 핑크 콜라겐 겔 마스크	£8.97	32	메디큐브	PDRN 핑크 콜라겐 캡슐 크림	£11.90
5	메디큐브	콜라겐 젤크림	£7.08	33	메디큐브	제로 모공 블랙헤드 머드팩	£11.90
6	바이오던스	바이오 콜라겐 리얼 딥 마스크	£9.49	40	메디큐브	PDRN 핑크 콜라겐 볼륨 멀티밤	£12.20
7	메디큐브	PDRN 핑크 펩타이드 앰플	£9.49	48	코스알엑스	어드벤스드 스네일 96 뮤신 파워 에센스	£9.99
10	바이오던스	콜라겐 펩타이드 아이패치	£14.75	49	메디큐브	스타터 키트 PDRN 글로우 에센셜	£14.90
11	메디큐브	PDRN 콜라겐 괄사 넥 링클 크림	£15.90	53	메디큐브	제로 폼 클렌저	£8.99
16	메디큐브	콜라겐 나이트 랩핑 마스크	£11.00	56	메디큐브	EGF NAD 탄력 앰플	£11.90
17	조선미녀	맑은쌀 선크림	£9.54	59	코스알엑스	어드벤스드 스네일 92 올인원 크림	£11.96
18	메디큐브	PDRN 핑크 카페인 콜라겐 아이패치	£12.26	60	아누아	PDRN 히알루론산 100 수분 크림	£14.70
21	메디큐브	PDRN 핑크 펩타이드 아이크림	£9.49	72	셀리맥스	더 비타 A 레티날 샷 타이트닝 부스터	£12.30
26	메디큐브	트리플 콜라겐 크림 4.0	£11.90				

자료: Amazon(Beauty & Personal Care Best Sellers Top100), 미래에셋증권 리서치센터

표 12. 스페인 아마존 베스트셀러 Top100 내 K-뷰티 제품 현황

순위	브랜드	제품명	가격	순위	브랜드	제품명	가격
1	메디큐브	PDRN 핑크 펩타이드 앰플	€ 12.90	28	메디큐브	제로 모공 블랙헤드 머드팩	€ 13.90
2	메디큐브	PDRN 핑크 콜라겐 캡슐 크림	€ 13.40	29	메디큐브	콜라겐 나이트 랩핑 마스크	€ 12.90
3	메디큐브	EGF NAD 탄력 앰플	€ 13.90	33	셀리맥스	포어 다크 스팟 브라이트닝 크림	€ 13.77
4	바이오던스	바이오 콜라겐 리얼 딥 마스크	€ 12.00	37	아누아	아젤라익 액씨드 10 히알루론 수딩 세럼	€ 15.40
5	메디큐브	PDRN 핑크 콜라겐 볼륨 멀티밤	€ 14.90	46	메디큐브	트리플 콜라겐 크림 4.0	€ 13.90
6	메디큐브	콜라겐 젤크림	€ 9.90	48	메디큐브	PDRN 콜라겐 괄사 넥 링클 크림	€ 19.00
8	달바	화이트 트러플 퍼스트 스프레이 세럼	€ 15.99	58	메디큐브	부스터 프로 X2	€ 149.00
9	메디큐브	제로 모공 패드 2.0	€ 12.90	61	달바	화이트 트러플 인텐시브 아이패치	€ 22.79
10	달바	화이트 트러플 더블 세럼 올인원 멀티밤	€ 16.24	64	달바	화이트 트러플 더블 세럼 앤 크림	€ 20.12
13	셀리맥스	더 비타 A 레티날 샷 타이트닝 부스터	€ 14.95	67	퓨리토 서울	마이티 밤부 판테놀 크림	€ 13.99
14	메디큐브	PDRN 핑크 펩타이드 아이크림	€ 12.90	72	메디큐브	제로 폼 클렌저	€ 9.99
15	메디큐브	PDRN 핑크 콜라겐 겔 마스크	€ 12.00	75	코스알엑스	더 6 펩타이드 스킨 부스터 세럼	€ 13.90
18	메디큐브	PDRN 핑크 카페인 콜라겐 아이패치	€ 14.90	84	닥터엘시아	345 릴리프 크림	€ 19.30
19	바이오던스	콜라겐 펩타이드 아이패치	€ 19.61	88	메디큐브	PDRN 핑크 콜라겐 글로우 젤리 세럼	€ 8.90
21	달바	워터풀 톤업 선크림	€ 15.79				

자료: Amazon(Beauty & Personal Care Best Sellers Top100), 미래에셋증권 리서치센터

표 13. 독일 아마존 베스트셀러 Top100 내 K-뷰티 제품 현황

순위	브랜드	제품명	가격	순위	브랜드	제품명	가격
1	바이오던스	바이오 콜라겐 리얼 딥 마스크	€9.49	38	센텔리안24	마데카 크림 타임 리버스	€9.45
2	메디큐브	제로 모공 패드 2.0	€12.90	40	코스알엑스	더 6 펩타이드 스킨 부스터 세럼	€13.40
4	코스알엑스	어드벤스드 스네일 92 올인원 크림	€10.00	45	아누아	PDRN 히알루론산 100 수분 크림	€16.80
5	달바	화이트 트러플 퍼스트 스프레이 세럼	€15.19	47	달바	화이트 트러플 인텐시브 아이패치	€21.84
9	셀리맥스	더 비타 A 레티날 샷 타이트닝 부스터	€13.99	50	메디큐브	EGF NAD 탄력 앰플	€12.90
15	달바	화이트 트러플 더블 세럼 올인원 멀티밤	€13.94	53	메디큐브	PDRN 핑크 콜라겐 캡슐 크림	€13.43
17	조선미녀	맑은쌀 선크림	€9.86	61	조선미녀	인삼아이크림	€10.92
21	아누아	아젤라익 액씨드 10 히알루론 수딩 세럼	€14.63	65	코스알엑스	PDRN 엑소좀 스킨플래닝 마스크	€11.80
22	바이오던스	콜라겐 펩타이드 아이패치	€17.99	83	퓨리토 서울	마이티 밤부 판테놀 크림	€12.10
26	메디큐브	PDRN 핑크 펩타이드 앰플	€12.90	91	메디큐브	제로 모공 블랙헤드 머드팩	€12.25
28	아누아	PDRN 콜라겐 글로우 페이셜 세럼	€13.97	94	메디큐브	콜라겐 나이트 랩핑 마스크	€10.43

자료: Amazon(Beauty & Personal Care Best Sellers Top100), 미래에셋증권 리서치센터

표 14. 프랑스 아마존 베스트셀러 Top100 내 K-뷰티 제품 현황

순위	브랜드	제품명	가격	순위	브랜드	제품명	가격
2	메디큐브	제로 모공 패드 2.0	€12.55	27	메디큐브	콜라겐 나이트 랩핑 마스크	€12.90
3	셀리맥스	더 비타 A 레티날 샷 타이트닝 부스터	€12.54	31	메디큐브	PDRN 핑크 펩타이드 아이크림	€11.20
4	바이오던스	캐비어 PDRN 리얼 딥 마스크	€11.52	37	메디큐브	PDRN 핑크 펩타이드 앰플	€12.90
6	메디큐브	PDRN 핑크 콜라겐 볼륨 멀티밤	€14.90	44	닥터엘시아	345 릴리프 크림	€18.90
11	메디큐브	콜라겐 젤크림	€8.90	59	메디큐브	PDRN 핑크 카페인 콜라겐 아이패치	€14.90
15	메디큐브	PDRN 핑크 콜라겐 캡슐 크림	€13.90	60	메디큐브	PDRN 핑크 콜라겐 겔 마스크	€11.52
17	메디큐브	EGF NAD 탄력 앰플	€13.90	67	메디큐브	PDRN 콜라겐 괄사 넥 링클 크림	€19.00
22	메디큐브	제로 모공 블랙헤드 머드팩	€12.90	89	셀리맥스	포어 다크 스팟 브라이트닝 크림	€13.77
26	바이오던스	콜라겐 펩타이드 아이패치	€18.99				

자료: Amazon(Beauty & Personal Care Best Sellers Top100), 미래에셋증권 리서치센터

표 15. 이탈리아 아마존 베스트셀러 Top100 내 K-뷰티 제품 현황

순위	브랜드	제품명	가격	순위	브랜드	제품명	가격
1	메디큐브	콜라겐 젤크림	€7.66	28	바이오던스	콜라겐 펩타이드 아이패치	€17.96
2	메디큐브	PDRN 핑크 펩타이드 앰플	€10.01	30	메디큐브	PDRN 콜라겐 괄사 넥 링클 크림	€19.00
3	메디큐브	제로 모공 패드 2.0	€10.34	32	메디큐브	트리플 콜라겐 크림 4.0	€14.53
4	셀리맥스	더 비타 A 레티날 샷 타이트닝 부스터	€13.30	33	메디큐브	제로 폼 클렌저	€9.99
5	메디큐브	PDRN 핑크 콜라겐 볼륨 멀티밤	€13.34	49	바이오던스	바이오 콜라겐 리얼 딥 마스크	€13.98
7	메디큐브	딥 비타C 캡슐 크림	€14.90	50	메디큐브	PDRN 젤투폼 클렌저	€12.90
9	메디큐브	EGF NAD 탄력 앰플	€13.90	61	메디큐브	PDRN 핑크 펩타이드 세럼 마스크	€6.90
10	메디큐브	제로 모공 블랙헤드 머드팩	€12.35	64	메디큐브	PDRN 핑크 콜라겐 글로우 젤리 세럼	€8.99
11	메디큐브	PDRN 핑크 펩타이드 아이크림	€12.25	78	메디큐브	제로 엑소좀 샷 2000	€9.90
13	메디큐브	PDRN 핑크 카페인 콜라겐 아이패치	€14.90	81	메디큐브	하이포클로로스애씨드 바디 필 샷	€14.90
18	메디큐브	PDRN 핑크 콜라겐 겔 마스크	€12.34	82	메디큐브	멀티 블랙헤드 모공 브러쉬	€2.90
21	셀리맥스	포어 다크 스팟 브라이트닝 크림	€12.50	85	메디큐브	PDRN 핑크 히알루로닉 수분 크림	€9.90
26	메디큐브	콜라겐 나이트 랩핑 마스크	€12.90				

자료: Amazon(Beauty & Personal Care Best Sellers Top100), 미래에셋증권 리서치센터

V. 밸류에이션 및 투자전략

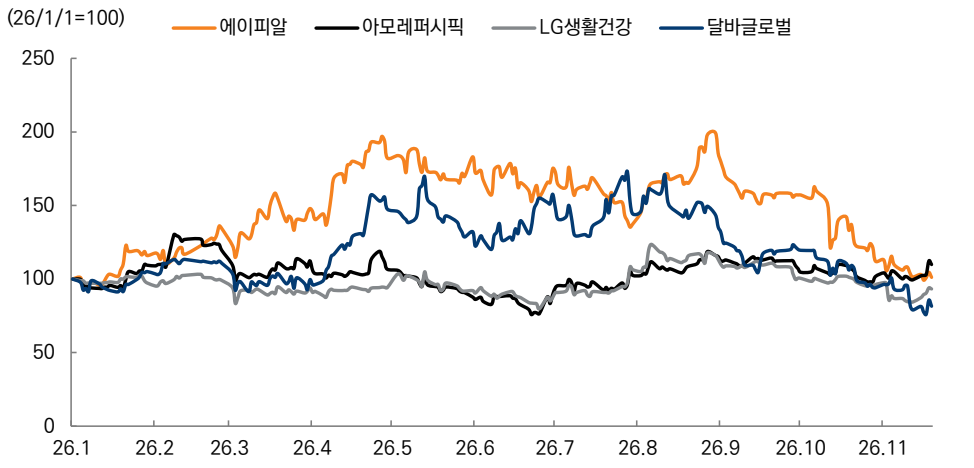
[브랜드사] 낮아진 밸류, 성장 격차 확대

화장품 업종은 올해 이익 추정치 상향에도 주가 상승률이 코스피를 하회하며, 현재 12MF P/E는 12배까지 낮아졌다. 높아진 기저에 따른 성장률 둔화와 해외 확장 과정의 비용 부담 우려가 반영된 것으로 보인다. 이를 해소하기 위해서는 확대된 사업 기반이 지속적인 매출 성장과 수익성 개선으로 이어질 필요가 있다. 브랜드·카테고리·지역이 다변화될수록 기존 기술과 유통망, 고객 기반을 공유하고 마케팅·물류 효율을 높이는 통합 운영 역량이 중요해지는 이유다. 향후 리레이팅은 이러한 역량을 실적으로 입증하는 기업을 중심으로 나타날 전망이다. 최선호주로 에이피알, 관심종목으로 아모레퍼시픽을 제시한다.

에이피알은 화장품과 디바이스의 연계 판매로 고객 기반을 넓히는 가운데, 미국에서 확보한 메디큐브의 판매 기반을 유럽으로 확대하고 있다. 특정 제품에 대한 의존도가 낮고 복수 품목의 판매 호조가 이어지고 있어, 기존 채널의 재발주와 취급 SKU 확대가 추가 성장을 뒷받침할 전망이다. 전문 미용의료 진출 역시 기존 기술과 브랜드의 활용 범위를 넓히는 중장기 성장 기회다. 현재 컨센서스 기준 12MF P/E는 약 13배로, 성장 여력 대비 낮은 수준이다. 성수기 해외 매출 확대와 함께 물류 운영 안정 등 비용 효율화가 이익률 개선으로 이어질 경우 멀티플 회복이 가능할 것으로 판단한다.

한편 아모레퍼시픽은 축적된 연구개발 역량과 글로벌 유통망을 복수 브랜드의 성장으로 연결하고 있다. 코스알엑스의 회복에 에스트라·일리윤과 헤어케어의 해외 성장이 더해지며, 기존 사업 기반을 활용한 포트폴리오 다변화의 성과가 나타나는 중이다. 현재 컨센서스 기준 12MF P/E는 약 19배다. 에스트라·일리윤의 BY26 합산 매출액은 4,000억원을 상회하며 전년 대비 67% 증가했다. 더마·헤어 중심의 해외 매출 확대와 성장 브랜드 간 유통·마케팅 역량 공유, 투자 효율 개선이 이어질 경우 글로벌 멀티브랜드 기업으로서의 재평가가 가능할 전망이다.

그림 75. 국내 브랜드사 커버리지 상대주가 추이



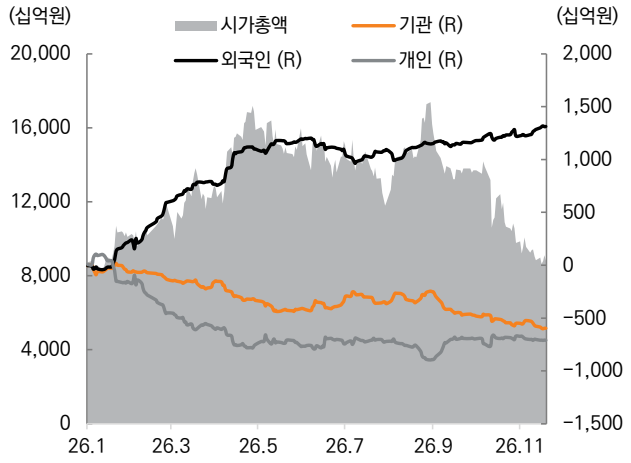
자료: Quantiwise, 미래에셋증권 리서치센터

표 16. 국내외 화장품 브랜드사 Peer Valuation Table (십억원, %, 배)

기업명	시가총액	매출액		영업이익		영업이익률		순이익		ROE		PER		PBR		EV/EBITDA	
		FY1	FY2	FY1	FY2	FY1	FY2	FY1	FY2	FY1	FY2	FY1	FY2	FY1	FY2	FY1	FY2
Loreal	341,934	70,067	75,165	14,228	15,496	20.3	20.6	10,842	11,910	21.0	21.8	31.4	28.5	6.2	5.8	20.8	19.0
Estee Lauder	48,406	21,254	22,182	2,871	3,303	13.5	14.9	1,689	2,006	31.1	31.2	29.0	24.4	7.8	6.6	13.4	11.7
Kao	30,362	15,004	15,620	1,618	1,742	10.8	11.2	1,175	1,268	12.7	13.1	25.4	23.4	3.2	3.0	12.2	11.3
Shiseido	14,007	8,555	8,789	567	682	6.6	7.8	395	476	7.7	8.7	34.0	28.9	2.6	2.5	13.0	12.0
e.l.f. Beauty	8,220	2,716	2,961	436	486	16.0	16.4	314	342	19.2	17.9	26.5	24.6	4.6	3.8	15.3	13.5
Kose	3,014	2,879	2,972	148	170	5.1	5.7	98	114	4.2	4.8	28.9	25.0	1.2	1.2	10.1	9.2
에이피알	8,817	3,087	4,200	719	1,003	23.3	23.9	541	760	84.9	70.4	16.3	11.6	10.6	6.8	11.3	7.8
아모레퍼시픽	8,154	4,733	5,216	488	583	10.3	11.2	351	440	6.3	7.5	25.3	20.2	1.7	1.6	10.2	8.9
LG생활건강	3,766	6,309	6,499	314	387	5.0	6.0	181	255	3.3	4.4	24.0	15.9	0.8	0.7	5.2	4.2
달바글로벌	1,566	729	953	166	217	22.8	22.7	124	166	51.2	47.8	12.5	9.4	5.4	3.8	8.4	6.0
평균	46,825	13,533	14,456	2,156	2,407	13.4	14.0	1,571	1,774	24.2	22.8	25.3	21.2	4.4	3.6	12.0	10.4

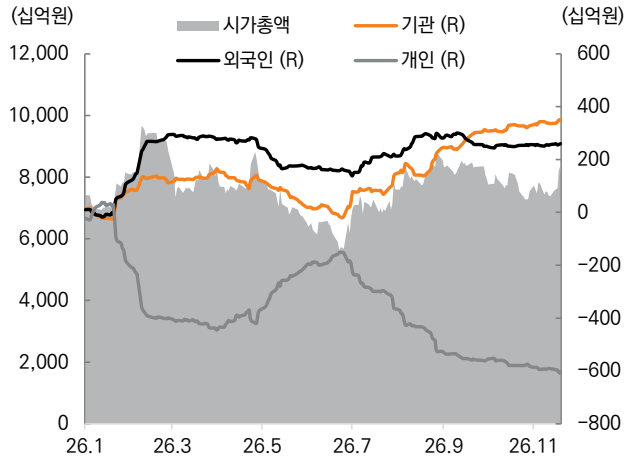
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 76. 에이피알 수급 추이



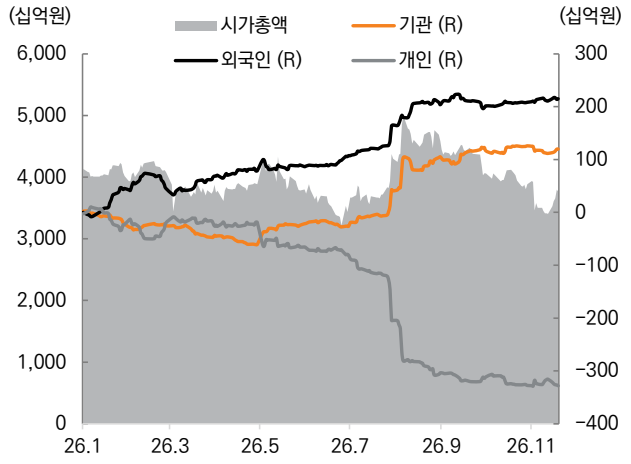
주: YTD 누적 순매수 금액
자료: Quantiwise, 미래에셋증권 리서치센터

그림 77. 아모레퍼시픽 수급 추이



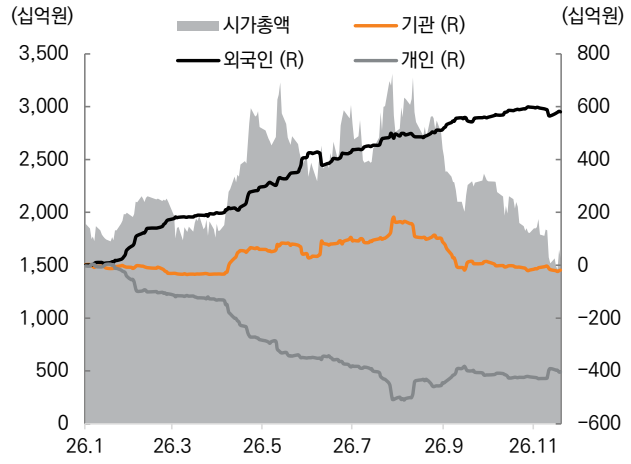
주: YTD 누적 순매수 금액
자료: Quantiwise, 미래에셋증권 리서치센터

그림 78. LG생활건강 수급 추이



주: YTD 누적 순매수 금액
자료: Quantiwise, 미래에셋증권 리서치센터

그림 79. 달바글로벌 수급 추이



주: YTD 누적 순매수 금액
자료: Quantiwise, 미래에셋증권 리서치센터

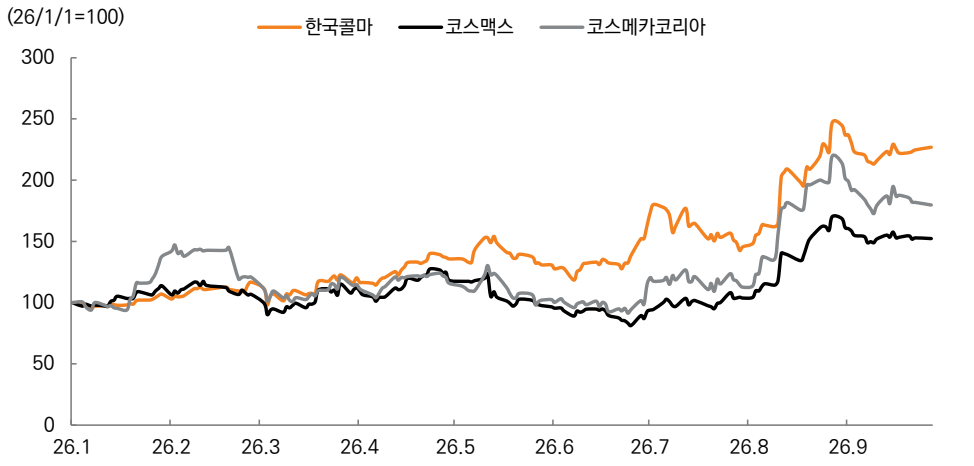
[ODM사] 구조적 수혜 지속, 생산능력이 곧 경쟁력

ODM사는 K-뷰티의 해외 판매 확대와 고객사 다변화에 따른 구조적 수혜가 지속될 전망이다. 기존 고객사의 주문 증가와 신규 브랜드의 진입에 글로벌 대형 브랜드의 개발·생산 의뢰까지 더해지며 수주 기반이 넓어지고 있다. 향후 성장의 관건은 늘어난 주문을 소화할 생산능력과 이를 이익으로 연결하는 생산 효율이다. 고객 기반과 제형 개발 역량이 실제 수주로 이어지고, 생산 병목 해소와 가동 효율 개선이 동반되는 기업을 선호한다.

최선호주는 코스맥스다. 국내 인디 고객사의 성장에 글로벌 대형사의 스킨케어 외주 수요가 더해지며 고객 기반이 확대되고 있다. 미국에서도 한국 본사와의 협업을 통한 제품군 확대와 재발주 증가가 외형 성장을 뒷받침하며 흑자 기조가 이어지고 있다. 국내 증설로 늘어난 수주에 대응하는 가운데 미국 법인의 이익 기여도 확대될 것으로 예상되어, 국내외 성장과 수익성 개선을 함께 기대할 수 있다는 판단이다.

주요 ODM사의 주가가 연초 이후 상승한 만큼, 추가적인 리레이팅은 이러한 수주 기반의 확대가 실제 매출과 이익 개선으로 이어지는 속도에 따라 차별화될 것으로 전망한다.

그림 80. 화장품 ODM사 커버리지 상대주가 추이



자료: Quantiwise, 미래에셋증권 리서치센터

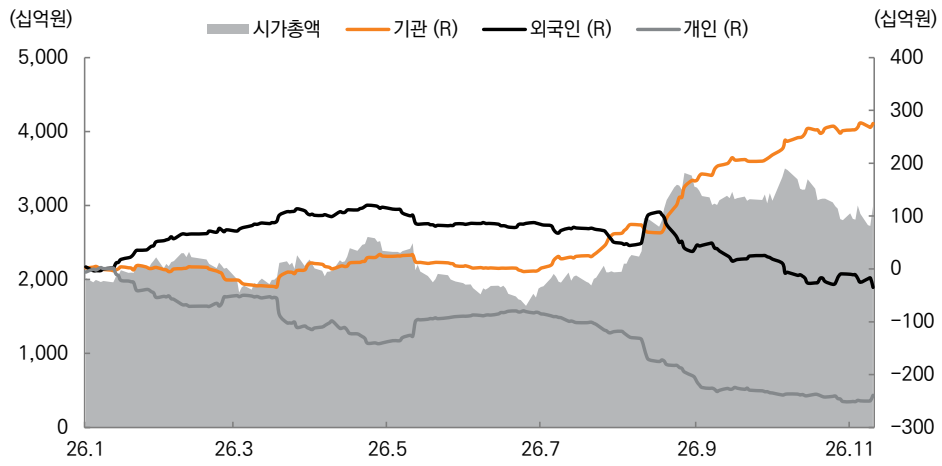
표 17. 국내외 화장품 ODM사 Peer Valuation Table

(십억원, %, 배)

기업명	시가총액	매출액		영업이익		영업이익률		순이익		ROE		PER		PBR		EV/EBITDA	
		FY1	FY2	FY1	FY2	FY1	FY2	FY1	FY2	FY1	FY2	FY1	FY2	FY1	FY2	FY1	FY2
Intercos	1,912	1,617	1,719	159	176	9.8	10.2	99	112	13.1	13.7	18.9	16.5	2.5	2.3	8.6	7.8
FuJian Nox Bellcow	533	533	614	41	52	7.8	8.4	35	44	10.2	11.2	15.9	12.8	1.6	1.4	-	-
코스맥스	3,229	3,191	3,857	283	356	8.9	9.2	181	235	28.5	29.4	17.9	13.7	4.6	3.6	10.9	8.8
한국콜마	2,745	3,209	3,632	342	407	10.7	11.2	187	230	19.2	19.9	14.7	11.9	2.5	2.1	9.2	7.9
코스메카코리아	1,119	883	1,047	112	144	12.7	13.8	68	92	24.1	25.8	16.5	12.1	3.6	2.8	10.1	7.8
평균	1,908	1,887	2,174	187	227	10.0	10.6	114	143	19.0	20.0	16.8	13.4	3.0	2.4	9.7	8.1

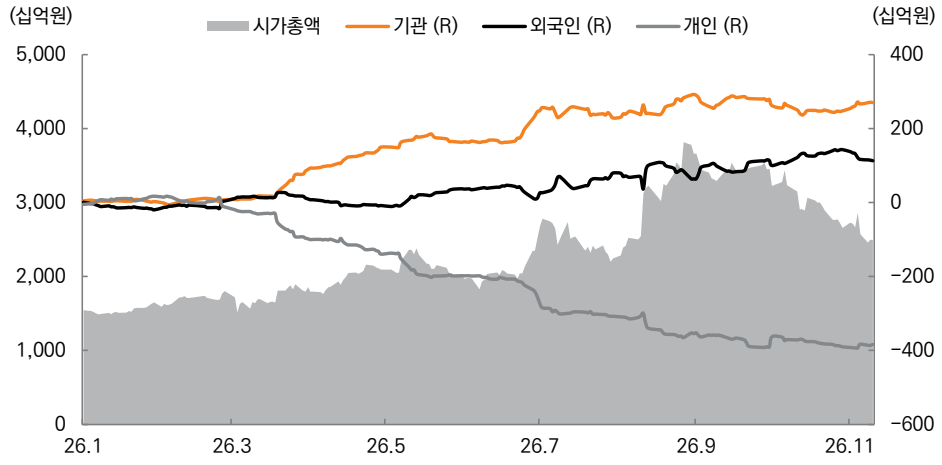
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 81. 코스맥스 수급 추이



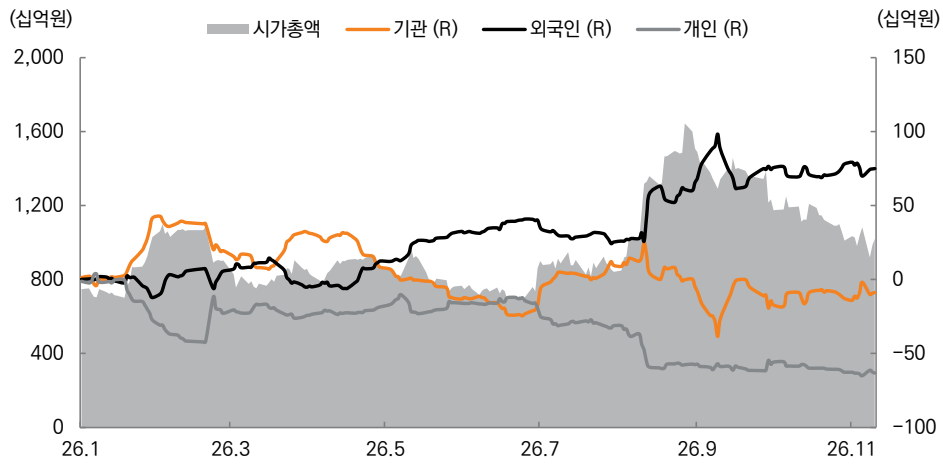
주: YTD 누적 순매수 금액
자료: Quantiwise, 미래에셋증권 리서치센터

그림 82. 한국콜마 수급 추이



주: YTD 누적 순매수 금액
자료: Quantiwise, 미래에셋증권 리서치센터

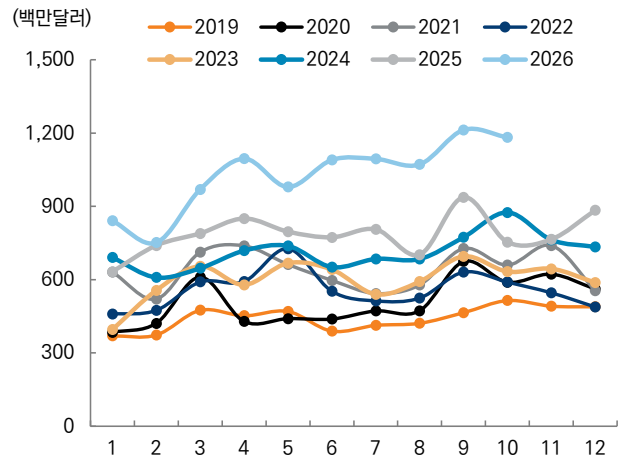
그림 83. 코스메카코리아 수급 추이



주: YTD 누적 순매수 금액
자료: Quantiwise, 미래에셋증권 리서치센터

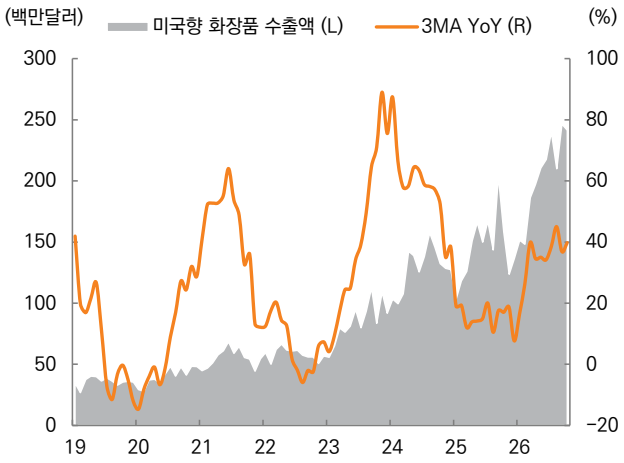
Appendix. 주요 수출 데이터

연도별 월간 화장품 수출: 월 10억 달러 돌파하며 고성장 지속



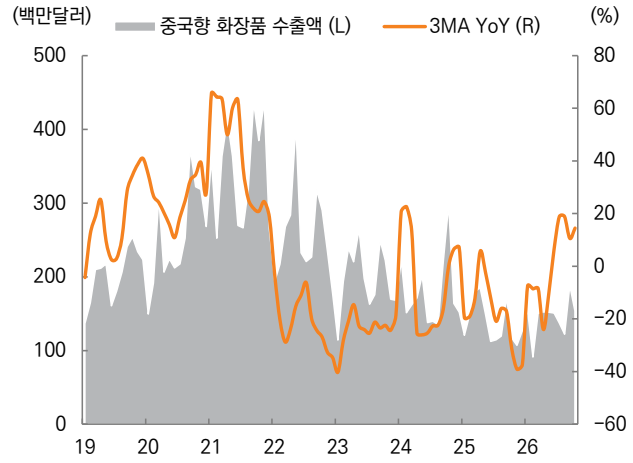
자료: TRASS, 미래에셋증권 리서치센터

[미국향] 6개월 연속 월 2억 달러 상회, 최대 수출 지역



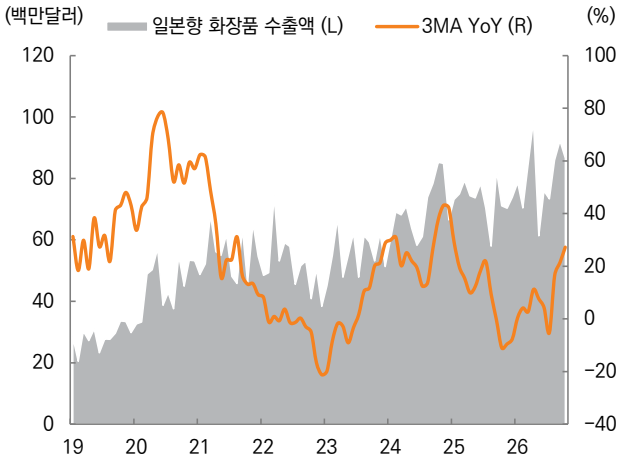
자료: TRASS, 미래에셋증권 리서치센터

[중국향] 2021년 고점 이후 감소세, 올해 누적은 소폭 증가



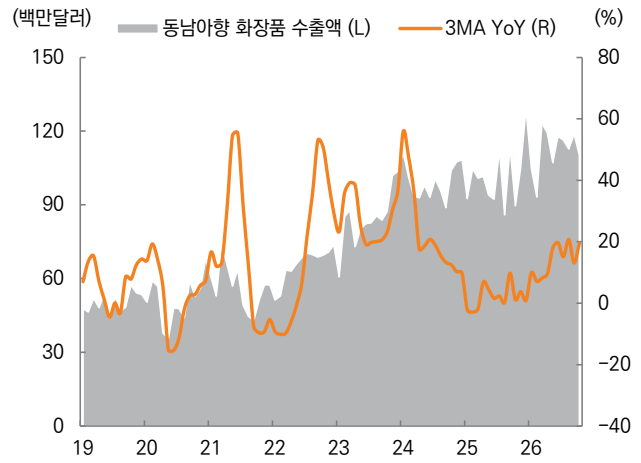
자료: TRASS, 미래에셋증권 리서치센터

[일본향] 전체 수출 내 비중 하락에도 완만한 성장 지속



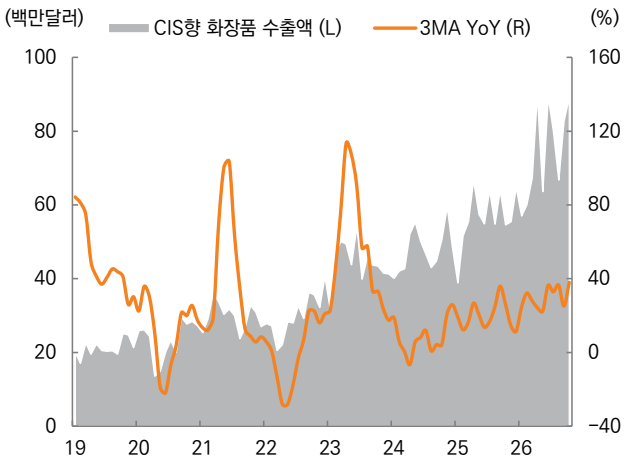
자료: TRASS, 미래에셋증권 리서치센터

[동남아향] 지난해 성장 정체 이후 올해 증가세 회복 중



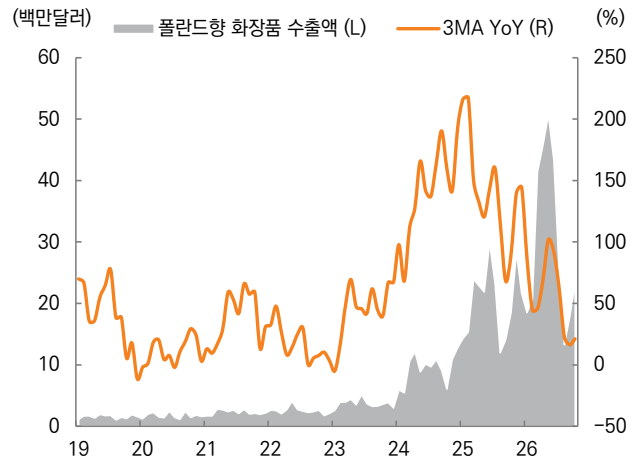
자료: TRASS, 미래에셋증권 리서치센터

[CIS향] 1~10월 누적 수출, 지난해 연간 실적 상회



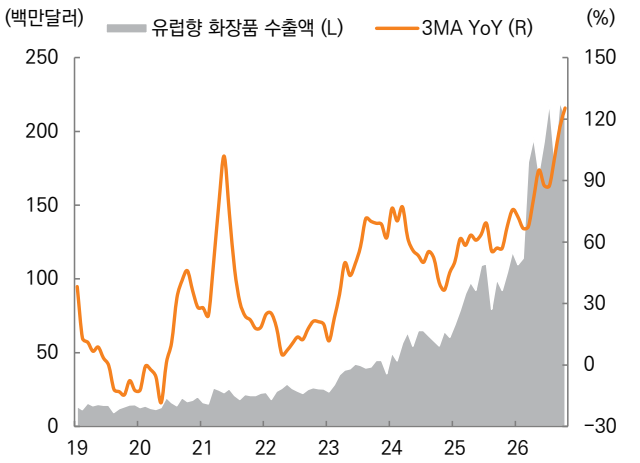
자료: TRASS, 미래에셋증권 리서치센터

[폴란드향] 유럽 물류 거점 확장과 함께 수출 규모 확대



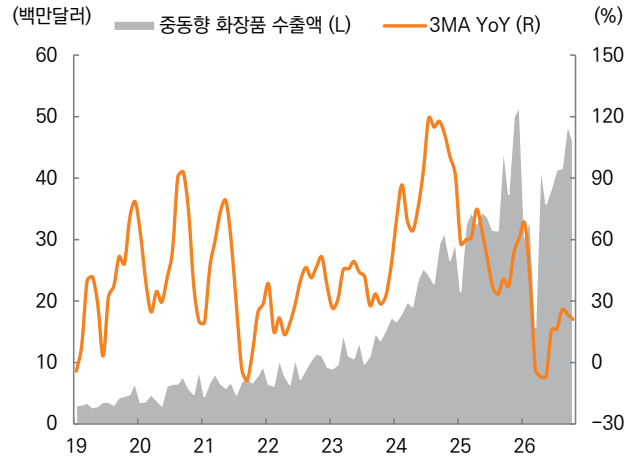
자료: TRASS, 미래에셋증권 리서치센터

[유럽향] 가파른 성장세 지속, 월 2억 달러대 진입



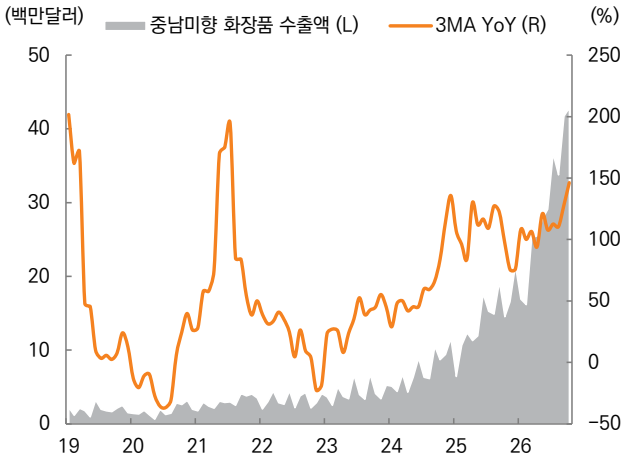
자료: TRASS, 미래에셋증권 리서치센터

[중동향] 3월 급감 이후 반등하며 하반기 월 4천만 달러대 회복



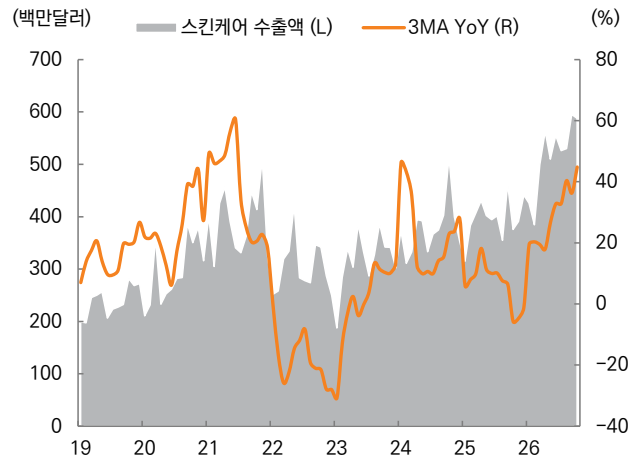
자료: TRASS, 미래에셋증권 리서치센터

[중남미향] 1~10월 누적 수출, 전년 동기 대비 두 배 이상 증가



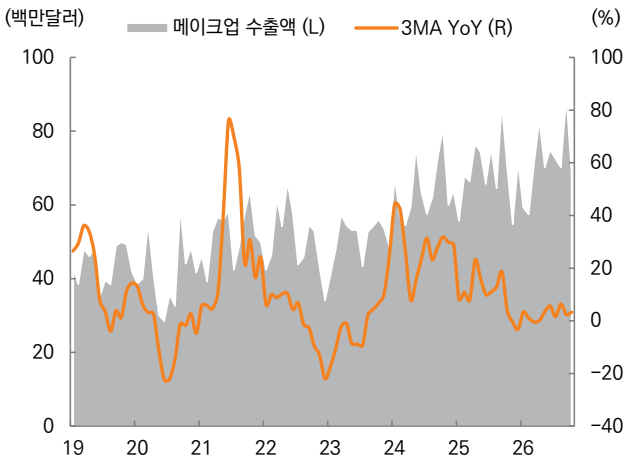
자료: TRASS, 미래에셋증권 리서치센터

[스킨케어] 미국·유럽향 수출 확대 이어지며 고성장 지속



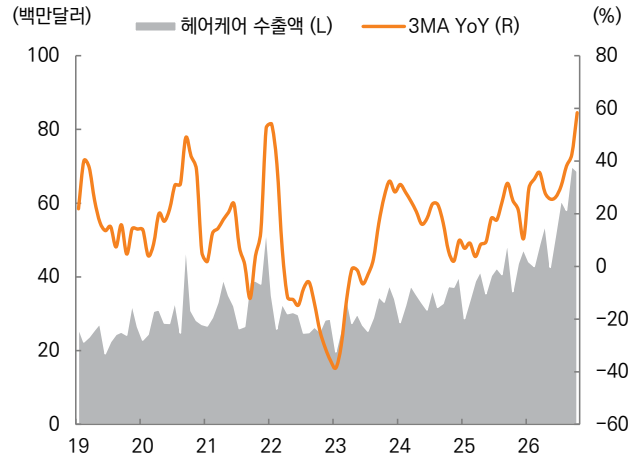
주: HS Code 3304.99.1000 기준(기초화장용 제품류)
자료: TRASS, 미래에셋증권 리서치센터

