

Industry Analysis
2025-09-24

화장품 K뷰티의 진격은 계속된다

화장품/의류. 형권훈

SK 증권



화장품

K 뷰티의 진격은 계속된다

SK증권 리서치센터



Analyst
형원훈

kh.hyung@sks.co.kr
3773-9997

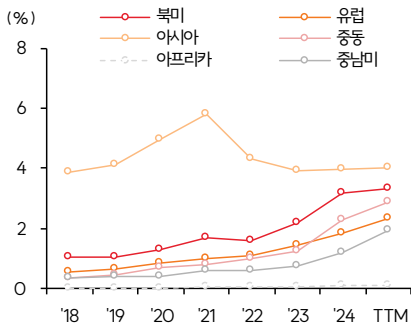
K 뷰티의 글로벌 수요와 경쟁력 확인

K 뷰티에 대한 글로벌 수요는 견조한 성장을 이어갈 것이다. 한국 콘텐츠의 글로벌 흥행이 한국 소비재에 대한 인지도와 수요로 전이되고 있고, 고물가 환경은 가격이 저렴하면서도 성분과 기능을 놓치지 않는 K 뷰티의 가성비를 부각시킨다. 우호적인 수요 환경 속에서 분업·전문화된 K 뷰티 서플라이체인이 산업의 경쟁력을 뒷받침하고 있다. 서플라이체인이 분업화된 덕분에 글로벌 수준의 제품력을 가진 신제품을 해외 경쟁사 대비 빠르게 출시할 수 있고, K 뷰티 전문 유통사를 통해 안정적인 제품 공급이 가능하다. K 뷰티에 대한 수요 증가와, 이를 뒷받침하는 공급 경쟁력을 고려하면 화장품 업종의 투자 매력도는 여전히 높다.

아직 K 뷰티가 침투할 곳은 많다

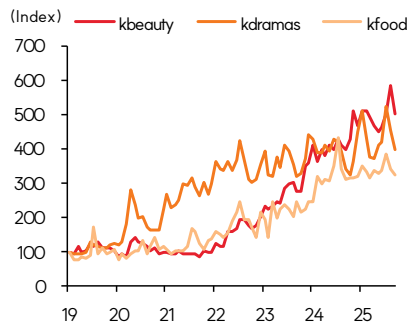
K 뷰티 수출액은 글로벌 스킨케어·색조 화장품 시장 대비 3.1%에 불과한 것으로 추산되며, 아직도 침투할 여력이 많이 남았다. 미국에서는 아마존 뷰티 카테고리 순위를 점령한 K 뷰티 브랜드들이 얼타뷰티, 세포라와 같은 메이저 H&M 채널 입점을 본격화되고 있다. 유럽은 영국을 제외하면 온라인 채널 위주로 입점을 마친 상태다. 그 동안 인디 브랜드들이 주로 미국 소비자를 대상으로 브랜딩을 해 왔다면, 이제는 유럽 지역에서 소비자와의 접점을 확대하기 위한 움직임을 보이고 있다. 미국만큼 큰 유럽 시장에서 침투율이 증가함에 따라 K 뷰티 산업의 TAM 확대를 예상한다.

기초, 색조 시장 대비 한국 화장품 수출액



자료 : TRASS, Euromonitor, SK 증권

키워드별 구글 검색량 추이



자료 : Google Trend, SK 증권

화장품 업종 투자전략

[브랜드] 에이피알을 업종 Top-pick 으로 제시한다. 트렌드 캐칭, 제품력, 마케팅 3박자가 맞아 떨어지는 브랜드다. 미국 아마존을 점령하다시피 하고, 오프라인 시장의 문을 이제 막 열었다. 유럽 지역을 겨냥한 브랜딩도 올해 말 시작될 예정이다. **[ODM]** 한국콜마와 코스맥스 모두 중장기적으로 K 뷰티의 해외 침투 확대에 따라 실적이 우상향할 것이다. 인디 고객사의 주문이 대형화됨에 따라 수익성도 점진적인 개선되는 흐름을 예상한다. 상대적으로 인디 브랜드 매출 비중이 크고, 해외 법인의 실적 성장성과 이익 기여도가 높은 코스맥스를 선호한다. **[유통]** 실리콘투는 K 뷰티 공급 확대에 대한 브랜드의 니즈가 증가함에 따라 외형 성장의 여력이 충분하다. 유럽 오프라인 채널로의 침투 확대 과정에서 동사의 역할이 클 것이며, 추후 중동 지역으로의 침투 확장도 기대할 만한 포인트다. 단기 실적 보다는 중장기적인 관점에서 매수 추천한다.

Contents

1. K 뷰티 산업을 지탱하는 4 개의 기둥	5
2. K 뷰티 서플라이체인의 경쟁력	15
3. K 뷰티 산업의 성장세는 지속가능한가?	19
4. 화장품 업종 투자전략	25
5. Appendix	29

<기업분석>

에이피알 (TP 290,000 원, 투자의견 '매수')	43
아모레퍼시픽 (TP 150,000 원, 투자의견 '매수')	56
코스맥스 (TP 300,000 원, 투자의견 '매수')	64
한국콜마 (TP 100,000 원, 투자의견 '매수')	77
실리콘투 (TP 57,000 원, 투자의견 '매수')	90

Compliance Notice

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

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2025 년 09 월 24 일 기준)

매수	91.67%	중립	8.33%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------

보고서 요약 #1

① K뷰티의 해외 확장 사이클을 지탱하는 4개의 기둥

<Pillar #1> 메이크업 대비 스킨케어에 대한 관심도 크게 증가

- ▶ 밀레니얼 세대와 Z세대의 소비가 글로벌 전체 소비에서 차지하는 비중이 크게 증가
- ▶ 젊은 세대는 기성 세대에 비해 '자기관리'에 더 높은 관심도와 소비성향을 나타내며, '피부관리'를 자기관리의 일부로 인식
- ▶ 스킨케어 시장의 확대 + 메이크업 시장 대비 해외시장 진입장벽 低 → K뷰티 브랜드의 해외 시장 접근성 상승

<Pillar #2> 성분과 효과성을 중시

- ▶ 제품의 브랜드보다 성분과 효과성을 중시하는 경향이 형성 → 기능성 성분에 대한 관심 크게 증가
- ▶ 해외 브랜드가 오랜 기간 쌓아온 브랜드 이미지와 로열티 등 해자가 약화 → K뷰티 브랜드의 해외시장 공략이 용이해짐

<Pillar #3> 가성비 소비 트렌드

- ▶ 지난 몇 년간 인플레이션 기간 지속 중 → 전세계적으로 소비의 Trade down 진행, 사치에서 가성비 소비로 트렌드 이동
- ▶ K뷰티 인디 브랜드는 서구권 기준 중저가에 포지셔닝, 그러면서도 기능성 성분은 챙김 → 가성비로 해외 경쟁 브랜드를 압도

<Pillar #4> 한국 문화의 글로벌 인지도 상승

- ▶ KPOP에 이어 드라마, 영화 등 문화 콘텐츠의 글로벌 대흥행 → 한국 문화에 대한 해외 소비자들의 관심 및 수용도 크게 증가
- ▶ '한국적인 것(문화)'에 대한 관심은 '한국에서 만든 것(소비재)'에 대한 관심 및 소비 증가로 전이
- ▶ 해외 소비자들이 한국 제품을 구매하는 데 필요한 심리적 문턱을 낮추는 효과
→ K뷰티의 글로벌 확장에 필요한 노력과 시간을 크게 단축시키는 효과

② K뷰티 밸류체인의 경쟁력

<ODM> K뷰티 경쟁력의 핵심

- ▶ 브랜드와 ODM이 분업 및 협업하는 구조는 한국 화장품 산업의 글로벌 경쟁력에 있어 핵심
- ▶ 브랜드는 ODM의 R&D와 제품 생산 능력을 바탕으로 글로벌 수준의 제품 경쟁력 확보 가능
- ▶ 분업 덕분에 브랜드는 제품 및 브랜드 기획, 마케팅, CS 등 브랜드 가치와 관련된 활동에 집중

<브랜드> 빠른 의사결정

- ▶ 밸류체인 분업으로 브랜드는 제품, 마케팅, 고객관리에 집중 가능
- ▶ 한국 인디 브랜드는 빠른 의사결정 구조를 바탕으로 짧은 주기로 트렌디한 신제품을 출시하고 적극적인 바이럴 마케팅 가능
- ▶ 바이럴을 일으키는 퍼포먼스 마케팅을 넘어 브랜드 가치, 스토리를 소비자에게 전달하는 브랜드 마케팅도 강화할 필요 有

<유통> 빠른 의사결정

- ▶ 실리콘투는 증가하는 K뷰티 수요에 맞춰 제품을 공급해주는 화장품 산업의 필수 요소
- ▶ 한국 화장품이 갈수록 다양한 지역과 채널에 입점해 나감에 따라 유통의 중요성은 시간이 갈수록 커질 것
- ▶ 바이럴을 일으키는 퍼포먼스 마케팅을 넘어 브랜드 가치, 스토리를 소비자에게 전달하는 브랜드 마케팅도 강화할 필요 有

보고서 요약 #2

③ K뷰티의 해외 성장세는 지속가능한가?