[메이크업] 화장품 고성장에도 메이크업 수출은 flat 수준



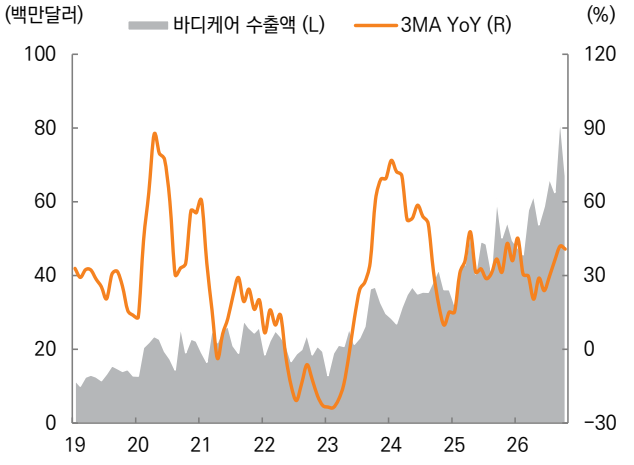
주: HS Code 3304.99.2000 기준(메이크업용 제품류, 립·아이·파우더 등 제외)
자료: TRASS, 미래에셋증권 리서치센터

[헤어케어] 미국향 수출 고성장, 월 7천만 달러 근접



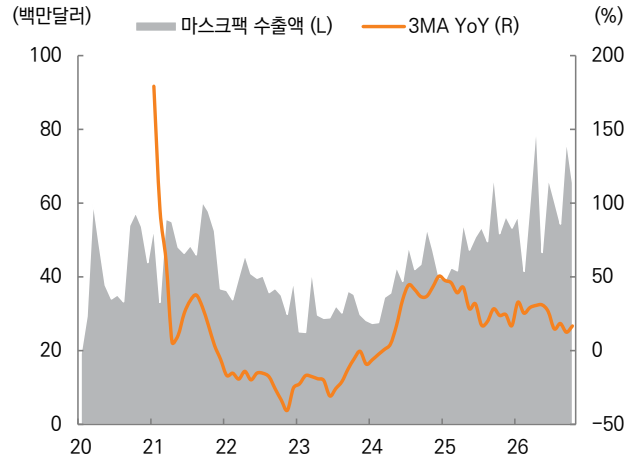
주: HS Code 3305 기준(샴푸·염색제 등을 포함한 두발용 제품류)
자료: TRASS, 미래에셋증권 리서치센터

[바디케어] 1~10월 누적 수출, 전년 동기 대비 30% 이상 증가



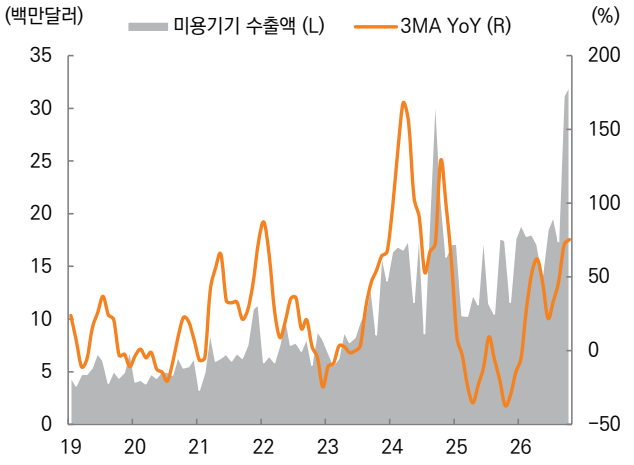
주: HS Code 3401.30 기준(액체·크림 형태의 피부세척용 유기계면활성제품과 조제품)
자료: TRASS, 미래에셋증권 리서치센터

[마스크팩] 유럽향이 올해 수출액 증가분의 절반 이상 견인



주: HS Code 3307.90.4000 기준(마스크팩). 2019년 10월 신설
자료: TRASS, 미래에셋증권 리서치센터

[미용기기] 9월 미국향 MoM 두 배 급증, 월 3천만 달러 상회



주: HS Code 8543.70.2020 기준(가정용 미용기기)
자료: TRASS, 미래에셋증권 리서치센터

Global Company Analysis

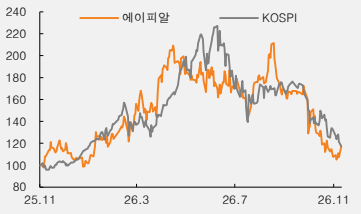
MIRAE ASSET 미래에셋증권

Equity Research
2026.11.24

투자의견(신규)	**매수**
목표주가(신규)	**400,000원**
현재주가(26/11/23)	257,000원
상승여력	55.6%

영업이익(26F,십억원)	724
Consensus 영업이익(26F,십억원)	722
EPS 성장률(26F,%)	88.3
MKT EPS 성장률(26F,%)	-
P/E(26F,x)	17.7
MKT P/E(26F,x)	-
KOSPI	4,708.54
시가총액(십억원)	9,622
발행주식수(백만주)	37
유동주식비율(%)	65.2
외국인 보유비중(%)	39.6
베타(12M) 일간수익률	0.32
52주 최저가(원)	216,500
52주 최고가(원)	464,500

(%)	1M	6M	12M
절대주가	-9.7	-34.3	8.0
상대주가	6.5	9.6	-11.6



[화장품]
조세은
seeun.jo@miraeasset.com

278470 · 화장품

에이피알

주가는 쉬어도 성장은 계속

투자의견 매수, 목표주가 40만원으로 커버리지 개시

에이피알에 대한 투자의견 매수, 목표주가 400,000원, 브랜드사 최선호주로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 12MF EPS에 Target P/E 19배를 적용했다. 타깃 멀티플은 2024년 말~2025년 초 동사의 12MF P/E 상단이다. 해외 판매 확대에 따른 비용 부담으로 OPM 15~16%대를 기록, 저점 통과 이후 수익성 회복 기대가 반영되던 시기다. 해외 매출 기반이 당시보다 확대된 점을 감안해 상단을 적용했다.

현재 컨센서스 기준 12MF P/E는 13배 수준으로, 3분기 수익성 부진과 성장률 둔화 우려가 주가에 반영된 상황이다. 다만 대형 프로모션 공백에도 3분기 매출액은 분기 최대치를 경신했다. 4분기 성수기 판매 성과와 2027년 이익률 개선이 확인된다면 실적에 대한 신뢰 회복과 함께 밸류에이션 리레이팅도 가능할 전망이다.

다수 SKU의 판매 경쟁력, 뷰티 솔루션으로의 확장

메디큐브는 매출 상위 10개 SKU 비중이 약 40%, 최대 판매 제품인 제로모공패드도 10% 미만으로 특정 제품에 대한 의존도가 낮다. 기존 베스트셀러의 판매를 유지하는 가운데 PDRN·멀티밤·바디케어 등 후속 제품의 매출 기여가 확대되고 있다. 미국 아마존에서 판매 규모와 순위 모두 우위를 유지하고 있으며, 유럽에서도 복수 제품이 베스트셀러에 진입했다.

화장품과 홈뷰티 디바이스를 넘어 전문 미용의료 시장 진출도 추진 중이다. EBD는 연말~내년 초 국내 판매를 준비하고 있으며, PN 기반 스킨부스터는 해외 공급을 시작했다. 신사업의 초기 성과가 구체화될 경우 추가 성장 동력으로 작용할 전망이다.

2026F 및 중장기 실적 전망

2026F 매출액 3조 998억원(+103.0% YoY) 및 영업이익 7,235억원(+100.2% YoY), OPM 23.3%(-0.4%p YoY)를 추정한다. 3분기 환율 부담에도 외형 성장세는 유지되었으며, 4분기는 블랙프라이데이 등 글로벌 프로모션에 따른 판매 확대가 예상된다. 북미 오프라인 채널의 재발주 및 취급 SKU 확대, 유럽 온라인 고성장과 오프라인 진출이 외형 성장을 뒷받침할 전망이다. 해외 안전재고 확보에 따른 항공 운송 비중 축소와 물류 효율화는 수익성 개선 요인이며, 신사업을 통한 추가적인 실적 상향 가능성도 기대할 수 있다.

결산기 (12월)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액 (십억원)	723	1,527	3,100	4,438	5,548
영업이익 (십억원)	123	366	724	1,069	1,395
영업이익률 (%)	17.0	24.0	23.4	24.1	25.1
순이익 (십억원)	108	290	543	810	1,054
EPS (원)	2,842	7,704	14,510	21,632	28,166
ROE (%)	41.3	75.3	84.5	69.4	54.3
P/E (배)	17.6	30.0	17.7	11.9	9.1
P/B (배)	5.0	19.4	11.5	6.4	4.0
배당수익률 (%)	0.0	2.2	1.6	1.7	1.8

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 에이피알, 미래에셋증권 리서치센터

밸류에이션 및 실적 전망

투자의견 매수, 목표주가 40만원으로 커버리지 개시

목표주가 400,000원은 12MF EPS에 Target P/E 19배를 적용해 산출했다. 타깃 멀티플은 2024년 말~2025년 초 동사의 12MF P/E 상단이다. 해외 판매 확대에 따른 운반비(2Q24 6.7%→3Q24 8.7%→4Q24 9.4%)와 판매수수료(11.1%→12.8%→15.2%) 부담이 지속되며 OPM 15~16%대를 기록, 저점 통과 이후 수익성 회복 기대가 반영되던 시기다. 이후 1Q25 운반비율은 8.9%로, 판매수수료율은 13.4%로 하락하며 OPM은 20.9%로 회복되었다. 해외 매출 기반이 당시보다 확대된 점을 감안해 타깃은 상단을 적용했다.

최근 3분기 수익성 부진과 성장률 둔화에 대한 우려로 주가 조정이 이어지며, 현재 주가는 컨센서스 기준 12MF P/E 13배까지 하락했다. 다만 대형 프로모션이 부재했던 3분기에도 매출액은 분기 최대치를 경신한 바, 오가닉 성장만으로도 탑라인을 유지한 만큼 외형 성장에 대한 우려는 과도하다는 판단이다. 메디큐브의 미국 내 판매 우위와 유럽에서의 복수 제품군 베스트셀러 진입은 제품 및 지역 다변화를 통한 중장기 성장 지속성을 뒷받침한다.

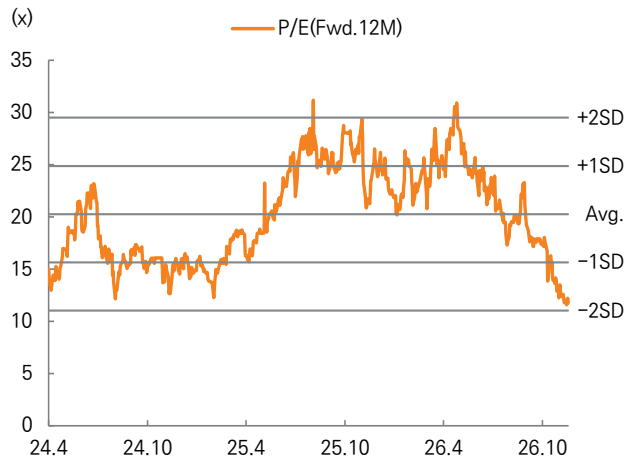
향후 주가 회복의 핵심은 연말 성수기 성장성을 재차 입증하고, 2027년 물류비 부담 완화에 따른 이익률 개선을 확인하는 것이다. 2027F 매출액·영업이익은 각각 43.2%, 47.7% 증가할 것으로 추정되며, 신사업 관련 내용이 구체화될 경우 추정치 상향도 가능하다.

표 18. 밸류에이션 테이블

	내용	비고
12MF EPS (원)	21,158	
Target P/E (배)	19	수익성 회복 기대 반영 구간(2024년 말~2025년 초) 12MF P/E 상단
목표주가 (원)	400,000	
현재주가 (원)	257,000	
상승여력	55.6%	

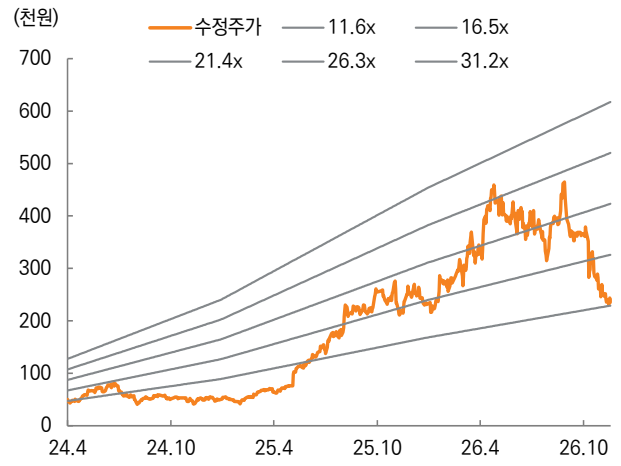
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 84. 에이피알 12MF P/E 추이



자료: Quantiwise, 미래에셋증권 리서치센터

그림 85. 에이피알 12MF P/E 밴드차트



자료: Quantiwise, 미래에셋증권 리서치센터

3Q26 Review

3Q26 매출액 7,731억원(+100.3% YoY) 및 영업이익 1,606억원(+68.9% YoY), OPM 20.8%(-3.9%p YoY)를 기록했다. 대형 프로모션 부재에도 매출액은 전분기 대비 0.7% 증가하며 분기 최대치를 경신한 반면, 영업이익은 컨센서스를 11.5% 하회했다. 원화 강세로 해외 매출의 원화 환산액이 감소하고 IFRS 18 조기 도입으로 외화 관련 손실이 영업비용에 반영되면서 영업이익이 약 278억원 감소했으며, OPM에 미친 영향은 각각 -1.7%p, -1.9%p로 파악된다. 한편 금번 분기 미국 관세 환급금은 약 100억원 반영되었다.

Amazon Big Deal Days(10/6-7)
- 부스터프로X2 프로모션



사업부별로는 화장품/뷰티 매출액이 6,823억원(+150.6% YoY)으로 7개 분기 연속 세 자릿수 성장을 이어갔다. 제로모공패드·PDRN 등 기존 주력 제품의 판매 호조에 멀티밤·바디케어 등 신규 제품의 매출 기여가 더해지며 매출 비중도 88%까지 상승했다. 반면 뷰티디바이스는 판매단가가 상대적으로 높아 구매가 프로모션 기간에 집중되는 특성상, 대형 프로모션 공백 영향으로 매출액 847억원(-17.9% YoY)을 기록했다.

해외 매출액은 7,229억원(+134.9% YoY)으로 전사 매출의 94%를 차지했다. 북미와 유럽의 합산 매출 비중은 전년 동기 47%에서 69%로 높아졌다. 북미는 아마존 등 온라인 채널의 견조한 판매와 함께 오프라인 매출이 전분기 대비 크게 증가하며 프라임데이 공백을 일부 상쇄했다. 특히 오프라인 매출 비중이 30% 수준으로 확대되었고, 주요 리테일러의 셀아웃 증가에 기반한 재발주도 이어지고 있다. 초기 입점 효과를 넘어 기존 채널에서의 안정적인 판매 기반이 형성되고 있다는 점에서 긍정적이다. 유럽은 아마존·틱톡샵 중심의 고성장을 지속했고, 전사 매출 비중은 23%까지 상승했다.

한편 해외 사업 확장에 따른 물류비 부담은 여전하다. 유럽향 항공 운송과 현지 배송비 지출이 늘어나면서 3분기 운반비율은 약 9%로 전분기 대비 소폭 상승했다. 일부 운임은 매출원가 단에도 반영되고 있어 실제 물류비 부담은 더 높은 것으로 파악된다. 다만 현재 미국과 유럽을 중심으로 안전재고를 확충하고 있어, 현지 재고 운영이 안정되는 내년부터는 항공 운송 의존도 축소에 따른 비용 절감을 기대할 수 있다. 물류 운영 효율화와 북미 오프라인 채널의 판매 확대가 향후 수익성 개선을 뒷받침할 전망이다.

표 19. 3Q26 Review (십억원, %, %p)

	3Q25	2Q26	3Q26			성장률	
			발표치	컨센서스	vs. 컨센서스	YoY	QoQ
매출액	385.9	767.5	773.1	786.1	-1.6	100.3	0.7
매출총이익	296.0	607.8	594.7	605.1	-1.7	100.9	-2.2
매출총이익률	76.7	79.2	76.9	77.0	-0.1	0.2	-2.3
영업이익	95.1	190.6	160.6	181.4	-11.5	68.9	-15.7
영업이익률	24.6	24.8	20.8	23.1	-2.3	-3.9	-4.0
순이익	74.6	141.5	110.2	134.7	-18.2	47.6	-22.1
순이익률	19.3	18.4	14.3	17.1	-2.9	-5.1	-4.2

자료: Quantiwise, 미래에셋증권 리서치센터

2026F 및 중장기 실적 전망

2026F 매출액 3조 998억원(+103.0% YoY) 및 영업이익 7,235억원(+100.2% YoY), OPM 23.3%(-0.4%p YoY)를 기록할 것으로 추정한다. 4분기는 블랙프라이데이 등 주요 글로벌 프로모션이 집중되는 성수기로, 북미·유럽을 중심으로 판매 확대를 기대할 수 있다. 지난 아마존 프라임 빅딜 데이즈(10/6~7; Jungle Scout 기준 Top10 SKU 합산 일평균 GMV는 행사 이전 7일 대비 미국 +35%, 유럽 5개국 +36~98% 증가한 것으로 추정)에서 미국과 유럽 주요 시장의 역대 최대 일매출을 경신한 바, 기존 주력 스킨케어의 판매 호조에 멀티밤·바디케어 등 신규 카테고리의 매출 기여가 더해지며 높은 성장률을 유지할 전망이다.

높은 실적 눈높이에도 북미와 유럽 중심의 외형 성장이 지속, 2027F 매출액 4조 4,380억원(+43.2% YoY) 및 영업이익 1조 688억원(+47.7% YoY), OPM 24.1%(+0.8%p YoY)가 예상된다. 북미는 온·오프라인 유통망 확장이 병행되는 가운데, 기존 채널에서의 재발주 및 취급 SKU 증가가 성장을 뒷받침할 것으로 보인다. 유럽은 아마존·틱톡샵 중심의 고성장에 오프라인 채널 진출이 더해지는 구간으로, 주요 리테일러 진출이 아직 초기 단계임을 감안하면 성장 여력이 상대적으로 크다.

수익성 측면에서는 해외 확장 과정에서 높아진 물류비 부담 완화가 핵심이다. 미국·유럽의 안전재고 확보로 2027년부터 항공 운송 비중이 축소되고, 유럽 내 물류 거점 분산을 통한 배송비 절감 효과도 점진적으로 나타날 것으로 예상한다. 다만 글로벌 시장 확대에 따른 마케팅 투자가 지속되고 환율 변동성도 높은 상황인 만큼, 매출 성장에 따른 영업 레버리지 효과와 물류·마케팅 등 비용 정상화 속도가 향후 이익률 개선 폭을 좌우할 전망이다.

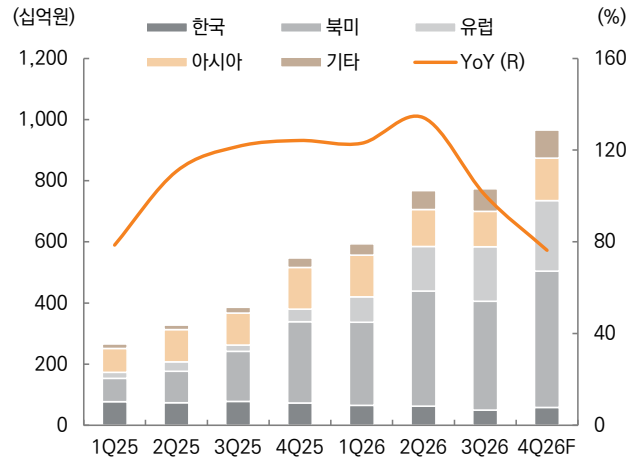
표 20. 분기 및 연간 실적 테이블

(십억원, %)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26F	2025	2026F	2027F
매출액	266.0	327.7	385.9	547.6	593.4	767.5	773.1	965.8	1,527.3	3,099.8	4,438.0
% YoY	78.6	110.8	121.7	124.2	123.0	134.2	100.3	76.4	111.3	103.0	43.2
사업부별											
화장품/뷰티	165.0	227.1	272.3	412.8	452.6	648.3	682.3	817.0	1,077.1	2,600.1	3,910.5
뷰티 디바이스	90.9	90.0	103.1	122.9	132.7	111.9	84.7	141.1	407.0	470.4	508.3
기타	10.1	10.6	10.5	12.0	8.1	7.4	6.1	7.7	43.2	29.2	19.2
지역별											
한국	77.4	74.1	78.2	73.1	65.3	63.3	50.2	58.5	302.7	237.4	227.5
북미	76.5	103.2	163.5	265.5	271.6	376.3	355.6	446.0	608.8	1,449.5	1,946.3
유럽	19.3	30.2	21.2	41.8	83.8	145.1	177.8	230.1	112.5	636.7	1,206.6
아시아	78.0	105.8	104.2	136.0	135.8	121.1	116.0	139.1	423.9	512.0	575.9
기타	14.9	14.5	18.8	31.3	36.9	61.7	73.5	92.1	79.5	264.2	481.7
매출총이익	200.9	249.8	296.0	423.9	456.9	607.8	594.7	747.6	1,170.6	2,407.0	3,458.8
% YoY	74.1	110.3	126.4	137.2	127.5	143.3	100.9	76.4	115.3	105.6	43.7
매출총이익률	75.5	76.2	76.7	77.4	77.0	79.2	76.9	77.4	76.6	77.6	77.9
영업이익	55.6	81.3	95.1	129.4	152.3	190.6	160.6	220.1	361.4	723.5	1,068.8
% YoY	100.3	190.1	249.0	226.1	173.7	134.5	68.9	70.0	194.5	100.2	47.7
영업이익률	20.9	24.8	24.6	23.6	25.7	24.8	20.8	22.8	23.7	23.3	24.1
순이익	49.9	66.3	74.6	98.8	117.3	141.5	110.2	174.2	289.7	543.2	809.9
% YoY	107.3	175.1	366.1	127.6	134.8	113.4	47.6	76.4	169.2	87.5	49.1
순이익률	18.8	20.2	19.3	18.0	19.8	18.4	14.3	18.0	19.0	17.5	18.2

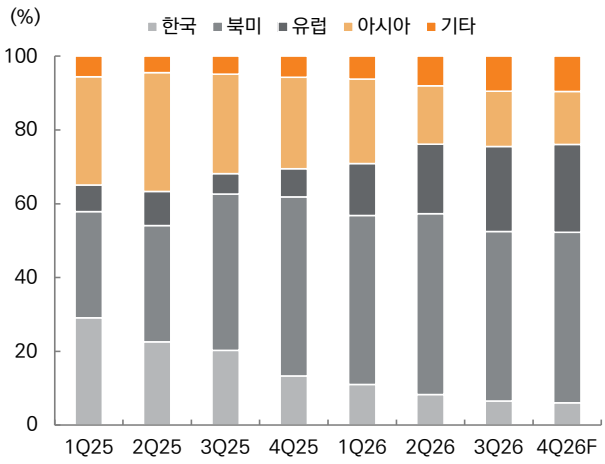
주1: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
주2: 2026 회계연도부터 K-IFRS 제1118호 조기 적용, 2025년 수치는 기간별 비교를 위해 동일 기준으로 재작성
자료: 에이피알, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 86. 지역별 분기 매출액 전망



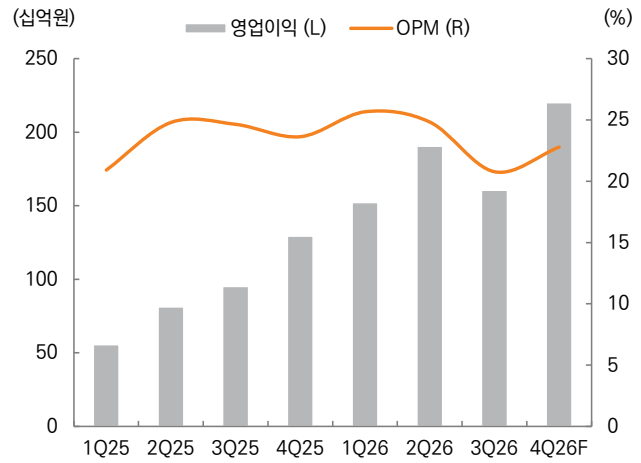
자료: 에이피알, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 87. 지역별 분기 매출액 비중 추이



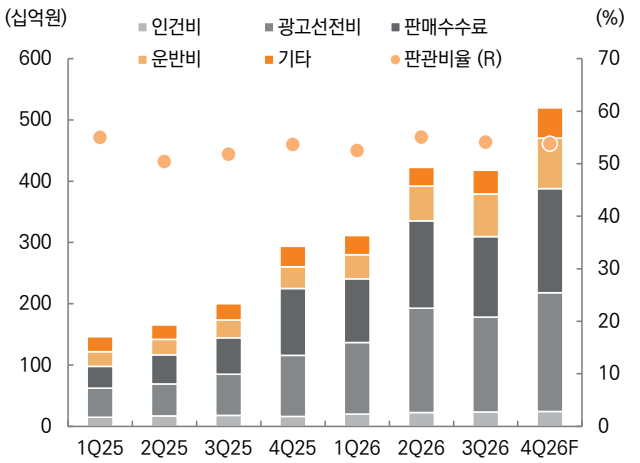
자료: 에이피알, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 88. 분기별 영업이익 및 OPM 전망



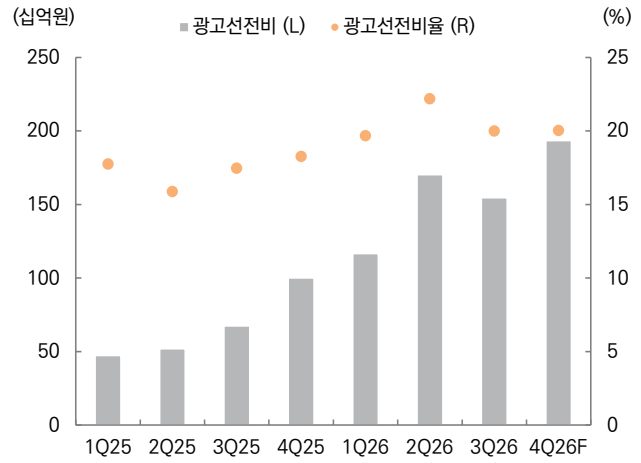
자료: 에이피알, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 89. 분기별 판관비 전망



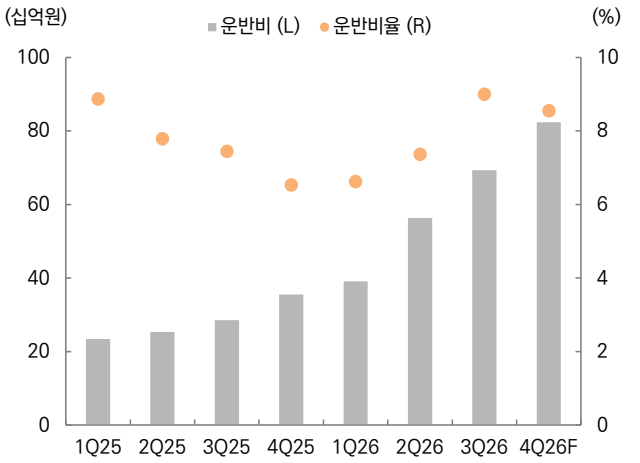
자료: 에이피알, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 90. 분기별 광고선전비 전망



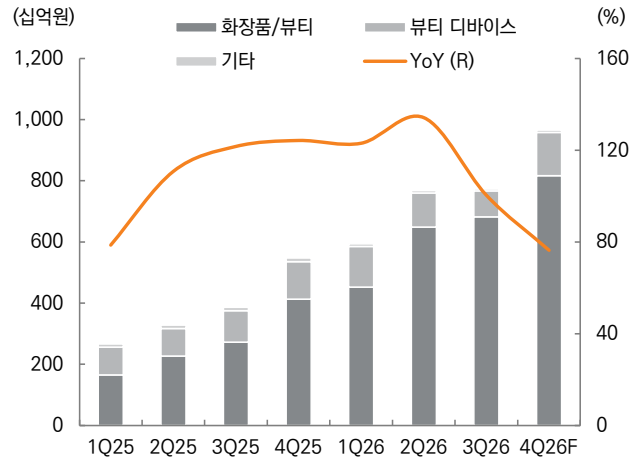
자료: 에이피알, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 91. 분기별 운반비 전망



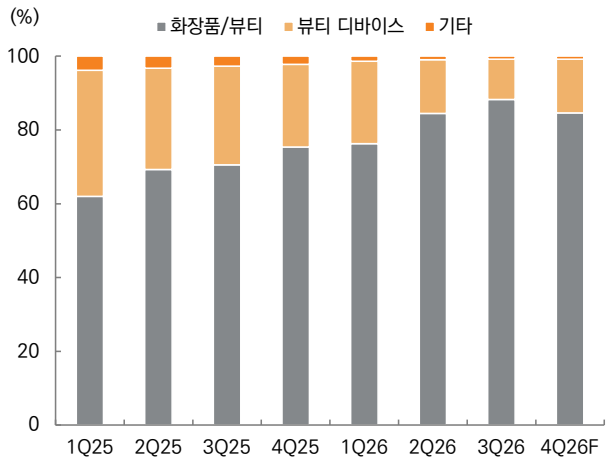
자료: 에이피알, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 92. 사업부별 분기 매출액 전망



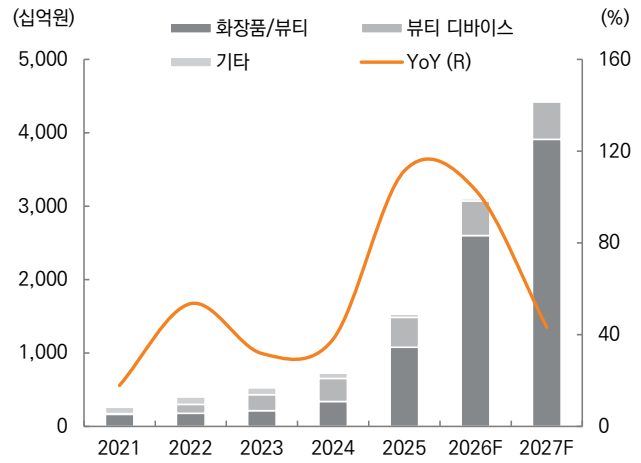
자료: 에이피알, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 93. 사업부별 분기 매출액 비중 추이



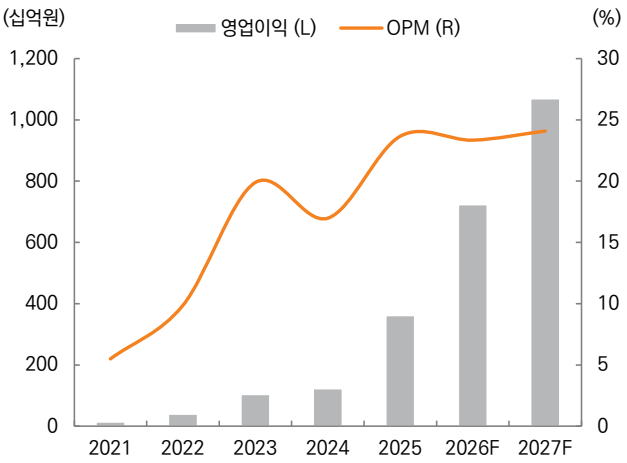
자료: 에이피알, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 94. 사업부별 연간 매출액 전망



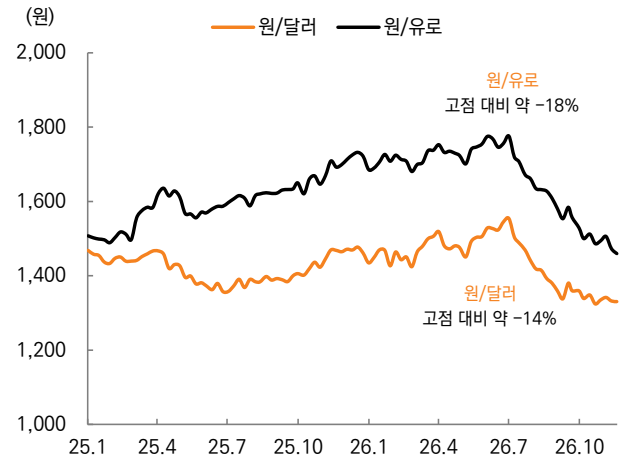
자료: 에이피알, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 95. 연간 영업이익 및 OPM 전망



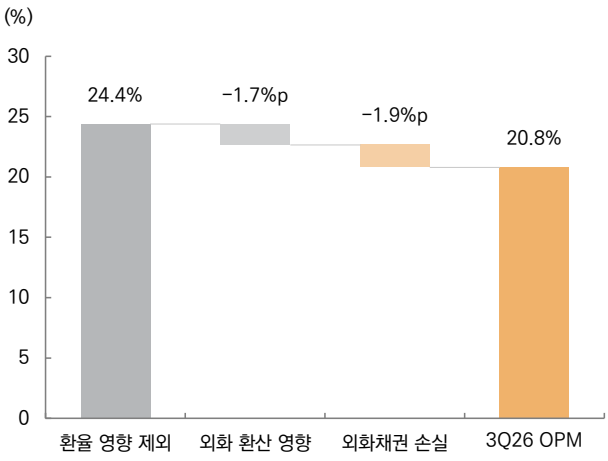
자료: 에이피알, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 96. 주요 통화별 원화 환율 추이



자료: Quantiwise, 미래에셋증권 리서치센터

그림 97. 3Q26 환율 하락에 따른 수익성 영향



주: 환율 영향 제외 OPM은 단순 가산 추정치
자료: 에이피알, 미래에셋증권 리서치센터

뷰티 솔루션 기업으로 거듭나는 중

화장품/뷰티: K-뷰티의 정체성, 메디큐브

메디큐브의 강점은 특정 히어로 SKU에 대한 매출 의존도가 높지 않다는 점이다. 매출 상위 10개 SKU의 합산 비중은 약 40%이며, 최대 판매 제품인 제로모공패드도 10% 미만에 그친다. 기존 베스트셀러의 판매력을 유지하면서도 후속 제품이 판매 상위권에 진입하며 매출 구성이 다변화되고 있다.

미국 아마존 내 메디큐브 Top5 대표 제품의 월간 합산 거래액은 지난 6월 프라임데이 이후에도 1,600만~1,800만 달러 수준을 기록 중이다. 제로모공패드가 BSR 최상위권을 유지하고 있으며, 제로모공클렌저와 캡슐크림 등 후속 제품의 BSR도 빠르게 올라오는 모습이다. 프로모션 공백 기간에도 일정 수준의 거래액과 순위가 유지되고 있다는 점에서, 오가닉 성장만으로 확보 가능한 매출 규모가 과거보다 높아졌다는 판단이다.

틱톡샵은 크리에이터 콘텐츠를 중심으로 제품 노출과 구매가 이루어지는 채널로, 메디큐브의 쇼핑 콘텐츠와 제휴 크리에이터 수는 꾸준히 증가하며 마케팅 접점이 넓어지고 있다. 이를 바탕으로 향후 신제품 출시 혹은 주요 프로모션 진행 시 소비자 노출을 늘리고 판매를 확대할 수 있을 것으로 기대된다. 다만 월별 GMV는 프로모션에 따른 변동성이 다소 큰 편이기에, 이러한 마케팅 활동을 비프로모션 기간의 성과로 연결하는 것이 중장기 과제다.

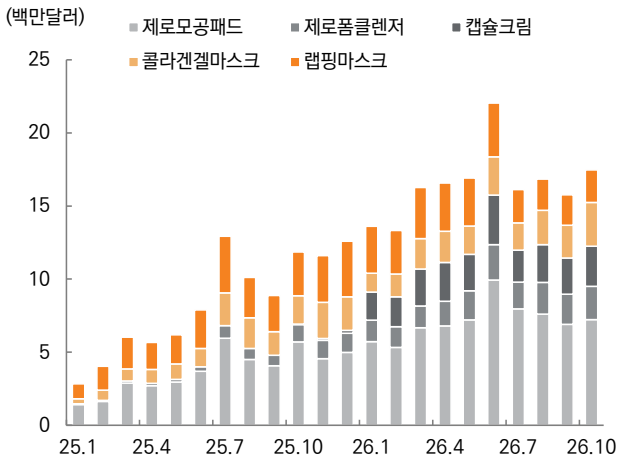
한편 지역별로는 유럽으로 판매 기반이 확장되고 있다. 온라인 채널에서 유럽 주요 5개국의 비중은 아마존(Top10 제품 합산 기준) 1Q26 11.3%→3Q26 17.1%, 틱톡샵 9.7%→30.6%까지 상승한 것으로 파악된다. 오프라인 또한 유럽 17개국 세포라 약 450개 매장에 입점했으며, 영국에서는 부츠에 이어 최근 셀프리지스 런던 본점에도 진출했다. 향후 입점 채널 확대와 기존 채널 내 SKU 증가가 유럽 매출 성장에 기여할 것으로 전망한다.

표 21. 메디큐브 주요 지역별·채널별 진출 현황

지역	온라인	뷰티 스페셜티	매스·드럭스토어	백화점
미국	아마존, 틱톡샵	얼타(약 1,400개점)	타겟(1,500개점 이상), 월마트(약 3,000개점), 코스트코(약 400개점), CVS(연내 약 3,000개점)	노드스트롬(약 90개점)
유럽	아마존(5개국), 틱톡샵	세포라(17개국·450개점), 스페이스 NK(영국), 노시베(프랑스)	부츠·슈퍼드럭(영국)	셀프리지스 런던 본점 상설 카운터, 사마리텐(프랑스)
캐나다	아마존	-	샤퍼스(약 1,300개점), 코스트코(11월)	-
멕시코	-	세포라·얼타 전점	코스트코·샘스클럽 전점	팔라시오 데 히에로 사텔리테점 상설 매장

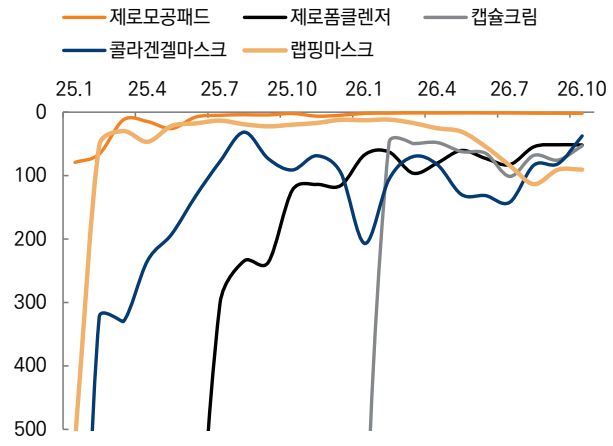
자료: 메디큐브, 언론 종합, 미래에셋증권 리서치센터

그림 98. 미국 아마존: 메디큐브 Top5 월간 거래액



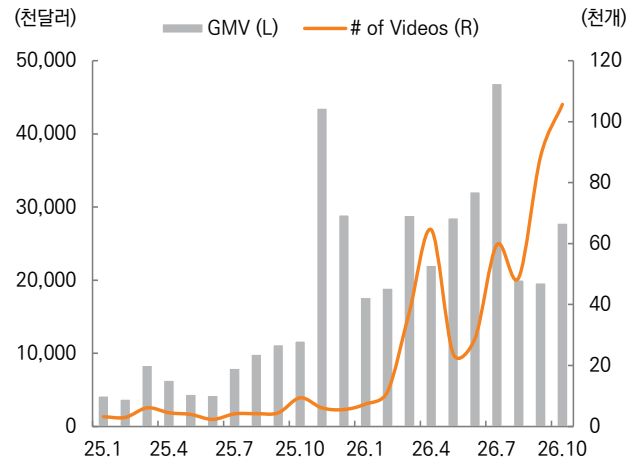
자료: Jungle Scout, 미래에셋증권 리서치센터

그림 99. 미국 아마존: 메디큐브 Top5 BSR 추이



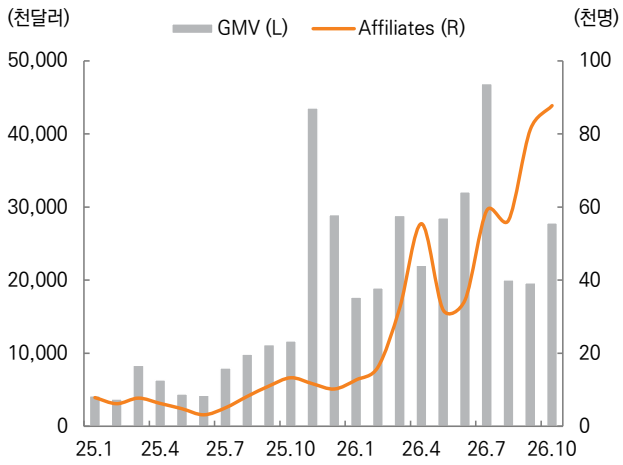
자료: Jungle Scout, 미래에셋증권 리서치센터

그림 100. 미국 틱톡샵: 메디큐브 GMV 및 Shoppable videos



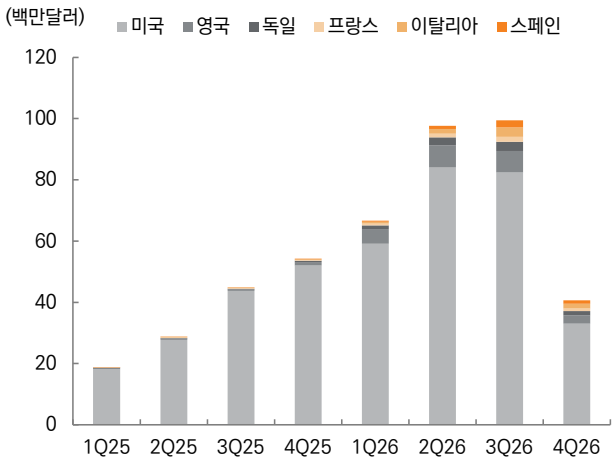
자료: FastMoss, 미래에셋증권 리서치센터

그림 101. 미국 틱톡샵: 메디큐브 GMV 및 Affiliates



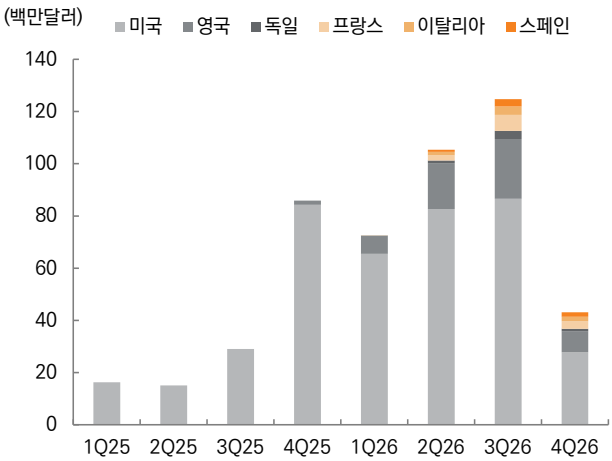
자료: FastMoss, 미래에셋증권 리서치센터

그림 102. 아마존: 지역별 메디큐브 Top10 분기 거래액



주: 4Q26은 10월 수치만 반영
자료: Jungle Scout, 미래에셋증권 리서치센터

그림 103. 틱톡샵: 지역별 메디큐브 분기 GMV



주: 4Q26은 10월 수치만 반영
자료: FastMoss, 미래에셋증권 리서치센터

뷰티 디바이스: 서구권 침투가 남은 과제

3Q26 기준 뷰티 디바이스의 글로벌 누적 판매량은 800만대를 돌파했다. 화장품 대비 높은 판매단가와 긴 제품 교체 주기 특성상, 신규 고객 확보 및 신제품 출시가 성장의 주요 요인이다. 고가 제품 특성상 구매가 프라임데이·블랙프라이데이 등 대형 프로모션 기간에 집중되는 경향이 있다.

제품 포트폴리오는 피부 관리 목적과 적용 기술에 따라 세분화되고 있다. EP·미세전류·EMS 등의 기능을 결합한 부스터프로를 중심으로 고주파 기반의 울트라튠40.68, 집속초음파를 활용한 하이포커스샷 등으로 라인업을 확대했다. 올해는 부스터프로 X2와 부스터글로우를 출시하며 주력 제품의 세대교체와 신규 수요 확보를 추진 중이다.

생산 역시 기존 외주 방식에서 자체 개발 및 생산 중심으로 전환했다. 현재 대부분의 디바이스를 평택 제2캠퍼스에서 생산하고 있으며, 부스터프로 기준 연간 생산능력은 약 500만대다. 별도의 기술 전문 R&D 센터인 ADC(APR Device Center)를 운영 중이며, 신제품 개발부터 양산 과정까지 인하우스 밸류체인을 갖추고 있다는 점이 강점이다.

화장품과 디바이스를 함께 운영하는 구조는 고객 락인 측면에서도 유리하다. 디바이스 구매 이후 피부 관리 목적에 맞는 화장품의 반복 구매를 유도할 수 있으며, 기존 화장품 고객에게는 상대적으로 단가가 높은 디바이스를 판매할 기회가 생긴다. 이 과정에서 자사몰을 통한 시너지가 중요하다. 두 제품군을 연계해 판매할 수 있는 채널이기 때문이다.

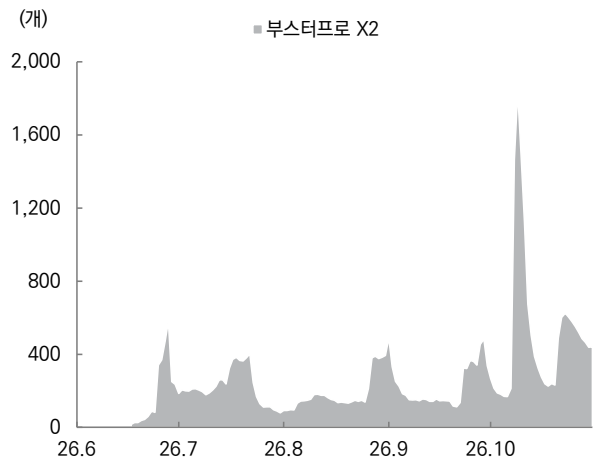
다만 해외, 특히 서구권에서의 침투 속도는 화장품 대비 다소 더딘 편이다. 3Q26 기준 디바이스 매출의 50% 이상은 한국을 포함한 아시아에서 발생했으며, 북미·유럽 비중은 30% 초중반 수준이다. 그간 서구권의 마케팅 역량이 화장품에 집중되었던 만큼, 디바이스 사업의 신규 고객 확보와 판매 확대 여력은 남아 있다. 부스터프로 X2 등 신제품의 현지 판매 성과와 마케팅 강화가 해외 디바이스 매출의 주요 변수가 될 것으로 판단한다.

표 22. 주요 디바이스 라인업

	부스터힐러	부스터프로	울트라튠40.68	하이포커스샷	하이포커스샷플러스	부스터프로 X2	부스터글로우
제품							
국내 출시월	2022.08	2023.10	2024.05	2024.09	2025.10	2026.03	2026.05
판매 가격	251,000	395,000	479,000	279,000	299,000	359,000	249,000
핵심 기술	EP(전기천공법)	EP·미세전류·EMS(더마샷)	고주파(RF)·미세전류	HIFU(집속초음파)	HIFU·스킨부스팅	EP·미세전류·EMS·AI	물방울 초음파
주요 기능	피부 광채 관리·유효성분 흡수	광채·탄력·볼륨·모공관리	진피층 탄력·콜라겐 관리	근막층 타깃 윤곽·탄력 관리	진피층·근막층 이중 케어	광채·모공·탄력·볼륨 등 9-in-1	수분·탄력·진정 관리

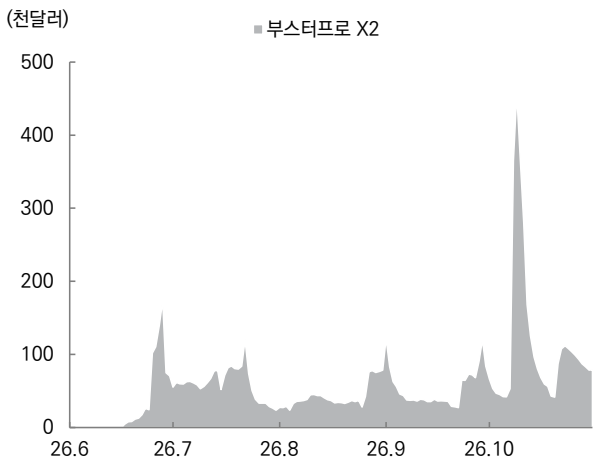
주: 판매 가격은 자사몰 일반 회원가 기준
자료: 에이피알, 미래에셋증권 리서치센터

그림 104. 미국 아마존: 부스터프로 X2 일별 판매량



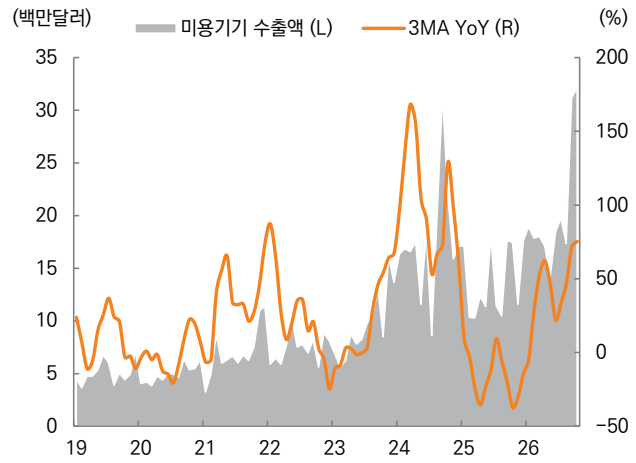
자료: Jungle Scout, 미래에셋증권 리서치센터

그림 105. 미국 아마존: 부스터프로 X2 일별 거래액



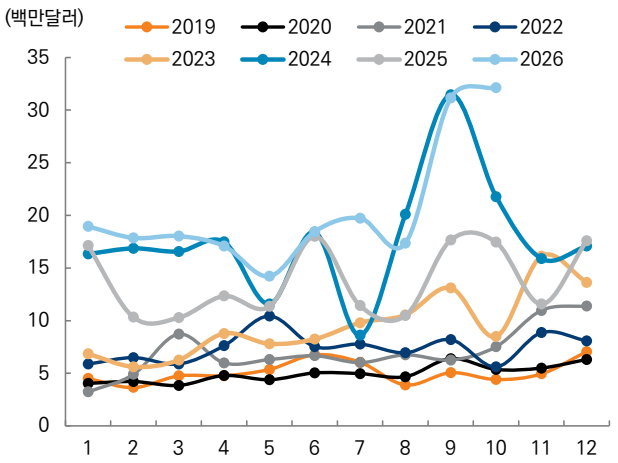
자료: Jungle Scout, 미래에셋증권 리서치센터

그림 106. 미용기기 수출액 추이



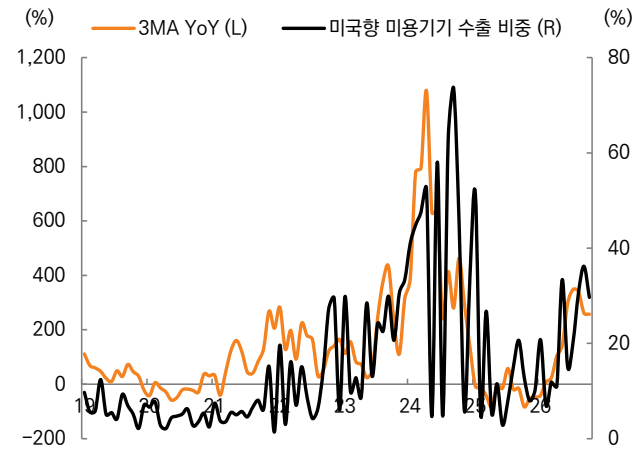
주: HS Code 8543.70.2020 기준(가정용 미용기기)
자료: TRASS, 미래에셋증권 리서치센터

그림 107. 월별 미용기기 수출액 추이



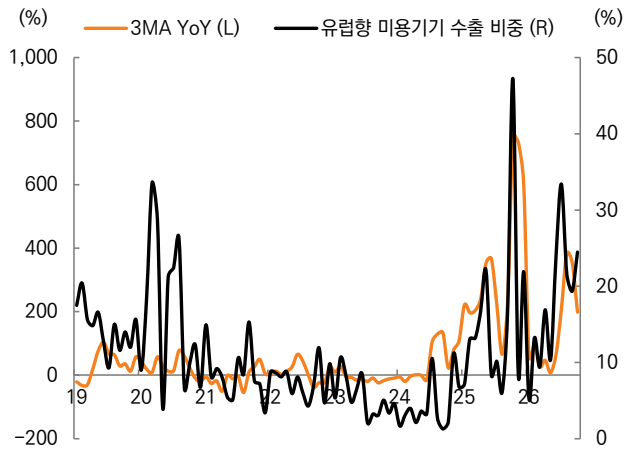
자료: TRASS, 미래에셋증권 리서치센터

그림 108. 미국향 수출: 2026년 반등, 8월 이후 비중 30% 안팎



자료: TRASS, 미래에셋증권 리서치센터

그림 109. 유럽향 수출: 월별 변동성에도 비중은 구조적 상승



자료: TRASS, 미래에셋증권 리서치센터

신사업: 전문 미용의료로의 확장

현재 추진 중인 신사업은 병·의원용 EBD(Energy-Based Device)와 PN(Polynucleotide) 기반 스킨부스터다. 집속초음파(HIFU) 기반 EBD는 국내 인허가를 마치고 4Q26~1Q27 판매 개시를 목표로 준비 중이며, 고주파(RF) 기반 EBD는 2027년 중하순 출시를 목표로 별도 인허가를 진행하고 있다. 초기에는 국내 주요 의료기관을 중심으로 사용 경험과 임상 현장의 레퍼런스를 확보한 후 판매처를 확대할 계획이다. 가정용 디바이스와 달리 병·의원용 제품은 의료진의 사용 경험과 시술 성과가 판매 확대에 중요한 만큼, 초기 레퍼런스 확보 및 영업망 확장 속도가 중요할 것으로 보인다.

스킨부스터는 PN 기반의 에이지알(AGE-R, 도포형)·에이지알 플러스 G(AGE-R PLUS G, 주입형) 2종으로 구성되며, 각각 2등급 의료기기 인증 및 수출용 4등급 의료기기 허가를 획득했다. 지난 2Q26 소액 수출을 시작해 중남미 지역에 초도 공급을 진행, 11월 칠레 공식 출시를 앞두고 있다. 지난 7월부터 평택 제3캠퍼스에서 PN 소재 자체 생산을 시작했고, 칠레를 거점으로 중남미 인근 국가와 일본·중동 등으로 공급 지역을 확대할 계획이다. 국내에서는 별도 인허가 절차가 진행 중으로, 출시 시점은 2028년 초로 예상된다.

신사업의 실적 기여는 아직 구체화되지 않은 상황이다. 특히 HIFU 기반 EBD는 국내 출시가 임박했으나 제품별 판매 가격과 공급 규모가 구체화되지 않아 현 실적 추정치에는 반영하지 않았다. 향후 판매 개시와 초기 공급 성과가 확인될 경우 추가적인 실적 상향 요인으로 작용할 전망이다. 화장품·가정용 디바이스에서 병·의원용 EBD와 스킨부스터까지 사업 범위를 넓히며, 종합 뷰티 솔루션 기업으로서의 중장기적 시너지를 기대할 수 있다.

그림 110. 메디큐브 PN 기반 스킨부스터 2종



자료: 에이피알, 미래에셋증권 리서치센터

그림 111. 종합 뷰티 솔루션 기업으로서의 시너지 기대



자료: 미래에셋증권 리서치센터

에이피알 (278470)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	**1,527**	**3,100**	**4,438**	**5,548**
매출원가	**357**	**693**	**979**	**1,206**
매출총이익	**1,170**	**2,407**	**3,459**	**4,342**
판매비와관리비	**805**	**1,671**	**2,378**	**2,935**
조정영업이익	**366**	**724**	**1,069**	**1,395**
영업이익	**366**	**724**	**1,069**	**1,395**
비영업손익	**-2**	**11**	**11**	**11**
금융손익	0	6	16	31
관계기업등 투자손익	0	3	-7	-22
세전계속사업손익	364	735	1,080	1,406
계속사업법인세비용	75	191	270	351
계속사업이익	290	543	810	1,054
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	**290**	**543**	**810**	**1,054**
지배주주	290	543	810	1,054
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	**288**	**543**	**810**	**1,054**
지배주주	288	543	810	1,054
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	396	771	1,129	1,467
FCF	326	539	826	1,046
EBITDA 마진율 (%)	25.9	24.9	25.4	26.4
영업이익률 (%)	24.0	23.4	24.1	25.1
지배주주귀속 순이익률 (%)	19.0	17.5	18.3	19.0

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	**546**	**1,209**	**2,114**	**3,190**
현금 및 현금성자산	154	510	1,153	2,012
매출채권 및 기타채권	91	185	265	331
재고자산	165	336	481	601
기타유동자산	136	178	215	246
비유동자산	**226**	**211**	**180**	**177**
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	60	26	-21	-37
무형자산	7	6	5	3
자산총계	**772**	**1,420**	**2,294**	**3,367**
유동부채	**238**	**484**	**693**	**866**
매입채무 및 기타채무	143	290	416	520
단기금융부채	23	46	66	82
기타유동부채	72	148	211	264
비유동부채	**88**	**97**	**105**	**112**
장기금융부채	78	78	78	78
기타비유동부채	10	19	27	34
부채총계	**326**	**581**	**798**	**978**
지배주주지분	**446**	**839**	**1,496**	**2,389**
자본금	4	4	4	4
자본잉여금	13	13	13	13
이익잉여금	427	821	1,477	2,371
비지배주주지분	**0**	**0**	**0**	**0**
자본총계	**446**	**839**	**1,496**	**2,389**

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동으로 인한 현금흐름	**341**	**539**	**826**	**1,089**
당기순이익	290	543	810	1,054
비현금수익비용가감	102	219	300	379
유형자산감가상각비	29	34	47	59
무형자산상각비	1	1	1	1
기타	72	184	252	319
영업활동으로인한자산및부채의변동	-32	-43	-37	-30
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-41	-80	-68	-57
재고자산 감소(증가)	-55	-170	-145	-120
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	74	66	56	47
법인세납부	-25	-191	-270	-351
투자활동으로 인한 현금흐름	**-94**	**-53**	**-45**	**-80**
유형자산처분(취득)	-15	0	0	-43
무형자산감소(증가)	-3	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	7	-53	-45	-37
기타투자활동	-83	0	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	**-182**	**-130**	**-138**	**-150**
장단기금융부채의 증가(감소)	-12	23	20	16
자본의 증가(감소)	-123	0	0	0
배당금의 지급	-134	-150	-153	-161
기타재무활동	87	-3	-5	-5
현금의 증가	**64**	**356**	**643**	**859**
기초현금	90	154	510	1,153
기말현금	154	510	1,153	2,012

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2025	2026F	2027F	2028F
P/E (x)	30.0	17.7	11.9	9.1
P/CF (x)	22.2	12.6	8.7	6.7
P/B (x)	19.4	11.5	6.4	4.0
EV/EBITDA (x)	21.6	11.8	7.5	5.2
EPS (원)	7,704	14,510	21,632	28,166
CFPS (원)	10,405	20,350	29,658	38,280
BPS (원)	11,910	22,417	39,950	63,816
DPS (원)	5,090	4,100	4,300	4,500
배당성향 (%)	65.8	28.3	19.9	16.0
배당수익률 (%)	2.2	1.7	1.8	1.9
매출액증가율 (%)	111.3	103.0	43.2	25.0
EBITDA증가율 (%)	172.6	94.8	46.5	29.9
조정영업이익증가율 (%)	197.9	97.9	47.7	30.5
EPS증가율 (%)	171.1	88.3	49.1	30.2
매출채권 회전율 (회)	26.0	26.2	23.0	21.7
재고자산 회전율 (회)	11.1	12.4	10.9	10.3
매입채무 회전율 (회)	7.3	7.1	6.2	5.8
ROA (%)	43.3	49.6	43.6	37.3
ROE (%)	75.3	84.5	69.4	54.3
ROIC (%)	130.4	226.7	326.6	408.9
부채비율 (%)	73.1	69.2	53.4	40.9
유동비율 (%)	229.0	250.0	305.2	368.5
순차입금/자기자본 (%)	-19.2	-64.7	-79.8	-86.2
조정영업이익/금융비용 (x)	103.7	195.0	241.7	277.8

자료: 에이피알, 미래에셋증권 리서치센터

MIRAE ASSET 미래에셋증권

Equity Research
2026.11.24

투자의견(신규)	**매수**
목표주가(신규)	**190,000원**
현재주가(26/11/23)	135,800원
상승여력	39.9%

영업이익(26F,십억원)	492
Consensus 영업이익(26F,십억원)	489
EPS 성장률(26F,%)	49.8
MKT EPS 성장률(26F,%)	276.0
P/E(26F,x)	26.6
MKT P/E(26F,x)	4.7
KOSPI	4,708.54
시가총액(십억원)	7,943
발행주식수(백만주)	58
유동주식비율(%)	49.9
외국인 보유비중(%)	26.3
베타(12M) 일간수익률	-0.09
52주 최저가(원)	96,200
52주 최고가(원)	165,100

(%)	1M	6M	12M
절대주가	5.4	13.2	1.0
상대주가	24.3	88.6	-17.3



[화장품]
조세은
seeun.jo@miraeasset.com

090430 · 화장품

아모레퍼시픽

다시, 아모레의 시간

투자의견 매수, 목표주가 19만원으로 커버리지 개시

아모레퍼시픽에 대한 투자의견 매수, 목표주가 190,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 12MF EPS에 Target P/E 25배를 적용해 산출했다. 현재 주가는 컨센서스 기준 12MF P/E 19배에서 거래 중이며, 타깃 멀티플은 과거 해외 성장기 초입(2013~2014년)의 평균 12MF P/E다. 국내 사업의 수익성 개선과 해외 성장 브랜드의 실적 기여가 확대되는 가운데, 글로벌 멀티브랜드 기업으로서의 재도약이 밸류에이션 리레이팅의 근거가 될 전망이다.

다시 확인되는 브랜드 육성 역량

과거 설화수·이니스프리 등 주력 브랜드와 중국 시장에 집중됐던 사업 구조가 달라졌다. 더마·헤어케어를 중심으로 에스트라·일리윤의 해외 성과와 미쟝센·려의 지역별 성장이 가시화되고 있다. 특히 자체 육성 브랜드인 에스트라·일리윤의 BY26 합산 매출액은 4,000억원을 상회하며 전년 대비 67% 증가했고, 헤어케어 부문 역시 약 5,000억원의 매출을 기록했다.

한편 코스알엑스는 4Q25 실적 턴어라운드에 성공했으며, 신규 제품의 판매 확대와 해외 매출 회복이 이어지고 있다. 특히 기능성 스킨케어를 중심으로 RX 라인의 매출 비중이 30%대 초반까지 상승해 기존 스네일 라인을 상회했다. 2026F 매출액은 5,598억원(+22.7% YoY)으로 추정된다. 동사가 축적해 온 기존 연구개발 역량과 글로벌 유통망이 새로운 카테고리와 시장에서 다시 확인되기 시작했다는 판단이다.

2026F 및 중장기 실적 전망

2026F 매출액 4조 7,383억원(+11.4% YoY), 영업이익 4,921억원(+46.6% YoY), OPM 10.4%(+2.5%p YoY)를 전망한다. 국내는 이커머스·MBS 등 고수익 채널 비중 확대와 인바운드 수요 증가에 힘입어 수익성이 개선되고 있으며, 해외 역시 브랜드 및 지역 다변화에 따른 외형 성장이 지속될 것으로 예상된다.

한편 동사는 BY27(2026.07~2027.06) 매출액 10% 성장 및 OPM 11~12% 달성을 목표로 제시한 바 있다. 미주·EMEA를 중심으로 한 글로벌 사업 확대와 디지털 마케팅 투자 효율화가 중장기 실적 개선의 핵심 요인이 될 전망이다.

결산기 (월)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액 (십억원)	3,885	4,253	4,738	5,255	5,805
영업이익 (십억원)	220	336	492	581	689
영업이익률 (%)	5.7	7.9	10.4	11.1	11.9
순이익 (십억원)	593	236	353	445	523
EPS (원)	8,591	3,413	5,114	6,444	7,577
ROE (%)	11.7	4.4	6.3	7.6	8.3
P/E (배)	12.2	35.0	26.6	21.1	17.9
P/B (배)	1.4	1.5	1.6	1.5	1.4
배당수익률 (%)	1.1	1.0	1.0	1.1	1.2

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 아모레퍼시픽, 미래에셋증권 리서치센터

밸류에이션 및 실적 전망

투자의견 매수, 목표주가 19만원으로 커버리지 개시

목표주가 190,000원은 12MF EPS에 Target P/E 25배를 적용해 산출했다. 현재 주가는 컨센서스 기준 12MF P/E 19배에서 거래 중이며, 타깃 멀티플은 과거 해외 성장기 초입(2013~2014년)의 평균 12MF P/E다.

동사는 과거 중국 고성장기 면세 채널의 호황과 중국 현지 사업 확대로 실적이 큰 폭 개선되었으며, 2014~2015년 당시 평균 12MF P/E는 30배를 상회했던 것으로 파악된다. 이후 2020~2021년에도 면세 및 중국 사업의 회복 기대가 반영되며 멀티플이 재차 상승한 바 있으나, 중국 시장의 성장 둔화와 실적 부진으로 밸류에이션 조정이 이어졌다.

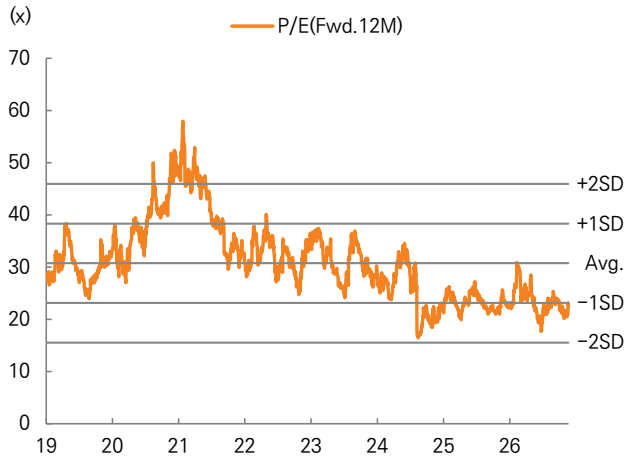
중국과 일부 주력 브랜드에 의존했던 과거와 달리, 현재는 미주뿐만 아니라 유럽·일본 등으로 지역이 다변화되고 복수의 브랜드가 외형 성장을 견인하는 구조로 나아가고 있다. 특히 더마·헤어케어 등 신규 성장 카테고리까지 확대되고 있다는 점에서 글로벌 멀티브랜드 기업으로서의 재평가가 가능하다는 판단이다. 이러한 구조적 변화는 과거 해외 성장기 초입의 평균인 25배를 적용하는 근거다. 향후 해외 성장 브랜드의 매출 기여 확대와 마케팅 투자 효율화를 통한 수익성 개선이 확인될 경우 추가적인 멀티플 상승도 가능할 전망이다.

표 23. 밸류에이션 테이블

	내용	비고
12MF EPS (원)	7,511	
Target P/E (배)	25	과거 해외 성장기 초입 평균 12MF P/E(2013~2014년)
목표주가 (원)	190,000	
현재주가 (원)	135,800	
상승여력	39.9%	

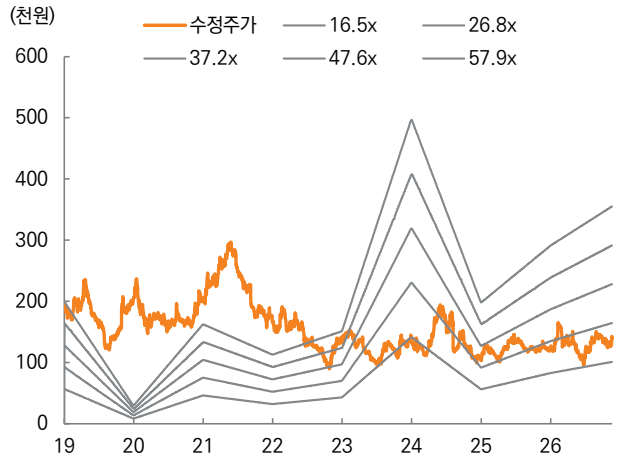
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 112. 아모레퍼시픽 12MF P/E 추이



자료: Quantiwise, 미래에셋증권 리서치센터

그림 113. 아모레퍼시픽 12MF P/E 밴드차트



자료: Quantiwise, 미래에셋증권 리서치센터

3Q26 Review

3Q26 매출액 1조 1,295억원(+11.1% YoY) 및 영업이익 1,152억원(+25.4% YoY), OPM 10.2%(+1.2%p YoY)로 컨센서스에 부합했다. 지난 9월 Investor Day를 통해 더마(에스트라·일리윤·코스알엑스)와 헤어(려·미쟝센)를 핵심 축으로 강조한 바, 핵심 성장 브랜드 전반 견조한 성과를 기록하고 있는 것으로 파악된다. 지배주주 순이익은 환율 하락에 따른 외환손실로 562억원(-14.9% YoY)을 기록하며 컨센서스를 하회했다.

국내 실적은 매출액 6,205억원(+11.5% YoY) 및 영업이익 846억원(+42.4% YoY), OPM 13.6%(+3.0%p YoY)를 기록해 전사 이익을 견인했다. 이커머스·MBS 등 수익성 높은 채널의 비중 확대와 인바운드 관광객 증가에 따른 면세 매출 성장으로 수익 구조가 개선되었으며, 외형 확대에 따른 영업 레버리지 효과도 나타났다. 특히 채널 믹스에 기반한 수익성 개선이라는 점에서 향후에도 양호한 국내 마진 흐름이 이어질 것으로 전망한다.

해외 실적은 매출액 4,954억원(+12.4% YoY) 및 영업이익 485억원(+13.6% YoY), OPM 9.8%(flat YoY)를 기록했다. 미주(+16.8% YoY)는 라네즈의 매출 감소에도 이니스프리·에스트라·설화수(북미 내 합산 비중 3Q25 20% 미만→3Q26 25% 이상)가 이를 상쇄했고, 기타 아시아(+19.5% YoY) 내에서는 일본이 에스트라·코스알엑스를 중심으로 30% 이상 고성장했다. 중화권(-1.5% YoY)은 기존 오프라인 채널 효율화 영향으로 매출 감소세가 이어졌으나, 감소폭은 축소되고 수익성 중심의 흑자 기조는 지속되고 있는 모습이다.

채널 믹스 개선과 인바운드 수요 확대로 국내 이익 체력이 강화되는 가운데, 해외 역시 멀티브랜드 전략의 성과가 가시화되며 성장 기반이 넓어지고 있다. 글로벌 확장 과정에서의 마케팅 투자 확대는 당분간 이어지겠으나, 북미 온라인 매출이 아마존을 중심으로 50% 증가하는 등 초기 성과가 확인되고 있다는 점은 긍정적이다. BY27 전담 조직 신설과 성장 브랜드 중심의 우선순위 조정을 통해 마케팅 효율화를 병행할 계획이며, 외형 성장에 따른 해외 수익성 개선도 기대할 수 있다.

표 24. 3Q26 Review (십억원, %, %p)

	3Q25	2Q26	3Q26			성장률	
			발표치	컨센서스	vs. 컨센서스	YoY	QoQ
매출액	1,016.9	1,175.9	1,129.5	1,135.7	-0.5	11.1	-3.9
매출총이익	730.3	871.6	821.4	812.9	1.0	12.5	-5.8
매출총이익률	71.8	74.1	72.7	71.6	1.1	0.9	-1.4
영업이익	91.9	117.3	115.2	116.4	-1.0	25.4	-1.8
영업이익률	9.0	10.0	10.2	10.3	0.0	1.2	0.2
순이익	66.0	88.3	56.2	88.2	-36.2	-14.9	-36.3
순이익률	6.5	7.5	5.0	7.8	-2.8	-1.5	-2.5

자료: Quantiwise, 미래에셋증권 리서치센터

2026F 및 중장기 실적 전망

2026F 연간 매출액 4조 7,383억원(+11.4% YoY) 및 영업이익 4,921억원(+46.6% YoY), OPM 10.4%(+2.5%p YoY)로 추정한다. 멀티브랜드 전략에 따른 해외 성장 동력 확대와 국내 채널 믹스 개선이 실적 성장을 뒷받침할 것으로 예상된다.

외형과 수익성의 동반 개선이 이어지며 2027F 매출액 5조 2,554억원(+10.9% YoY) 및 영업이익 5,814억원(+18.1% YoY), OPM 11.1%(+0.7%p YoY)을 기록할 전망이다. 지역별로는 미주와 EMEA가 핵심 시장으로 기대되며, 미주는 +18.1% YoY, EMEA는 +32.0% YoY 성장할 것으로 추정한다. 미주는 아마존·틱톡샵 중심의 디지털 채널 강화와 오프라인 유통망 확대, EMEA는 신규 브랜드 진출과 주요 리테일러 입점 확대를 반영했다.

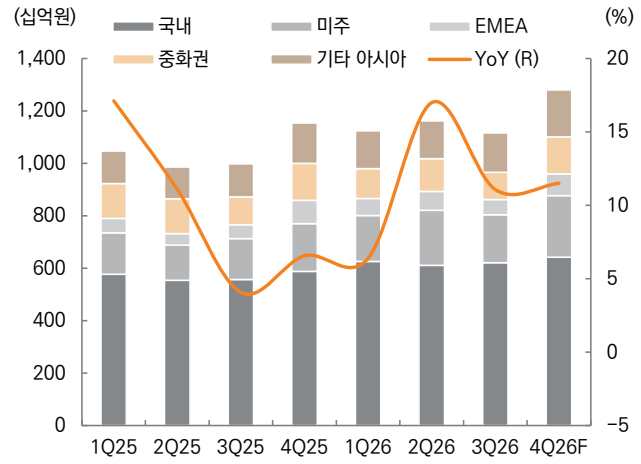
수익성 측면에서는 국내의 두 자릿수 마진 유지와 해외 사업의 이익 기여 확대가 예상된다. 2027F 국내 매출액은 2조 7,063억원(+8.3% YoY), 해외는 2조 4,810억원(+13.7% YoY)으로 추정되며, OPM은 각각 11.9%, 11.8%로 전망한다. 해외 마케팅 투자는 지속되겠으나, 주요 지역의 매출 규모 확대와 투자 효율화가 병행되면서 전사 영업이익률은 추가 개선될 것으로 판단된다.

표 25. 분기 및 연간 실적 테이블 (십억원, %)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26F	2025	2026F	2027F
매출액	1,067.5	1,005.0	1,016.9	1,163.4	1,135.8	1,175.9	1,129.5	1,297.2	4,252.8	4,738.3	5,255.4
% YoY	17.1	11.1	4.1	6.6	6.4	17.0	11.1	11.5	9.5	11.4	10.9
국내	577.3	553.6	556.6	587.6	626.4	610.8	620.5	642.2	2,275.1	2,499.9	2,706.3
순수국내	450.3	426.3	428.6	440.7	488.6	464.2	465.4	481.7	1,745.8	1,899.9	2,029.7
면세/크로스보더	127.0	127.3	128.0	146.9	137.8	146.6	155.1	160.6	529.3	600.1	676.6
해외	469.7	432.5	440.9	566.2	497.1	551.6	495.4	637.4	1,909.3	2,181.5	2,481.0
미주	157.2	134.4	156.8	182.6	174.7	210.4	183.2	234.5	631.0	802.8	948.3
EMEA	55.3	44.1	52.7	88.9	64.4	72.0	57.9	82.8	241.0	277.1	365.7
중화권	132.8	132.7	106.0	141.0	114.9	124.5	104.4	141.9	512.5	485.7	490.9
기타 아시아	124.4	121.3	125.4	153.7	143.1	144.7	149.9	178.2	524.8	615.9	676.2
매출총이익	769.3	729.9	730.3	846.7	829.7	871.6	821.4	939.8	3,076.1	3,462.4	3,849.6
% YoY	19.1	14.4	6.9	8.6	7.9	19.4	12.5	11.0	12.0	12.6	11.2
매출총이익률	72.1	72.6	71.8	72.8	73.1	74.1	72.7	72.4	72.3	73.1	73.3
영업이익	117.7	73.7	91.9	52.5	126.7	117.3	115.2	132.9	335.8	492.1	581.4
% YoY	62.0	1,670.7	41.0	-33.1	7.6	59.3	25.4	152.9	52.3	46.6	18.1
국내	49.4	40.2	59.4	-4.1	81.5	59.6	84.6	65.8	144.9	291.5	322.4
해외	69.6	36.0	42.7	61.7	56.7	71.8	48.5	72.6	210.0	249.6	291.6
영업이익률	11.0	7.3	9.0	4.5	11.2	10.0	10.2	10.2	7.9	10.4	11.1
국내	8.6	7.3	10.7	-0.7	13.0	9.8	13.6	10.2	6.4	11.7	11.9
해외	14.8	8.3	9.7	10.9	11.4	13.0	9.8	11.4	11.0	11.4	11.8
순이익	110.8	35.8	66.0	23.1	108.5	88.3	56.2	100.0	235.7	353.1	445.0
% YoY	41.0	-93.3	75.4	흑전	-2.0	146.9	-14.9	332.9	-60.3	49.8	26.0
순이익률	10.4	3.6	6.5	2.0	9.6	7.5	5.0	7.7	5.5	7.5	8.5

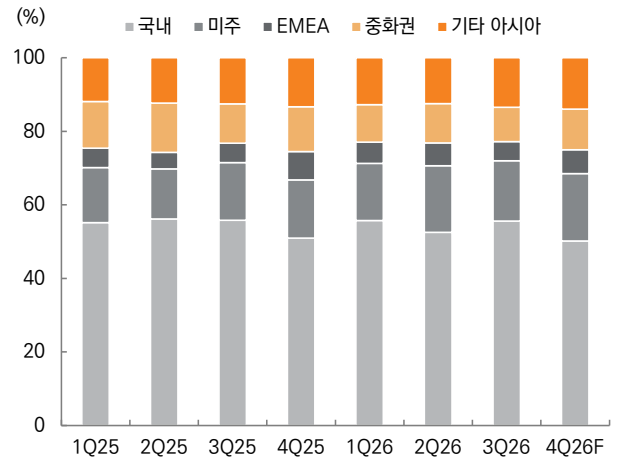
주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 아모레퍼시픽, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 114. 지역별 분기 매출액 전망



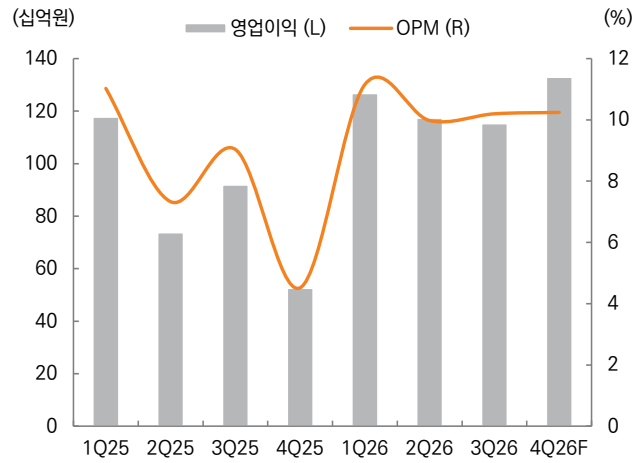
자료: 아모레퍼시픽, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 115. 지역별 분기 매출액 비중 추이



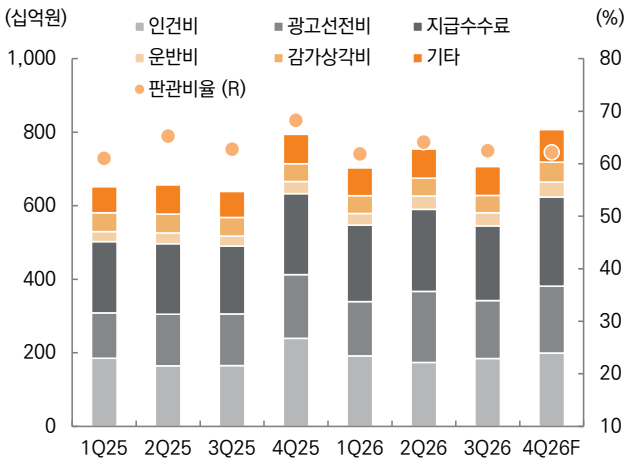
자료: 아모레퍼시픽, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 116. 분기별 영업이익 및 OPM 전망



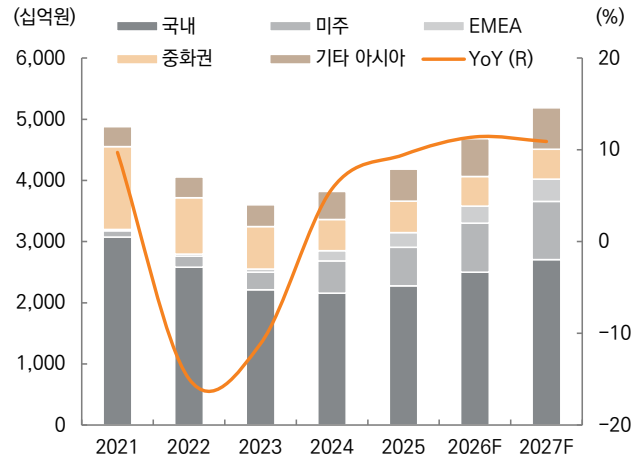
자료: 아모레퍼시픽, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 117. 분기별 판관비 전망



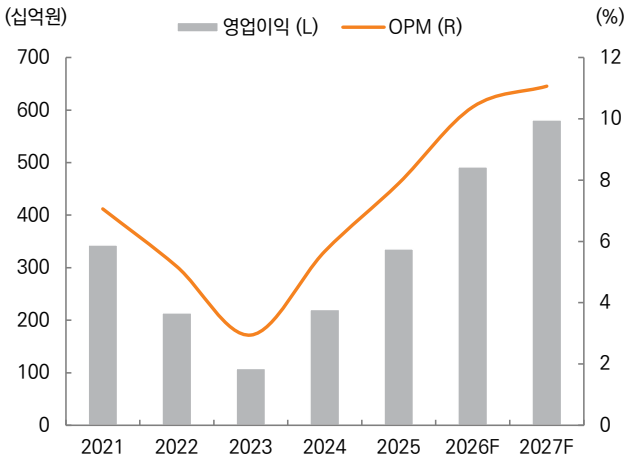
자료: 아모레퍼시픽, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 118. 지역별 연간 매출액 전망



자료: 아모레퍼시픽, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 119. 연간 영업이익 및 OPM 전망



자료: 아모레퍼시픽, 미래에셋증권 리서치센터 추정

더마와 헤어케어로 돌아온 뷰티 강자

더마: 전문성이 선택의 기준으로

제품의 효능과 전문성에 대한 소비자의 니즈가 높아지면서 스킨케어 시장은 단순한 보습을 넘어 피부 장벽 관리, 민감성 피부, 노화 등 구체적인 고민에 대응하는 방향으로 세분화되고 있다. 이에 따라 피부과학에 기반한 더마 코스메틱의 시장 내 입지도 확대되는 추세다.