<수요> K뷰티에 대한 해외 수요는 성장을 지속할 것

- ▶ K뷰티의 해외 확장 사이클을 지탱하는 4개의 기둥 이상 無, K뷰티에 우호적인 사업 환경이 지속될 것
- ▶ 특히 한국의 문화 콘텐츠가 해외 시장에 더욱 깊게 침투하는 중(ex. 케데헌) → K뷰티를 포함한 한국 소비재 수요 지속 확대 전망

<공급> K뷰티의 해외 공급 확장세도 지속될 것

- ▶ 해외 현지 소비자와의 물리적 거리를 좁히며 TAM을 지속적으로 늘려온 것이 K뷰티의 핵심 성장 동력 중 하나
- ▶ 미국은 아마존 점령 완료, 이제 막 얼타와 세포라 등 오프라인 채널 침투를 하반기부터 본격적으로 시작하며 TAM이 커지는 중
- ▶ 유럽은 영국을 제외하면 대부분의 국가에서 온라인 위주로 입점, 향후 오프라인 채널 침투 확장되면 또 한번 TAM 커질 것

<기울기> 성장 곡선의 기울기는 점차 완만해질 것

- ▶ TAM이 가장 큰 미국과 유럽에 여러 브랜드가 동시다발적으로 침투하는 사이클은 어느정도 마무리
- ▶ 선크어, 세럼, 마스크 등 대부분의 뷰티 제품 카테고리에서 킬러 제품 이미 다수 출현
- ▶ 기고 효과 + TAM 성장 감속 전망

④ 화장품 업종 투자전략

<브랜드> 에이피알 Top-pick 제시

- ▶ 에이피알의 메디큐브 브랜드에 대한 바이럴지수, 검색트렌드, 리테일 및 홀세일 데이터 추세 모두 Clear
- ▶ 올해 3분기 얼타뷰티에 입점해 미국 오프라인 시장으로의 침투도 본격화될 것
- ▶ 연말 유럽 지역을 겨냥한 마케팅 및 온라인 채널 운영 시작, 내년 실적의 중요한 동력이 될 것

<ODM> 중장기적 관점에서 매수

- ▶ ODM의 R&D, 생산 역량은 명실상부 K뷰티 산업 경쟁력의 핵심 → K뷰티 산업의 성장과 ODM의 성장은 궤를 같이 한다
- ▶ K뷰티 해외 수출 여력이 많이 남았기에, 중장기적으로 ODM 실적의 외형도 동반 성장할 것
- ▶ 인디 브랜드 고객사의 주문 수량이 대형화됨에 따라 영업 레버리지 효과 기대, 중장기적 수익성 개선 지속될 것

<유통> 단기 실적보다는 중장기적인 관점에서 매수 추천

- ▶ K뷰티 전문 B2B 유통시장에서 실리콘투는 규모와 수익성 면에서 압도적 위치에 도달
- ▶ 점차 다양한 지역과 채널에 입점함에 따라 유통의 중요성 상승. 향후 유럽 오프라인과 중동 지역 침투가 실리콘투 실적 성장에 기여할 것
- ▶ K뷰티 수요에 맞춰 공급도 같이 증가, 실리콘투의 중장기적 성장 모멘텀 유효. 단기 실적보다는 중장기적 관점에서 매수 추천

1. K 뷰티 산업을 지탱하는 4 개의 기둥

▶ 스킨케어 관심도 증가

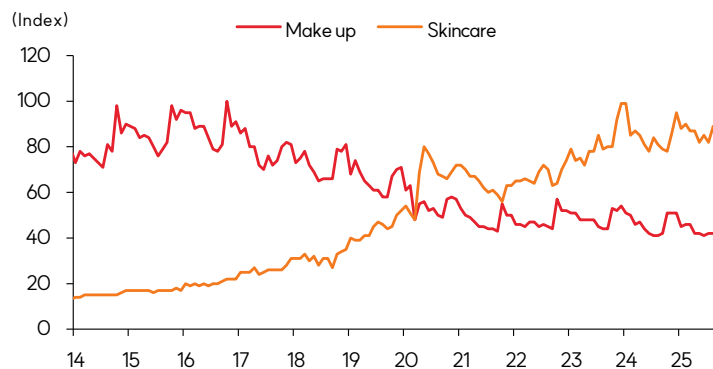
스킨케어에 대한 관심 추세적으로
증가 중

스킨케어는 코로나 19 팬데믹 이후로 화장품 산업 내에서 소비자의 관심도가 가장 빠르게 성장하고 있는 카테고리다. 키워드별 검색 빈도를 보여주는 구글트렌드의 데이터를 기준으로 'Skin Care(피부관리)' 키워드의 검색 빈도는 2010년대 중반부터 현재까지 꾸준히 증가하고 있다.

반대로 메이크업에 대한 관심은
추세적으로 감소 중

눈 여겨 볼 만한 것은 'Make Up(화장)' 키워드의 검색 빈도는 스킨케어와는 반대로 2010년대 중반부터 2021년까지 꾸준히 감소한 뒤 2021년 이후로 횡보하고 있다는 점이다. 스킨케어와 메이크업이라는 화장품 산업의 두 개의 축 중에서 글로벌 소비자들의 관심도가 과거에는 메이크업에 집중되어 있었으나, 최근에는 메이크업에 대한 관심의 집중도가 감소하고, 반대로 스킨케어에 대한 관심이 증가하는 방향으로 트렌드가 형성되었다고 본다.

Make up과 Skincare의 구글 검색량 비교



자료: 구글트렌드, SK 증권
주: 미용&건강 카테고리 내 검색량 기준임

사람들이 메이크업과 스킨케어 중 어디에 무게중심을 두고 있는지는 한국 화장품 산업에 매우 중요하다. 스킨케어 제품의 글로벌 확장이 메이크업 대비 훨씬 수월하기 때문이다. 글로벌 확장성에 차이가 나는 이유는 지역마다 미에 대한 기준과 인종이 다르고, 결과적으로 선호하는 색조 화장품의 종류가 다르기 때문이다. 한국 브랜드는 해외 메이크업에 대한 정보력이나 지역에 특화된 제품을 개발하는 능력 면에서 서구권 브랜드에 비해 뒤쳐질 수밖에 없다.

스킨케어 수요 증가는 K 뷰티에 큰 기회

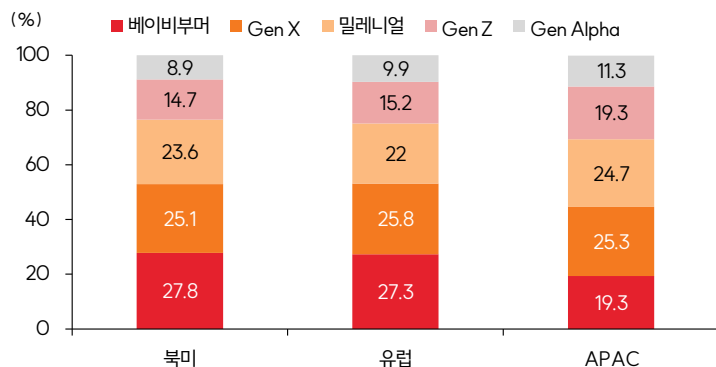
반면 스킨케어는 얘기가 다르다. 인종별로 피부 성질이 다르기는 하지만, 본질적으로 여드름, 홍조, 민감성 피부 등 피부 고민은 지역과 인종에 상관없이 누구나 경험할 수 있는 문제이고, 이러한 문제를 개선하고 싶어하는 소비자들의 욕구가 글로벌 어디든 동일하기 때문이다.