동사의 더마 사업은 에스트라·일리윤·코스알엑스 등을 중심으로 외형 성장이 이어지고 있다. 3Q26 더마 브랜드 매출은 전년 대비 40% 이상, 해외 매출은 50% 이상 증가했으며, 전사 매출 내 비중도 기존 20% 수준에서 20%대 중반으로 상승했다. 특히 자체 육성 브랜드인 에스트라·일리윤의 BY26 합산 매출액은 4,000억원을 상회하며 전년 대비 67% 증가했다. 향후 두 브랜드는 BY30 합산 1조원 달성을 목표로 하고 있다.

에스트라는 병·의원 채널에서 축적한 피부과학 연구 역량과 세라마이드 기술을 바탕으로 프리미엄 더마 시장에서 입지를 강화하고 있다. 최근 3년간 36개국에 진출하며 글로벌 사업 매출액 1,000억원을 돌파했고, 3Q26 국내 및 해외 매출이 각각 50%, 100% 이상 증가해 전체 브랜드 매출도 80% 이상 성장했다. 핵심 제품인 아토베리어365 크림의 성과가 미스트·수딩크림 등으로 확산되면서 제품 포트폴리오도 다변화되는 중이다. 해외 유통망 역시 미국에 이어 유럽으로 확장되어, 유럽 세포라 19개국 약 860개 매장에 입점했다.

일리윤은 세라마이드 아토 라인을 중심으로 기존 바디 보습에서 페이셜 스킨케어로 제품군을 확장하며 소비층을 넓히고 있다. 미국 아마존 판매 호조로 BY26 미국 매출은 전년 대비 약 4배 증가했으며, 3Q26 해외 매출도 약 7배 성장했다. 일리윤은 향후 신규 페이셜 스킨케어 라인 출시와 오프라인 유통망 확충을 통해 글로벌 사업을 강화할 계획이다. 에스트라와 일리윤은 가격대와 주요 소비층이 구분되는 만큼, 프리미엄부터 매스까지 폭넓은 더마 수요에 대응할 수 있다는 판단이다.

그림 120. 에스트라: 프리미엄 더마 브랜드



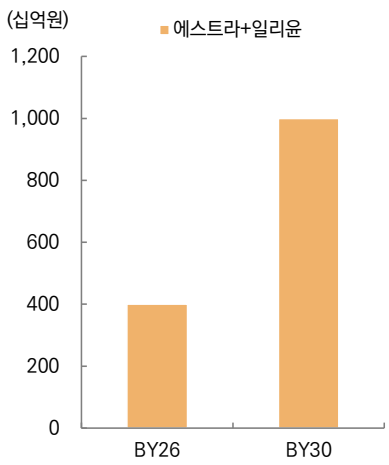
자료: 에스트라, 미래에셋증권 리서치센터

그림 121. 일리윤: 매스 더마 브랜드



자료: 일리윤, 미래에셋증권 리서치센터

그림 122. BY30 합산 매출 1조원 목표



자료: 아모레퍼시픽, 미래에셋증권 리서치센터

2024년 5월 연결 편입된 코스알엑스는 스네일 라인을 중심으로 가파른 성장세를 보이며 역대 최대 매출을 기록했으나, 이후 주요 시장의 판매가격 정상화와 유통망 재정비 영향으로 2025년 역성장했다. 다만 4Q25 실적 턴어라운드에 성공, 2026년에는 신규 제품의 판매 확대와 해외 매출 회복이 실적 성장을 뒷받침하고 있다. 연간 매출액은 2026F 5,598억원(+22.7% YoY), 2027F 6,675억원(+19.2% YoY)으로 추정한다.

제품 포트폴리오에서는 펩타이드·레티놀 등 기능성 제품을 중심으로 RX 라인의 판매가 확대되면서, 매출 비중이 30%대 초반까지 상승해 기존 스네일 라인을 상회했다. 선케어 등 신규 카테고리의 기여도도 높아지고 있으며, 지역별로는 유럽·일본을 중심으로 양호한 성장세를 보이고 있다. 기존에 부진했던 미주 매출은 3Q26 +8% YoY를 기록했으며, 일본에서는 약 2,900개 오프라인 매장에 신규 입점했다. 수익성 측면에서는 2025년 매출 감소에도 20%대 중반의 영업이익률을 유지한 만큼, 외형 성장에 따른 이익 기여 확대가 기대된다.

글로벌 온라인 채널에서도 기존 주력 제품의 판매 기반을 유지하면서 신규 제품을 육성하고 있다. 미국 아마존에서는 스네일96 에센스와 스네일92 크림이 주요 SKU 거래액의 상당 부분을 차지하는 가운데, 6펩타이드 세럼 등으로 판매 제품군이 확대되는 추세다. 틱톡샵 또한 쇼핑 콘텐츠와 제휴 크리에이터 수가 증가하며 소비자 접점을 넓히는 중이다.

한편 아이오페는 기존 안티에이징 브랜드에서 클리니컬 더마 브랜드로의 전환을 추진하고 있다. 축적된 연구개발 역량을 바탕으로 피부 시술과 연관된 고기능성 제품군을 강화하는 전략이다. 2025년 출시한 XMD 라인을 중심으로 미국 세포라 등 해외 판매 채널을 확대했으며, 향후 유럽 18개국 진출도 추진할 계획이다. 에스트라·일리윤의 보습 중심 제품군에 코스알엑스의 기능성 스킨케어와 아이오페의 클리니컬 더마가 더해지면서, 동사의 더마 포트폴리오도 세분화되고 있다. 중장기적으로 브랜드별 주요 제품의 판매 확대와 해외 시장 다변화에 따라 더마 사업의 실적 기여도가 높아질 것으로 판단된다.

그림 123. 코스알엑스: 더마 라인 The RX



자료: 코스알엑스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 124. 아이오페: XMD 스템3



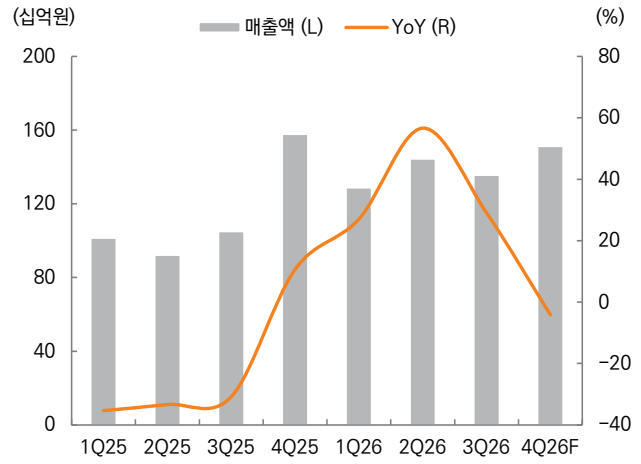
자료: 아이오페, 미래에셋증권 리서치센터

그림 125. 주요 더마 브랜드 포지셔닝



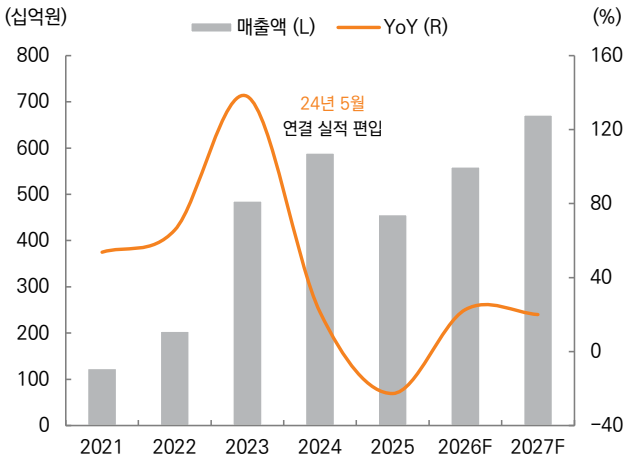
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 126. 코스알엑스 분기별 매출액 전망



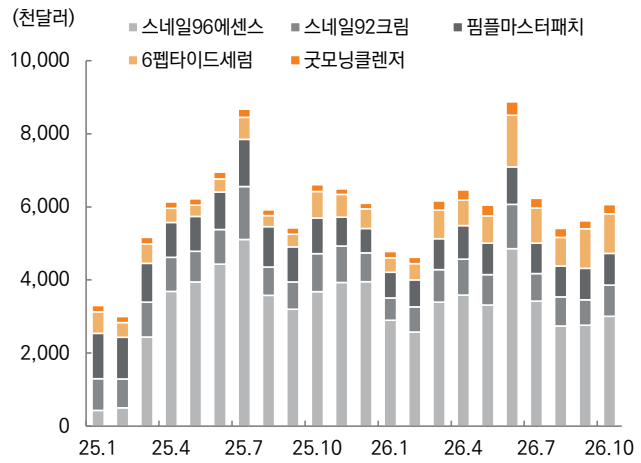
자료: 아모레퍼시픽, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 127. 코스알엑스 연간 매출액 전망



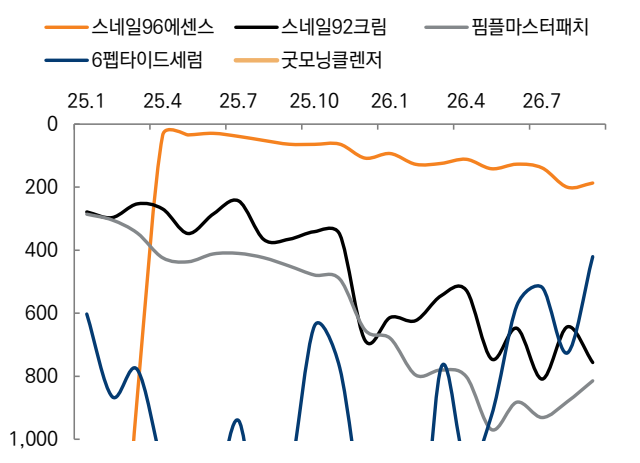
자료: 아모레퍼시픽, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 128. 미국 아마존: 코스알엑스 Top5 월간 거래액



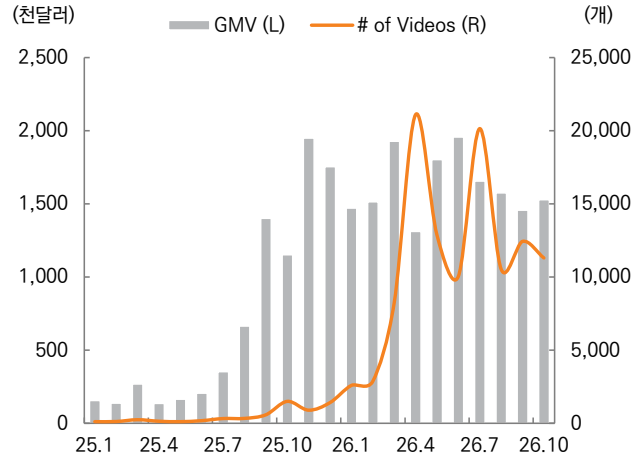
자료: Jungle Scout, 미래에셋증권 리서치센터

그림 129. 미국 아마존: 코스알엑스 Top5 BSR 추이



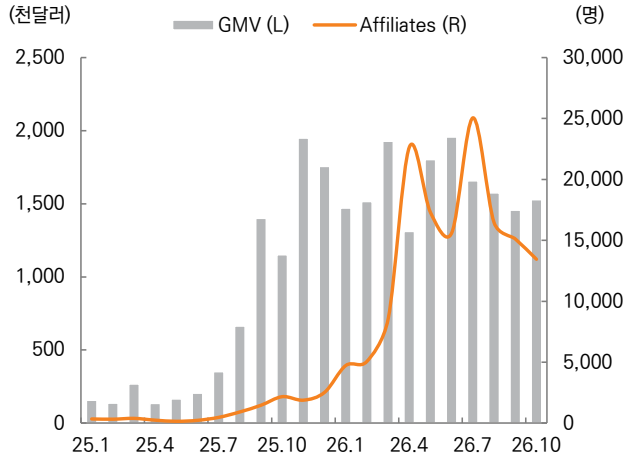
자료: Jungle Scout, 미래에셋증권 리서치센터

그림 130. 미국 틱톡샵: 코스알엑스 GMV 및 Shoppable videos



자료: FastMoss, 미래에셋증권 리서치센터

그림 131. 미국 틱톡샵: 코스알엑스 GMV 및 Affiliates



자료: FastMoss, 미래에셋증권 리서치센터

헤어케어: 피부처럼 관리하는 모발·두피

모발과 두피를 피부처럼 관리하는 흐름이 헤어케어 시장의 변화를 이끌고 있다. 기존 샴푸와 컨디셔너 중심의 세정과 보습을 넘어 두피 상태와 모발 손상 정도에 따라 세럼·앰플·마스크 등 별도의 관리 제품을 사용하는 방향으로 세분화되고 있다. 스킨케어에서 축적한 성분·제형 기술을 헤어케어 제품 개발에도 활용할 수 있다는 점에서 동사의 연구개발 역량이 강점으로 작용할 것으로 판단한다.

동사의 헤어케어 사업은 해외 시장 확대와 함께 외형 및 수익성이 동반 개선되고 있다. BY26 매출액은 약 5,000억원으로 전년 대비 두 자릿수 성장했으며, 영업이익률도 BY24 적자에서 BY26 한 자릿수 후반까지 회복했다. 3Q26 역시 글로벌 사업을 중심으로 두 자릿수 매출 증가를 기록했다. 미쟝센·려·라보에이치 등 6개 브랜드를 통해 매스부터 프리미엄·살롱 전문 시장까지 대응하고 있으며, BY30 매출액 1조원 및 영업이익률 14~15% 달성을 목표로 제시했다.

해외 헤어케어 사업은 미쟝센과 려가 주도하고 있다. 미쟝센은 퍼펙트 세럼을 기반으로 미국 아마존·틱톡샵에 진출, 헤어 마스크와 쿠션형 드라이샴푸 등 후속 제품을 육성 중이다. 일본에서는 손상 모발 관리에 특화된 살롱10 라인을 중심으로 사업을 전개하고, 브라질 등 중남미로도 진출 지역을 넓혔다. 려는 중국 샘스클럽 전용 상품인 자양윤모 퍼퓸과 루트젠의 판매 호조가 3Q26 실적을 뒷받침했다. 한편 라보에이치의 경우 두피 앰플을 중심으로 미국 시장을 공략할 계획이다.

향후 성장의 핵심은 미국·중남미에서의 매출 규모 확대와 제품 구성 변화다. 회사는 BY30 매출 목표 1조원 가운데 해외에서 약 6,000억원, 이 중 미국·중남미에서 3,000~3,500억원을 확보한다는 계획이다. 특히 모발 유형과 관리 방식이 다양한 해외 시장에서는 현지 수요에 맞는 주력 제품 확보가 중요하다. 동사는 물류비 부담이 높은 대용량 샴푸보다 두피 에센스·트리트먼트 등 고기능성 제품에 자원을 집중할 방침이다. 주요 제품의 현지 안착과 판매 지역 확대가 목표 달성의 중요한 변수가 될 전망이다.

그림 132. 미쟝센: 퍼펙트 세럼 라인



자료: 아모레퍼시픽, 미래에셋증권 리서치센터

그림 133. 려: 루트젠 라인



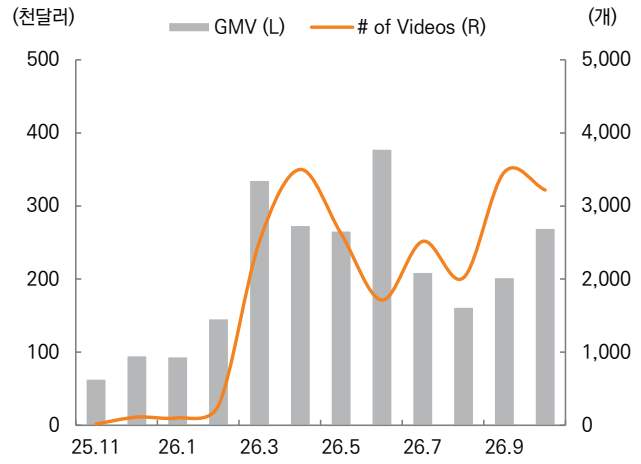
자료: 아모레퍼시픽, 미래에셋증권 리서치센터

그림 134. 주요 헤어케어 브랜드 포지셔닝



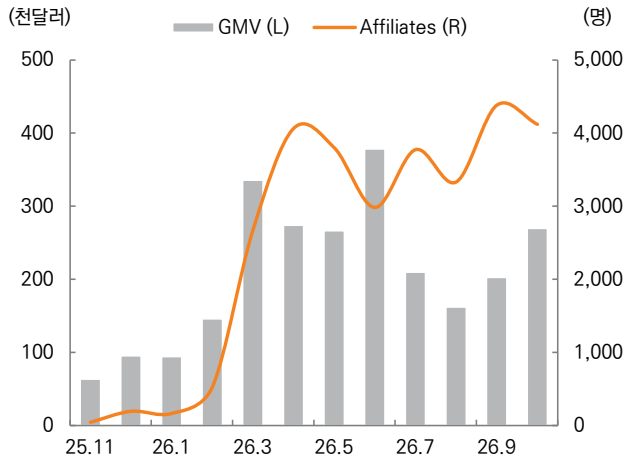
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 135. 미국 틱톡샵: 미쟝센 GMV 및 Shoppable videos



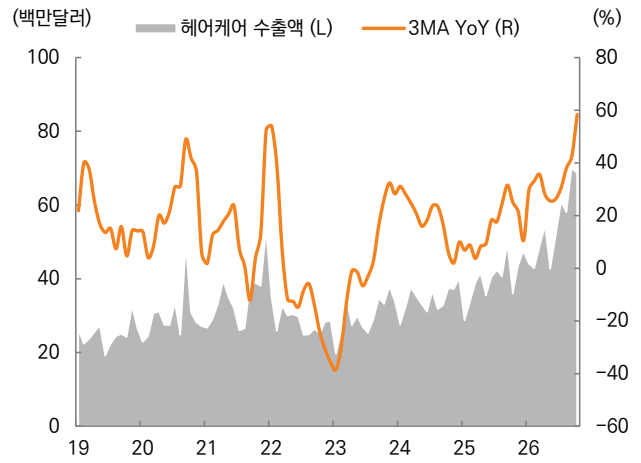
자료: FastMoss, 미래에셋증권 리서치센터

그림 136. 미국 틱톡샵: 미쟝센 GMV 및 Affiliates



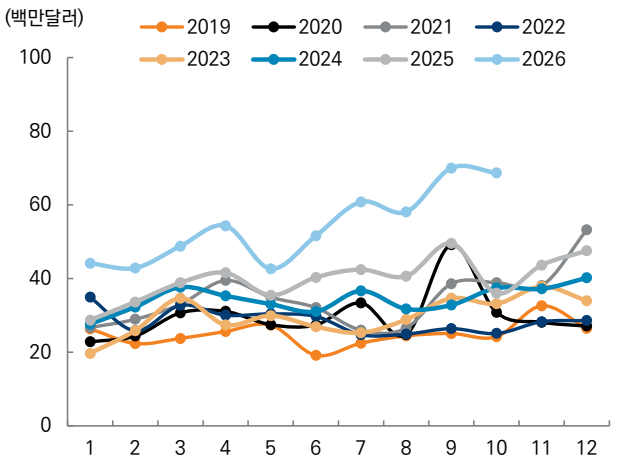
자료: FastMoss, 미래에셋증권 리서치센터

그림 137. 월별 헤어케어 수출액 추이



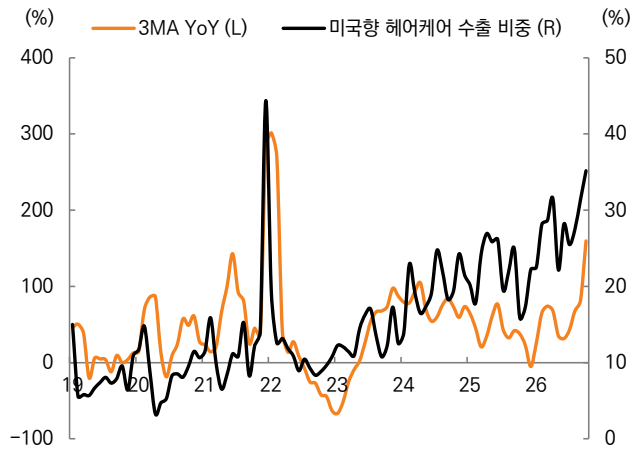
주: HS Code 3305 기준(샴푸·염색제 등을 포함한 두발용 제품류)
자료: TRASS, 미래에셋증권 리서치센터

그림 138. 연도별 월간 헤어케어 수출액 추이



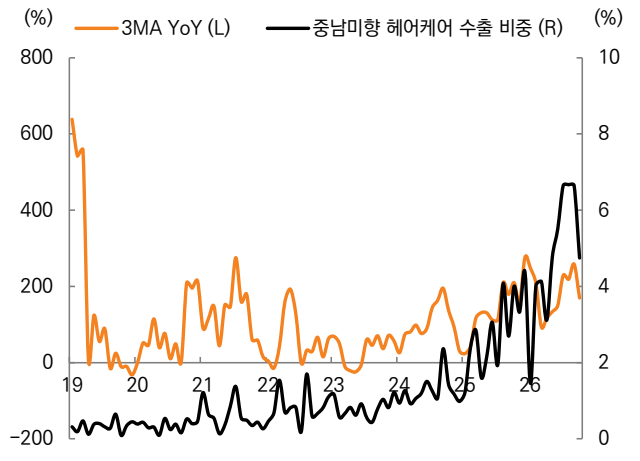
자료: TRASS, 미래에셋증권 리서치센터

그림 139. 미국향 수출: 비중 30%를 상회하는 핵심 수출 시장



자료: TRASS, 미래에셋증권 리서치센터

그림 140. 중남미향 수출: 한 자릿수 비중에도 높은 성장 잠재력



자료: TRASS, 미래에셋증권 리서치센터

아모레퍼시픽 (090430)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	**4,253**	**4,738**	**5,255**	**5,805**
매출원가	**1,177**	**1,276**	**1,406**	**1,527**
매출총이익	**3,076**	**3,462**	**3,849**	**4,278**
판매비와관리비	**2,740**	**2,970**	**3,268**	**3,590**
조정영업이익	**336**	**492**	**581**	**689**
영업이익	**336**	**492**	**581**	**689**
비영업손익	**8**	**-19**	**30**	**28**
금융손익	-9	0	8	17
관계기업등 투자손익	-1	-19	21	11
세전계속사업손익	344	473	611	717
계속사업법인세비용	97	111	153	179
계속사업이익	247	362	458	538
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	**247**	**362**	**458**	**538**
지배주주	236	353	445	523
비지배주주	12	9	13	15
총포괄이익	**269**	**362**	**458**	**538**
지배주주	257	346	438	514
비지배주주	12	16	20	24
EBITDA	604	691	800	930
FCF	519	583	701	805
EBITDA 마진율 (%)	14.2	14.6	15.2	16.0
영업이익률 (%)	7.9	10.4	11.1	11.9
지배주주귀속 순이익률 (%)	5.5	7.5	8.5	9.0

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	**2,004**	**2,605**	**3,321**	**4,140**
현금 및 현금성자산	525	1,012	1,607	2,297
매출채권 및 기타채권	374	417	463	511
재고자산	480	535	593	655
기타유동자산	625	641	658	677
비유동자산	**4,957**	**4,765**	**4,553**	**4,319**
관계기업투자등	6	6	7	8
유형자산	2,225	2,026	1,808	1,566
무형자산	1,723	1,723	1,723	1,723
자산총계	**6,961**	**7,370**	**7,875**	**8,458**
유동부채	**1,121**	**1,220**	**1,325**	**1,436**
매입채무 및 기타채무	109	122	135	149
단기금융부채	305	310	316	322
기타유동부채	707	788	874	965
비유동부채	**337**	**370**	**406**	**443**
장기금융부채	45	45	45	45
기타비유동부채	292	325	361	398
부채총계	**1,458**	**1,590**	**1,730**	**1,880**
지배주주지분	**5,449**	**5,717**	**6,068**	**6,487**
자본금	35	35	35	35
자본잉여금	633	633	633	633
이익잉여금	4,775	5,043	5,394	5,813
비지배주주지분	**54**	**63**	**76**	**91**
자본총계	**5,503**	**5,780**	**6,144**	**6,578**

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동으로 인한 현금흐름	**584**	**583**	**701**	**805**
당기순이익	247	362	458	538
비현금수익비용가감	421	309	363	404
유형자산감가상각비	268	198	219	242
무형자산상각비	0	0	0	0
기타	153	111	144	162
영업활동으로인한자산및부채의변동	13	23	24	26
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	28	-41	-44	-46
재고자산 감소(증가)	-14	-55	-58	-62
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	14	12	13	14
법인세납부	-91	-111	-153	-179
투자활동으로 인한 현금흐름	**-295**	**-16**	**-17**	**-18**
유형자산처분(취득)	-64	0	0	0
무형자산감소(증가)	1	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-17	-16	-17	-18
기타투자활동	-215	0	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	**-222**	**-80**	**-88**	**-97**
장단기금융부채의 증가(감소)	-90	6	6	6
자본의 증가(감소)	10	0	0	0
배당금의 지급	-92	-86	-94	-103
기타재무활동	-50	0	0	0
현금의 증가	**73**	**487**	**596**	**690**
기초현금	452	525	1,012	1,607
기말현금	525	1,012	1,607	2,297

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2025	2026F	2027F	2028F
P/E (x)	35.0	26.6	21.1	17.9
P/CF (x)	12.3	14.0	11.4	10.0
P/B (x)	1.5	1.6	1.5	1.4
EV/EBITDA (x)	12.0	10.4	8.2	6.3
EPS (원)	3,413	5,114	6,444	7,577
CFPS (원)	9,681	9,725	11,894	13,631
BPS (원)	79,025	82,900	87,986	94,063
DPS (원)	1,240	1,360	1,500	1,600
배당성향 (%)	29.3	21.9	19.1	17.4
배당수익률 (%)	1.0	0.9	1.0	1.1
매출액증가율 (%)	9.5	11.4	10.9	10.5
EBITDA증가율 (%)	26.4	14.3	15.9	16.2
조정영업이익증가율 (%)	52.3	46.6	18.1	18.4
EPS증가율 (%)	-60.3	49.8	26.0	17.6
매출채권 회전율 (회)	11.4	12.5	12.5	12.5
재고자산 회전율 (회)	8.7	9.3	9.3	9.3
매입채무 회전율 (회)	11.5	11.0	10.9	10.7
ROA (%)	3.6	5.1	6.0	6.6
ROE (%)	4.4	6.3	7.6	8.3
ROIC (%)	5.4	9.6	11.5	14.4
부채비율 (%)	26.5	27.5	28.2	28.6
유동비율 (%)	178.8	213.6	250.7	288.2
순차입금/자기자본 (%)	-4.8	-21.4	-29.9	-38.5
조정영업이익/금융비용 (x)	15.0	24.6	28.5	33.2

자료: 아모레퍼시픽, 미래에셋증권 리서치센터

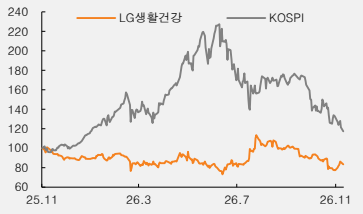
MIRAE ASSET 미래에셋증권

Equity Research
2026.11.24

투자의견(신규)	**중립**
목표주가(신규)	**280,000원**
현재주가(26/11/23)	245,500원
상승여력	14.1%

영업이익(26F,십억원)	300
Consensus 영업이익(26F,십억원)	312
EPS 성장률(26F,%)	흑전
MKT EPS 성장률(26F,%)	276.0
P/E(26F,x)	30.1
MKT P/E(26F,x)	4.7
KOSPI	4,708.54
시가총액(십억원)	3,676
발행주식수(백만주)	15
유동주식비율(%)	62.4
외국인 보유비중(%)	31.8
베타(12M) 일간수익률	-0.02
52주 최저가(원)	215,000
52주 최고가(원)	333,500

(%)	1M	6M	12M
절대주가	-6.8	-6.5	-16.8
상대주가	9.8	55.9	-31.9



[화장품]
조세은
seeun.jo@miraeasset.com

051900 · 화장품

LG생활건강

기대와 숫자 사이

투자의견 중립, 목표주가 28만원으로 커버리지 개시

LG생활건강에 대한 투자의견 중립, 목표주가 280,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 12MF EPS에 Target P/E 20배를 적용해 산출했다. 현재 주가는 컨센서스 기준 12MF P/E 15배에서 거래 중이며, 타깃 멀티플은 2022년 수익성 악화 이후 평균 12MF P/E다. 면세 사업의 정상화와 북미 자체 브랜드 중심의 사업 재편이 진행되고 있으나, 이익 회복의 지속성과 신규 성장 브랜드의 실적 기여를 확인하는 과정이 필요할 것으로 판단한다.

북미 사업의 재편과 중국·면세의 정상화

동사는 과거 중국 럭셔리 화장품과 북미 인수 법인 중심의 사업 구조에서 벗어나 자체 브랜드 육성에 집중하고 있다. 3Q26 북미 자체 브랜드 매출은 +20% YoY 성장했으며, 닥터그루트는 코스트코에 이어 세포라 424개 매장으로 유통망을 확대했다. 더페이스샵·힌스 등도 주요 오프라인 채널에 진출하며 판매 기반을 넓히고 있다. 다만 신규 채널 확대에 따른 마케팅 투자가 지속되고 있어, 향후 매출 규모 확대와 수익성 확보가 동반될 필요가 있다.

한편 중국·면세 사업은 유통 구조 재편을 통한 수익성 개선에 집중하고 있다. 3Q26 면세 매출은 전년도의 낮은 기저로 세 자릿수 성장하며 뷰티 부문의 적자 축소에 기여했다. 반면 중국 현지 매출은 여전히 감소하고 있으며, 주력 제품의 면세 공급 물량 조절도 지속 중이다. 단기적인 이익 회복과 별개로 중국 사업의 안정화에는 시간이 필요할 것으로 보인다.

2026F 및 중장기 실적 전망

2026F 매출액 6조 2,328억원(-1.9% YoY) 및 영업이익 2,999억원(+75.7% YoY), OPM 4.8%(+2.1%p YoY)로 추정한다. 물량 조절에 따른 면세 채널의 낮은 기저와 효율화 작업 지속되며 뷰티 부문의 수익성은 개선되겠으나, 중국의 부진과 북미 에이본 매각 영향으로 전사 매출은 소폭 감소할 전망이다. 중장기적 관점에서 사업 재편이 진행되고 있다는 점은 긍정적이다. 다만 추가적인 리레이팅을 위해서는 북미 자체 브랜드의 이익 기여 확대와 중국 사업의 수익성 개선이 실적으로 확인되어야 한다는 판단이다.

결산기 (월)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액 (십억원)	6,812	6,355	6,233	6,316	6,733
영업이익 (십억원)	459	171	300	339	389
영업이익률 (%)	6.7	2.7	4.8	5.4	5.8
순이익 (십억원)	189	-100	140	216	258
EPS (원)	10,675	-5,688	8,162	12,641	15,133
ROE (%)	3.4	-1.8	2.6	3.8	4.4
P/E (배)	28.6	-	30.1	19.4	16.2
P/B (배)	1.0	0.8	0.7	0.7	0.7
배당수익률 (%)	1.1	0.8	1.1	1.1	1.1

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: LG생활건강, 미래에셋증권 리서치센터

밸류에이션 및 실적 전망

투자의견 중립, 목표주가 28만원으로 커버리지 개시

목표주가 280,000원은 12MF EPS에 Target P/E 20배를 적용해 산출했다. 타깃 멀티플은 2022년 수익성 악화 이후의 평균 12MF P/E다. 현재 주가는 컨센서스 기준 12MF P/E 15배에서 거래 중이다.

동사는 과거 중국 럭셔리 화장품 시장의 성장과 면세 채널 호황에 힘입어 높은 수익성을 유지했으며, 2019~2021년 12MF P/E는 대체로 25~30배 수준에서 거래되었다. 그러나 지난 2022년 이후 중국 소비 둔화와 면세 사업 부진으로 이익 규모가 크게 축소되면서 밸류에이션도 하향 조정된 상황이다. 현재의 이익 체력과 사업 환경을 감안하면 과거 고성장기의 멀티플을 적용하기는 어렵다는 판단이다.

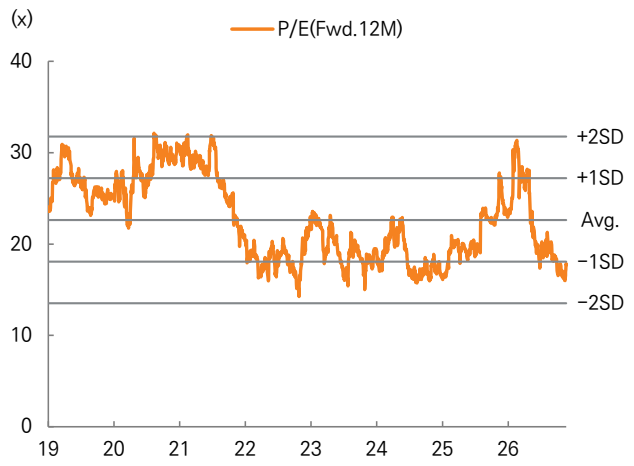
최근 면세 회복과 사업 효율화로 수익성 개선이 나타나고 있으며, 북미 내 자체 브랜드 중심의 사업 재편도 진행 중이다. 다만 현재의 마진 회복에는 낮은 기저효과가 상당 부분 반영되어 있고, 중국 사업의 부진이 지속되는 가운데 신규 성장 브랜드의 전사 이익 기여도 아직 제한적이다. 2022년 이후 평균 수준으로의 밸류에이션 회복 여지는 있으나, 북미 자체 브랜드의 이익 기여 확대와 중국 사업의 수익성 개선이 실적으로 확인될 필요가 있다.

표 26. 밸류에이션 테이블

	내용	비고
12MF EPS (원)	13,877	
Target P/E (배)	20	2022년 수익성 악화 이후 평균 12MF P/E
목표주가 (원)	280,000	
현재주가 (원)	245,500	
상승여력	14.1%	

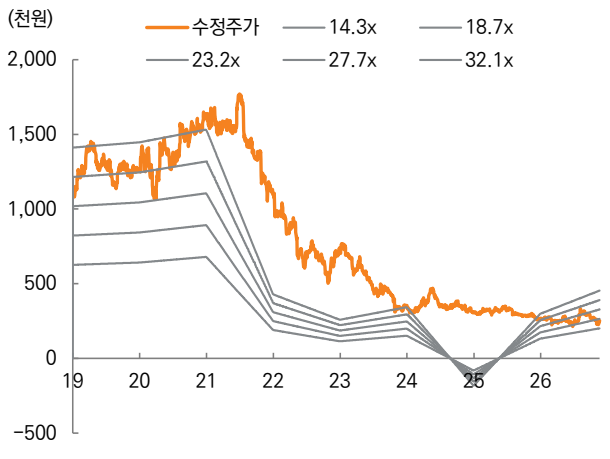
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 141. LG생활건강 12MF P/E 추이



자료: Quantiwise, 미래에셋증권 리서치센터

그림 142. LG생활건강 12MF P/E 밴드차트



자료: Quantiwise, 미래에셋증권 리서치센터

3Q26 Review

3Q26 매출액 1조 5,774억원(-0.2% YoY) 및 영업이익 704억원(+52.4% YoY), OPM 4.5%(+1.5%p YoY)를 기록해 매출액과 영업이익은 컨센서스를 각각 3.5%, 30.5% 하회했다. 면세 매출 회복에 따른 뷰티 사업의 적자 축소로 이익은 YoY 개선되었으나, QoQ로는 일회성 관세 환입 효과 소멸(150억원)과 원부자재 비용 부담 증가 등으로 수익성이 둔화되었다. 지배주주 순이익은 북미 에이본 매각 관련 처분손실 약 585억원이 영업외비용으로 반영되며 84억원(-53.9% YoY)을 기록했다.

뷰티 부문은 매출액 6,608억원(-0.3% YoY) 및 영업손실 109억원(적자지속 YoY), OPM -1.6%(+5.7%p YoY)로 적자 폭을 크게 줄였다. 전년도 강도 높은 물량 조절에 따른 낮은 기저와 인바운드 수요 증가로 고마진 면세 채널의 매출이 세 자릿수 성장하며 뷰티 내 비중도 14%(+9%p YoY)로 상승, 국내 오프라인 매장 효율화와 함께 손익 개선에 기여했다.

해외에서는 중국(-21.1% YoY)이 올해부터 저수익 라이브방송을 축소하는 등 온라인 사업 구조 재편을 추진하면서 매출 감소폭이 확대되었다. 중국 내 기존 유통 재고 소진을 위한 천기단의 국내 면세향 공급 조절도 지속되고 있으며, 4Q26 중 점진적인 완화를 검토 중이다. 북미(-12.5% YoY) 역시 에이본 매각과 더크렘샵 사업 재정비 영향으로 매출이 감소했으나, 매각 영향을 제외한 오가닉 매출은 약 5% 증가했다. 특히 자체 브랜드 사업은 약 20% 성장해 북미 매출의 약 50% 비중을 차지한 바, 기존 인수 브랜드 중심에서 자체 브랜드로 성장 기반이 전환되고 있다는 점은 긍정적이다.

HDB 부문은 매출액 4,192억원(+3.8% YoY) 및 영업이익 310억원(-3.1% YoY), OPM 7.4%(-0.5%p YoY)를 기록했다. 피지 모락셀라 등 주요 브랜드의 판매 호조와 온라인·신성장 오프라인 채널 확대에도 마케팅 투자가 증가하며 이익은 소폭 감소했다. 음료 부문은 매출액 4,974억원(-3.1% YoY) 및 영업이익 503억원(-19.9% YoY), OPM 10.1%(-2.1%p YoY)를 기록, 내수 소비 부진과 원부자재 가격 상승, 판촉 경쟁 심화가 실적 감소의 주요 요인이었다.

표 27. 3Q26 Review (십억원, %, %p)

	3Q25	2Q26	3Q26			성장률	
			발표치	컨센서스	vs. 컨센서스	YoY	QoQ
매출액	1,580.0	1,657.4	1,577.4	1,635.2	-3.5	-0.2	-4.8
매출총이익	749.6	861.7	770.5	823.9	-6.5	2.8	-10.6
매출총이익률	47.4	52.0	48.8	50.4	-1.5	1.4	-3.1
영업이익	46.2	102.8	70.4	101.3	-30.5	52.4	-31.5
영업이익률	2.9	6.2	4.5	6.2	-1.7	1.5	-1.7
순이익	18.2	73.8	8.4	47.9	-82.5	-53.9	-88.6
순이익률	1.2	4.5	0.5	2.9	-2.4	-0.6	-3.9

자료: Quantiwise, 미래에셋증권 리서치센터

2026F 및 중장기 실적 전망

2026F 매출액 6조 2,328억원(-1.9% YoY) 및 영업이익 2,999억원(+75.7% YoY), OPM 4.8%(+2.1%p YoY)로 추정한다. 에이본 매각에 따른 연결 매출 감소와 중국 사업 재편, 국내 음료 수요 부진 등으로 전사 매출액은 소폭 감소하겠으나, 영업이익은 2H25 면세 물량 조절에 따른 기저효과와 고마진 면세 매출 증가, 매장 효율화 작업 등 영향으로 개선될 전망이다.

2027F 매출액 6조 3,162억원(+1.3% YoY) 및 영업이익 3,386억원(+12.9% YoY), OPM 5.4%(+0.6%p YoY)를 전망한다. 뷰티 부문은 매출액 2조 9,727억원(+0.8% YoY), 영업이익 1,032억원, OPM 3.5%(+1.1%p YoY)로 추정하며, 에이본 매각 영향으로 북미 지역의 매출 감소가 전망되지만, 부문 내 효율화 작업이 지속되고 있어 마진 개선이 기대된다.

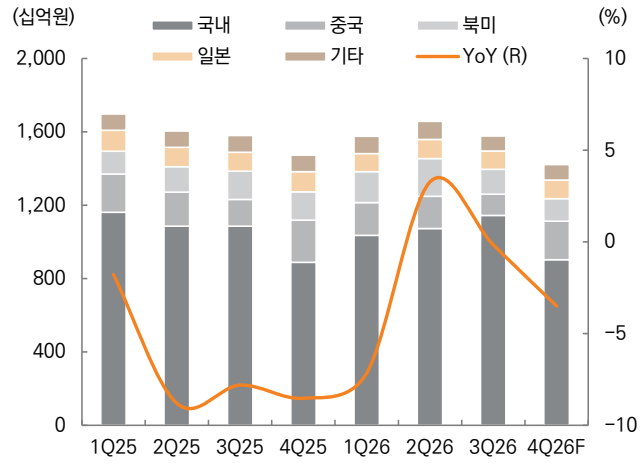
한편 HDB 부문은 매출액 1조 5,701억원(+2.1% YoY) 및 영업이익 971억원(+3.1% YoY), OPM 6.2%(+0.1%p YoY)로, 프리미엄 제품과 온라인 채널 중심의 안정적인 성장을 이어갈 전망이다. 다만 음료 부문은 가격 인상에도 내수 수요 둔화와 원부자재 비용 부담 영향이 지속되며 매출액 1조 7,734억원(+1.5% YoY) 및 영업이익 1,383억원(+1.5% YoY), OPM 7.8%(flat YoY)로 성장 폭은 제한적일 것으로 보인다.