따라서 글로벌 소비자들의 관심이 스킨케어 제품으로 이동하고 있다는 것은 K 뷰티가 해외 브랜드들과 유사한 체급에서 경쟁할 수 있는 무대가 열린다는 걸 의미한다. 이러한 측면에서 스킨케어에 대한 관심이 앞으로 더 증가할지, 혹은 횡보하거나 감소할지 여부는 K 뷰티의 글로벌 침투에 있어 중요한 요인이다.

앞으로 스킨케어 트렌드 강세가 지속될지 여부를 판단하기 위해서는 최근에 왜 스킨케어가 유행하고 있는지 분석해야 한다. 당사는 최근 스킨케어 유행의 배경에 ① 젊은 세대로의 주력 소비층 이동했고, ② 이들이 기성세대와는 달리 자기관리에 큰 신경을 쓰고 있고, ③ 이들의 SNS 사용률이 상대적으로 높다는 점이 작용했다고 본다.

먼저 인구 구조상 MZ 세대가 주력 소비층으로 부상하고 있다는 점과 이들의 소비 성향을 눈여겨볼 필요가 있다. 2024 년 기준 MZ 세대를 합한 소비 비중은 북미 41%, 유럽 37%, 아시아태평양 44%에 달해 주력 소비 계층으로 부상했다. 이 비중은 향후 필연적으로 더 증가 된다. 따라서 이 소비자들의 니즈를 부합하는 제품과 서비스를 제공하는 것이 소비재 산업의 경쟁력이다.

지역별 세대별 소비 지출 비중

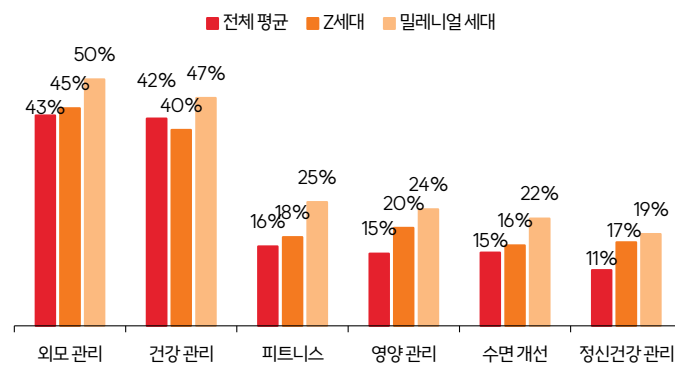


자료: World Data Lab/NielsenIQ/GfK, SK 증권

MZ 세대는 기성세대에 비해 자기관리에 높은 관심을 보임

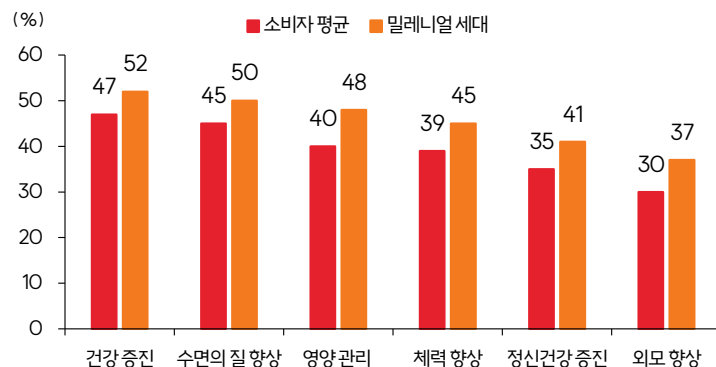
이렇듯 주력 소비 계층으로 부상한 MZ 세대가 기성 세대에 비해 '자기관리'에 관심이 많다는 점은 글로벌 스킨케어 트렌드가 최근 부각되고 있는 것과 밀접하게 연관되어 있다. 맥킨지의 조사에 따르면, 미국의 Z 세대와 밀레니얼 세대는 외모, 건강, 운동, 영양, 마음챙김 등 자기관리와 관련된 제품 및 서비스에 전체 응답자의 평균 대비 더 많은 소비를 한다고 응답했다. 이러한 '웰니스(Wellness)'에 대한 관심은 지역과 상관없이 높게 관측되었다. 전체 소비자 중 미국은 82%, 영국은 73%, 중국은 87%가 '웰니스'를 그들의 삶에 있어 가장 우선시한다고 응답했다.

미국 젊은 세대가 웰니스 관련 제품과 서비스 소비 성향이 더 높았다



자료: McKinsey, SK 증권

밀레니얼 세대는 전체 세대 평균 대비 웰니스를 우선순위에 두는 경우가 더 많았다

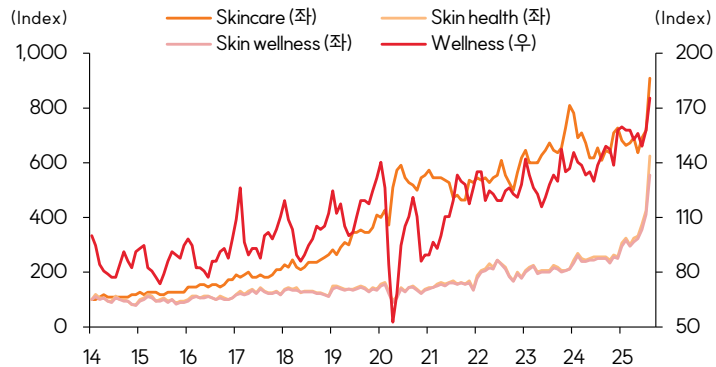


자료: McKinsey, SK 증권

스킨케어 관심도는 자기관리에 대한 관심 증가와 동반 상승

스킨케어도 이러한 웰니스 트렌드의 중요한 구성요소로서 소비자들의 주목을 받았다. 실제로 구글 트렌드 검색량을 기준으로 '웰니스'에 대한 관심이 추세적으로 증가하기 시작한 시점은 2016 년인데, 이와 유사한 시점부터 'Skincare', 'Skin Health', 'Skin Wellness' 등 피부의 건강과 연관된 키워드에 대한 검색량이 일제히 추세적으로 증가하기 시작했다.

웰니스 및 스킨케어 관련 검색 키워드별 구글 검색량



자료: 구글트렌드, SK 증권

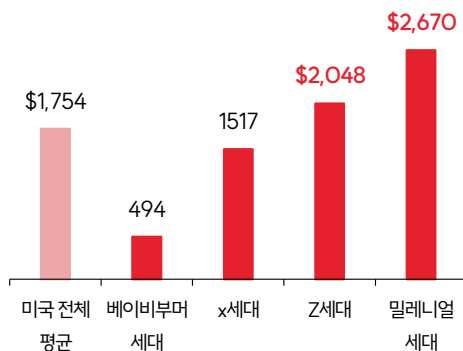
젊은 세대는 기성 세대에 비해
뷰티 소비성향이 높다

스킨케어에 대한 젊은 세대의 높은 관심은 실제 소비로 이어졌다. 미국의 대출 플랫폼인 LendingTree가 미국 소비자를 대상으로 한 조사에 따르면 Z세대와 밀레니얼 세대가 기성 세대에 비해 뷰티 관련 소비에 더욱 큰 소비를 하고 있다. 조사에 따르면 미국 소비자들은 연 평균 \$1,754 을 뷰티 관련 제품, 서비스에 소비했는데, 밀레니얼 세대와 Z세대가 각각 \$2,670, \$2,048을 소비해 전체 연령의 평균 대비 훨씬 많은 소비를 했다.

젊은 세대는 기성 세대에 비해
스킨케어 소비성향도 높다

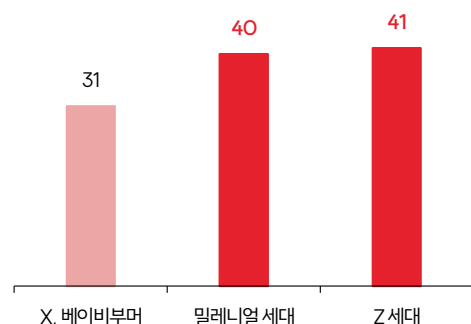
미국 소비자를 대상으로 한 조사에서, 스킨케어에 대한 소비가 전체 뷰티 관련 소비 중에서 스킨케어 관련한 소비 비중이 가장 높다고 응답한 비율은 Z세대가 41%, 밀레니얼 세대가 40%로 X세대와 베이비부머 세대가 31%인 것에 비해 훨씬 높았다.

미국 소비자의 세대별 연간 뷰티 소비 규모



자료: LendingTree, SK 증권

뷰티 소비 중 스킨케어 비중이 가장 높다고 응답자 비율



자료: LendingTree, SK 증권

젊은 세대로의 소비계층 이동은
스킨케어 트렌드의 지속가능성을
지지

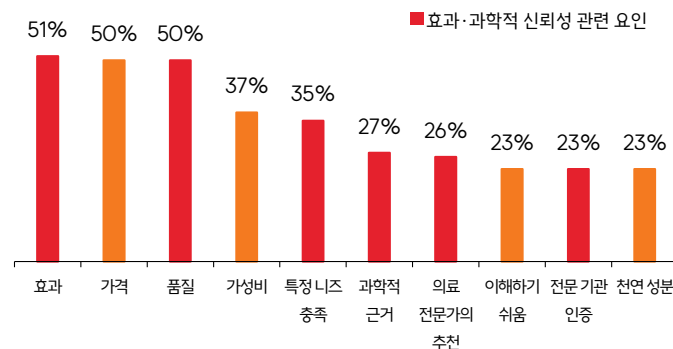
이처럼 스킨케어 유행의 이면에는 MZ 세대가 소비시장에서 큰 비중을 차지해 나가고 있는 한편, 이들이 기성 세대 대비 웰니스에 더 많은 관심을 가지고 있고, 관련된 소비도 더 많이 하고 있기 때문으로 분석한다. 인구 구조상 MZ 세대의 소비 비중은 앞으로도 더욱 커질 것이기에 웰니스 트렌드와 스킨케어 시장의 성장은 앞으로도 지속될 것으로 전망한다.

▶ 성분과 효과성을 중시하는 트렌드

소비자들이 스킨케어 제품을 선택할 때 과거에 비해 브랜드보다는 제품에 포함된 성분과 그 성분의 과학적인 효과성에 더 높은 중요도를 부여하고 있다는 점도 한국 화장품의 해외 확장을 지탱하는 요인이다.

소비자들이 브랜드보다 성분을 중시한다는 것은 여러 근거를 통해 확인할 수 있다. 우선 맥킨지가 미국 소비자를 대상으로 한 조사에서 '웰니스 관련 제품의 선택 기준'에 대한 물음에 '효과성', '과학적 입증' 등 제품의 실질적인 효과와 과학적 근거와 관련된 요소가 응답 비율을 기준으로 상위에 랭크되었다.

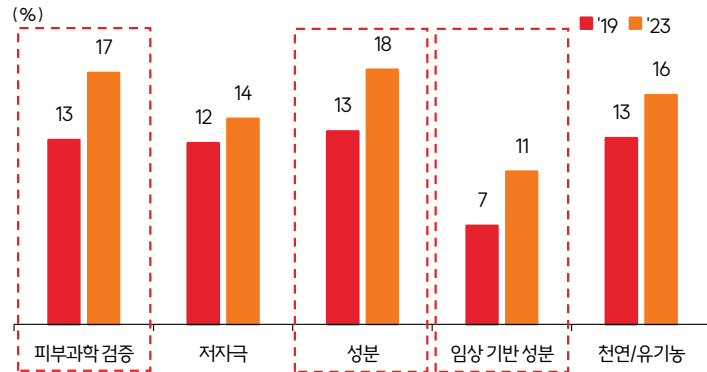
웰니스 관련 제품 선택 기준들 중 실질적인 효과와 과학적 근거 요소가 중요



자료: McKinsey, SK 증권

또한 유로모니터가 2023년에 글로벌 소비자를 대상으로 한 조사에서는 스킨케어 제품 선택의 기준별로 응답 비율이 '19년 대비 '23년에 어떻게 달라졌는지를 연구하였는데, '성분 투명성', '성분 배합' 등 화장품의 성분과 관련된 요소에 대한 응답 비율이 크게 증가했다.

화장품의 특성 중 성분과 검증된 효과에 대한 미국 소비자들의 선호도가 크게 증가

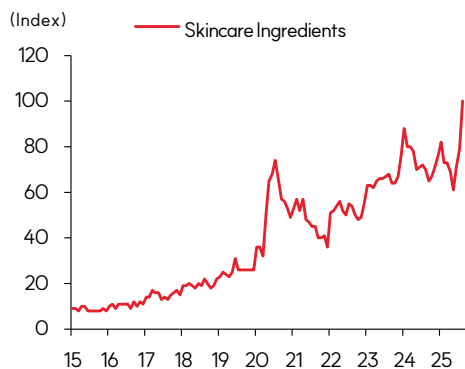


자료: Euromonitor, SK 증권

스킨케어 성분에 대한 관심도 급증

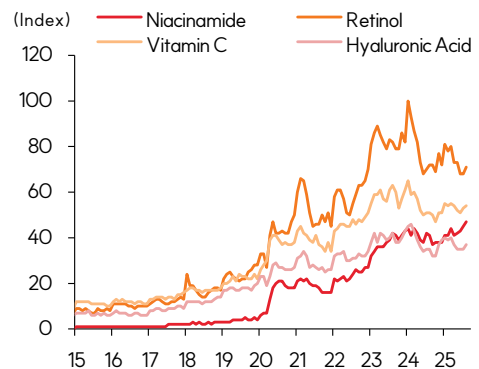
구글 검색량으로도 기능성 성분에 대한 사람들의 관심이 증가하고 있다는 것을 확인할 수 있다. 먼저 'Skincare Ingredients(스킨케어 성분)' 키워드에 대한 검색량은 스킨케어 트렌드가 시작된 2016년부터 현재까지 추세적으로 증가하고 있다. 뿐만 아니라 대표적인 기능성 성분인 '나이아신아마이드', '레티놀', '비타민 C', '히알루론산' 키워드에 대한 구글 검색량도 최근 몇 년간 급증하는 추세다. Vogue가 2024년에 조사한 뷰티 브랜드 순위 자료에서 피부 과학에 근거해 효과적인 피부 개선을 지향하는 더마코스메틱 브랜드인 'CeraVe'나 'La Roche Posay'의 브랜드 순위가 각각 4계단, 5계단 상승해 2위, 3위를 차지한 것도 이러한 맥락으로 해석한다.

'Skincare Ingredients' 키워드의 구글 검색량



자료: 구글트렌드, SK 증권

화장품의 주요 기능성 성분의 구글 검색량



자료: 구글트렌드, SK 증권

성분을 중요시하는 트렌드는 K뷰티의 글로벌 시장 진입장벽을 낮추는 역할을 함

소비자들이 화장품을 고르는 데 있어 성분을 보다 중요시한다는 것은 브랜드 충성도라는 시장 진입 장벽을 낮추는 효과가 있다는 점에서 한국 화장품의 글로벌 확장성과 밀접하게 연관된다. 일반적으로 소비재 산업에서는 마케팅이나 오랜 역사로 형성된 브랜드 가치 또는 브랜드 충성도가 새로운 플레이어의 시장 진입을 막는 해자의 역할을 한다. 하지만 지금처럼 소비자들이 과거에 비해 브랜드보다 성분을 중요시하는 최근 화장품 시장에서는 이러한 진입장벽이 약해지고, 한국 화장품과 같은 신규 시장 진입자에게 기회가 열린다.