표 28. 분기 및 연간 실적 테이블 (십억원, %)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26F	2025	2026F	2027F
매출액	1,697.9	1,604.9	1,580.0	1,472.8	1,576.6	1,657.4	1,577.4	1,421.4	6,355.5	6,232.8	6,316.2
% YoY	-1.8	-8.8	-7.8	-8.5	-7.1	3.3	-0.2	-3.5	-6.7	-1.9	1.3
사업부별											
Beauty	879.4	787.7	662.5	761.4	771.1	818.4	660.8	698.2	3,091.0	2,948.5	2,972.7
HDB	401.6	358.0	403.9	327.4	397.9	377.6	419.2	343.1	1,490.9	1,537.8	1,570.1
Refreshment	416.9	459.1	513.5	384.0	407.6	461.4	497.4	380.1	1,773.5	1,746.5	1,773.4
지역별											
국내	1,161.8	1,085.8	1,085.9	888.3	1,035.8	1,072.9	1,145.1	903.1	4,221.8	4,156.9	4,237.4
중국	208.8	185.3	145.8	230.3	178.8	176.0	115.1	209.7	770.2	679.6	720.1
북미	124.5	139.7	154.8	154.4	168.0	205.8	135.5	123.9	573.4	633.2	575.7
일본	113.9	105.5	102.0	110.4	99.1	104.2	100.0	100.3	431.8	403.6	419.1
기타	88.8	88.5	91.4	89.3	94.8	98.6	81.7	84.4	358.0	359.5	363.8
매출총이익	878.2	805.7	749.6	711.2	813.3	861.7	770.6	706.1	3,144.6	3,151.7	3,214.1
% YoY	-5.3	-14.5	-14.5	-12.7	-7.4	7.0	2.8	-0.7	-11.7	0.2	2.0
매출총이익률	51.7	50.2	47.4	48.3	51.6	52.0	48.9	49.7	49.5	50.6	50.9
영업이익	142.4	54.8	46.2	-72.7	107.8	102.8	70.4	18.9	170.7	299.9	338.6
% YoY	-5.7	-65.4	-56.4	적전	-24.3	87.5	52.4	흑전	-62.8	75.7	12.9
Beauty	67.9	-5.9	-48.6	-78.4	38.6	44.4	-10.9	-2.7	-65.0	69.4	103.2
HDB	27.5	18.1	32.0	15.6	25.4	22.3	31.0	15.5	93.2	94.2	97.1
Refreshment	47.0	42.5	62.9	-9.8	43.8	36.1	50.3	6.1	142.6	136.3	138.3
영업이익률	8.4	3.4	2.9	-4.9	6.8	6.2	4.5	1.3	2.7	4.8	5.4
Beauty	7.7	-0.7	-7.3	-10.3	5.0	5.4	-1.6	-0.4	-2.1	2.4	3.5
HDB	6.8	5.1	7.9	4.8	6.4	5.9	7.4	4.5	6.3	6.1	6.2
Refreshment	11.3	9.3	12.2	-2.6	10.7	7.8	10.1	1.6	8.0	7.8	7.8
순이익	98.2	35.2	18.2	-251.7	84.1	73.8	8.4	-26.0	-100.1	140.3	215.8
% YoY	-7.8	-65.0	-73.1	적지	-14.4	110.1	-53.9	적지	적전	흑전	53.8
순이익률	5.8	2.2	1.2	-17.1	5.3	4.5	0.5	-1.8	-1.6	2.3	3.4

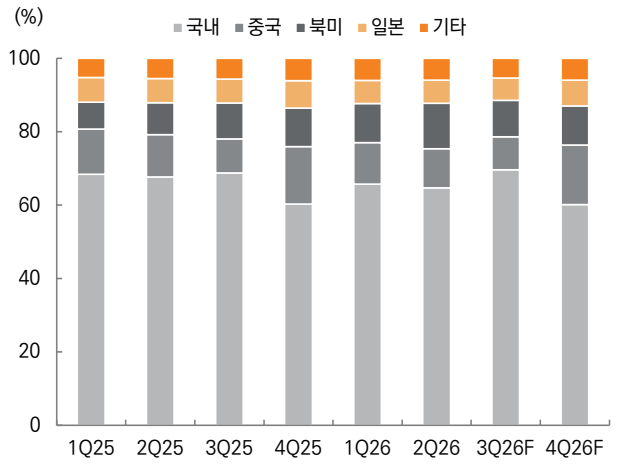
주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: LG생활건강, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 143. 지역별 분기 매출액 전망



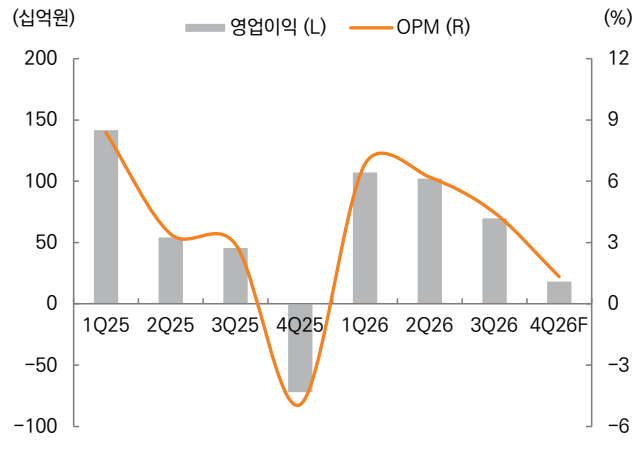
자료: LG생활건강, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 144. 지역별 분기 매출액 비중 추이



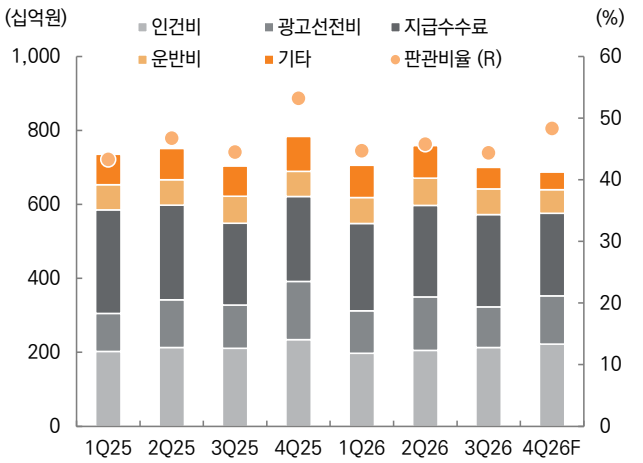
자료: LG생활건강, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 145. 분기별 영업이익 및 OPM 전망



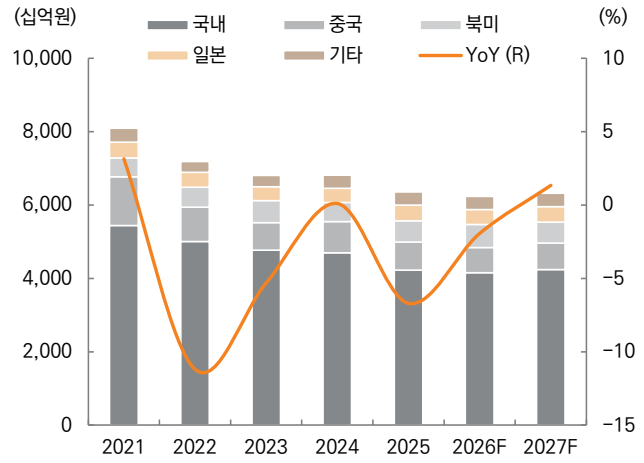
자료: LG생활건강, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 146. 분기별 판관비 전망



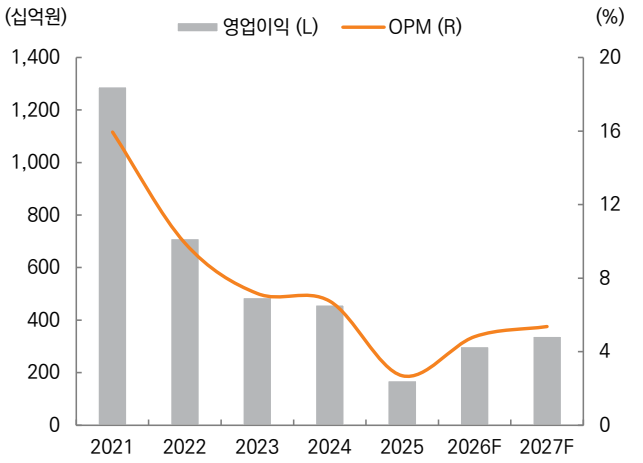
자료: LG생활건강, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 147. 지역별 연간 매출액 전망



자료: LG생활건강, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 148. 연간 영업이익 및 OPM 전망



자료: LG생활건강, 미래에셋증권 리서치센터 추정

재정비의 시간

북미: 자체 브랜드 중심의 사업 재편

북미 사업은 과거 에이본 등 현지 인수 법인에 의존했던 구조에서 닥터그루트 등 자체 브랜드 중심으로 재편되고 있다. 자체 브랜드의 매출 비중은 지난해 말 약 40%→3Q26 기준 50% 수준까지 확대되었다.

핵심 브랜드는 프리미엄 헤어케어 브랜드 닥터그루트다. 글로벌 채널 협상 시의 운영 효율을 위해 유시몰(오랄케어)·피지오겔(더마)·도미나스(더마)와 함께 기존 HDB에서 뷰티 부문으로 이관되었다. 이러한 전략하에 지난해 미국 코스트코에 이어, 올해 8월 세포라 매장에 정식 입점했다. 주요 제품 가격대는 약 30~50달러 수준으로, 프리미엄 포지셔닝을 유지하고 있다. 코스트코가 초기 판매 규모 확보에 유리한 채널이었다면, 세포라는 프리미엄 브랜드로서의 입지를 강화하는 역할이다. 동시에 온라인에서는 틱톡샵을 신규 소비자 유입 경로로 활용하고, 이를 아마존·세포라에 연계하는 전략을 추진 중이다.

최근 전략 브랜드로서 더페이스샵과 힌스를 통해 스킨케어와 색조까지 브랜드 포트폴리오를 넓히고 있다. 더페이스샵은 월마트와 얼타뷰티 입점에 이어, 베스트셀러 미감수 클렌징 라인에 티슈·오일 제품과 스킨케어 라인을 추가했다. 기존 클렌징에 집중되었던 제품 믹스가 다변화되고 있다는 점에서 긍정적이다. 힌스 역시 얼타뷰티를 통해 미국 시장에 진출했으나, 아직 초기 단계인 만큼 현지 매출 기여도를 평가하기에는 이른 구간이다.

동사는 닥터그루트를 중심으로 성수기 마케팅 투자를 강화해 북미 자체 브랜드 사업의 흑자 전환을 목표로 제시한 바 있으며, 10월 주요 채널의 판매 흐름상 탑라인의 성장은 가능할 것으로 보인다. 다만 현재 닥터그루트와 더페이스샵의 뷰티 부문 내 매출 비중은 각각 6%, 7% 수준에 그쳐 전사 실적 기여도는 아직 낮으며, 투자 확대에 따른 비용 부담으로 수익성 개선의 폭 역시 제한적일 수 있다는 판단이다.

그림 149. 닥터그루트: 프리미엄 포지셔닝



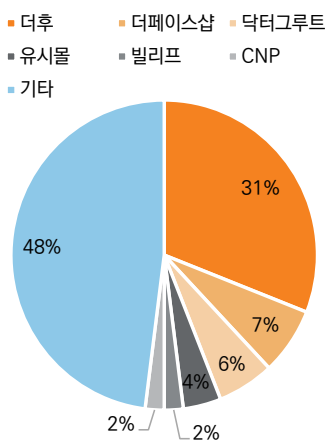
자료: LG생활건강, 미래에셋증권 리서치센터

그림 150. 더페이스샵: 미감수 클렌징 라인



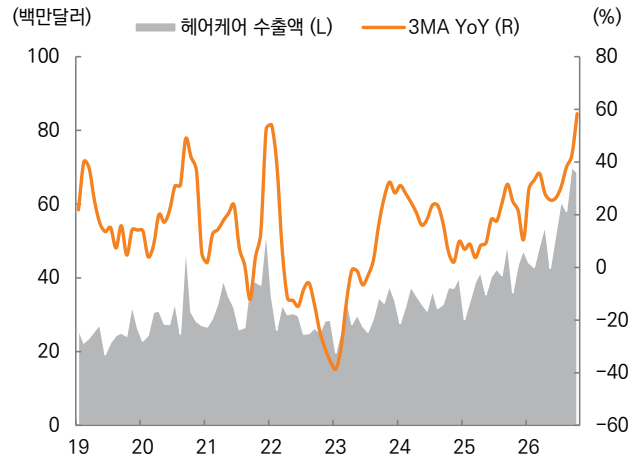
자료: LG생활건강, 미래에셋증권 리서치센터

그림 151. 뷰티 브랜드별 비중(3Q26)



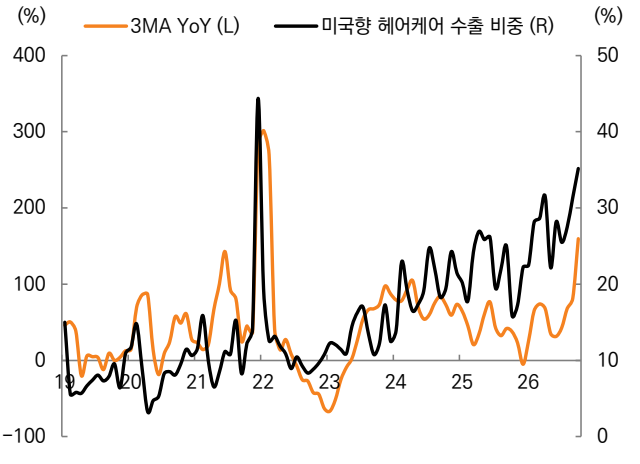
자료: LG생활건강, 미래에셋증권 리서치센터

그림 152. 월별 헤어케어 수출액 추이



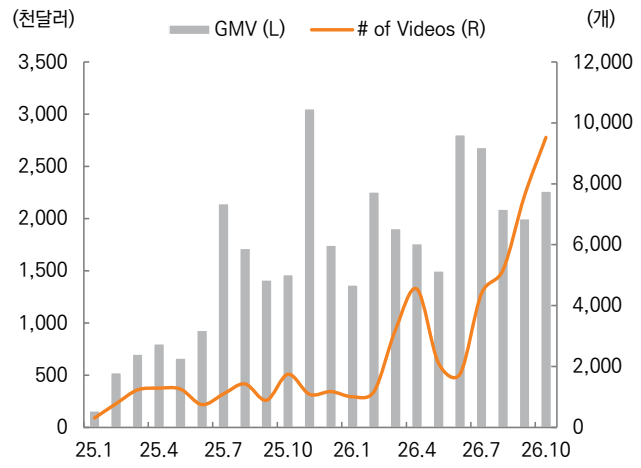
주: HS Code 3305 기준(샴푸·염색제 등을 포함한 두발용 제품류)
자료: TRASS, 미래에셋증권 리서치센터

그림 153. 미국향 수출: 비중 30%를 상회하는 핵심 수출 시장



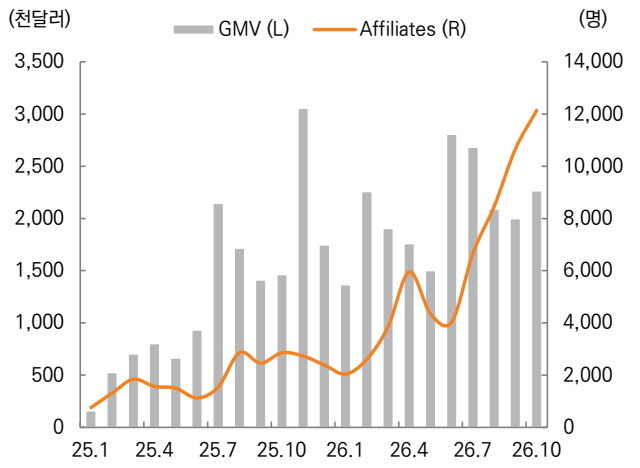
자료: TRASS, 미래에셋증권 리서치센터

그림 154. 미국 틱톡샵: 닥터그루트 GMV 및 Shoppable videos



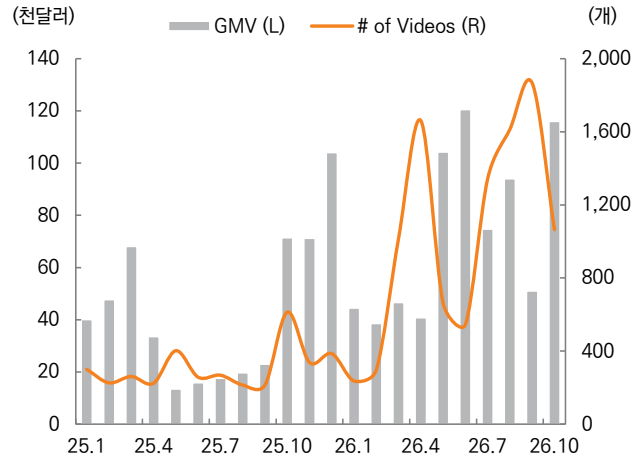
자료: FastMoss, 미래에셋증권 리서치센터

그림 155. 미국 틱톡샵: 닥터그루트 GMV 및 Affiliates



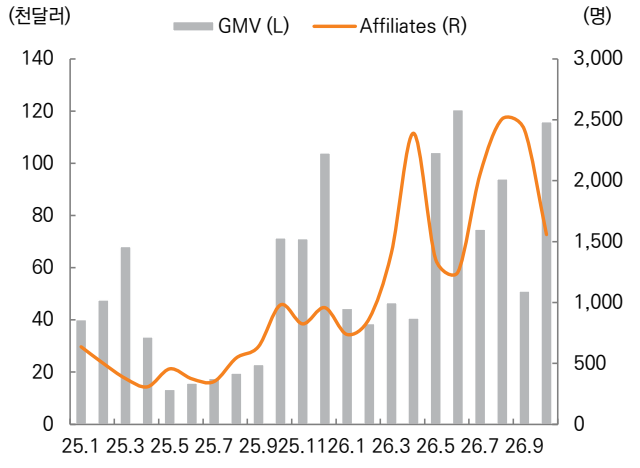
자료: FastMoss, 미래에셋증권 리서치센터

그림 156. 미국 틱톡샵: 더페이스샵 GMV 및 Shoppable videos



자료: FastMoss, 미래에셋증권 리서치센터

그림 157. 미국 틱톡샵: 더페이스샵 GMV 및 Affiliates



자료: FastMoss, 미래에셋증권 리서치센터

중국·면세: 면세 회복과 중국 사업의 과제

현재 중국·면세 사업은 기존 유통 구조를 재정비하는 과정에 있다. 동사는 과거 더후를 중심으로 중국 현지와 국내 면세 채널에서 높은 매출을 기록한 바 있으나, 중국 소비 둔화와 면세 유통 재고 부담으로 외형과 수익성이 크게 악화되었다. 이에 2H25부터 중국 내 기존 재고 소진을 위해 면세 공급을 축소하고, 현지에서는 유통 채널 정리와 오프라인 매장 효율화를 추진 중이다.

더후: 3세대 천기단
- 2Q26 한국·중국 동시 출시

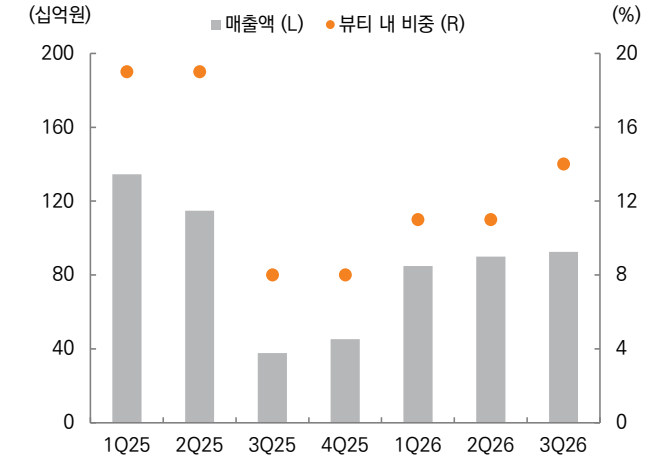


2H25 더후 전반에서 진행되었던 물량 조절은 1Q26 천기단 외 일부 제품의 공급을 재개하면서 다소 완화되었으며, 면세 채널의 실적도 개선되고 있다. 반면 주력 제품인 천기단은 중국 현지의 기존 2세대 유통 재고 소진을 위해 면세향 공급을 제한 중이다. 4Q26 중 일부 공급 재개 방안이 검토되고 있으나, 기존 재고 소진과 3세대 천기단의 시장 안착이 병행되고 있어 공급 정상화는 점진적으로 진행될 전망이다.

중국향 스킨케어 수출의 성장세가 둔화된 상황에서, 현지 사업은 중국 매출의 약 69%를 차지하는 주력 브랜드인 더후의 제품 포트폴리오와 유통 구조 개선에 집중하고 있다. 2Q26 3세대 천기단에 이어 9월 비첩 NAD 파워 앰플을 출시하며 주력 제품군을 보강했고, 온라인 판매 채널(중국 내 매출 비중 25%)도 수익성이 낮은 왕홍 라이브방송을 축소하고 브랜드 공식 플래그십 스토어 중심으로 재편 중이다. 오프라인에서도 더후 매장 축소를 통한 효율화가 병행되고 있다.

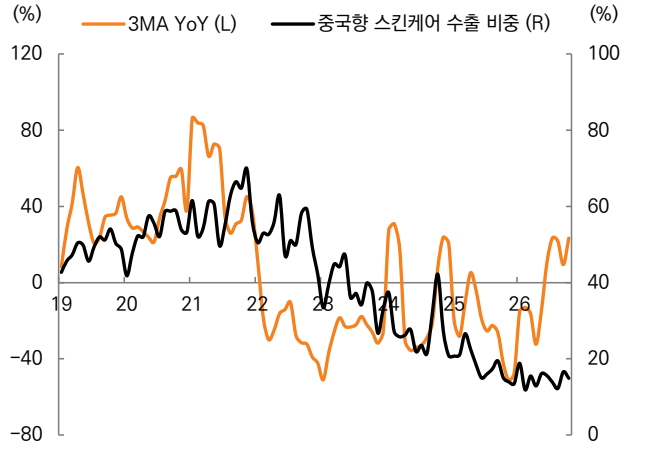
이러한 과정은 중장기적 수익 구조 개선을 위해 필수적이다. 다만 채널 축소 과정에서의 매출 감소는 당분간 불가피하며, 신제품 마케팅 투자 역시 추가적인 수익성 부담으로 작용하고 있다. 후속 제품의 매출 기여와 수익성 개선 여부에 대한 기다림이 필요한 시점이다.

그림 158. 면세 채널 매출액 및 비중 추이



자료: LG생활건강, 미래에셋증권 리서치센터

그림 159. 중국향 스킨케어 수출: 10%대 비중까지 감소



자료: TRASS, 미래에셋증권 리서치센터

LG생활건강 (051900)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	**6,355**	**6,233**	**6,316**	**6,733**
매출원가	**3,211**	**3,081**	**3,102**	**3,308**
매출총이익	**3,144**	**3,152**	**3,214**	**3,425**
판매비와관리비	**2,974**	**2,852**	**2,875**	**3,037**
조정영업이익	**171**	**300**	**339**	**389**
영업이익	**171**	**300**	**339**	**389**
비영업손익	**-234**	**-117**	**-47**	**-39**
금융손익	8	18	24	31
관계기업등 투자손익	4	-136	-71	-71
세전계속사업손익	-63	183	292	350
계속사업법인세비용	22	31	66	79
계속사업이익	-86	152	227	272
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	**-86**	**152**	**227**	**272**
지배주주	-100	140	216	258
비지배주주	14	11	11	13
총포괄이익	**-57**	**152**	**227**	**272**
지배주주	-72	192	287	343
비지배주주	15	-40	-60	-72
EBITDA	411	420	459	518
FCF	368	279	342	374
EBITDA 마진율 (%)	6.5	6.7	7.3	7.7
영업이익률 (%)	2.7	4.8	5.4	5.8
지배주주귀속 순이익률 (%)	-1.6	2.2	3.4	3.8

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	**2,635**	**2,844**	**3,162**	**3,587**
현금 및 현금성자산	1,086	1,325	1,623	1,947
매출채권 및 기타채권	511	501	508	541
재고자산	832	816	827	882
기타유동자산	206	202	204	217
비유동자산	**4,234**	**4,113**	**3,993**	**3,869**
관계기업투자등	61	60	61	65
유형자산	2,063	1,980	1,895	1,806
무형자산	1,799	1,763	1,726	1,688
자산총계	**6,869**	**6,958**	**7,156**	**7,456**
유동부채	**945**	**928**	**940**	**998**
매입채무 및 기타채무	382	375	380	405
단기금융부채	153	151	152	158
기타유동부채	410	402	408	435
비유동부채	**354**	**350**	**353**	**368**
장기금융부채	119	120	120	120
기타비유동부채	235	230	233	248
부채총계	**1,299**	**1,277**	**1,292**	**1,366**
지배주주지분	**5,449**	**5,548**	**5,720**	**5,934**
자본금	89	89	89	89
자본잉여금	97	97	97	97
이익잉여금	5,540	5,639	5,811	6,024
비지배주주지분	**121**	**132**	**143**	**156**
자본총계	**5,570**	**5,680**	**5,863**	**6,090**

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동으로 인한 현금흐름	**446**	**279**	**342**	**374**
당기순이익	-86	152	227	272
비현금수익비용가감	508	129	158	172
유형자산감가상각비	201	84	84	90
무형자산상각비	39	36	36	39
기타	268	9	38	43
영업활동으로인한자산및부채의변동	123	8	-5	-26
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	87	9	-6	-32
재고자산 감소(증가)	86	16	-11	-55
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-25	-4	3	13
법인세납부	-110	-31	-66	-79
투자활동으로 인한 현금흐름	**-171**	**2**	**-1**	**-7**
유형자산처분(취득)	-74	0	0	0
무형자산감소(증가)	-16	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-86	2	-1	-7
기타투자활동	5	0	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	**-443**	**-44**	**-42**	**-39**
장단기금융부채의 증가(감소)	-362	-2	1	6
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	-98	-42	-43	-45
기타재무활동	17	0	0	0
현금의 증가	**-167**	**239**	**298**	**324**
기초현금	1,253	1,086	1,325	1,623
기말현금	1,086	1,325	1,623	1,947

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2025	2026F	2027F	2028F
P/E (x)	-	30.1	19.4	16.2
P/CF (x)	10.8	15.1	10.9	9.5
P/B (x)	0.8	0.7	0.7	0.7
EV/EBITDA (x)	8.3	6.7	5.5	4.3
EPS (원)	-5,688	8,162	12,641	15,133
CFPS (원)	24,018	16,312	22,548	25,976
BPS (원)	315,868	327,740	337,835	350,337
DPS (원)	2,000	2,600	2,700	2,800
배당성향 (%)	-34.2	25.1	17.5	15.1
배당수익률 (%)	0.8	0.8	0.9	0.9
매출액증가율 (%)	-6.7	-1.9	1.3	6.6
EBITDA증가율 (%)	-42.5	2.2	9.5	12.7
조정영업이익증가율 (%)	-62.8	75.7	12.9	14.9
EPS증가율 (%)	적전	흑전	54.9	19.7
매출채권 회전율 (회)	11.9	12.9	13.1	13.5
재고자산 회전율 (회)	7.2	7.6	7.7	7.9
매입채무 회전율 (회)	14.8	15.3	15.5	15.9
ROA (%)	-1.2	2.2	3.2	3.7
ROE (%)	-1.8	2.6	3.8	4.4
ROIC (%)	4.7	5.3	5.9	7.0
부채비율 (%)	23.3	22.5	22.0	22.4
유동비율 (%)	278.9	306.6	336.6	359.5
순차입금/자기자본 (%)	-16.5	-20.6	-25.1	-29.5
조정영업이익/금융비용 (x)	8.1	23.9	27.0	30.6

자료: LG생활건강, 미래에셋증권 리서치센터

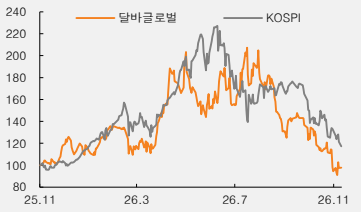
MIRAE ASSET 미래에셋증권

Equity Research
2026.11.24

투자의견(신규)	**매수**
목표주가(신규)	**190,000원**
현재주가(26/11/23)	125,100원
상승여력	51.9%

영업이익(26F,십억원)	166
Consensus 영업이익(26F,십억원)	167
EPS 성장률(26F,%)	45.8
MKT EPS 성장률(26F,%)	276.0
P/E(26F,x)	13.0
MKT P/E(26F,x)	4.7
KOSPI	4,708.54
시가총액(십억원)	1,568
발행주식수(백만주)	12
유동주식비율(%)	71.9
외국인 보유비중(%)	45.3
베타(12M) 일간수익률	0.10
52주 최저가(원)	116,500
52주 최고가(원)	265,000

(%)	1M	6M	12M
절대주가	-17.5	-42.9	-5.1
상대주가	-2.7	-4.8	-22.3



[화장품]
조세은
seeun.jo@miraeasset.com

483650 · 화장품

달바글로벌

차근차근

투자의견 매수, 목표주가 19만원으로 커버리지 개시

달바글로벌에 대한 투자의견 매수, 목표주가 190,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 12MF EPS에 Target P/E 15배를 적용했으며, 타깃 멀티플은 국내 화장품 브랜드사 Peer 평균 12MF P/E에 해당한다. 현재 주가는 컨센서스 기준 12MF P/E 10배에서 거래 중이다. 3Q26 매출액은 컨센서스를 하회했으나, 해외 고성장과 수익성 개선을 감안하면 성장 둔화에 대한 우려는 과도하다는 판단이다. 4분기 성수기 판매 성과를 통해 외형 성장의 지속성을 입증하는 것이 멀티플 회복의 핵심 요인이 될 것으로 전망한다.

고르게 성장하며 넓어지는 지역·제품군

동사는 주력 제품으로 판매 기반을 확보한 후 판매 지역과 채널을 단계적으로 확장해 왔다. 3Q26 해외 매출 비중은 75%이며 최대 권역인 일본의 비중도 16% 수준으로, 특정 시장에 대한 의존도가 낮은 편이다. 비수기와 원화 강세에도 해외 6개 전 권역에서 전년 대비 30% 이상 성장했다. 일본·아세안·러시아에 이어 북미·유럽의 기여가 확대되고, 인도·중동 등 이머징 권역까지 성장 지역이 다변화되고 있다.

한편 미스트에 이어 선케어·크림 등 매출 기여가 확대되는 추세다. 하이엔드 라인인 달바 시그니처로 가격대를 넓히는 한편, 헤어·두피 전문 브랜드 달바 프로페셔널과 바디·더마 브랜드를 통해 카테고리별 전문성을 강화할 계획이다. 기존 스킨케어의 매출 기반을 유지하면서 인접 영역에서 추가 성장 기회를 확보하는 전략이다.

2026F 및 중장기 실적 전망

2026F 매출액 7,217억원(+38.8% YoY) 및 영업이익 1,659억원(+63.4% YoY), OPM 23.0%(+3.5%p YoY)로, 동사 가이던스 매출액 7,250억원, OPM 21% 대비 매출액은 소폭 미달할 것으로 보이나 영업이익은 상회할 것으로 전망한다. 4분기는 글로벌 프로모션이 집중되는 성수기로 북미·유럽의 판매 확대를 기대할 수 있다.

향후 북미 오프라인 채널의 재발주와 유럽의 유통망 확장이 외형 성장을 이끌 것으로 예상한다. 신규 시장 진출과 마케팅 투자가 지속되겠으나, 마케팅·물류 운영의 효율화와 B2B 매출 비중 확대(2025년 37%→2026년 말 40% 목표)를 기반으로 양호한 수익성을 유지할 전망이다.

결산기 (월)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액 (십억원)	309	520	722	953	1,165
영업이익 (십억원)	60	101	166	221	275
영업이익률 (%)	19.4	19.4	23.0	23.2	23.6
순이익 (십억원)	15	79	120	167	208
EPS (원)	1,427	6,599	9,620	13,325	16,569
ROE (%)	26.2	52.6	49.5	47.4	41.2
P/E (배)	-	22.4	13.0	9.4	7.6
P/B (배)	-	9.2	5.5	3.7	2.7
배당수익률 (%)	-	1.8	2.2	2.3	2.5

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 달바글로벌, 미래에셋증권 리서치센터

밸류에이션 및 실적 전망

투자의견 매수, 목표주가 19만원으로 커버리지 개시

목표주가 190,000원은 12MF EPS에 Target P/E 15배를 적용해 산출했다. 타깃 멀티플은 국내 화장품 브랜드사 Peer 평균 12MF P/E에 해당한다.

동사는 퍼스트 스프레이 세럼 등 주력 제품으로 판매 기반을 확보한 후 국가·채널 의존도를 낮춰 왔으며, 최근에는 선케어·크림 등 후속 품목의 매출 기여 또한 확대되었다. 특히 3Q26 매출액은 컨센서스를 큰 폭 하회했으나, 영업이익은 이를 소폭 상회하며 외형 부진에도 수익성을 유지했다. 해외 매출의 고성장과 분산된 지역별 매출 구조를 감안하면 Peer 평균 수준의 멀티플 적용은 합리적이라는 판단이다.

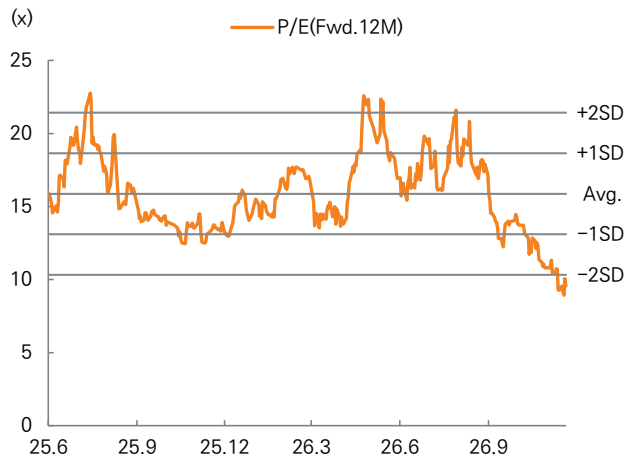
현재 주가는 컨센서스 기준 12MF P/E 10배에서 거래 중이며, 최근 주가 조정은 매출 성장 둔화에 대한 우려가 주도한 것으로 파악된다. 다만 3Q26 해외 매출은 +58.7% YoY를 기록했고, 미스트 리뉴얼에 따른 일시적인 국내 판매 공백과 선크림 용기 공급 부족도 분기 중 해소되었다. 이러한 단기 실적 부진을 성장 기반의 훼손으로 해석하기는 어렵다. 2027F 매출액·영업이익은 각각 32.1%, 33.0% 증가할 것으로 추정되며, 북미 기존 채널의 재발주와 유럽 유통망 확장이 성장을 뒷받침할 전망이다. 향후 4분기 성수기 판매 성과가 성장 둔화에 대한 우려를 완화할 경우 밸류에이션 리레이팅을 기대할 수 있다.

표 29. 밸류에이션 테이블

	내용	비고
12MF EPS (원)	12,473	
Target P/E (배)	15	국내 화장품 브랜드사 Peer 평균 12MF P/E
목표주가 (원)	190,000	
현재주가 (원)	125,100	
상승여력	51.9%	

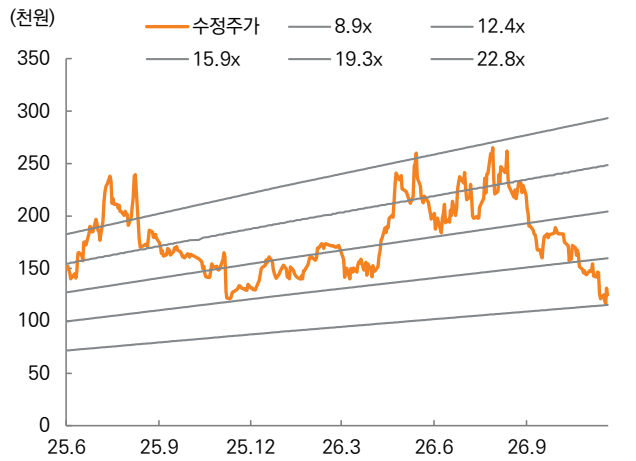
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 160. 달바글로벌 12MF P/E 추이



자료: Quantiwise, 미래에셋증권 리서치센터

그림 161. 달바글로벌 12MF P/E 밴드차트



자료: Quantiwise, 미래에셋증권 리서치센터

3Q26 Review

3Q26 매출액 1,556억원(+36.3% YoY) 및 영업이익 334억원(+100.7% YoY), OPM 21.5%(+6.9%p YoY)를 기록했다. 매출액은 계절적 비수기와 원화 강세, 국내의 일시적 판매 공백으로 컨센서스를 8.9% 하회했으나, 영업이익은 마케팅비 부담이 완화되며 소폭 상회했다.

해외 매출액은 1,166억원(+58.7% YoY)으로, 온라인 판매 호조와 오프라인 재발주가 이어지는 흐름이 확인되었다. 유럽(+163.5% YoY)에서는 독일·스페인 아마존 내 미스트·멀티밤에 이어 아이패치가 판매 상위권에 진입했고, 9월 영국 부츠 105개점에 신규 입점했다. 북미(+31.7% YoY)는 프라임데이 매출 공백에도 미국 아마존 매출이 25% 증가했으며, 틱톡샵도 월 매출 10억원 수준으로 성장했다. 코스트코 입점 매장은 225개점에서 400개점으로 늘었고, 기존 매장의 판매 호조로 추가 발주도 논의 중이다. 신규 입점뿐 아니라 기존 채널의 판매 증가가 이어지고 있다는 점에서 긍정적이다.

그 외 일본(+34.0% YoY)은 마츠모토 키요시와 이온몰 등 신규 채널에서의 취급 품목이 늘며 오프라인 매출이 123% 증가했고, 아세안(+55.3% YoY)은 쇼피와 틱톡샵에서 미스트·톤업선크림이 성장을 견인했다.

국내 매출액은 390억원(-4.1% YoY)으로 미스트 리뉴얼 후 기존 재고 소진 과정에서의 일시적 판매 공백과 8월까지 이어진 선크림 용기 공급 부족이 반영되었으나, 해당 이슈 모두 분기 중 해소되었다. 현재 미스트에 이어 토너·선크림·크림 등 핵심 제품의 리뉴얼이 진행 중이며, 프로 2X 미스트·시그니처 라인 등 신규 SKU가 시장에 안착하고 있는 단계다. 국내 실적은 주력 품목의 공급 안정과 리뉴얼 제품의 판매에 따라 점진적으로 개선될 전망이다.

수익성 개선은 마케팅비 절감과 운반비 방어에 기인했다. 매출 대비 마케팅비(광고선전비+판촉비) 비중은 19.1%(-8.2%p YoY)까지 낮아졌고, 운반비율은 해상 운송 비중 확대를 통해 12.2%(-0.1%p YoY) 수준을 유지했다. 다만 대형 프로모션이 주로 1분기와 4분기에 집중되기 때문에 금번 분기의 비중 하락에는 계절적 요인도 반영된 것으로 보인다. 이를 감안하더라도 해외 확장 과정에서 비용 부담이 커지고 있는 대부분의 브랜드사와 달리, 동사의 수익성 방어는 상대적 강점으로 평가된다.

표 30. 3Q26 Review (십억원, %, %p)

	3Q25	2Q26	3Q26			성장률	
			발표치	컨센서스	vs. 컨센서스	YoY	QoQ
매출액	114.2	186.9	155.6	170.8	-8.9	36.3	-16.7
매출총이익	85.7	143.5	118.5	129.6	-8.6	38.2	-17.4
매출총이익률	75.1	76.8	76.2	75.9	0.3	1.1	-0.6
영업이익	16.7	47.2	33.4	32.6	2.6	100.7	-29.2
영업이익률	14.6	25.3	21.5	19.1	2.4	6.9	-3.8
순이익	14.0	38.1	14.8	25.2	-41.3	5.5	-61.2
순이익률	12.3	20.4	9.5	14.7	-5.2	-2.8	-10.9

자료: Quantiwise, 미래에셋증권 리서치센터

2026F 및 중장기 실적 전망

2026F 매출액 7,217억원(+38.8% YoY) 및 영업이익 1,659억원(+63.4% YoY), OPM 23.0%(+3.5%p YoY)를 추정한다. 동사가 제시한 연간 가이던스 매출액 7,250억원, OPM 21% 대비 매출액은 소폭 미달하나, 영업이익은 상회할 전망이다. 국내 사업이 안정적인 매출 기반을 유지하는 가운데 4분기는 글로벌 프로모션이 집중되는 성수기로, 아마존 상위권에 SKU가 다수 진입한 북미·유럽을 중심으로 판매 확대를 기대할 수 있다.

해외 사업의 고성장이 이어지며 2027F 매출액 9,530억원(+32.1% YoY) 및 영업이익 2,208억원(+33.0% YoY), OPM 23.2%(+0.2%p YoY)를 기록할 전망이다. 지역별로는 유럽과 북미가 각각 +74.7%, +44.5% YoY 성장하며 전사 외형 확대를 주도할 것으로 추정한다. 북미는 기존 오프라인 채널 내 SKU 확대와 재발주 증가, 유럽은 주요 국가별 유통망 확장을 반영했다. 일본·아세안 역시 온라인 판매 호조와 오프라인 채널 확대가 병행되면서 견조한 성장을 이어갈 전망이다.

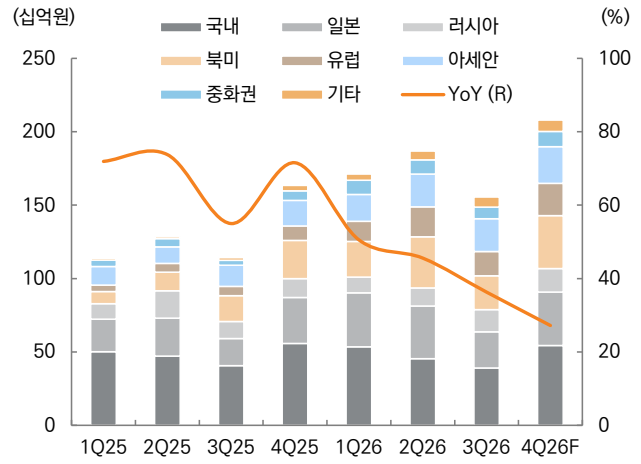
수익성 측면에서는 B2B 매출 비중 확대가 중요한 요인이다. 동사는 2025년 37% 수준이었던 B2B 비중을 2026년 말 40%까지 높인다는 목표를 제시한 바 있다. 특히 북미·유럽은 일본 등 선진출 지역 대비 B2B 비중이 낮아 추가적인 확대 여력이 남아 있다. 신규 시장 진출과 브랜드 마케팅 투자가 지속되겠으나, 비용 통제와 물류 효율화를 통해 양호한 수익성을 유지할 것으로 예상된다.