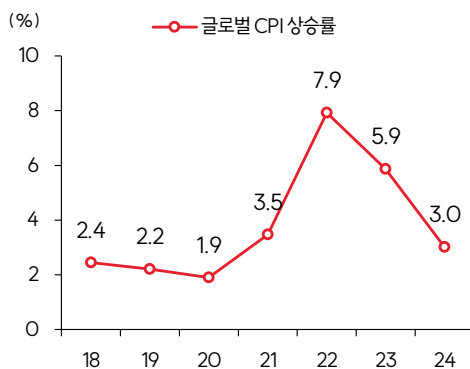
▶ 가성비 선호

소비자들이 과거 대비 화장품 소비를 할 때 가성비를 중시한다는 점도 한국 화장품의 글로벌 확장에 중요하게 작용하고 있다. 소비자들은 '22년 극심한 물가 상승으로 인플레이션을 경험하면서 구매력이 과거 대비 감소해 인플레이션 이전만큼 많은 소비를 하지 못하는 상황에 놓였다.

인플레이션으로 소비의 Trade down 현재 진행 중

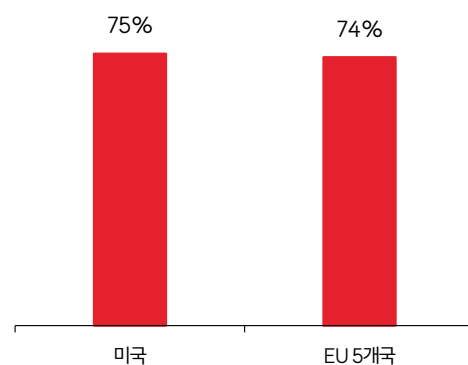
그 결과 소비자들이 고가의 프리미엄 제품에서 저렴한 제품이나 브랜드로 이동하는 Trade down 심리가 작용했다. 맥킨지가 미국과 유럽 소비자를 대상으로 조사한 결과에 따르면 두 지역에서 소비의 Trade down 심리는 최근까지 높게 유지되고 있다. 소비를 Trade down 할 것이라고 응답한 비율은 미국의 경우 1Q25 기준 75%였으며, EU 5개 국가의 경우 '24년 11월 기준 74%로 높게 나타났다. 젊은 세대일수록 기성 세대에 비해 소비의 Trade down 심리가 강해지는 경향성도 미국과 유럽 지역에서 동일하게 나타났다.

글로벌 연도별 소비자물가지수 상승률



자료: IMF, SK증권

미국 및 EU 소비자 상당수가 소비를 Trade down 했음



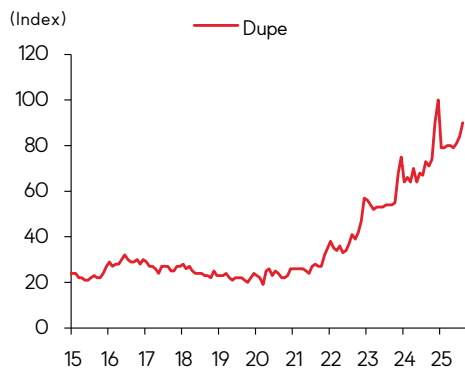
자료: McKinsey, SK증권

뷰티 소비 시장에서도 가성비
대한 관심 급증

가성비 제품을 선호하는 경향은 이러한 Trade down의 대표적인 결과이며, 이는 화장품 산업에도 적용되고 있다. 글로벌 소비자들이 가성비를 선호하는 심리는 'Dupe 소비(이하 듀프 소비)', 'Budget Beauty' 등의 트렌드를 통해서도 엿볼 수 있다. 듀프 소비는 주로 화장품이나 의류 제품의 소비와 관련이 있는데, 고가의 유명 브랜드 제품에 대한 소비를 그 제품과 효과, 디자인, 성분 등이 비슷하지만 가격이 훨씬 저렴한 제품에 대한 소비로 대체하는 것이다. 구글 트렌드를 기준으로 듀프 소비 검색 키워드에 대한 글로벌 검색량은 지난 몇 년간 폭발적으로 증가하고 있다.

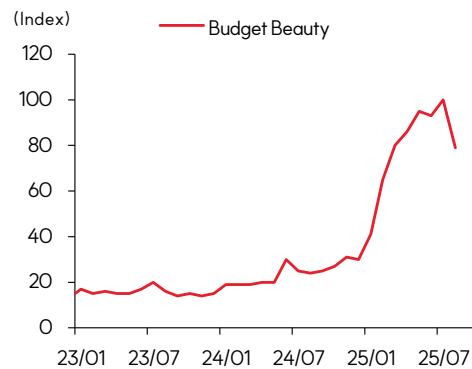
Budget Beauty 는 '저렴하지만 품질이 우수한 제품을 찾고 소비하는 트렌드'로, 보다 화장품 산업에 특화된 듀프 소비의 개념이다. Budget Beauty 는 SNS 채널을 통해 바이럴 되고 있는데, 틱톡 관심도 지수가 꾸준히 우상향 중이며, '25 년 초부터는 급증하고 있다.

'Dupe' 키워드 구글 검색량



자료: 구글트렌드, SK 증권

'Budget Beauty' 키워드 TikTok 바이럴 지수



자료: TikTok, SK 증권

결국 인플레이션 환경이 지속됨에 따라 소비 여력이 감소하면서 소비자들이 과거에 비해 고가의 프리미엄 브랜드가 주는 감성적인 가치보다는 제품이 소비자에게 제공하는 실질적인 가치에 집중하고 있다는 것이 핵심이다.

한국 화장품의 가격 경쟁력은 글로벌 브랜드에 비해 압도적

K 뷰티는 이러한 환경에 명확한 수혜를 받고 있다. 한국 화장품 브랜드의 세럼 한 병당 가격이 대체로 20 불 미만에 형성되어 있다. 반면 똑같이 세럼 한 병을 기준으로 에스티로더의 가격이 \$128, 랑콤이 \$150, 시세이도가 \$140 인 것에 비해 현저히 저렴하다.

세포라 입점 주요 화장품 브랜드 세럼 가격 비교

브랜드	제품	용량(ml)	가격(\$)	용량당 가격(\$/ml)
Estee Lauder	Night Repair Serum	30	85	2.83
Clarins	Double Serum	30	95	3.17
Lancome	Genifique Serum	30	89	2.97
Shiseido	Ultimune Serum	30	79	2.63
Beauty of Joseon	Glow Serum	30	17	0.57
Torriden	Dive In Serum	50	24	0.48

자료: Sephora, SK 증권

어차피 화장품은 법적으로 사용할 수 있는 기능성 원료의 종류나 함량에 제한이 있기 때문에 피부 개선의 효과가 의료 시술이나 의약품에 비해 한계가 명확하다. 다시 말해 화장품으로 판매가 되는 이상 제품 간 기능성의 차이가 그렇게까지 유의미하지 않다. 듀프 소비, Budget Beauty 트렌드로 인해서 고가의 프리미엄 화장품 브랜드와 비교해 기능성은 유사하면서 가격이 훨씬 저렴한 K 뷰티 제품에 대한 소비자들의 상대적 선호도가 높아질 수밖에 없다.

▶ 한국 문화의 글로벌 인지도 상승

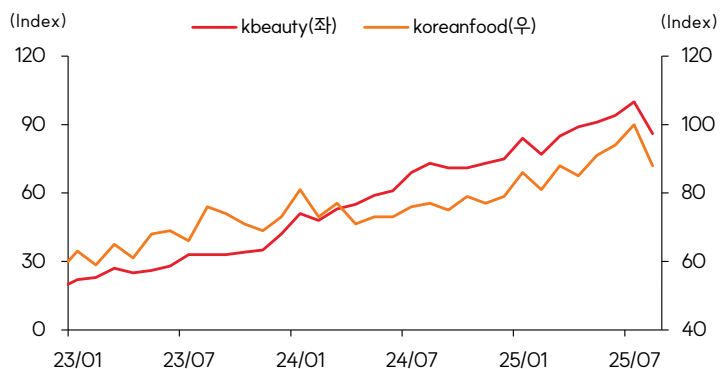
한국 문화에 대한 높아진
수용도는 소비재 산업으로 전이

한국 문화에 대한 글로벌 소비자들의 수용력이 높아진 것도 K 뷰티의 세계화에 중요한 역할을 하고 있다. 한국의 문화 콘텐츠들은 반론의 여지없이 글로벌 영향력을 확대하고 있다. 서구권에서 소수가 즐기는 비주류 문화였던 한국 콘텐츠는 각종 영화와 드라마 등 콘텐츠가 글로벌 대 흥행을 기록하면서 점차 서구권에서도 과거와 비교할 수 없을 만큼 인지도가 상승했다. 이처럼 한국 문화에 대해 높아진 수용도는 해외 소비자 입장에서 한국 소비재를 낯설게 느끼고, 굳이 찾아서 소비하지 않았던 과거에 비해 훨씬 친근하고 소비하고 싶게끔 해외 소비자들의 심리적 장벽을 낮추는 역할을 하고 있으며, 결과적으로 글로벌 확장의 문을 열어주는 역할을 했다고 본다.