표 31. 분기 및 연간 실적 테이블 (십억원, %)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26F	2025	2026F	2027F
매출액	113.8	128.4	114.2	163.5	171.2	186.9	155.6	208.0	519.8	721.7	953.0
% YoY	71.9	73.8	55.0	71.5	50.5	45.6	36.3	27.2	68.2	38.8	32.1
지역별											
국내	50.2	47.1	40.7	55.7	53.6	45.3	39.0	54.3	193.7	192.3	209.3
일본	22.1	25.8	18.4	31.4	36.7	36.0	24.7	36.4	97.7	133.8	173.7
러시아	10.6	18.7	11.6	12.8	10.7	12.3	15.0	16.2	53.6	54.1	67.9
북미	8.3	12.7	17.6	26.1	24.3	34.8	23.2	36.1	64.8	118.4	171.1
유럽	4.4	6.0	6.2	9.9	13.8	20.5	16.4	21.9	26.5	72.7	127.0
아세안	12.7	11.2	14.4	17.4	18.2	22.2	22.4	25.1	55.7	87.8	116.7
중화권	4.4	5.8	3.4	6.5	9.7	9.8	7.9	10.4	20.0	37.9	48.9
기타	1.1	1.1	1.8	3.6	4.2	5.9	6.8	7.7	7.6	24.7	38.4
매출총이익	85.8	99.5	85.7	123.5	131.5	143.5	118.5	158.2	394.5	551.8	730.9
% YoY	73.5	74.5	51.0	73.5	53.4	44.2	38.2	28.1	68.3	39.9	32.5
매출총이익률	75.4	77.5	75.1	75.5	76.8	76.8	76.2	76.1	75.9	76.5	76.7
영업이익	30.1	29.2	16.6	25.6	45.1	47.2	33.4	40.2	101.5	165.9	220.8
% YoY	104.3	65.9	18.5	90.1	50.1	61.7	100.8	56.8	69.7	63.4	33.0
영업이익률	26.4	22.8	14.6	15.7	26.3	25.3	21.5	19.3	19.5	23.0	23.2
순이익	24.8	19.8	14.0	20.5	36.3	38.1	14.8	30.8	79.1	120.0	166.9
% YoY	흑전	44.0	45.6	57.7	46.8	92.2	5.5	50.3	117.4	51.8	39.1
순이익률	21.8	15.4	12.3	12.5	21.2	20.4	9.5	14.8	15.2	16.6	17.5

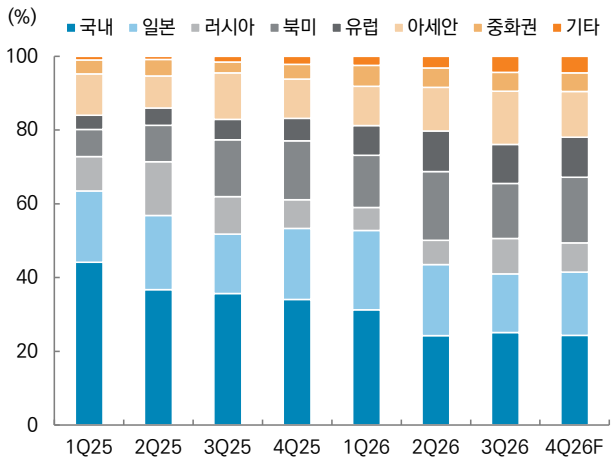
주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 달바글로벌, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 162. 지역별 분기 매출액 전망



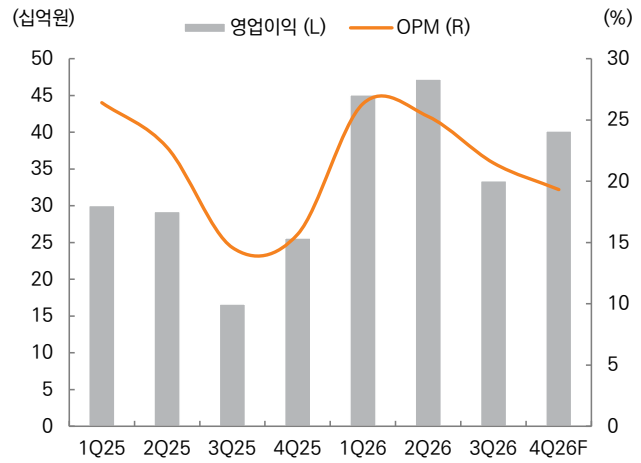
자료: 달바글로벌, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 163. 지역별 분기 매출액 비중 추이



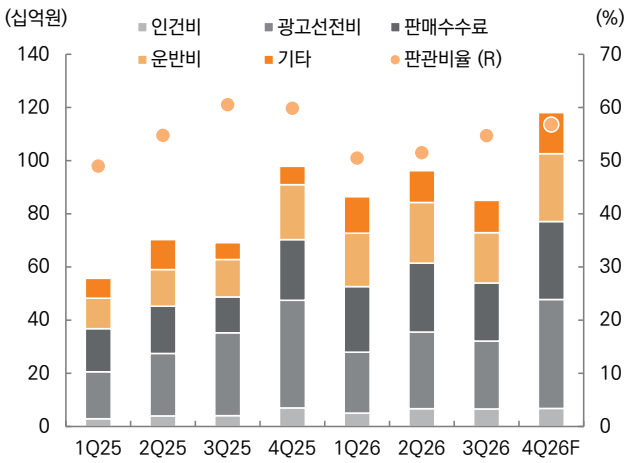
자료: 달바글로벌, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 164. 분기별 영업이익 및 OPM 전망



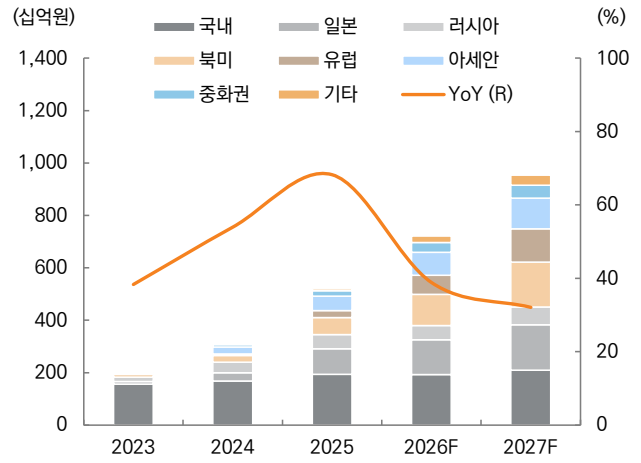
자료: 달바글로벌, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 165. 분기별 판관비 전망



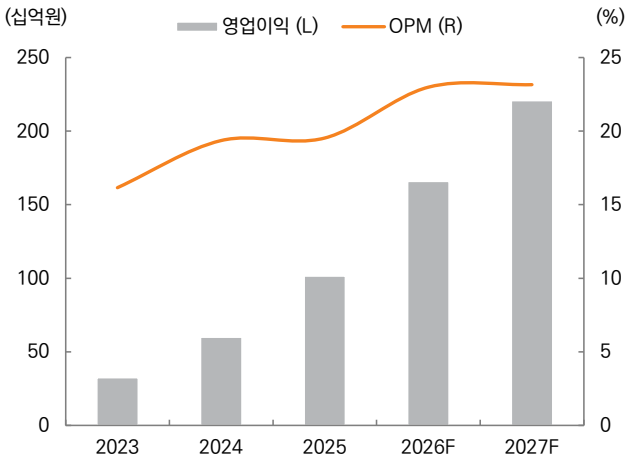
자료: 달바글로벌, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 166. 지역별 연간 매출액 전망



자료: 달바글로벌, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 167. 연간 영업이익 및 OPM 전망



자료: 달바글로벌, 미래에셋증권 리서치센터 추정

넓어지는 시장과 라인업

지역: 분산된 해외 매출, 이머징이 더해질 성장

3Q26 해외 매출 비중은 75%(+11%p YoY)를 기록했다. 전사 매출 대비 권역별 비중은 일본 16%, 북미 15%, 아세안 14%, 러시아 10%, 유럽 10%, 중화권 5%, 기타 5%로 분산되어 있다. 일본·러시아·아세안에 이어 북미·유럽의 기여가 높아지며 특정 시장에 대한 의존도가 낮아졌고, 이에 시장별 수요 변화에 따른 실적 변동성이 낮다는 점이 강점이다.

해외 확장은 주요 온라인 채널에서 주력 제품의 인지도를 높인 후 오프라인 입점을 확대하는 전략으로 진행되고 있다. 온라인에서 검증된 성과를 바탕으로 해외 오프라인 점포 수는 1H25 약 3,000개에서 3Q26 약 10,000개로 증가한 것으로 파악된다.

북미는 코스트코 점포 확대와 얼타 내 SKU 확장 논의를 통해 기존 채널의 매출을 키우는 단계다. 반면 유럽은 1H26 유럽 매출의 약 90%가 독일·스페인·영국에 집중되어 있어, 향후 판매 국가를 넓힐 여지가 크다. 영국 부츠 입점에 이어 1H27 독일·체코 로스만 진출을 준비 중이며, 북미의 기존 채널 내 판매 증가와 유럽의 신규 유통망 확보가 추가적인 성장을 뒷받침할 것으로 판단한다.

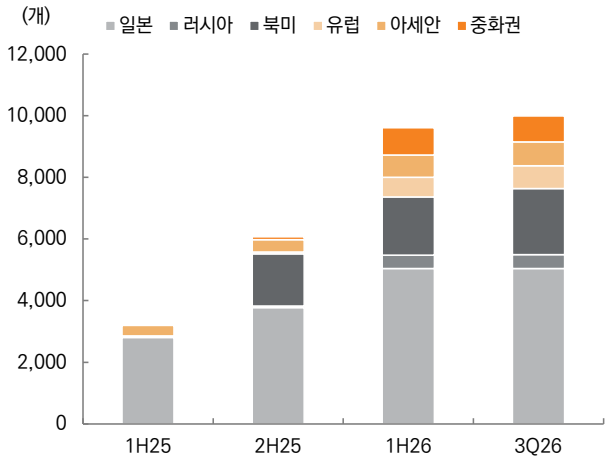
인도·중동 등 이머징 권역의 3Q26 누적 합산 매출은 약 83억원으로 지난해 연간 30억원 대비 2배 이상 성장했으나, 전사 매출 내 기여도는 아직 제한적인 상황이다. 인도는 온라인 판매에 이어 티라 입점을 추진 중이고, 중동에서는 UAE·사우디아라비아 아마존 외 오프라인 판매처도 확보했다. 중남미에서는 멕시코 세포라와의 직거래로 현지 판매를 시작한 바, 기존 시장에서 검증된 주력 품목과 현지 유통망을 바탕으로 이머징 권역의 매출 기여는 점진적으로 높아질 전망이다.

그림 168. 해외 온라인: 주요 플랫폼별 랭킹 및 월 평균 매출



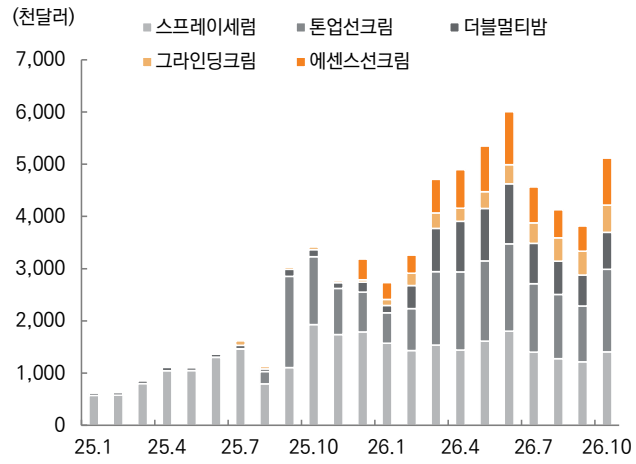
자료: 달바글로벌, 미래에셋증권 리서치센터

그림 169. 해외 오프라인: 권역별 점포 수 확대



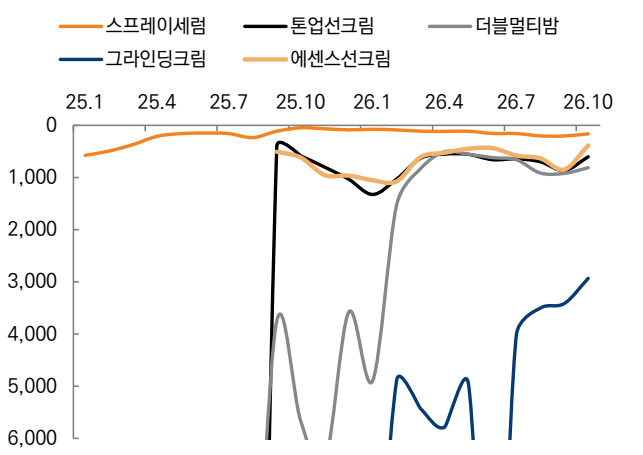
자료: 달바글로벌, 미래에셋증권 리서치센터

그림 170. 미국 아마존: 달바 Top5 월간 거래액



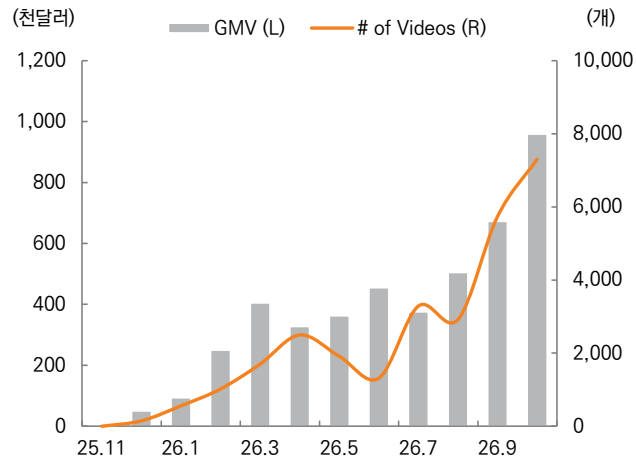
자료: Jungle Scout, 미래에셋증권 리서치센터

그림 171. 미국 아마존: 달바 Top5 BSR 추이



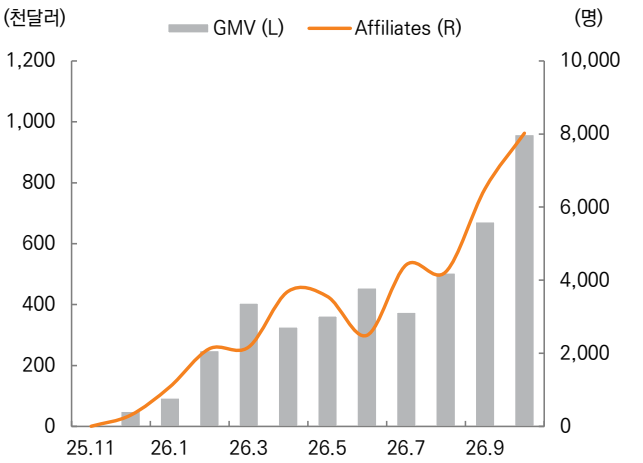
자료: Jungle Scout, 미래에셋증권 리서치센터

그림 172. 미국 틱톡샵: 달바 GMV 및 Shoppable videos



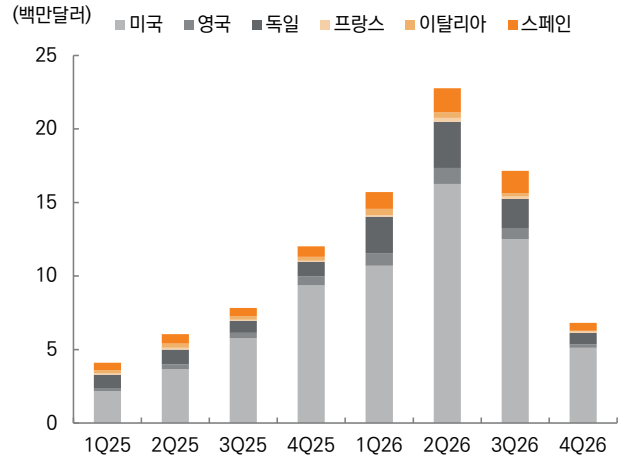
자료: FastMoss, 미래에셋증권 리서치센터

그림 173. 미국 틱톡샵: 달바 GMV 및 Affiliates



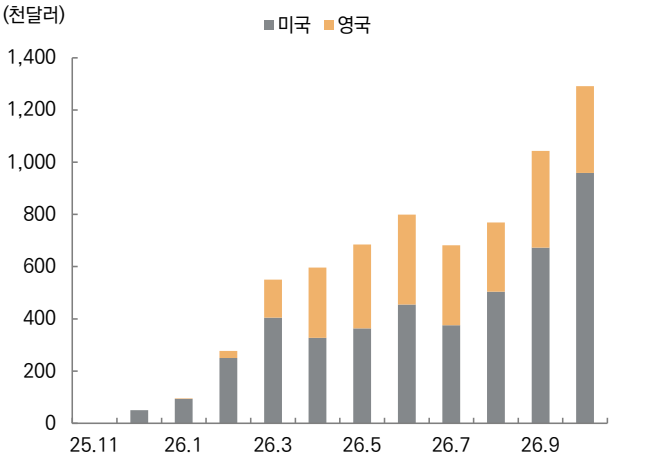
자료: FastMoss, 미래에셋증권 리서치센터

그림 174. 아마존: 지역별 달바 Top SKU 분기 거래액



주1: 4Q26은 10월 수치만 반영
주2: 미국·스페인 5개, 영국·독일·프랑스·이탈리아 3개 SKU 합산
자료: Jungle Scout, 미래에셋증권 리서치센터

그림 175. 틱톡샵: 지역별 달바 월간 GMV



자료: FastMoss, 미래에셋증권 리서치센터

브랜드: 고기능 라인 강화와 카테고리 확장

주력 품목인 미스트의 성장과 함께 선케어·크림의 비중도 높아지고 있다. 3Q26 미스트 매출은 전년 대비 22.3% 증가했으나 비중은 38.8%(-4.4%p YoY)로 하락한 반면, 선케어는 24.9%(+1.5%p YoY), 크림은 10.4%(+1.0%p YoY)의 비중을 기록했다. 기존 판매력을 유지하면서도 후속 품목의 기여가 커지고 있다는 점에서 긍정적이다.

하이엔드 라인인 달바 시그니처는 국내 시코르·면세점 등 프리미엄 채널에서 판매 성과가 확인되었고, 베트남에서는 쇼피 내 달바 매출의 5% 이상을 차지해 높은 가격대의 수요를 입증했다. 향후 싱가포르·일본으로 스킨케어 출시 지역을 넓히는 한편, 같은 라인의 디바이스 신제품인 하이리프트샷 4X 프로를 4Q26 출시할 계획이다. 3Q26 디바이스 매출은 전년 이벤트 기저로 -52.6% YoY를 기록했으나, 스킨케어의 해외 판매 확대와 디바이스 신제품 출시를 통해 달바 시그니처의 매출 기여는 점차 커질 것으로 전망한다.

헤어·바디 등 신규 카테고리는 메인 브랜드와 분리한 스핀오프 브랜드로 진입해 카테고리별 전문성을 부각하고 있다. 헤어 라인은 일본 큐텐·라쿠텐 주요 행사의 헤어 카테고리에서 상위권에 진입했으며, 2027년에는 달바 프로페셔널의 신제품 출시와 함께 일본 등 해외 판매를 강화하고 달바 Bath & Body와 신규 더마 브랜드도 출시할 계획이다. 메인 브랜드의 포지셔닝을 유지하면서 카테고리별 전문성을 확보하려는 전략으로 판단된다.

쿠오카스킨은 자체 브랜드로 진입하지 않았던 프래그런스 영역에 대한 지분 투자다. 동사는 지난 7월 96억원을 투자해 지분 33.61%를 취득했으며, 계약에 따라 상환전환우선주 발행일로부터 3년 이후 기존 주주와 창업자 등의 잔여 지분을 매수할 수 있는 콜옵션을 보유하고 있다. 물론 쿠오카스킨의 2026년 매출 목표는 100억원 수준으로, 단기 실적을 좌우할 규모는 아니다. 다만 자체 육성 외에 외부 브랜드 투자로 프래그런스까지 진출한 만큼, 단기 이익 기여보다 중장기 성장 동력 확보 차원에서 유의미한 투자로 평가한다.

그림 176. 시그니처: 고기능 라인



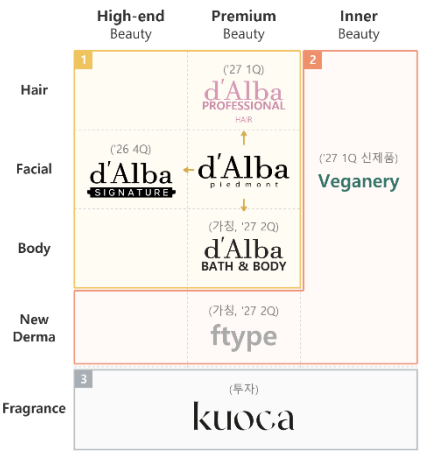
자료: 달바글로벌, 미래에셋증권 리서치센터

그림 177. 프로페셔널: 헤어·두피 전문



자료: 달바글로벌, 미래에셋증권 리서치센터

그림 178. 달바 브랜드 확장 전략



자료: 미래에셋증권 리서치센터

달바글로벌 (483650)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	**520**	**722**	**953**	**1,165**
매출원가	**125**	**170**	**222**	**271**
매출총이익	**395**	**552**	**731**	**894**
판매비와관리비	**293**	**386**	**510**	**618**
조정영업이익	**101**	**166**	**221**	**275**
영업이익	**101**	**166**	**221**	**275**
비영업손익	**2**	**-7**	**2**	**2**
금융손익	2	3	5	8
관계기업등 투자손익	0	-10	-4	-7
세전계속사업손익	103	159	223	277
계속사업법인세비용	24	39	56	69
계속사업이익	79	120	167	208
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	**79**	**120**	**167**	**208**
지배주주	79	120	167	208
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	**79**	**120**	**167**	**208**
지배주주	79	120	167	208
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	103	168	223	277
FCF	68	99	143	186
EBITDA 마진율 (%)	19.8	23.3	23.4	23.8
영업이익률 (%)	19.4	23.0	23.2	23.6
지배주주귀속 순이익률 (%)	15.2	16.6	17.5	17.9

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	**239**	**349**	**508**	**704**
현금 및 현금성자산	101	168	276	426
매출채권 및 기타채권	41	56	74	91
재고자산	66	92	121	148
기타유동자산	31	33	37	39
비유동자산	**16**	**14**	**13**	**11**
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	1	-1	-2	-4
무형자산	0	0	0	0
자산총계	**255**	**364**	**521**	**715**
유동부채	**54**	**74**	**98**	**120**
매입채무 및 기타채무	29	40	53	64
단기금융부채	1	1	2	2
기타유동부채	24	33	43	54
비유동부채	**3**	**4**	**4**	**5**
장기금융부채	2	2	2	2
기타비유동부채	1	2	2	3
부채총계	**57**	**78**	**102**	**125**
지배주주지분	**199**	**286**	**419**	**590**
자본금	1	1	1	1
자본잉여금	91	91	91	91
이익잉여금	101	189	321	493
비지배주주지분	**0**	**0**	**0**	**0**
자본총계	**199**	**286**	**419**	**590**

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동으로 인한 현금흐름	**68**	**99**	**143**	**186**
당기순이익	79	120	167	208
비현금수익비용가감	30	38	52	63
유형자산감가상각비	1	2	2	2
무형자산상각비	0	0	0	0
기타	29	36	50	61
영업활동으로인한자산및부채의변동	-24	-23	-26	-24
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-20	-16	-18	-16
재고자산 감소(증가)	-19	-26	-29	-27
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	14	6	7	6
법인세납부	-18	-39	-56	-69
투자활동으로 인한 현금흐름	**-30**	**0**	**0**	**0**
유형자산처분(취득)	0	0	0	0
무형자산감소(증가)	0	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	0	0	0	0
기타투자활동	-30	0	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	**9**	**-32**	**-34**	**-36**
장단기금융부채의 증가(감소)	0	0	0	0
자본의 증가(감소)	17	0	0	0
배당금의 지급	-31	-33	-34	-36
기타재무활동	23	1	0	0
현금의 증가	**47**	**67**	**109**	**150**
기초현금	54	101	168	276
기말현금	101	168	276	426

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2025	2026F	2027F	2028F
P/E (x)	22.4	13.0	9.4	7.6
P/CF (x)	16.2	9.9	7.2	5.8
P/B (x)	9.2	5.5	3.7	2.7
EV/EBITDA (x)	16.8	8.2	5.7	4.0
EPS (원)	6,599	9,620	13,325	16,569
CFPS (원)	9,079	12,639	17,489	21,580
BPS (원)	16,022	22,823	33,416	47,097
DPS (원)	2,629	2,750	2,907	3,111
배당성향 (%)	41.1	28.5	21.7	18.7
배당수익률 (%)	1.8	1.2	1.3	1.4
매출액증가율 (%)	68.2	38.9	32.1	22.2
EBITDA증가율 (%)	69.8	63.1	32.8	24.5
조정영업이익증가율 (%)	69.6	63.5	33.0	24.7
EPS증가율 (%)	362.6	45.8	38.5	24.4
매출채권 회전율 (회)	17.3	15.1	14.8	14.3
재고자산 회전율 (회)	9.1	9.1	8.9	8.6
매입채무 회전율 (회)	11.0	9.6	9.3	9.0
ROA (%)	40.4	38.8	37.7	33.6
ROE (%)	52.6	49.5	47.4	41.2
ROIC (%)	134.0	160.8	164.1	165.8
부채비율 (%)	28.6	27.3	24.5	21.1
유동비율 (%)	446.2	469.7	517.4	586.3
순차입금/자기자본 (%)	-49.4	-66.4	-71.2	-75.9
조정영업이익/금융비용 (x)	410.1	618.9	733.6	823.0

자료: 달바글로벌, 미래에셋증권 리서치센터

MIRAE ASSET 미래에셋증권

Equity Research
2026.11.24

투자의견(신규)	**매수**
목표주가(신규)	**380,000원**
현재주가(26/11/23)	285,000원
상승여력	33.3%

영업이익(26F,십억원)	289
Consensus 영업이익(26F,십억원)	285
EPS 성장률(26F,%)	50.1
MKT EPS 성장률(26F,%)	276.0
P/E(26F,x)	17.5
MKT P/E(26F,x)	4.7
KOSPI	4,708.54
시가총액(십억원)	3,235
발행주식수(백만주)	11
유동주식비율(%)	72.2
외국인 보유비중(%)	32.5
베타(12M) 일간수익률	0.11
52주 최저가(원)	144,900
52주 최고가(원)	308,500

(%)	1M	6M	12M
절대주가	4.6	55.7	63.7
상대주가	23.3	159.6	34.0



[화장품]
조세은
seeun.jo@miraeasset.com

192820 · 화장품

코스맥스

해외까지 탄탄한 성장 코스

투자의견 매수, 목표주가 38만원으로 커버리지 개시

코스맥스에 대한 투자의견 매수, 목표주가 380,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 12MF EPS에 Target P/E 17배를 적용해 산출했으며, 타깃 멀티플은 글로벌 Peer 인터코스의 12MF P/E다. 현재 주가는 컨센서스 기준 12MF P/E 약 13배에서 거래 중이다. 동사는 글로벌 1위 ODM사로, 한국 법인의 수주 증가와 미국 법인의 흑자 전환에 따른 해외 사업의 이익 기여 확대가 확인될 경우 밸류에이션 재평가도 가능할 전망이다.

고객 기반의 확장 글로벌 스킨케어로 넓어지는 고객 기반

국내 인디 고객사의 성장에 글로벌 대형사의 스킨케어 외주 수요가 더해지고 있다. 한국 법인 직수출은 기존 색조 중심에서 기초로 품목이 확대되는 흐름이며, 로레알과는 글로벌 제품과 원료·제형 공동 개발로 협력 범위를 넓혔다. 축적된 개발 역량을 바탕으로 고객군이 다변화되는 가운데, 고마진 스킨케어 주문 증가가 국내 이익 성장으로 연결되고 있다.

미국에서는 한국 본사와의 협업을 통한 제품 대응력 강화와 현지 고객사의 주문 증가가 실적 개선으로 이어지고 있다. 3Q26 매출액은 695억원(+88.2% YoY)으로 증가했으며, 2Q26 첫 영업 흑자 전환 이후 흑자를 유지했다. 국내 생산능력 확충과 미국 법인의 매출 규모 확대가 병행되면서 수주 증가에 따른 이익 기여도 높아질 것으로 판단된다.

2026F 및 중장기 실적 전망

2026F 매출액 3조 2,423억원(+35.2% YoY), 영업이익 2,893억원(+47.7% YoY), OPM 8.9%(+0.8%p YoY)를 전망한다. 국내 스킨케어 수주 확대로 한국 법인 가동률이 80%대 후반까지 올라 캐파가 성장의 관건으로 부각되고 있으며, 평택 1공장 증설로 연말~내년 1월 캐파가 약 10% 늘어날 예정이다.

증설 효과가 반영되고 미국을 중심으로 해외 법인의 이익 기여가 확대되면서 내년에도 영업이익은 30% 이상 증가할 전망이다. 향후 미국 법인의 흑자 기조 안정화와 글로벌 고객사향 수주 확대가 실적 성장 및 밸류에이션 재평가의 주요 요인이 될 것으로 보인다.

결산기 (12월)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액 (십억원)	2,166	2,399	3,242	3,928	4,512
영업이익 (십억원)	175	196	289	381	450
영업이익률 (%)	8.1	8.2	8.9	9.7	10.0
순이익 (십억원)	86	123	185	256	310
EPS (원)	7,560	10,843	16,278	22,556	27,319
ROE (%)	20.5	23.9	29.2	31.5	29.4
P/E (배)	19.7	15.0	17.5	12.6	10.4
P/B (배)	3.6	3.3	4.6	3.5	2.7
배당수익률 (%)	1.5	2.0	1.2	1.3	1.4

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 코스맥스, 미래에셋증권 리서치센터

밸류에이션 및 실적 전망

투자의견 매수, 목표주가 38만원으로 커버리지 개시

목표주가 380,000원은 12MF EPS에 Target P/E 17배를 적용해 산출했으며, 현재 주가는 컨센서스 기준 12MF P/E 약 13배에서 거래되고 있다. 글로벌 상장 ODM사 중 마스크팩을 주력으로 하는 녹스벨카우(중국)를 제외하면 사실상 인터코스(이탈리아)가 유일한 Peer에 해당하며, 글로벌 1위 ODM사라는 동사의 시장 지위와 글로벌 대형사 고객 기반을 감안해 인터코스의 12MF P/E를 타깃 멀티플로 적용했다.

국내 인디 고객사의 해외 판매 호조에 글로벌 대형사의 스킨케어 주문이 더해지며 성장 기반이 확대되고 있다. 국내에서는 에센스·미스트 등 고마진 품목의 오더 볼륨 확대와 겔마스크의 이익 기여 확대로 수주 증가가 이익 성장으로 이어지는 흐름이다. 해외에서는 미국 법인이 2Q26 첫 영업 흑자로 전환한 바, 그간 전사 수익성에 부담으로 작용했던 해외 사업의 이익 기여 확대를 기대할 수 있다.

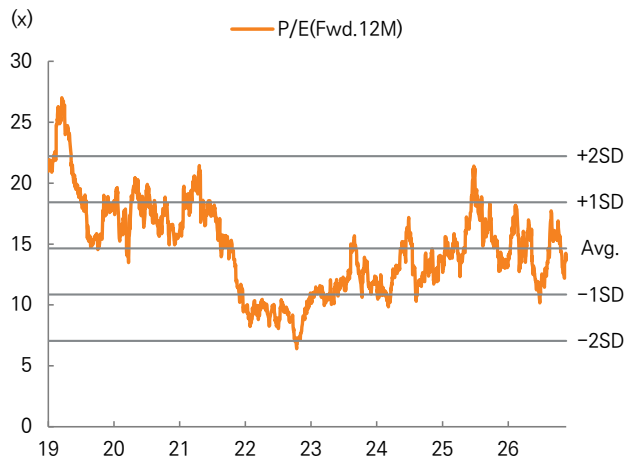
2027F 매출액·영업이익은 각각 21.2%, 31.6% 증가할 것으로 추정한다. 한국 법인은 생산능력 확충을 통한 수주 대응이, 미국 법인은 매출 규모 확대에 따른 고정비 부담 완화가 실적 성장을 뒷받침할 전망이다.

표 32. 밸류에이션 테이블

	내용	비고
12MF EPS (원)	22,616	
Target P/E (배)	17	글로벌 화장품 ODM사 Peer 인터코스의 12MF P/E
목표주가 (원)	380,000	
현재주가 (원)	285,000	
상승여력	33.3%	

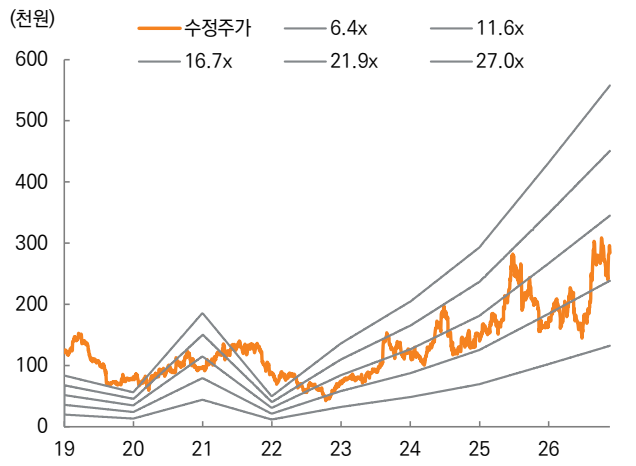
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 179. 코스맥스 12MF P/E 추이



자료: Quantiwise, 미래에셋증권 리서치센터

그림 180. 코스맥스 12MF P/E 밴드차트



자료: Quantiwise, 미래에셋증권 리서치센터

3Q26 Review

3Q26 매출액 8,758억원(+49.6% YoY) 및 영업이익 833억원(+94.9% YoY), OPM 9.5%(+2.2%p YoY)로 컨센서스를 각각 6.4%, 6.6% 상회하는 호실적을 기록했다. 한국 법인의 스킨케어 수주 호조와 미국 리오더 증가가 외형 성장을 견인했으며, 이에 따른 영업 레버리지 효과도 나타났다.

한국 법인은 매출액 6,161억원(+60.7% YoY) 및 영업이익 677억원(+97.1% YoY), OPM 11.0%(+2.0%p YoY)를 기록하며 전사 실적 개선을 이끌었다. 국내 인디 고객사의 해외 판매 호조에 직수출 내 글로벌 대형사와 서구권 인디 브랜드의 스킨케어 주문이 더해지며 매출 성장세가 강화되었고, 에센스·미스트 등 고마진 품목의 물량 확대와 겔마스크의 이익 기여 확대가 수익성 개선으로 이어졌다. 금번 분기 상여충당금 50억원을 추가 인식했으나, 대손상각비 환입 54억원과 상쇄되며 이익 단에 미친 영향은 제한적이었다.

고객사의 기존 품목 재발주가 예상을 상회하며 미국 법인 매출액은 695억원(+88.2% YoY)으로 증가, 2Q26에 이어 영업 흑자도 유지되었다. 현지 인디 고객사에 공급하는 품목이 확대되었고, 크림·에센스·마스크팩 등 스킨케어 전반에서 개발 의뢰도 증가하는 추세로 파악된다. 한국 본사와의 협업을 통해 납기가 단축되면서 수주에도 유리하게 작용하고 있다는 판단이다. 다만 이자비용 등 영업외 부담으로 순손익은 26억원 적자였다.

한편 중국 법인은 상해 색조 고객사의 판매 호조와 스킨케어 브랜드의 신제품 출시, 광저우의 오프라인·수출 채널 호조로 매출액 1,770억원(+26.5% YoY)을 기록했다. 동남아에서는 인도네시아 법인이 주요 고객사의 판매 회복과 전통 유통 채널의 신규 고객사 유입으로 매출액 288억원(+33.9% YoY)과 두 자릿수 수익성을 유지했으나, 태국 법인은 주요 고객사의 견조한 발주에도 불구하고 환율과 9월 일부 출고 지연 영향이 겹치며 매출액 162억원(+6.7% YoY)에 그쳤다.

향후에도 견조한 수주가 이어질 것으로 보이나, 한국 법인 가동률이 80%대 후반까지 올라온 만큼 평택 1공장 증설이 마무리되는 시점인 연말~내년 1월이 성장의 변수가 될 전망이다. 수주 증가가 실적 성장으로 이어지는 구조에 증설 효과가 더해질 경우 성장 여력은 더욱 커질 수 있을 것이라는 판단이다.

표 33. 3Q26 Review (십억원, %, %p)

	3Q25	2Q26	3Q26			성장률	
			발표치	컨센서스	vs. 컨센서스	YoY	QoQ
매출액	585.6	794.9	875.8	822.8	6.4	49.6	10.2
매출총이익	97.4	142.5	148.0	145.2	1.9	51.9	3.9
매출총이익률	16.6	17.9	16.9	17.6	-0.8	0.3	-1.0
영업이익	42.7	73.7	83.3	78.2	6.6	94.9	13.0
영업이익률	7.3	9.3	9.5	9.5	0.0	2.2	0.2
순이익	9.0	48.7	42.6	44.5	-4.3	375.4	-12.5
순이익률	1.5	6.1	4.9	5.4	-0.5	3.3	-1.3

자료: Quantiwise, 미래에셋증권 리서치센터

2026F 및 중장기 실적 전망

2026F 연간 매출액 3조 2,423억원(+35.2% YoY) 및 영업이익 2,893억원(+47.7% YoY), OPM 8.9%(+0.8%p YoY)를 기록할 것으로 추정한다. 한국 법인(+40.3% YoY)과 미국 법인(+75.9% YoY)이 외형 성장을 이끌 전망이며, 4Q26에도 두 법인의 수주 증가세는 이어질 것으로 예상된다.

한국 법인의 평택 1공장 증설(캐파 약 10% 확대)을 통한 수주 대응력 확대와 미국 법인의 재발주 증가에 따라 2027F 매출액 3조 9,283억원(+21.2% YoY) 및 영업이익 3,807억원(+31.6% YoY), OPM 9.7%(+0.8%p YoY)를 추정한다. 한국 법인(+25.3% YoY)과 미국 법인(+27.4% YoY)이 외형 성장을 견인하는 가운데, 영업이익 증가율이 매출 성장률을 상회할 것으로 보인다.

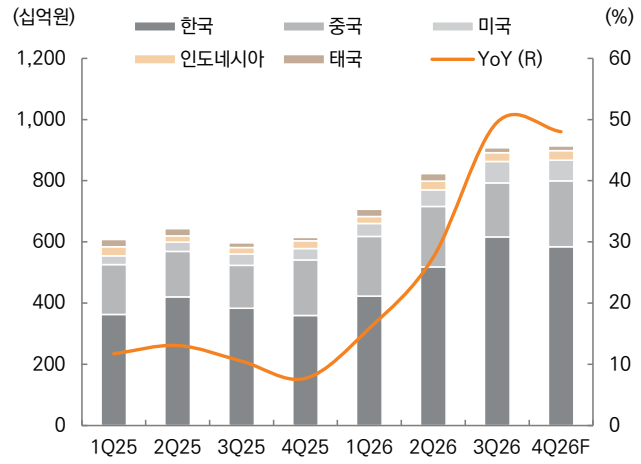
수익성 측면에서는 해외 법인의 이익 기여 확대가 핵심이다. 해외 법인 영업이익은 2026F 670억원에서 2027F 988억원으로, OPM은 5.5%에서 7.3%로 높아질 것으로 추정하며, 미국 법인의 매출 규모 확대에 따른 고정비 부담 완화가 이를 뒷받침할 전망이다. 동사는 미국 법인의 올해 영업이익률로 한 자릿수 중반, 중장기적으로는 두 자릿수 초반을 제시한 바 있다. 다만 증설 효과가 내년 초에 집중되는 만큼, 증설 이후 초기 가동 효율에 따라 한국 법인의 마진 개선 폭은 달라질 수 있다.

표 34. 분기 및 연간 실적 테이블 (십억원, %)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26F	2025	2026F	2027F
매출액	588.6	623.6	585.6	601.0	682.0	794.9	875.8	889.6	2,398.8	3,242.3	3,928.3
% YoY	11.7	13.1	10.5	7.7	15.9	27.5	49.6	48.0	10.7	35.2	21.2
법인별											
한국	362.8	420.5	383.5	359.7	423.2	518.4	616.1	584.5	1,526.5	2,142.2	2,684.7
중국(상해+광저우)	162.7	148.6	140.0	181.4	194.7	197.4	177.0	215.0	632.7	784.1	842.8
미국	28.7	30.0	36.9	37.0	42.0	53.8	69.5	68.0	132.6	233.3	297.1
인도네시아	29.6	20.9	21.5	25.7	22.7	28.9	28.8	30.6	97.7	111.0	127.5
태국	23.9	23.1	15.2	11.1	24.3	24.9	16.2	15.4	73.3	80.8	94.4
매출총이익	104.8	112.9	97.4	93.9	115.0	142.5	148.0	153.3	409.0	558.8	698.0
% YoY	4.2	0.7	-0.2	-13.0	9.7	26.3	51.9	63.2	-2.2	36.6	24.9
매출총이익률	17.8	18.1	16.6	15.6	16.9	17.9	16.9	17.2	17.1	17.2	17.8
영업이익	51.3	60.8	42.7	40.9	53.0	73.7	83.3	79.2	195.8	289.3	380.7
% YoY	13.0	30.2	-1.6	2.7	3.3	21.2	94.9	93.6	11.6	47.7	31.6
국내	34.3	49.9	34.3	36.0	38.0	56.4	67.7	60.2	154.5	222.3	281.9
해외	17.0	10.9	8.4	4.9	15.0	17.3	15.6	19.0	41.3	67.0	98.8
영업이익률	8.7	9.8	7.3	6.8	7.8	9.3	9.5	8.9	8.2	8.9	9.7
국내	9.5	11.9	8.9	10.0	9.0	10.9	11.0	10.3	10.1	10.4	10.5
해외	7.0	4.9	3.9	1.9	5.3	5.7	5.4	5.8	4.4	5.5	7.3
순이익	8.1	20.9	9.0	85.1	41.6	48.7	42.6	51.9	123.1	184.7	256.0
% YoY	-57.7	-37.8	-57.5	616.5	411.4	132.6	375.4	-39.0	43.4	50.1	38.6
순이익률	1.4	3.4	1.5	14.2	6.1	6.1	4.9	5.8	5.1	5.7	6.5

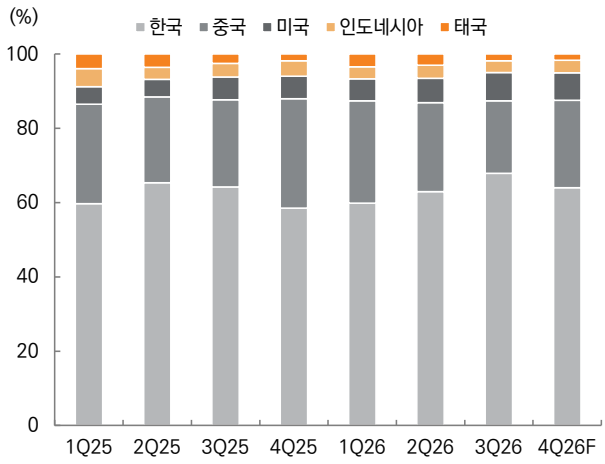
주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 코스맥스, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 181. 지역별 분기 매출액 전망



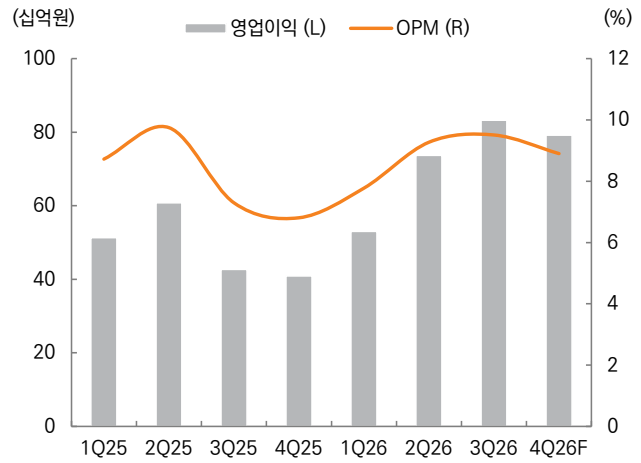
자료: 코스맥스, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 182. 지역별 분기 매출액 비중 추이



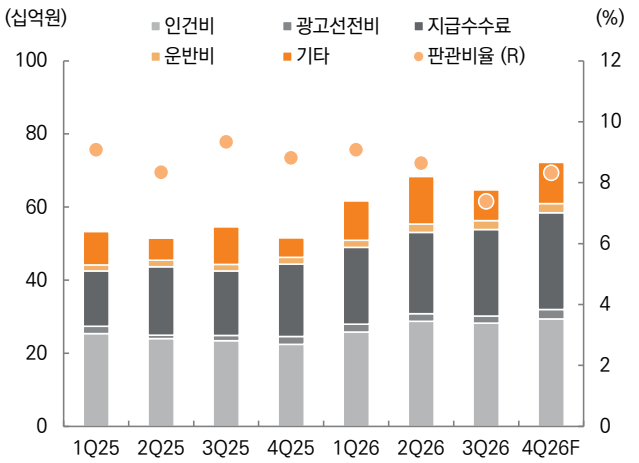
자료: 코스맥스, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 183. 분기별 영업이익 및 OPM 전망



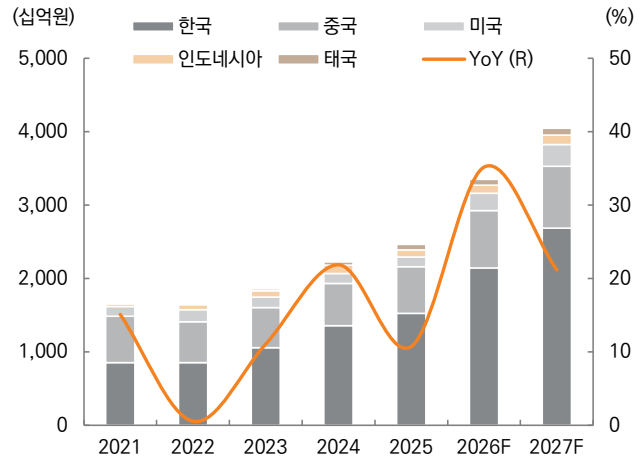
자료: 코스맥스, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 184. 분기별 판관비 전망



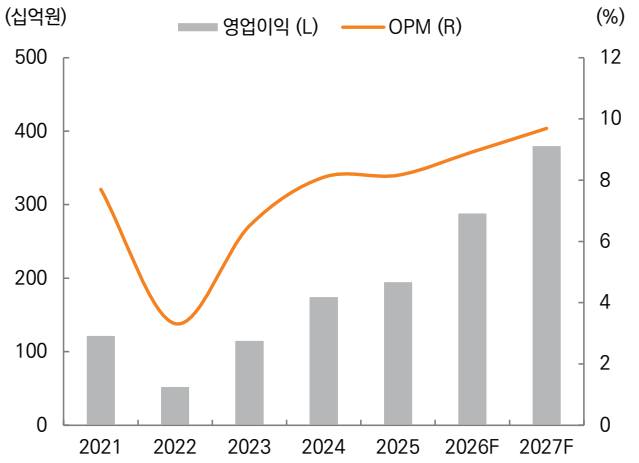
자료: 코스맥스, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 185. 지역별 연간 매출액 전망



자료: 코스맥스, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 186. 연간 영업이익 및 OPM 전망



자료: 코스맥스, 미래에셋증권 리서치센터 추정

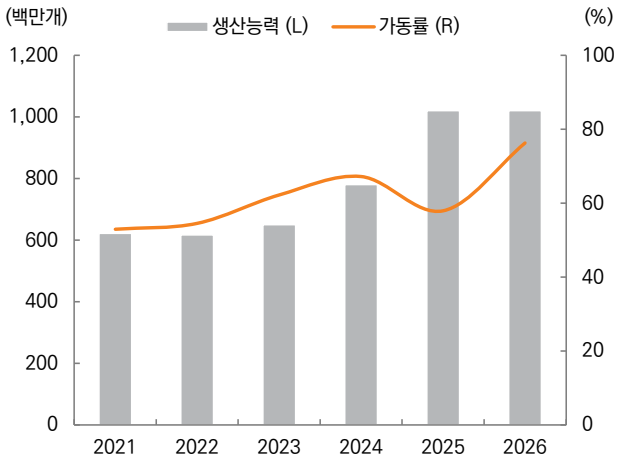
글로벌 브랜드까지 넓어진 수주 기반

한국 법인은 국내 인디 브랜드의 해외 성장에 글로벌 대형사향 스킨케어 수주가 더해지며 고객 기반이 확대되고 있다. 직수출은 한국 법인 매출의 약 20%로, 에스티로더·로레알 등 글로벌 대형사향이 대부분이다. 기존 파운데이션·쿠션 등 색조 중심이던 공급 품목도 기초로 넓어지고 있다. 자체 R&D와 생산시설을 보유한 글로벌 대형사로 개발·생산 의뢰가 확대되고 있다는 점에서 동사의 제형 개발 경쟁력이 부각된다. 지난 9월에는 로레알과 글로벌 제품 및 원료·제형 공동 개발을 위한 협약도 체결했다. 기존 제품 공급에 더해 연구개발 단계의 협력까지 확대되고 있다는 점이 긍정적이다.

미국 법인은 한국 본사의 개발 역량과 현지 고객 대응을 결합하며 수주 기반을 넓히고 있다. 미국 인디 고객사의 선스틱·토너패드·아이패치 등 K-뷰티 제품 수요에 본사와의 공동영업으로 대응하고 있으며, 현지 생산도 확대되는 흐름이다. 3Q26 본사 협업 강화에 따른 납기 단축과 고객사별 제품 물량·라인업 확대가 나타났으며, 매출액은 695억원(+88.2% YoY)으로 증가했다. 기초 매출 비중도 1Q26 44%에서 3Q26 52%로 높아졌다. 2Q26 첫 영업 흑자 전환 이후 3분기에도 흑자 기조를 유지한 만큼, 매출 규모 확대에 따른 고정비 부담 완화가 이어질 것으로 판단된다.

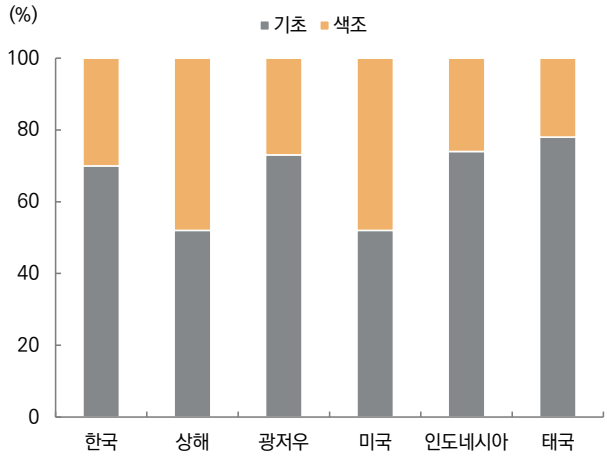
한편 국내에서는 확대된 수주를 소화할 생산능력이 중요해진 상황이다. 2025년 한국 법인 생산능력은 전년 대비 31% 늘어 연 10억 개를 넘어섰으며, 3Q26 가동률은 80%대 후반까지 상승한 것으로 파악된다. 향후 평택 1공장 증설이 추가 성장 여력을 뒷받침하는 가운데, 에센스·미스트 등 고마진 품목의 물량 확대가 이익 성장으로 이어질 전망이다.

그림 187. 한국 법인 생산능력 및 가동률 추이



자료: 코스맥스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 188. 법인별 기초·색조 매출 비중(3Q26)



자료: 코스맥스, 미래에셋증권 리서치센터

코스맥스 (192820)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	**2,399**	**3,242**	**3,928**	**4,512**
매출원가	**1,990**	**2,684**	**3,230**	**3,699**
매출총이익	**409**	**558**	**698**	**813**
판매비와관리비	**213**	**270**	**317**	**363**
조정영업이익	**196**	**289**	**381**	**450**
영업이익	**196**	**289**	**381**	**450**
비영업손익	**-39**	**-52**	**-41**	**-38**
금융손익	-40	-42	-41	-38
관계기업등 투자손익	0	-10	0	0
세전계속사업손익	157	237	340	412
계속사업법인세비용	25	45	74	90
계속사업이익	131	192	266	322
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	**131**	**192**	**266**	**322**
지배주주	123	185	256	310
비지배주주	8	7	10	12
총포괄이익	**134**	**192**	**266**	**322**
지배주주	126	181	251	304
비지배주주	7	11	15	18
EBITDA	270	303	398	469
FCF	-100	107	203	273
EBITDA 마진율 (%)	11.3	9.3	10.1	10.4
영업이익률 (%)	8.2	8.9	9.7	10.0
지배주주귀속 순이익률 (%)	5.1	5.7	6.5	6.9

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	**975**	**1,291**	**1,723**	**2,183**
현금 및 현금성자산	192	243	459	735
매출채권 및 기타채권	435	588	712	818
재고자산	271	366	444	509
기타유동자산	77	94	108	121
비유동자산	**1,150**	**1,151**	**1,146**	**1,136**
관계기업투자등	1	1	2	2
유형자산	926	916	903	888
무형자산	64	60	56	52
자산총계	**2,125**	**2,442**	**2,869**	**3,319**
유동부채	**1,201**	**1,335**	**1,512**	**1,662**
매입채무 및 기타채무	271	366	443	509
단기금융부채	814	811	877	933
기타유동부채	116	158	192	220
비유동부채	**312**	**340**	**364**	**383**
장기금융부채	230	230	230	230
기타비유동부채	82	110	134	153
부채총계	**1,513**	**1,675**	**1,875**	**2,046**
지배주주지분	**558**	**706**	**922**	**1,190**
자본금	6	6	6	6
자본잉여금	13	13	13	13
이익잉여금	483	631	847	1,115
비지배주주지분	**54**	**61**	**71**	**83**
자본총계	**612**	**767**	**993**	**1,273**

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동으로 인한 현금흐름	**87**	**107**	**203**	**273**
당기순이익	131	192	266	322
비현금수익비용가감	147	101	132	147
유형자산감가상각비	69	10	13	15
무형자산상각비	5	3	4	5
기타	73	88	115	127
영업활동으로인한자산및부채의변동	-87	-98	-80	-68
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-73	-150	-122	-104
재고자산 감소(증가)	-13	-95	-77	-66
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	40	95	77	66
법인세납부	-74	-45	-74	-90
투자활동으로 인한 현금흐름	**-179**	**-16**	**-13**	**-11**
유형자산처분(취득)	-183	0	0	0
무형자산감소(증가)	-6	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	7	-16	-13	-11
기타투자활동	3	0	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	**28**	**-40**	**26**	**14**
장단기금융부채의 증가(감소)	76	-3	66	56
자본의 증가(감소)	-16	0	0	0
배당금의 지급	-26	-37	-40	-42
기타재무활동	-6	0	0	0
현금의 증가	**-64**	**51**	**216**	**276**
기초현금	256	192	243	459
기말현금	192	243	459	735

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2025	2026F	2027F	2028F
P/E (x)	15.0	17.5	12.6	10.4
P/CF (x)	6.7	11.0	8.1	6.9
P/B (x)	3.3	4.6	3.5	2.7
EV/EBITDA (x)	10.2	13.4	9.9	7.9
EPS (원)	10,843	16,278	22,556	27,319
CFPS (원)	24,457	25,821	35,048	41,324
BPS (원)	49,206	62,185	81,242	104,862
DPS (원)	3,300	3,500	3,700	3,900
배당성향 (%)	28.6	20.7	15.8	13.7
배당수익률 (%)	2.0	1.2	1.2	1.3
매출액증가율 (%)	10.7	35.2	21.2	14.9
EBITDA증가율 (%)	10.5	12.1	31.4	18.0
조정영업이익증가율 (%)	11.6	47.7	31.6	18.1
EPS증가율 (%)	43.4	50.1	38.6	21.1
매출채권 회전율 (회)	6.2	6.5	6.2	6.0
재고자산 회전율 (회)	9.1	10.2	9.7	9.5
매입채무 회전율 (회)	7.9	8.4	8.0	7.8
ROA (%)	6.5	8.4	10.0	10.4
ROE (%)	23.9	29.2	31.5	29.4
ROIC (%)	13.1	16.4	19.4	21.8
부채비율 (%)	247.1	218.4	188.8	160.6
유동비율 (%)	81.2	96.7	114.0	131.3
순차입금/자기자본 (%)	138.1	99.4	61.5	30.5
조정영업이익/금융비용 (x)	4.2	6.0	7.6	8.5

자료: 코스맥스, 미래에셋증권 리서치센터

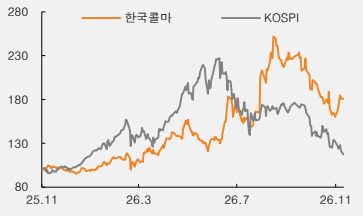
MIRAE ASSET 미래에셋증권

Equity Research
2026.11.24

투자의견(신규)	**매수**
목표주가(신규)	**160,000원**
현재주가(26/11/23)	116,000원
상승여력	37.9%

영업이익(26F,십억원)	342
Consensus 영업이익(26F,십억원)	341
EPS 성장률(26F,%)	53.4
MKT EPS 성장률(26F,%)	276.0
P/E(26F,x)	14.3
MKT P/E(26F,x)	4.7
KOSPI	4,708.54
시가총액(십억원)	2,738
발행주식수(백만주)	24
유동주식비율(%)	73.4
외국인 보유비중(%)	41.0
베타(12M) 일간수익률	0.23
52주 최저가(원)	61,100
52주 최고가(원)	161,700

(%)	1M	6M	12M
절대주가	-5.3	27.2	72.6
상대주가	11.6	112.0	41.3



[화장품]
조세은
seeun.jo@miraeasset.com

161890 · 화장품

한국콜마

국내가 증명한 체력

투자의견 매수, 목표주가 16만원으로 커버리지 개시

한국콜마에 대한 투자의견 매수, 목표주가 160,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 12MF EPS에 Target P/E 16배를 적용했으며, 타깃 멀티플은 글로벌 화장품 ODM사 Peer 평균 12MF P/E다. 3Q26 영업이익이 HK이노엔의 출고 조정과 재고자산 평가충당금 등 일시적 요인으로 컨센서스를 10.6% 하회했으나 국내 ODM은 분기 최대 매출을 경신했다. 1H27 수요를 소화할 생산능력 확보와 해외 법인의 적자 축소가 확인될 경우 밸류에이션 재평가도 가능할 전망이다.

선케어·스킨케어가 이끄는 국내 별도, 해외는 과제

국내 별도는 선케어·스킨케어 고객사의 해외 판매 호조로 3Q26 매출액 4,337억원(+34.7% YoY)을 기록하며 분기 최대 실적을 경신했다. 축적된 제형 개발 역량을 바탕으로 스케일업 브랜드의 주문 증가에 대응하고 있으며, 기존 글로벌 MNC향 리오더와 신규 제품 출하가 더해지며 수주 기반이 확대되고 있다.

미국에서는 기존 최대 고객사 비중이 낮아지는 가운데 글로벌 MNC 색조 브랜드가 매출 비중 20% 이상의 2위 고객사로 올라섰다. 3Q26 매출액은 180억원(+122.2% YoY)으로 증가했으며, 신규 고객사의 물량이 제2공장에서도 생산되며 설비 가동에 기여하고 있다. 다만 미국 법인 가동률은 8%로, 추가 수주 확보를 통한 고정비 부담 완화가 필요한 상황이다.

2026F 및 중장기 실적 전망

2026F 매출액 3조 2,027억원(+17.6% YoY) 및 영업이익 3,417억원(+42.6% YoY), OPM 10.7%(+1.9%p YoY)를 전망한다. 국내 별도 매출액은 1조 5,993억원(+34.1% YoY) 및 영업이익은 2,224억원(+48.8% YoY)으로 전사 성장을 견인할 것으로 보인다. 4Q26 별도 매출 성장률은 +46.2% YoY로 연중 최고치가 예상되며, 생산 여건상 매출액은 QoQ 감소할 것으로 추정된다.

1H27 제조 병목에 따른 공급 제약과 인력 확충에 따른 비용 부담이 예상되나, 내년 7월 원료동 완공 이후 생산 여력 확대와 미국 법인의 매출 증가에 따른 적자 축소가 전사 이익 성장을 뒷받침할 전망이다.

결산기 (월)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액 (십억원)	2,452	2,722	3,203	3,647	4,163
영업이익 (십억원)	194	240	342	410	507
영업이익률 (%)	7.9	8.8	10.7	11.2	12.2
순이익 (십억원)	90	125	192	241	300
EPS (원)	3,830	5,299	8,130	10,225	12,719
ROE (%)	12.5	14.7	19.3	20.3	20.9
P/E (배)	14.4	11.7	14.3	11.3	9.1
P/B (배)	1.6	1.6	2.5	2.1	1.7
배당수익률 (%)	1.3	1.4	0.9	1.1	1.3

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 한국콜마, 미래에셋증권 리서치센터

밸류에이션 및 실적 전망

투자의견 매수, 목표주가 16만원으로 커버리지 개시

목표주가 160,000원은 12MF EPS에 Target P/E 16배를 적용해 산출했다. 타깃 멀티플은 글로벌 화장품 ODM사 Peer인 인터코스와 코스맥스의 평균 12MF P/E로, 국내 인디 브랜드의 성장 수혜와 글로벌 브랜드향 수주 확대를 고려해 국내외 Peer를 각각 선정했다. 현재 주가는 컨센서스 기준 12MF P/E 12배에서 거래 중이다.

별도 부문은 선케어·스킨케어 고객사의 해외 판매 확대가 주문 증가로 이어지며 외형 성장과 수익성 개선이 이어지고 있다. 인디 고객사의 해외 판매 호조에 글로벌 MNC향 신규 제품 출하도 시작되면서 수주 기반이 넓어지는 추세다.

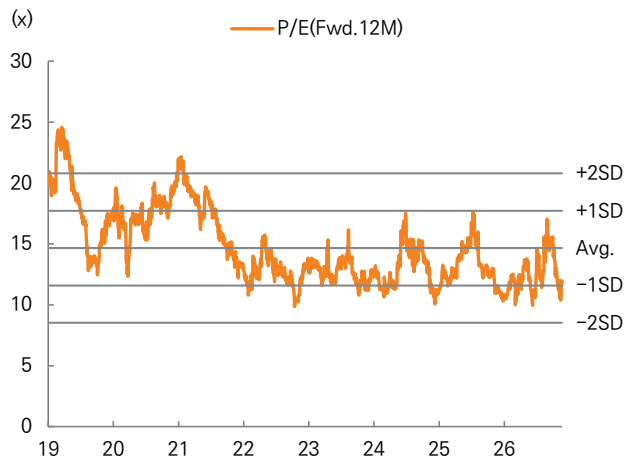
다만 별도 부문의 생산 병목과 미국 법인의 낮은 가동률은 부담으로 작용하고 있다. 7월 원료동 가동 전 물량 대응을 위해 공장 임차·인수와 계열사 공간을 활용한 생산라인 설치 등을 검토 중이며, 해당 방안의 실행 시점과 인력 확충에 따른 비용 증가가 별도 부문의 단기 실적 변수다. 미국에서는 신규 글로벌 MNC 색조 고객향 매출 확대가 고정비 부담 완화로 이어지는지가 중요하다. 별도 부문의 생산 제약 완화와 미국 법인의 적자 축소가 확인될 경우 Peer 대비 밸류에이션 할인 폭도 줄어들 것으로 판단한다.

표 35. 밸류에이션 테이블

	내용	비고
12MF EPS (원)	9,848	
Target P/E (배)	16	글로벌 화장품 ODM사 Peer(인터코스·코스맥스) 평균 12MF P/E
목표주가 (원)	160,000	
현재주가 (원)	116,000	
상승여력	37.9%	

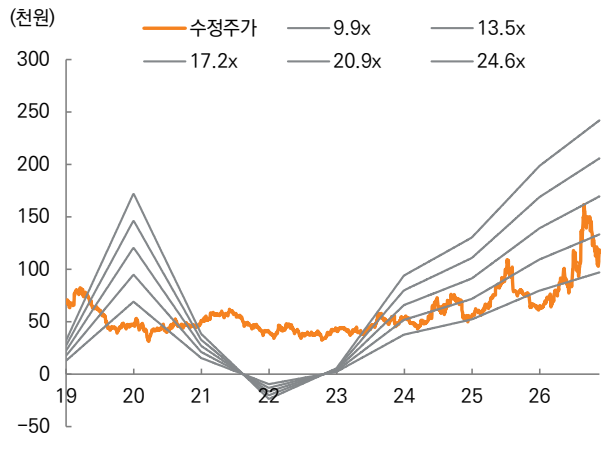
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 189. 한국콜마 12MF P/E 추이



자료: Quantiwise, 미래에셋증권 리서치센터

그림 190. 한국콜마 12MF P/E 밴드차트



자료: Quantiwise, 미래에셋증권 리서치센터

3Q26 Review

3Q26 매출액 8,282억원(+21.3% YoY) 및 영업이익 819억원(+40.4% YoY), OPM 9.9%(+1.3%p YoY)를 기록했다. 매출액은 컨센서스에 부합했으나, 영업이익은 HK이노엔의 출고 조정과 재고자산 평가충당금 등 일시적 요인과 해외 법인의 적자 영향으로 컨센서스를 10.6% 하회했다.

별도 부문은 매출액 4,337억원(+34.7% YoY) 및 영업이익 629억원(+42.0% YoY), OPM 14.5%(+0.7%p YoY)를 기록했다. 수출 호조로 분기 최대치를 경신했으며, 선케어 비중은 32%까지 확대되었다. 조업일수와 메이크업 비중 확대, 20억원 이상의 재고자산 평가충당금 반영으로 OPM은 전분기 대비 하락했으나, 충당금은 환입 가능성이 높아 부담이 완화될 것으로 보인다. 다만 칭량·제조 공정에서 병목이 발생하고 있어, 내년 7월 원료동 완공 전까지 추가 생산능력 확보가 성장의 주요 변수로 작용할 전망이다.

중국 법인은 매출액 304억원(-4.5% YoY) 및 영업손실 44억원(적자지속 YoY)을 기록했다. 스킨케어 고객 확보가 더딘 가운데 주요 고객사의 메이크업 수주도 기대에 미치지 못하며 고정비 부담이 확대되었기 때문이다. 미국 법인은 매출액 180억원(+122.2% YoY)으로 외형 성장이 이어지며 영업손실이 38억원(적자지속 YoY)으로 축소되었다. 다만 현재 가동률이 8% 수준인 만큼 흑자 전환까지는 시간이 필요하다는 판단이다.

연우는 매출액 835억원(+35.1% YoY) 및 영업이익 30억원(흑자전환 YoY), OPM 3.6%를 기록했다. 선케어·스킨케어 펌프의 스케일업 브랜드향 판매가 실적 개선을 견인했으며, 인디 브랜드 비중이 63%까지 증가하고 Top2 레거시 고객 비중은 11%로 감소하며 고객 포트폴리오가 달라졌다. HK이노엔은 매출액 2,604억원(-0.2% YoY) 및 영업이익 260억원(+0.6% YoY), OPM 10.0%(+0.1%p YoY)를 기록했다. 케이캡 국내 매출은 출고량 조절로 372억원(-15.0% YoY)으로 감소했으나 처방 실적은 654억원(+16.5% YoY)으로 증가해, 실제 수요는 양호한 것으로 파악된다.

표 36. 3Q26 Review (십억원, %, %p)

	3Q25	2Q26	3Q26			성장률	
			발표치	컨센서스	vs. 컨센서스	YoY	QoQ
매출액	683.0	861.3	828.2	836.2	-1.0	21.3	-3.8
매출총이익	195.3	249.3	217.8	240.4	-9.4	11.5	-12.6
매출총이익률	28.6	28.9	26.3	28.7	-2.4	-2.3	-2.6
영업이익	58.3	110.3	81.9	91.6	-10.6	40.4	-25.8
영업이익률	8.5	12.8	9.9	10.9	-1.1	1.3	-2.9
순이익	31.8	62.8	40.6	51.3	-20.8	27.7	-35.4
순이익률	4.7	7.3	4.9	6.1	-1.2	0.2	-2.4

자료: Quantiwise, 미래에셋증권 리서치센터

2026F 및 중장기 실적 전망

2026F 매출액 3조 2,027억원(+17.6% YoY) 및 영업이익 3,417억원(+42.6% YoY), OPM 10.7%(+1.9%p YoY)로 추정한다. 국내 별도 부문의 고성장이 전사 실적 성장을 견인하며 영업 레버리지 효과로 수익성 개선이 동반될 전망이다.

국내 ODM 수요 증가와 내년 7월 원료동 완공에 따른 생산 병목 완화로 2027F 연간 매출액 3조 6,466억원(+13.9% YoY) 및 영업이익 4,100억원(+20.0% YoY), OPM 11.2%(+0.5%p YoY)를 추정한다. 영업이익 증가율은 매출 성장률을 상회하겠으나, 다만 상반기 생산 제약과 인력 확충에 따른 비용 부담은 국내 별도 부문의 수익성에 부담으로 작용할 것으로 예상된다.

해외 법인의 적자 축소도 전사 수익성 개선에 기여할 전망이다. 미국은 매출 규모 확대에 따른 고정비 부담 완화로 영업적자가 축소될 것으로 추정하며, 중국 무석법인은 완만한 매출 성장을 보일 것으로 예상한다. HK이노엔의 안정적인 이익 기여가 이어지는 가운데 국내 ODM의 외형 성장과 해외 적자 축소가 전사 이익 성장을 뒷받침할 것으로 판단한다.

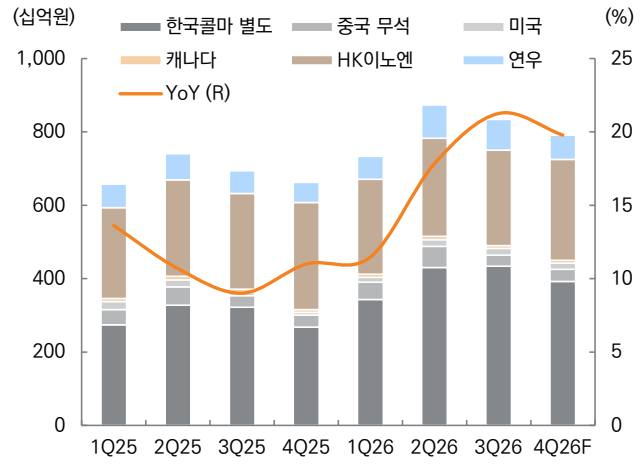
표 37. 분기 및 연간 실적 테이블

(십억원, %)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26F	2025	2026F	2027F
매출액	653.1	730.9	683.0	655.5	728.0	861.3	828.2	785.2	2,722.4	3,202.7	3,646.6
% YoY	13.6	10.7	9.0	11.0	11.5	17.8	21.3	19.8	11.0	17.6	13.9
부문별											
한국콜마 별도	274.3	328.1	322.0	268.3	343.0	430.4	433.7	392.2	1,192.7	1,599.3	1,937.6
중국 무석	41.6	49.9	31.8	32.9	47.3	57.9	30.4	33.0	156.2	168.6	175.0
미국	21.7	18.4	8.1	6.7	13.4	17.8	18.0	17.1	54.9	66.3	74.7
캐나다	8.7	10.0	9.2	8.0	8.4	9.2	8.1	7.8	35.9	33.5	34.9
HK이노엔	247.4	263.1	260.8	291.9	258.7	267.2	260.4	274.7	1,063.2	1,061.0	1,148.5
연우	63.7	70.7	61.8	54.7	62.4	91.1	83.5	66.6	250.9	303.6	319.1
매출총이익	190.3	210.5	195.3	195.3	207.8	249.3	217.9	223.0	791.4	898.0	1,040.5
% YoY	18.4	8.6	10.4	16.5	9.2	18.4	11.6	14.2	13.2	13.5	15.9
매출총이익률	29.1	28.8	28.6	29.8	28.5	28.9	26.3	28.4	29.1	28.0	28.5
영업이익	59.9	73.5	58.3	47.8	78.9	110.3	82.0	70.4	239.6	341.7	410.0
% YoY	84.8	2.4	6.9	36.1	31.6	50.2	40.6	47.3	23.6	42.6	20.0
한국콜마 별도	33.9	49.0	44.3	22.3	51.2	70.8	62.9	37.5	149.5	222.4	265.7
중국 무석	3.1	6.1	-1.6	-1.6	3.2	5.7	-4.4	-1.6	6.0	2.9	5.6
미국	1.5	-0.2	-6.4	-8.3	-3.7	-1.4	-3.8	-1.7	-13.4	-10.6	-5.6
캐나다	-1.3	0.3	-1.3	-3.1	-1.7	-0.9	-1.6	-1.2	-5.4	-5.4	-3.8
HK이노엔	25.4	19.5	25.9	40.1	33.2	30.0	26.0	39.8	110.9	129.0	144.6
연우	-1.0	0.8	-0.2	0.8	-0.3	7.0	3.0	-0.1	0.4	9.6	10.8
영업이익률	9.2	10.1	8.5	7.3	10.8	12.8	9.9	9.0	8.8	10.7	11.2
한국콜마 별도	12.4	14.9	13.8	8.3	14.9	16.4	14.5	9.6	12.5	13.9	13.7
중국 무석	7.5	12.2	-5.0	-4.9	6.8	9.8	-14.5	-4.9	3.8	1.7	3.2
미국	6.9	-1.1	-79.0	-123.9	-27.6	-7.9	-21.1	-10.1	-24.4	-16.0	-7.4
캐나다	-14.9	3.0	-14.1	-38.8	-20.2	-9.8	-19.8	-14.8	-15.0	-16.0	-11.0
HK이노엔	10.3	7.4	9.9	13.7	12.8	11.2	10.0	14.5	10.4	12.2	12.6
연우	-1.6	1.1	-0.3	1.5	-0.5	7.7	3.6	-0.1	0.2	3.2	3.4
순이익	13.3	34.9	31.8	45.1	45.2	62.8	40.6	43.3	125.1	191.9	241.4
% YoY	109.3	0.3	106.8	34.5	240.9	79.8	27.7	-3.9	38.9	53.4	25.8
순이익률	2.0	4.8	4.7	6.9	6.2	7.3	4.9	5.5	4.6	6.0	6.6

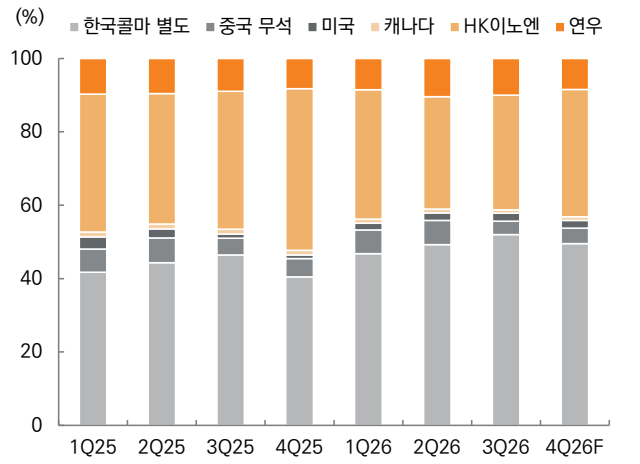
주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 한국콜마, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 191. 부문별 분기 매출액 전망



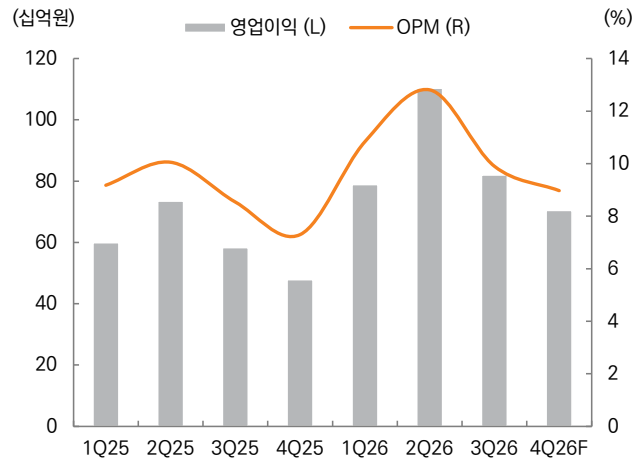
자료: 한국콜마, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 192. 부문별 분기 매출액 비중 추이



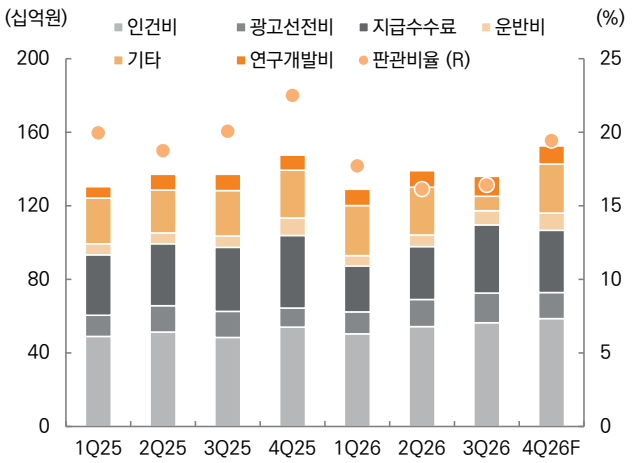
자료: 한국콜마, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 193. 분기별 영업이익 및 OPM 전망



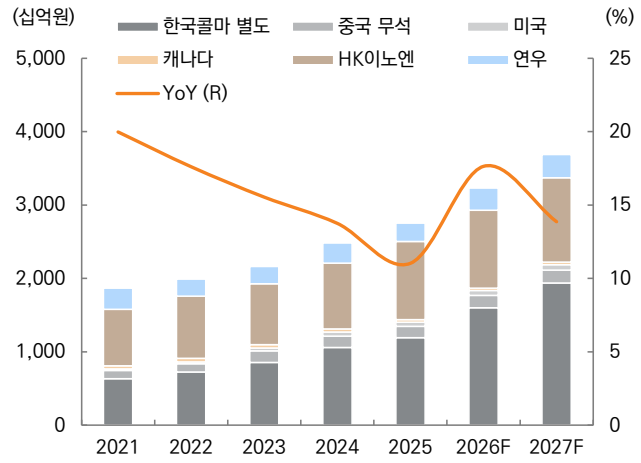
자료: 한국콜마, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 194. 분기별 판관비 전망



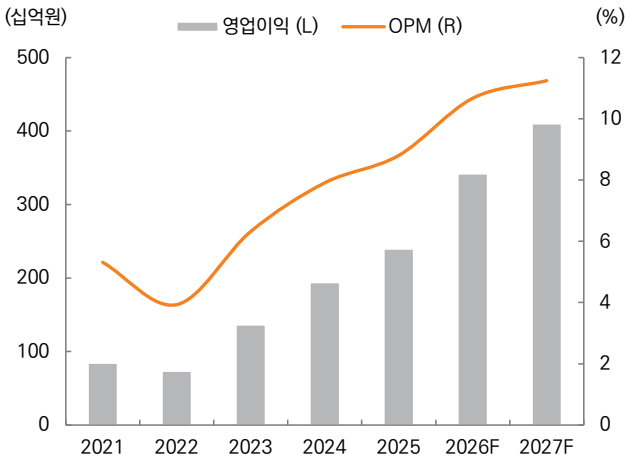
자료: 한국콜마, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 195. 부문별 연간 매출액 전망



자료: 한국콜마, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 196. 연간 영업이익 및 OPM 전망



자료: 한국콜마, 미래에셋증권 리서치센터 추정

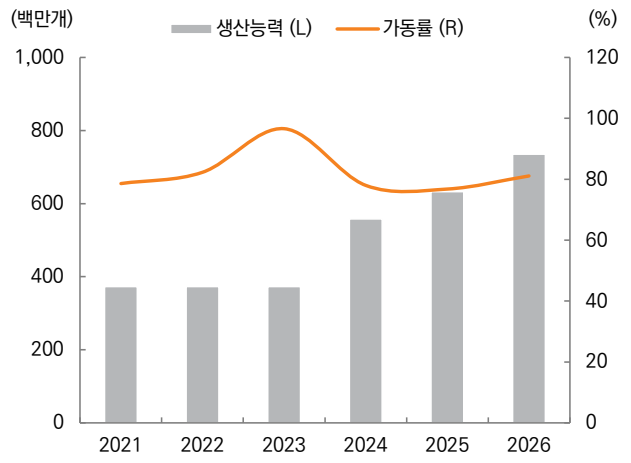
선케어에서 확인된 ODM 경쟁력

동사의 국내 ODM 사업은 선케어·스킨케어 고객사의 해외 성장에 따라 수주가 확대되고 있다. 3Q26 국내 별도 매출에서 선케어와 스킨케어 비중은 각각 32%, 48%로 합산 80%를 차지한다. 현재 자외선 전문 연구소와 UV-DUO PLUS 등 축적된 처방 기술을 바탕으로 고객사의 제품 개발 수요에 대응하고 있다. 자외선 차단 성능과 함께 제형 안정성·사용감을 확보하는 것이 중요한 만큼, 연구개발 역량이 고객사의 제품 차별화와 거래 확대에 유리하게 작용할 것으로 판단된다. 스케일업 브랜드의 주문 증가에 기존 글로벌 MNC향 리오더와 신규 제품 출하가 더해지며 생산물량도 늘어나는 추세다.

국내에서는 늘어난 주문을 감당할 제조 단계의 생산능력 확보가 중요해졌다. 충진·포장 단계에 앞선 칭량·제조 공정에서 병목이 발생하고 있어, 내년 7월 원료동 완공 전까지 추가 생산 여력 확보가 필요한 상황이다. 동사는 공장 임차·인수와 계열사 공간을 활용한 생산라인 설치 등을 검토하고 있으며, 인력 채용도 확대하고 있다. 단기적으로는 인건비 증가와 생산 효율 부담이 불가피하겠으나, 수요가 견조한 만큼 추가 생산능력 확보 시점이 실적 성장의 주요 변수가 될 전망이다.

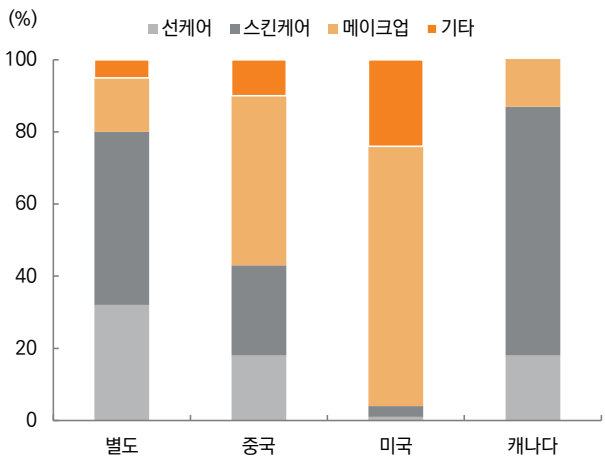
미국에서는 신규 고객사의 주문을 가동률 상승으로 연결하는 것이 중요하다. 3Q26 미국 법인 매출액은 180억원(+122.2% YoY)으로 증가했으며, 기존 최대 고객사 비중이 낮아지는 가운데 글로벌 MNC 색조 브랜드가 매출 비중 20% 이상의 2위 고객사로 올라섰다. 해당 고객사의 물량은 제2공장에서도 생산되며 신규 설비 가동에 기여하고 있다. 다만 미국 법인 가동률은 8%에 그쳤고, 선케어·스킨케어 매출 비중도 합산 4%로 아직 낮다. 기존 색조 고객사의 주문 확대와 함께 제2공장의 스킨케어·선케어 고객 확보가 진행될 경우 고정비 부담 완화와 적자 축소로 이어질 것으로 판단된다.