한국 문화에 대해 높아진 관심은
K 뷰티가 해외 시장에 침투할
기회의 창을 열어줌

소비자들의 심리적 장벽은 이미 오랫동안 시장에서 자리를 잡은 브랜드의 입장에서 해자로 작용한다. 글로벌 진출을 노리는 한국 소비재처럼 새로 시장에 진입하려는 브랜드에게는 큰 진입장벽으로 작용한다. 소비자들이 특정 문화에 대한 수용성이 높아진다는 것은 소비자 입장에서 익숙하지 않은 브랜드나 제품을 접하는 데서 느끼는 심리적 거부감을 크게 줄인다. 반대로 해외 진출을 시도하는 한국 브랜드 입장에서는 해외 소비자들이 한국 제품을 소비하게끔 하는 데 필요한 노력과 시간의 상당 부분을 절약할 수 있다. 실제로 K-POP 이나 K-드라마에 깊게 몰입되어 있는 사람일수록 한국 제품에 대해 긍정적인 태도를 보이는 경향성을 여러 연구들이 뒷받침하고 있다. '한국적인 것(문화)', 나아가 '한국에서 만들어진 것(소비재)'에 대한 관심과 신뢰도가 높아지고 있다는 점은 K 뷰티의 글로벌 확장에 있어 핵심적인 원동력이다.

'kbeauty'와 'koreanfood' 해시태그의 TikTok 바이럴 지수



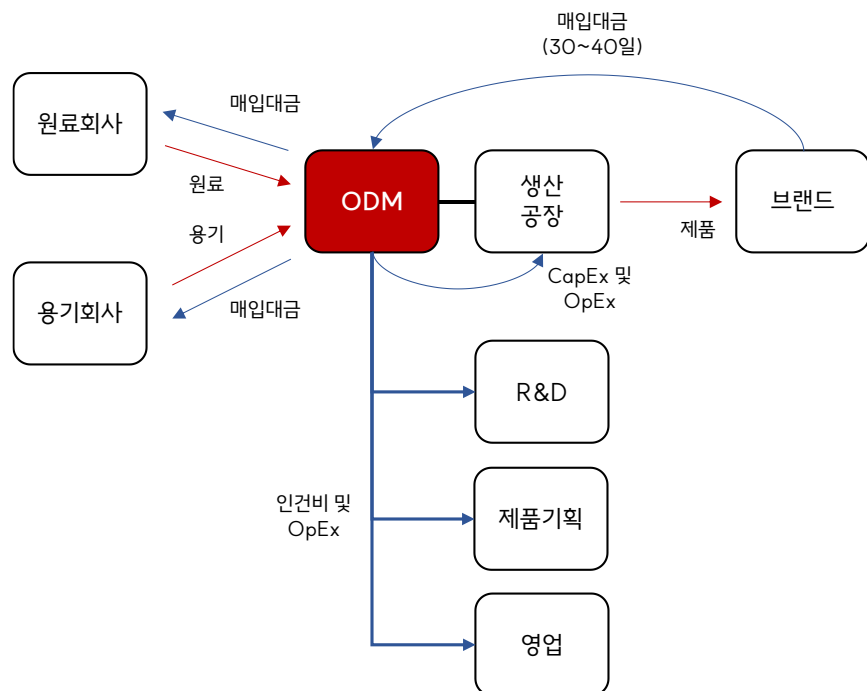
자료: TikTok, SK 증권

2. K 뷰티 서플라이체인의 경쟁력

▶ 분업화된 서플라이체인에서 오는 전문성과 신속함

① ODM

ODM의 제품 및 서비스, 현금의 흐름



자료: SK 증권

브랜드와 ODM 간 분업 및 협업하는 구조는 한국 화장품 산업의 글로벌 경쟁력에 기여하고 있는 가장 큰 요소 중 하나이며, 서구권 화장품 산업과 명확하게 구분되는 한국 화장품 산업의 특징이다. 서구권에서 제품 개발과 생산을 브랜드가 담당하고, 외주 생산을 하더라도 단순 OEM인 것에 비해, 한국은 ODM이 R&D부터 포뮬라 개발, 제품 기획과 생산까지의 서플라이체인을 담당하고 브랜드는 기획과 마케팅, 세일즈 등을 담당한다.

① 신제품 출시 리드타임 대폭 단축

그렇다면 ODM 이 왜 한국 화장품 산업의 글로벌 경쟁력에 있어 중요한 요소일까? 한국의 ODM 이 일반적인 글로벌 화장품 생산 방식에 비해 갖는 장점은 몇 가지가 있다. 첫째, 신제품 출시의 리드타임이 대폭 단축된다. 이미 R&D 를 통해 보유한 수많은 포물라를 바탕으로 브랜드사의 제품 컨셉을 빠르게 제품화할 준비가 되어있다. 또한 충전과 제품 포장까지 턴키(Turn-key) 방식으로 생산하고 있다는 점도 제품 리드타임을 단축시킨다. 이는 한국 화장품의 타겟 시장인 중저가 화장품 시장에서 트렌드와 제품 교체 주기가 빠르다는 것을 고려하면 경쟁 우위로 작용한다.

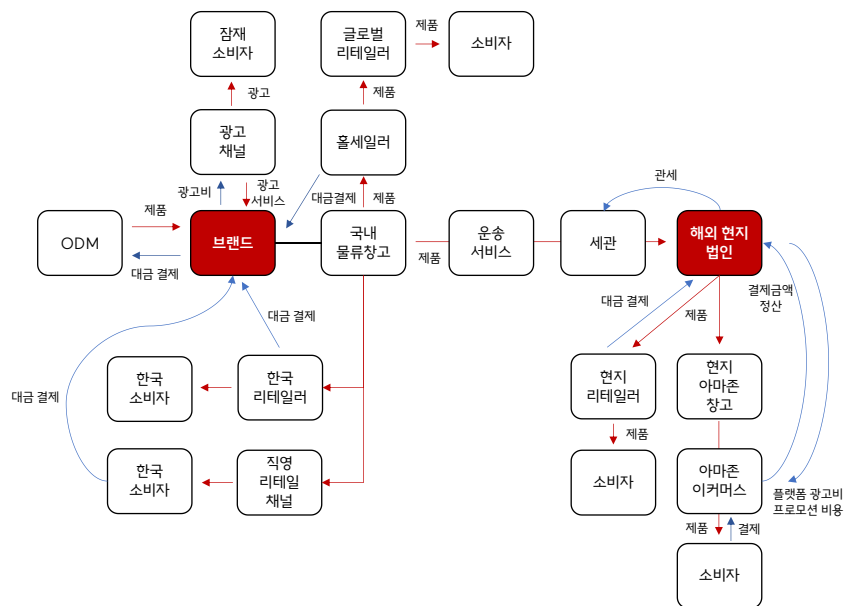
② 자본 효율적

둘째, 각자의 분야에 집중할 수 있어 자본 효율적이다. R&D 인력 채용과 생산시설에 대한 CAPEX 투자를 필요로 하는 서플라이체인을 ODM 에 위탁함으로써 브랜드는 제품과 브랜드 기획, 마케팅, CS 에 더욱 집중할 수 있다. 예컨대 브랜드는 ODM 의 규모의 경제 효과, 납기, 제품 품질, 제품 기술력과 같은 제품과 관련된 경쟁력을 레버리징할 수 있다. 이러한 효율성은 브랜드의 시장 진입장벽을 낮추는 역할도 한다. 제품화가 용이해 브랜드를 창업하고 시장에 진출하기가 수월하기 때문이다. 이는 국내 화장품 산업으로 한정하면 경쟁을 매우 치열하게 만드는 요소지만, 글로벌 산업으로 관점을 넓히면 다양한 컨셉과 아이디어를 바탕으로 한 브랜드들이 많아져 글로벌 시장에서 한국 화장품 산업의 경쟁력을 높이는 요소이기도 하다.