그림 197. 한국 법인 생산능력 및 가동률 추이



자료: 한국콜마, 미래에셋증권 리서치센터

그림 198. 법인별 카테고리 믹스(3Q26)



자료: 한국콜마, 미래에셋증권 리서치센터

한국콜마 (161890)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	**2,722**	**3,203**	**3,647**	**4,163**
매출원가	**1,931**	**2,305**	**2,606**	**2,977**
매출총이익	**791**	**898**	**1,041**	**1,186**
판매비와관리비	**552**	**556**	**630**	**679**
조정영업이익	**240**	**342**	**410**	**507**
영업이익	**240**	**342**	**410**	**507**
비영업손익	**-28**	**-25**	**-11**	**-10**
금융손익	-32	-29	-22	-14
관계기업등 투자손익	1	4	11	3
세전계속사업손익	212	317	399	497
계속사업법인세비용	44	80	100	124
계속사업이익	168	237	299	372
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	**168**	**237**	**299**	**372**
지배주주	125	192	241	300
비지배주주	43	45	58	72
총포괄이익	**178**	**237**	**299**	**372**
지배주주	128	171	216	269
비지배주주	50	66	83	104
EBITDA	344	386	456	560
FCF	127	257	323	399
EBITDA 마진율 (%)	12.6	12.1	12.5	13.5
영업이익률 (%)	8.8	10.7	11.2	12.2
지배주주귀속 순이익률 (%)	4.6	6.0	6.6	7.2

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	**1,010**	**1,263**	**1,674**	**2,174**
현금 및 현금성자산	225	341	623	975
매출채권 및 기타채권	358	421	479	547
재고자산	325	382	435	497
기타유동자산	102	119	137	155
비유동자산	**2,448**	**2,407**	**2,364**	**2,315**
관계기업투자등	12	14	16	18
유형자산	902	882	862	840
무형자산	1,243	1,219	1,193	1,162
자산총계	**3,458**	**3,670**	**4,038**	**4,490**
유동부채	**1,360**	**1,345**	**1,429**	**1,526**
매입채무 및 기타채무	294	345	393	449
단기금융부채	864	761	764	767
기타유동부채	202	239	272	310
비유동부채	**430**	**441**	**451**	**462**
장기금융부채	370	370	370	370
기타비유동부채	60	71	81	92
부채총계	**1,790**	**1,786**	**1,880**	**1,988**
지배주주지분	**910**	**1,082**	**1,298**	**1,569**
자본금	12	12	12	12
자본잉여금	301	301	301	301
이익잉여금	593	764	981	1,252
비지배주주지분	**757**	**802**	**860**	**932**
자본총계	**1,667**	**1,884**	**2,158**	**2,501**

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동으로 인한 현금흐름	**291**	**257**	**323**	**399**
당기순이익	168	237	299	372
비현금수익비용가감	203	153	168	190
유형자산감가상각비	81	20	19	22
무형자산상각비	24	24	27	30
기타	98	109	122	138
영업활동으로인한자산및부채의변동	0	-24	-22	-26
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-47	-59	-54	-63
재고자산 감소(증가)	4	-57	-53	-62
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	44	41	38	44
법인세납부	-42	-80	-100	-124
투자활동으로 인한 현금흐름	**-248**	**-18**	**-16**	**-19**
유형자산처분(취득)	-162	0	0	0
무형자산감소(증가)	-15	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-36	-18	-16	-19
기타투자활동	-35	0	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	**40**	**-123**	**-22**	**-27**
장단기금융부채의 증가(감소)	82	-102	2	3
자본의 증가(감소)	6	0	0	0
배당금의 지급	-23	-20	-24	-29
기타재무활동	-25	-1	0	-1
현금의 증가	**83**	**115**	**283**	**352**
기초현금	142	225	341	623
기말현금	225	341	623	975

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2025	2026F	2027F	2028F
P/E (x)	11.7	14.3	11.3	9.1
P/CF (x)	4.0	7.0	5.9	4.9
P/B (x)	1.6	2.5	2.1	1.7
EV/EBITDA (x)	9.1	10.9	8.7	6.6
EPS (원)	5,299	8,130	10,225	12,719
CFPS (원)	15,707	16,512	19,766	23,841
BPS (원)	38,566	45,832	55,020	66,495
DPS (원)	864	1,037	1,244	1,493
배당성향 (%)	12.1	10.3	9.8	9.5
배당수익률 (%)	1.4	0.6	0.8	0.9
매출액증가율 (%)	11.0	17.6	13.9	14.2
EBITDA증가율 (%)	20.3	12.3	18.2	22.7
조정영업이익증가율 (%)	23.6	42.6	20.0	23.7
EPS증가율 (%)	38.3	53.4	25.8	24.4
매출채권 회전율 (회)	8.8	8.8	8.7	8.7
재고자산 회전율 (회)	8.3	9.1	8.9	8.9
매입채무 회전율 (회)	9.2	9.2	9.0	9.0
ROA (%)	5.1	6.6	7.8	8.7
ROE (%)	14.7	19.3	20.3	20.9
ROIC (%)	7.9	10.9	13.0	16.2
부채비율 (%)	107.4	94.8	87.1	79.5
유동비율 (%)	74.2	93.9	117.2	142.5
순차입금/자기자본 (%)	55.0	36.2	18.0	0.9
조정영업이익/금융비용 (x)	6.2	8.9	11.2	13.8

자료: 한국콜마, 미래에셋증권 리서치센터

MIRAE ASSET 미래에셋증권

Equity Research
2026.11.24

241710 · 화장품

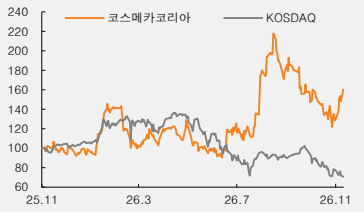
코스메카코리아

성장의 다음 단계, 이익 회복

투자의견(신규)	**매수**
목표주가(신규)	**150,000원**
현재주가(26/11/23)	113,200원
상승여력	32.5%

영업이익(26F,십억원)	113
Consensus 영업이익(26F,십억원)	112
EPS 성장률(26F,%)	49.1
MKT EPS 성장률(26F,%)	276.0
P/E(26F,x)	17.8
MKT P/E(26F,x)	4.7
KOSDAQ	635.45
시가총액(십억원)	1,209
발행주식수(백만주)	11
유동주식비율(%)	60.0
외국인 보유비중(%)	23.5
베타(12M) 일간수익률	0.46
52주 최저가(원)	63,900
52주 최고가(원)	153,900

(%)	1M	6M	12M
절대주가	8.5	50.3	56.6
상대주가	28.4	174.7	112.9



[화장품]
조세은
seeun.jo@miraeasset.com

투자의견 매수, 목표주가 15만원으로 커버리지 개시

코스메카코리아에 대한 투자의견 매수, 목표주가 150,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 12MF EPS에 Target P/E 17배를 적용해 산출했으며, 타깃 멀티플은 과거 수주 확대 및 수익성 개선기(2Q24~3Q24) 평균 12MF P/E다.

현재 주가는 컨센서스 기준 12MF P/E 12배에서 거래 중으로, 3Q26 영업이익이 컨센서스를 하회하며 수익성에 대한 우려가 반영된 상황이다. 다만 국내 수익성 저하는 늘어난 주문에 대응하는 과정의 비용 부담에 기인한다. 한국 법인의 수주 증가세가 이어지고 있어, 향후 외주 비용 부담이 완화되면 이익 개선과 함께 밸류에이션 재평가도 가능하다는 판단이다.

인디 브랜드의 성장과 함께 커지는 한국 법인

3Q26 한국 법인 매출에서 K-뷰티 고객사 비중은 약 88.1%로, 에이피알·달바 등 다수 인디 브랜드가 상위 고객사에 포함되어 있다. 특정 고객사에 대한 의존도가 낮아, 스케일업 브랜드뿐 아니라 중소 고객사의 주문 증가와 신규 고객사 유입이 실적에 고르게 반영되는 구조다. 3Q26 매출액은 2,011억원(+54.9% YoY)으로, 기초 제품(+92.0% YoY)뿐 아니라 색조와 선케어도 성장했다.

다만 수주 급증에 따른 원부자재 조달 병목과 외주 활용, 인센티브 비용으로 한국 법인 OPM은 11.6%에 그쳐 QoQ 하락했다. 6월 인수한 오창 공장은 2H27 가동을 목표로 하고 있어, 외주 의존도가 낮아지는 시점부터 수익성이 회복될 것으로 보인다. 잉글우드랩은 전년도의 높은 기저로 영업이익이 -61.0% YoY를 기록했으나, 1Q27부터 본격적인 성장이 예상된다.

2026F 및 중장기 실적 전망

2026F 매출액 9,029억원(+40.9% YoY) 및 영업이익 1,128억원(+35.0% YoY), OPM 12.5%(-0.5%p YoY)를 전망한다. 한국 법인의 수주 확대가 외형 성장을 이끄는 가운데, 4Q26 연결 매출은 3분기와 유사한 수준이 이어질 것으로 예상된다. 반면 외주 활용에 따른 원가 부담과 잉글우드랩의 기저 효과로 OPM은 전년 대비 소폭 하락할 것으로 추정한다. 오창 공장이 가동되고 잉글우드랩의 주문이 회복되는 시점부터 수익성 개선이 본격화될 전망이다.

결산기 (월)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액 (십억원)	524	641	903	1,062	1,211
영업이익 (십억원)	60	84	113	146	174
영업이익률 (%)	11.5	13.1	12.5	13.7	14.4
순이익 (십억원)	43	45	68	99	119
EPS (원)	4,007	4,255	6,345	9,270	11,114
ROE (%)	22.1	19.3	23.8	27.2	25.3
P/E (배)	13.8	15.7	17.8	12.2	10.2
P/B (배)	2.7	2.8	3.8	2.9	2.3
배당수익률 (%)	0.2	0.6	0.3	0.3	0.3

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 코스메카코리아, 미래에셋증권 리서치센터

밸류에이션 및 실적 전망

투자의견 매수, 목표주가 15만원으로 커버리지 개시

목표주가 150,000원은 12MF EPS에 Target P/E 17배를 적용해 산출했다. 현재 주가는 컨센서스 기준 12MF P/E 12배에서 거래 중이며, 타깃 멀티플은 과거 수주 확대 및 수익성 개선기(2Q24~3Q24) 평균 12MF P/E다.

현재 12MF P/E는 2019년 이후 동사 평균(13배)을 소폭 밑도는 수준으로, 3Q26 영업이익이 컨센서스를 하회하며 수익성에 대한 우려가 반영된 것으로 파악된다. 다만 한국 법인이 인디 브랜드 고객 확대를 바탕으로 고성장을 이어가고 있어 수주 확대 및 수익성 개선기 평균 수준의 멀티플 적용은 합리적인 것으로 판단한다. 2027F 매출액은 1조 617억원으로 동사가 목표로 제시한 1조원을 달성할 수 있을 전망이다. 잉글우드랩의 부진과 중국법인의 적자는 부담이나, 한국 법인의 이익 기여가 이를 상쇄할 것으로 보인다.

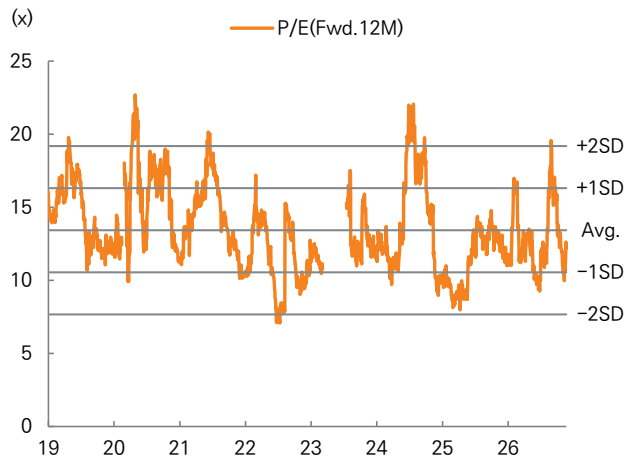
향후 오창 공장 가동으로 외주 의존도가 낮아지고 수주 증가에 따른 영업 레버리지가 가시화될 경우, 밸류에이션 재평가도 가능할 것으로 판단한다.

표 38. 밸류에이션 테이블

	내용	비고
12MF EPS (원)	8,973	
Target P/E (배)	17	과거 수주 확대 및 수익성 개선기 평균 12MF P/E(2Q24~3Q24)
목표주가 (원)	150,000	
현재주가 (원)	113,200	
상승여력	32.5%	

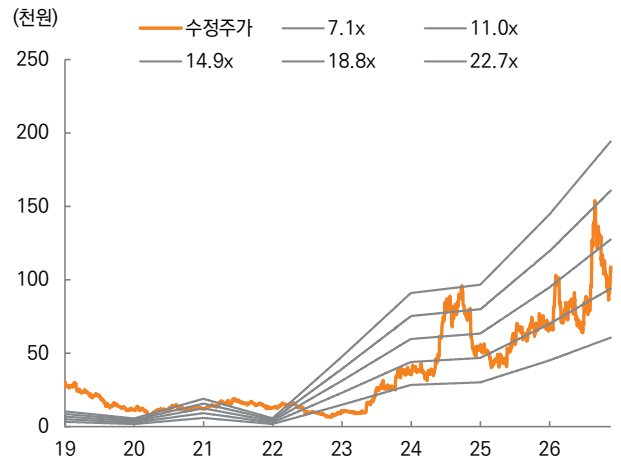
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 199. 코스메카코리아 12MF P/E 추이



자료: Quantiwise, 미래에셋증권 리서치센터

그림 200. 코스메카코리아 12MF P/E 밴드차트



자료: Quantiwise, 미래에셋증권 리서치센터

3Q26 Review

3Q26 매출액 2,475억원(+35.7% YoY) 및 영업이익 272억원(+0.1% YoY), OPM 11.0%(-3.9%p YoY)로, 컨센서스 대비 매출액은 11.9% 상회한 반면, 영업이익은 12.8% 하회했다. 한국 법인의 수주 급증에 따른 외주 활용과 인센티브 비용, 전년 3Q 잉글우드랩의 높은 이익 기여에 따른 기저효과가 반영된 결과다. 국내 수익성 저하는 수요 부진보다 늘어난 주문에 대응하는 과정의 비용 부담에 기인한 것으로 판단된다.

한국 법인은 매출액 2,011억원(+54.9% YoY) 및 영업이익 234억원(+61.3% YoY), OPM 11.6%(+0.4%p YoY)를 기록하며 전사 성장을 견인했다. 다수 인디 고객사의 1개월 이내 단납기 대량 오더가 이어지며 기초 제품(+92.0% YoY)을 중심으로 색조(+12.6% YoY)와 선케어(+26.8% YoY)까지 성장세가 확대되었다. 다만 인센티브 비용 30억원이 반영되고, 추석 연휴와 용기·원료 쇼티지로 납기 대응을 위한 충진·포장 외주와 잔업·특근이 증가하며 OPM(-2.1%p QoQ)은 하락했다. 수주 확대에도 외주 비용이 이익 증가 폭을 제한하고 있어, 향후 오창 공장을 통한 내재화가 수익성 회복을 뒷받침할 전망이다.

잉글우드랩은 매출액 457억원(-26.1% YoY) 및 영업이익 52억원(-61.0% YoY), OPM 11.3%(-10.1%p YoY)를 기록했다. 전년도 특정 고객사의 높은 매출·이익 기여에 따른 기저 효과에도 두 자릿수 OPM을 유지했고, 토토와 공장의 3Q 누적 영업이익이 68억원으로 2025년 연간 실적(67억원)을 이미 상회했다는 점은 긍정적이다. 다만 잉글우드랩코리아의 매출 감소와 달러 자산 환산 평가손실 등이 반영되며 순손익은 14억원 적자전환했다. 주요 고객사의 오더 재유입은 내년에 이뤄질 가능성이 높은 것으로 파악된다.

한편 중국 법인은 로컬 브랜드 수주 확대와 컨실러 등 베이스 메이크업 판매 호조로 매출액 96억원(+17.9% YoY)을 기록했다. 다만 색조 비중이 59.1%로 높고 수주 단가가 낮은 고객사가 많아 영업손실 10억원(적자지속 YoY)이 이어졌다. 외형 성장에도 손익분기점에 도달하지 못한 만큼, 제품 믹스와 수주 단가 개선이 필요한 상황이다.

표 39. 3Q26 Review (십억원, %, %p)

	3Q25	2Q26	3Q26			성장률	
			발표치	컨센서스	vs. 컨센서스	YoY	QoQ
매출액	182.4	226.1	247.5	221.2	11.9	35.7	9.5
매출총이익	46.1	53.5	50.8	52.1	-2.6	10.1	-5.0
매출총이익률	25.3	23.6	20.5	23.6	-3.0	-4.8	-3.1
영업이익	27.2	32.1	27.2	31.2	-12.8	0.1	-15.1
영업이익률	14.9	14.2	11.0	14.1	-3.1	-3.9	-3.2
순이익	16.7	18.1	10.9	20.5	-46.7	-34.7	-39.5
순이익률	9.2	8.0	4.4	9.3	-4.9	-4.8	-3.6

자료: Quantiwise, 미래에셋증권 리서치센터

2026F 및 중장기 실적 전망

2026F 매출액 9,029억원(+40.9% YoY) 및 영업이익 1,128억원(+35.0% YoY), OPM 12.5%(-0.5%p YoY)로 추정한다. 한국 법인(+63.4% YoY)의 인디 브랜드 수주 확대가 전사 성장을 견인하는 반면, 미국 법인(-9.9% YoY)은 전년도의 높은 기저와 주요 고객사 오더 공백이 반영될 것으로 보인다. 매출액은 가이던스(+30% YoY)를 상회하겠으나, 외주 활용에 따른 원가 부담으로 OPM은 가이던스(13.5%)를 하회할 전망이다. 4Q 연결 매출은 3Q와 유사한 수준이 예상되며, 한국 법인과 잉글우드랩의 수익성은 QoQ 소폭 개선될 것으로 예상한다.

한국 법인의 수주 확대에 잉글우드랩의 회복이 더해지며 2027F 매출액 1조 617억원(+17.6% YoY) 및 영업이익 1,459억원(+29.4% YoY), OPM 13.7%(+1.2%p YoY)를 기록할 전망이다. 한국 법인(+17.9% YoY)은 다수 인디 고객사의 성장에 따라 수주 증가세를 이어가고, 잉글우드랩은 주요 고객사의 오더 재유입으로 1Q27부터 회복이 예상된다. 이에 동사가 제시한 연결 매출 1조원 목표도 달성 가능할 것으로 판단한다.

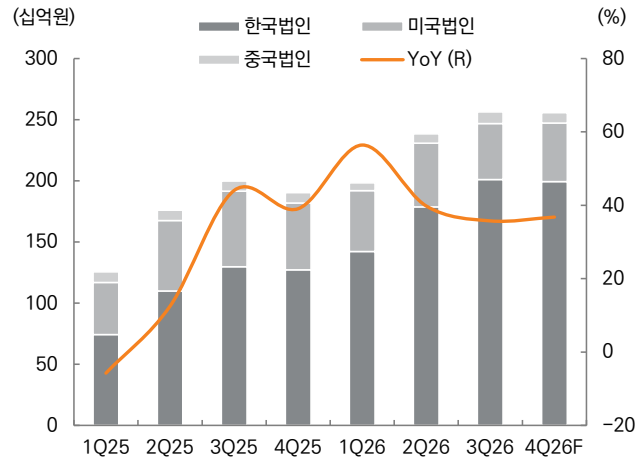
국내 수익성 개선의 핵심은 외주 의존도 축소다. 6월 인수한 오창 공장은 2027년 1월 제조라인 설치를 시작해 하반기 가동, 2028년 풀가동 체제 구축을 목표로 하고 있다. 따라서 잉글우드랩의 주문 회복이 먼저 이익 개선을 뒷받침하고, 오창 공장 가동에 따른 내재화 효과는 이후 단계적으로 반영될 전망이다. 외주 감축 효과는 2028년에 본격화될 것으로 추정하며, 중국 법인은 제품 믹스와 수주 단가 개선을 통한 적자 축소가 과제다.

표 40. 분기 및 연간 실적 테이블 (십억원, %)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26F	2025	2026F	2027F
매출액	118.4	161.7	182.4	178.5	185.1	226.1	247.5	244.1	640.9	902.9	1,061.7
% YoY	-5.7	12.5	44.0	39.1	56.4	39.8	35.7	36.8	22.2	40.9	17.6
법인별											
한국 법인	74.3	110.0	129.8	127.3	142.2	178.8	201.1	199.3	441.5	721.4	850.5
미국 법인	42.5	57.5	61.8	54.5	49.7	51.9	45.7	47.9	216.4	195.2	219.8
EWL	27.3	31.6	30.4	30.2	30.7	31.7	27.4	28.5	119.5	118.3	132.4
EWLK	16.3	26.7	31.7	24.6	19.6	21.0	18.6	19.8	99.3	79.0	89.6
중국법인	8.7	8.6	8.1	8.5	6.4	7.7	9.6	8.5	34.0	32.2	36.0
매출총이익	28.6	41.5	46.1	41.8	41.3	53.5	50.8	55.0	158.1	200.6	244.8
% YoY	-3.1	18.1	53.3	40.6	44.6	28.7	10.1	31.6	26.9	26.9	22.0
매출총이익률	24.1	25.7	25.3	23.4	22.3	23.6	20.5	22.5	24.7	22.2	23.1
영업이익	12.3	23.0	27.2	21.0	21.9	32.1	27.2	31.6	83.5	112.8	145.9
% YoY	-10.5	27.3	78.8	57.8	77.9	39.2	0.1	50.3	38.4	35.0	29.4
한국 법인	8.0	13.8	14.5	11.7	17.8	24.5	23.4	24.2	48.1	89.9	109.4
미국 법인	4.6	10.1	13.2	9.3	5.6	8.7	5.2	6.2	37.2	25.7	32.4
중국법인	-0.6	-1.1	-0.6	0.2	-1.3	-1.2	-1.0	-0.3	-2.1	-3.8	-1.7
영업이익률	10.4	14.2	14.9	11.8	11.8	14.2	11.0	13.0	13.0	12.5	13.7
한국 법인	10.8	12.6	11.2	9.2	12.5	13.7	11.6	12.2	10.9	12.5	12.9
미국 법인	10.8	17.5	21.4	17.0	11.3	16.8	11.4	12.9	17.2	13.2	14.7
중국법인	-6.8	-13.2	-7.3	2.7	-21.1	-14.9	-10.4	-3.0	-6.1	-11.6	-4.7
순이익	7.6	9.3	16.7	11.8	17.3	18.1	10.9	21.5	45.5	67.8	99.0
% YoY	-13.4	-32.0	97.4	-0.4	126.9	93.4	-34.7	82.8	6.2	49.1	46.1
순이익률	6.4	5.8	9.2	6.6	9.3	8.0	4.4	8.8	7.1	7.5	9.3

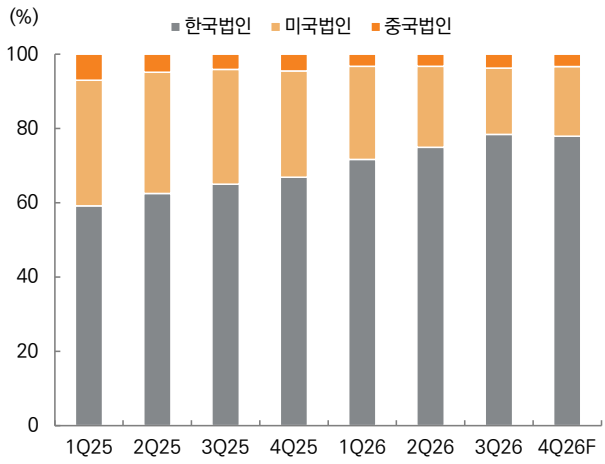
주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 코스메카코리아, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 201. 법인별 분기 매출액 전망



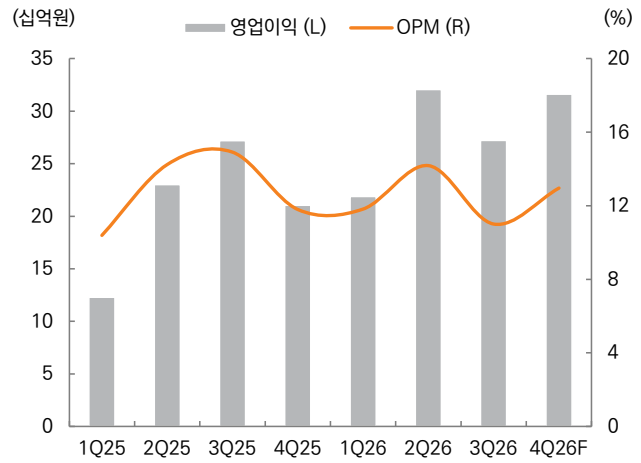
자료: 코스메카코리아, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 202. 법인별 분기 매출액 비중 추이



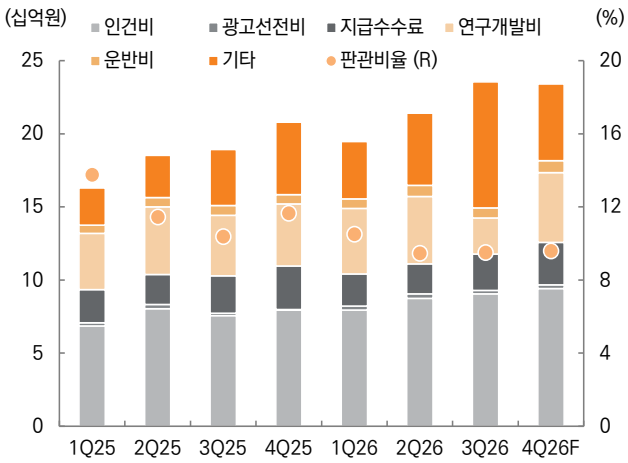
자료: 코스메카코리아, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 203. 분기별 영업이익 및 OPM 전망



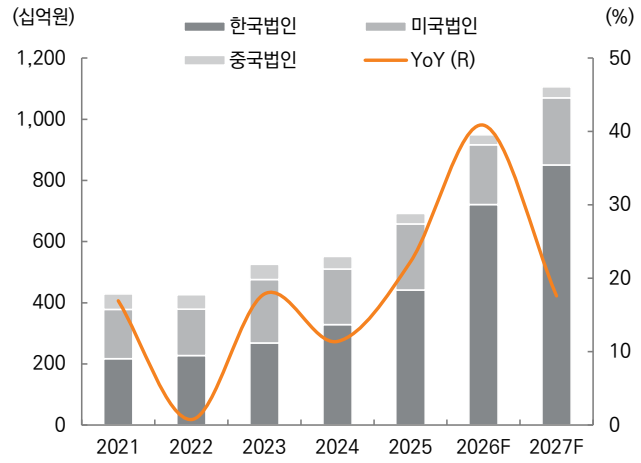
자료: 코스메카코리아, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 204. 분기별 판관비 전망



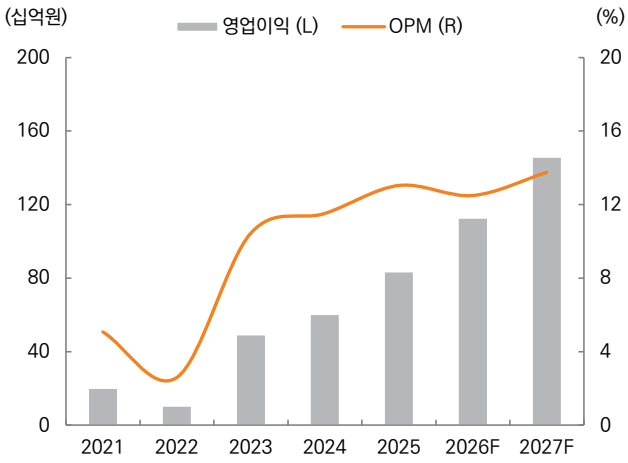
자료: 코스메카코리아, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 205. 법인별 연간 매출액 전망



자료: 코스메카코리아, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 206. 연간 영업이익 및 OPM 전망



자료: 코스메카코리아, 미래에셋증권 리서치센터 추정

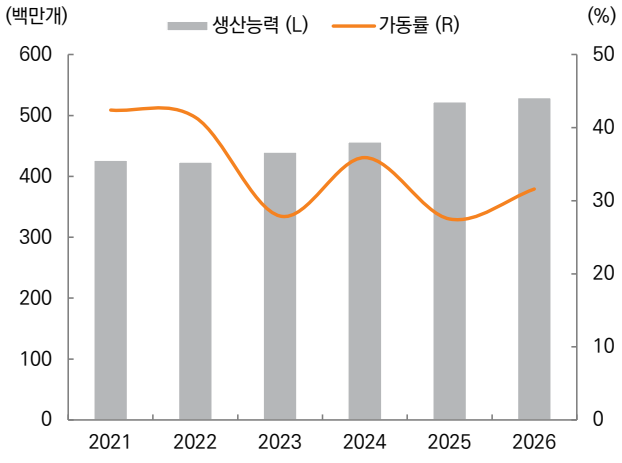
인디 고객사 성장에 대응하는 제조 역량

동사는 국내 인디 브랜드의 성장 초기부터 고객 기반을 확대해 왔다. 3Q26 한국 법인 매출에서 K-뷰티 고객사 비중은 88.1%로, 에이피알·달바·아누아·구다이글로벌·닥터멜락신 등이 상위 10개 고객사에 포함되어 있다. 스케일업 브랜드뿐 아니라 중소 고객사의 주문도 증가하고 있으며, 기존 고객사의 후속 제품 개발과 신규 고객사 유입이 함께 진행되는 흐름이다. 특정 브랜드 한 곳에 의존하기보다 다수 인디 고객사의 성장을 실적에 반영할 수 있다는 점이 수주 기반의 강점이다.

생산 측면에서는 공시 가동률과 별개로 공정별 대응력이 중요하다. 3Q26 한국 법인의 공시 가동률은 29.6%지만, 제형별 제조 공정과 원부자재 조달에서 병목이 발생하고 있어 전체 설비의 가동률만으로 생산 여력을 판단하기 어렵다. 현재 내용물 제조에 인력을 집중하고 충진·포장 외주를 활용해 납기를 맞추는 구조로, 주문 증가가 매출 확대로 이어지는 동시에 외주 비용 부담도 높아지고 있다. 이에 원부자재 공급처 다변화와 내용물 선제조 체계 고도화, 생산 자동화를 병행하고 있다. 오창 공장을 통한 생산능력 확대에 공정 효율화가 더해지면 외주 의존도와 야간 인력 의존도를 낮출 수 있어, 확대된 수주를 이익 성장으로 연결하는 기반이 될 전망이다.

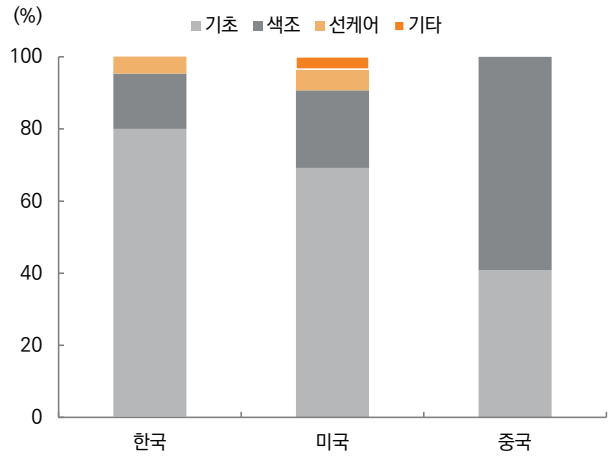
한편 잉글우드랩을 통해 미국 현지 제조 기반과 OTC 제품 개발 역량을 확보하고 있다. 국내 인디 고객사의 성장에 주로 연동되는 한국 법인과 함께 미국 현지 브랜드의 수요에도 대응할 수 있는 구조다. 특히 토토와 공장은 매출 규모를 유지하면서 OTC·프리미엄 스킨케어 중심의 제품 구성과 신규 고객사·SKU 확대를 통해 수익성을 높이고 있다. 기존 고객사의 주문 변동에도 제품·고객 구성 개선을 통해 이익 체력을 강화하고 있다는 점은 긍정적이다. 향후 주요 고객사의 오더 회복과 함께 신규 고객사 및 고부가 제품의 매출 기여 확대가 실적 개선을 뒷받침할 것으로 판단한다.

그림 207. 한국 법인 생산능력 및 가동률 추이



자료: 코스메카코리아, 미래에셋증권 리서치센터

그림 208. 법인별 카테고리 믹스(3Q26)



자료: 코스메카코리아, 미래에셋증권 리서치센터

코스메카코리아 (241710)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	**641**	**903**	**1,062**	**1,211**
매출원가	**483**	**702**	**817**	**922**
매출총이익	**158**	**201**	**245**	**289**
판매비와관리비	**75**	**88**	**99**	**114**
조정영업이익	**84**	**113**	**146**	**174**
영업이익	**84**	**113**	**146**	**174**
비영업손익	**-6**	**-14**	**-3**	**-2**
금융손익	-3	-3	-2	-1
관계기업등 투자손익	0	-11	0	-1
세전계속사업손익	78	99	143	172
계속사업법인세비용	20	25	33	39
계속사업이익	58	74	111	133
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	**58**	**74**	**111**	**133**
지배주주	45	68	99	119
비지배주주	12	7	12	14
총포괄이익	**53**	**74**	**111**	**133**
지배주주	42	58	87	104
비지배주주	11	16	24	28
EBITDA	100	117	150	180
FCF	-6	28	84	109
EBITDA 마진율 (%)	15.6	13.0	14.1	14.9
영업이익률 (%)	13.1	12.5	13.7	14.4
지배주주귀속 순이익률 (%)	7.0	7.5	9.3	9.8

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	**331**	**453**	**595**	**757**
현금 및 현금성자산	69	85	163	266
매출채권 및 기타채권	158	223	262	299
재고자산	79	111	130	149
기타유동자산	25	34	40	43
비유동자산	**300**	**297**	**292**	**287**
관계기업투자등	1	1	1	1
유형자산	240	236	232	227
무형자산	36	35	34	34
자산총계	**632**	**749**	**887**	**1,045**
유동부채	**249**	**291**	**319**	**345**
매입채무 및 기타채무	82	116	136	155
단기금융부채	138	135	135	136
기타유동부채	29	40	48	54
비유동부채	**47**	**52**	**55**	**58**
장기금융부채	34	34	34	34
기타비유동부채	13	18	21	24
부채총계	**296**	**343**	**374**	**403**
지배주주지분	**252**	**317**	**411**	**527**
자본금	5	5	5	5
자본잉여금	63	63	63	63
이익잉여금	174	238	333	447
비지배주주지분	**84**	**90**	**102**	**115**
자본총계	**336**	**407**	**513**	**642**

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동으로 인한 현금흐름	**55**	**28**	**84**	**109**
당기순이익	58	74	111	133
비현금수익비용가감	46	32	40	46
유형자산감가상각비	15	4	4	4
무형자산상각비	1	1	1	1
기타	30	27	35	41
영업활동으로인한자산및부채의변동	-29	-51	-31	-29
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-41	-63	-38	-36
재고자산 감소(증가)	-14	-32	-20	-18
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	31	25	15	14
법인세납부	-18	-25	-33	-39
투자활동으로 인한 현금흐름	**-64**	**-4**	**-3**	**-2**
유형자산처분(취득)	-61	0	0	0
무형자산감소(증가)	0	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-3	-4	-3	-2
기타투자활동	0	0	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	**24**	**-7**	**-3**	**-3**
장단기금융부채의 증가(감소)	50	-3	1	0
자본의 증가(감소)	-6	0	0	0
배당금의 지급	-2	-4	-4	-4
기타재무활동	-18	0	0	1
현금의 증가	**15**	**16**	**78**	**103**
기초현금	54	69	85	163
기말현금	69	85	163	266

예상 주당가치 및 valuation (요약)

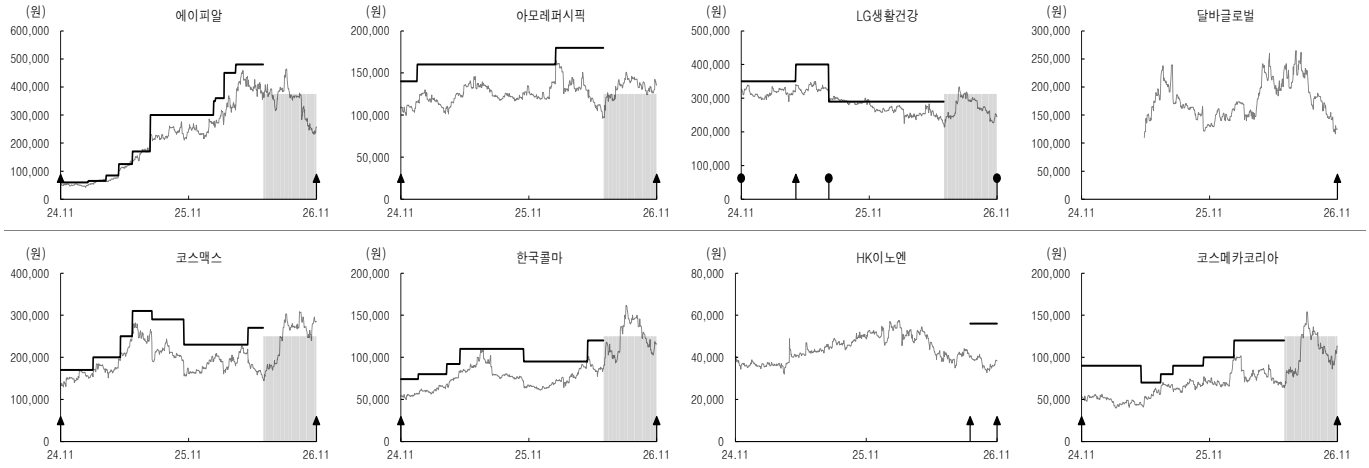
	2025	2026F	2027F	2028F
P/E (x)	15.7	17.8	12.2	10.2
P/CF (x)	6.8	11.4	8.1	6.8
P/B (x)	2.8	3.8	2.9	2.3
EV/EBITDA (x)	8.9	11.7	8.6	6.7
EPS (원)	4,255	6,345	9,270	11,114
CFPS (원)	9,764	9,961	14,061	16,687
BPS (원)	23,663	29,638	38,538	49,282
DPS (원)	370	370	370	370
배당성향 (%)	6.8	5.3	3.6	3.0
배당수익률 (%)	0.6	0.2	0.2	0.2
매출액증가율 (%)	22.2	40.9	17.6	14.0
EBITDA증가율 (%)	28.0	16.9	28.6	19.4
조정영업이익증가율 (%)	38.4	35.0	29.4	19.5
EPS증가율 (%)	6.2	49.1	46.1	19.9
매출채권 회전율 (회)	4.8	4.8	4.5	4.4
재고자산 회전율 (회)	8.8	9.5	8.8	8.7
매입채무 회전율 (회)	9.7	9.6	8.8	8.6
ROA (%)	10.1	10.8	13.5	13.7
ROE (%)	19.3	23.8	27.2	25.3
ROIC (%)	15.9	20.0	23.7	26.6
부채비율 (%)	87.9	84.3	72.9	62.8
유동비율 (%)	133.1	155.6	186.4	219.4
순차입금/자기자본 (%)	27.6	15.8	-3.1	-18.8
조정영업이익/금융비용 (x)	23.6	27.5	35.9	42.8

자료: 코스메카코리아, 미래에셋증권 리서치센터

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
에이피알 (278470)				
2026.11.24	매수	400,000	-	-
2026.06.26	분석 대상 제외		-	-
2026.04.08	매수	480,000	-15.40	-4.38
2026.03.06	매수	450,000	-26.26	-18.00
2026.02.09	매수	360,000	-19.74	-11.94
2026.02.04	매수	350,000	-23.64	-20.57
2025.08.07	매수	300,000	-20.65	-4.67
2025.06.17	매수	170,000	-3.90	22.65
2025.05.09	매수	125,000	-5.18	8.80
2025.04.03	매수	85,000	-15.90	15.76
2025.02.11	매수	65,000	-3.61	9.69
2024.11.18	매수	60,000	-15.35	-7.67
아모레퍼시픽 (090430)				
2026.11.24	매수	190,000	-	-
2026.06.26	분석 대상 제외		-	-
2026.02.09	매수	180,000	-28.08	-8.78
2026.01.10	1년 경과 이후	160,000	-19.06	-12.69
2025.01.10	매수	160,000	-22.98	-8.94
2024.11.18	매수	140,000	-22.24	-17.21
LG생활건강 (051900)				
2026.11.24	중립	280,000	-	-
2026.06.26	분석 대상 제외		-	-
2025.08.01	중립	290,000	-7.17	5.34
2025.04.29	매수	400,000	-17.78	-12.63
2024.10.30	중립	350,000	-8.92	2.00
달바글로벌 (483650)				
2026.11.24	매수	190,000	-	-
코스맥스 (192820)				
2026.11.24	매수	380,000	-	-
2026.06.26	분석 대상 제외		-	-
2026.05.13	매수	270,000	-37.23	-28.19
2025.11.11	매수	230,000	-19.70	-1.30
2025.08.12	매수	290,000	-27.28	-16.03
2025.06.17	매수	310,000	-17.57	-9.03
2025.05.14	매수	250,000	-12.66	2.40
2025.02.25	매수	200,000	-13.18	-1.95
2024.11.18	매수	170,000	-12.03	-1.06
한국콜마 (161890)				
2026.11.24	매수	160,000	-	-
2026.06.26	분석 대상 제외		-	-
2026.05.11	매수	120,000	-26.72	-16.00
2025.11.10	매수	95,000	-24.91	-1.47
2025.05.12	매수	110,000	-22.53	-0.73
2025.04.04	매수	92,000	-20.46	-9.13
2025.01.13	매수	80,000	-23.06	-15.50
2024.11.18	매수	74,000	-26.27	-22.57
HK이노엔 (195940)				
2026.09.10	매수	56,000	-	-
코스메카코리아 (241710)				
2026.11.24	매수	150,000	-	-
2026.06.26	분석 대상 제외		-	-
2026.02.02	매수	120,000	-33.78	-14.17
2025.11.07	매수	100,000	-28.26	-3.60
2025.08.12	매수	90,000	-27.17	-17.33
2025.07.08	매수	80,000	-16.43	-12.25
2025.05.13	매수	70,000	-23.14	-9.43
2024.11.18	매수	90,000	-45.97	-37.44

* 괴리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함



투자의견 분류 및 적용기준

기업		산업	
매수	: 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대	: 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
중립	: 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	중립	: 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
매도	: 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 주가하락이 예상	비중축소	: 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 주가(—), 목표주가(━), Not covered(■)

* 2025년 5월 12일 기준으로 투자의견 분류기준 변경(Trading Buy 의견 삭제)

* 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상, 20% 미만의 주가상승이 예상되는 종목은 금융투자분석사 재량에 따라 '매수' 또는 '중립' 의견으로 제시함

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
89.66%	0%	9.77%	0.57%

* 2026년 09월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 LG생활건강, 아모레퍼시픽, 에이피알 을(를) 기초자산으로 하는 주식워런트증권에 대해 유동성공급자(LP)업무를 수행하고 있습니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.