③ 브랜드의 유연한 재고운영이 가능

셋째, 유연하다. ODM 을 통한 외주 생산을 통해 브랜드는 재고 운영을 매우 탄력적으로 할 수 있다. 이는 매우 작은 규모의 사업 초기 단계인 브랜드부터, 해외 수출이 터지면서 매출이 빠르게 증가하고 있는 브랜드까지 재고와 관련한 리스크를 낮추는 역할을 한다. 사업 초기 단계인 브랜드의 경우 과잉 재고의 리스크가 상대적으로 큰데, 한국 ODM 은 MOQ(최소주문수량)을 3,000 개 이하로 설정해 신생 브랜드의 부담을 낮췄다. 반대로 해외 수출 등으로 사업이 빠르게 확장 중인 브랜드의 경우 과소 재고의 리스크가 크다. 이 경우에도 ODM 의 풍부한 생산 Capa 를 기반으로 빠르게 생산량을 늘릴 수 있다. 이렇게 한국 ODM 은 브랜드에 재고 유연성을 부여하는 중요한 역할을 하고 있다.

브랜드의 제품 및 서비스, 현금의 흐름



브랜드는 주로 제품과 마케팅 기획, CS 등 실질적으로 고객과 상호작용하는 중요한 역할을 담당한다. 제품 개발 및 생산을 ODM 이, 유통을 외부 공급사가 담당하기 때문에 브랜드는 소비자와의 상호작용에 집중할 수 있다. 한국 인디 브랜드의 강점은 빠르고 유연한 의사결정 구조에 기반한 트렌디한 신제품의 신속한 출시와, 적극적인 디지털 마케팅 활용에 있다고 보는데, 이러한 경쟁력은 글로벌 시장에서도 먹히고 있다.

특히 한국 브랜드들은 틱톡 등 SNS 채널을 통한 마케팅을 매우 적극적으로 활용하고 있다. 자체 틱톡 계정을 운영해 직접 소비자들과 소통하며, 인플루언서 마케팅을 통해 K 뷰티 제품들이 전세계적으로 바이럴되고 있다. 젊은 세대의 SNS 사용률이 워낙 높기 때문에 바이럴 마케팅은 브랜드 인지도를 빠르게 늘리는 가성비 좋은 방식이다. 이러한 마케팅 역량은 트렌디한 성분과 제형의 신제품을 빠르게 출시하는 제품 기획력, 빠른 의사결정과 시너지 효과를 내고 있다.

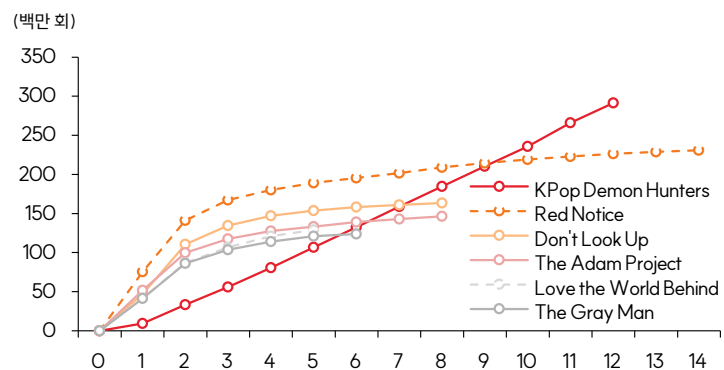
3. K 뷰티 산업의 성장세는 지속가능한가?

▶ K 뷰티에 대한 수요는 계속 증가할 것

K 콘텐츠의 해외 침투는 가속 중

앞서 다룬 K 뷰티 산업을 지탱하는 요소들이 흔들리지 않고 있기 때문에 K 뷰티에 대한 해외 소비자들의 수요는 앞으로도 성장할 것이다. 당사는 특히 K 콘텐츠에 대한 글로벌 소비자들의 관심과 소비 증가가 한국 소비재로 전이되고 있는 점이 K 뷰티 산업 성장에 있어 가장 핵심적인 동력원이라고 본다. 이러한 관점에서 지난 7 월 공개된 K 팝 데몬 헌터스가 넷플릭스의 영화 콘텐츠 시청 수 1 위를 기록해 글로벌 대흥행을 하고 있어 한국 콘텐츠와 소비재에 대한 관심이 더욱 높아질 것이라는 점은 화장품 산업에 긍정적이다.

케이팝 데몬 헌터스 글로벌 Netflix 누적 시청 횟수 1등 달성

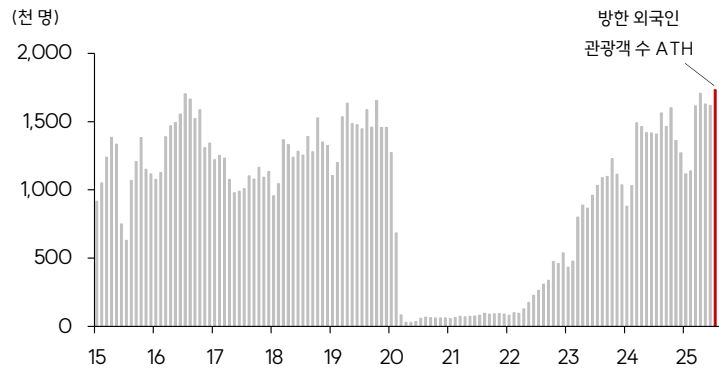


자료: Netflix, SK 증권

한국의 피부관리법에 대한 관심 간접적으로 확인 가능

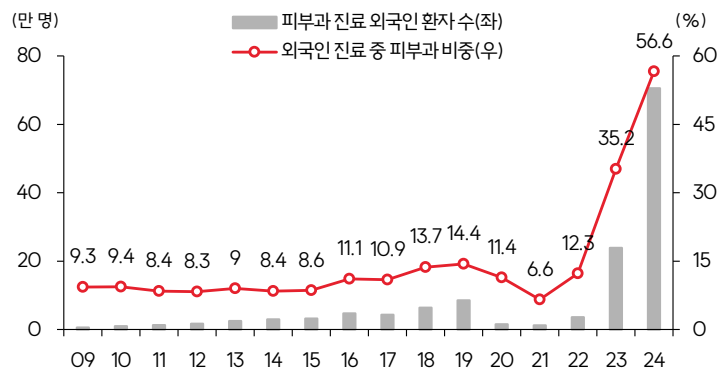
한국 문화와 제품 및 서비스에 대한 외국인들의 관심도가 크게 높아지고 있다는 점은 서울을 방문한 외국인 관광객 수가 올해 7 월에 +23.1% YoY 증가한 136 만 명을 기록해 역대 최대치를 갱신했다는 점을 봐도 확인 가능하다. 또한 한국의 피부 관리에 대한 관심도 지속적으로 높아지고 있는데, 보건산업진흥원이 발표한 자료에 따르면, '24 년 한국 피부과에서 진료를 받은 외국인 환자 수는 총 70.5 만 명으로 '23 년 23.9 만 명 대비 약 3 배 가까이 증가했다.

중국 단체관광객 없이도 사상 최대치를 경신한 방한 외국인 관광객 수



자료: 한국관광데이터랩, SK 증권

한국 피부과 진료 외국인 환자 수 급증하는 중



자료: 한국보건산업진흥원, SK 증권

▶ 공급 확대에 기반한 산업 성장 지속될 것

공급 확대는 앞으로도 산업 성장의 중요한 요소가 될 것

손바닥도 마주쳐야 소리가 나듯, 산업의 성장을 위해서는 늘어나는 수요에 대응하는 공급의 증가가 필수적이다. 진출 국가의 확장, 국가 내 채널 확장 등 제품 공급을 확대해 공급 쇼티지가 해소될 때마다 K 뷰티 산업은 크게 성장해왔다. 초기에는 YesStyle, Stylevana 등 역직구몰이라는 작고 한정된 유통 채널을 통해 제품이 판매되었다면, 그 다음에는 미국의 아마존 온라인몰에 입점하고, 마지막으로 현지 오프라인 유통 채널에 입점했던 것을 생각해보면, K 뷰티는 소비자와의 물리적 거리를 좁히며 공급 쇼티지를 해소하는 방향으로 침투를 확대해 왔다. 올해는 미국뿐만 아니라 유럽의 메이저 채널에 입점하면서 지역의 확장도 함께 이루어지고 있다.

미국, 유럽 모두 아직도 침투할
여력이 많이 남았다

공급 확대 측면에서 K 뷰티 산업의 성장 여력은 앞으로도 많이 남아있다. 미국의 경우 다수의 브랜드가 이미 메이저한 온라인 채널에 입점을 한 상태이긴 하지만, 세 포라나 얼타 같이 인지도가 높고 시장지배력이 큰 H&B 스토어의 경우 올해 2 분기에서 3 분기를 기점으로 이제 막 입점이 진행되었다. 온라인 대비 큰 오프라인 시장의 규모와, H&B 스토어 입점에 따른 후광 효과를 고려할 때 미국 시장에서 성장 여력이 여전히 많이 남았다. 유럽의 경우 이제 막 일부 리테일 채널, 그것도 온라인 채널 중심으로 입점이 된 상태이며 오프라인 채널은 영국을 제외하면 대부분의 지역에서 아직 입점 되지 않은 상태다. 게다가 아직까지 역직구물이나 영세한 현지 유통상에 의존하고 있는 중동, 동남아시아 등 여러 지역이 남아 있다는 걸 고려하면 앞으로도 공급이 확대를 기반으로 한국 화장품 산업이 성장할 기회가 많이 남았다.

K 뷰티 브랜드의 유럽 및 미국 지역의 주요 H&B 스토어 및 드럭스토어 채널 입점 현황

채널 브랜드	영국		독일			프랑스		미국	
	Superdrug (800)	Boots (1,800)	Douglas (1,900)	Rossmann (2,300)	dm (2,100)	Nocibe (400)	Sephora (300)	ULTA (1,400)	Sephora (1,700)
메디큐브	온라인	온오프라인	온라인	온오프라인	온라인	온라인	X	온오프라인	X
조선미녀	온오프라인	온오프라인	온라인	온오프라인	온라인	온라인	온오프라인	X	온오프라인
아누아	온오프라인	온오프라인	온라인	온라인	X	온라인	X	온오프라인	X
닥터엘시아	온라인	온오프라인	온라인	온오프라인	온라인	X	X	온라인	X
라운드랩	온오프라인	온오프라인	온라인	온라인	X	온라인	X	온라인	X
바이오던스	온라인	온오프라인	온라인	X	온라인	온라인	온오프라인	X	온오프라인
브이티	온라인	온오프라인	온라인	X	온라인	온라인	X	온오프라인	X
스킨1004	온오프라인	온오프라인	온라인	온오프라인	온라인	온오프라인	X	온오프라인	X
코스알엑스	온오프라인	온오프라인	온라인	온오프라인	온라인	온오프라인	X	온오프라인	X
토코보	온오프라인	온오프라인	온라인	X	X	온라인	X	X	X
티르티르	온라인	온오프라인	온라인	온라인	X	온라인	X	온오프라인	X
라네즈	온라인	온오프라인	X	X	X	X	온오프라인	X	온오프라인
에스트라	X	X	X	X	X	X	X	X	온오프라인
이니스프리	X	온오프라인	X	X	X	X	온오프라인	X	온오프라인

자료: Superdrug, Boots, Douglas, Rossmann, dm, Nocibe, Sephora, ULTA, SK 증권

▶ 공급은 다시 수요를 낚는다

메이저 리테일 채널의 인지도가
브랜드로 전이

현지 메이저 리테일 채널에 입점하는 것은 그 자체로 K 뷰티에 대한 소비자들의 수요를 촉진시키는 효과가 있다. 미국의 세포라나 얼타를 예로 들면 이들은 뷰티 셀렉트샵으로 포지셔닝되어 있다. 소비자들은 리테일러가 아무 제품이나 판매하는 것이 아니라 큐레이션을 통해 엄선한 제품을 판매한다고 인식하고 있다. 따라서 이러한 채널에 입점하는 것은 그 자체로 소비자들에게 K 뷰티 브랜드가 검증된 브랜드라는 인식을 갖게끔 한다. 유통 채널이 소비자들과 쌓아온 신뢰도가 브랜드로 전이되는 효과이며 이는 유통이 가진 막강한 힘이다.

리테일러와의 협업으로 소비자
경험을 더욱 강화시킬 수 있음

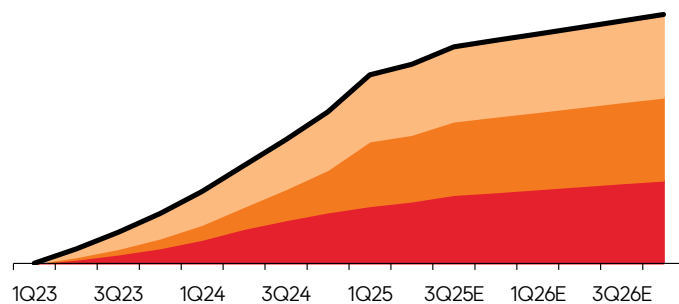
또한 유통업체가 갖고 있는 방대한 소비자 데이터에도 접근이 가능해지며, 이를 통해 현지 맞춤형 제품이나 계절에 맞춰 신제품을 기획하는 등 보다 현지 소비자에 특화된 제품 기획과 마케팅 기회가 많아진다. 이러한 장점은 아모레퍼시픽의 라네즈의 경우에도 세포라와 협업을 통해 신제품이나 기획 상품을 소비자들에게 성공적으로 어필한 사례를 통해 확인할 수 있었다.

K 뷰티 산업 성장 지속될 것. 다만
성장의 기울기는 완만해질 듯

이처럼 수요와 공급의 동반 성장에 기반해 K 뷰티 산업의 글로벌 침투 사이클이 지속될 것으로 전망한다. 다만 당사는 K 뷰티 산업 성장곡선의 기울기가 앞으로 다소 완만해질 것으로 전망한다. K 뷰티 산업에 문제가 생겼거나, 트렌드가 꺾였다거나 하는 문제는 아니다. 과거 대비 훨씬 커진 산업의 규모로 생기는 기고 효과와, 산업이 지금의 규모까지 올라오는 데 강한 추진력으로 작용했던 요소들이 기반영됨에 따라 예상되는 자연스러운 현상이다.

K 뷰티 산업의 성장을 이끈 3개의 핵심 동력

■ K뷰티 선호도 ■ 채널 및 지역 확장 ■ 카테고리의 확장



자료: SK 증권

▶ 산업의 규모가 커지며 생기는 기고 효과

지난 3년간 K 뷰티의 북미 시장 침투율이 꽤나 많이 올라왔다. HS 코드 '3304 (Cosmetics)'를 기준으로 한국 화장품의 대미 수출 금액은 미국 화장품 산업 규모의 3.3%까지 증가했다 ('22년 1.6%). 또한 미국의 수입 데이터를 기준으로 한국 화장품은 미국 화장품 수입시장의 23.9%까지 상승했다('22년 13%).

성장은 당연히 지속. 다만 성자의
기울기는 완만해질 듯

미국 시장에서 침투율이 한계에 왔다고 주장하고 싶은 게 아니다. 오히려 오프라인으로의 채널 확장과 온라인에서의 침투율 확대를 바탕으로 미국 시장에서 K 뷰티의 외형은 앞으로도 성장할 여력이 많이 남았다고 본다. 다만 지난 2년에 걸쳐 이커머스를 토대로 워낙 빠른 속도로 미국 시장에 침투했고, 진출 초기와 비교하면 기고 효과가 커진 것은 사실이다.

유럽 시장에서의 기회 크다. 다만
침투 속도가 미국에 비해서는
느릴 듯

그리고 유럽 지역 내에서의 침투율 확대가 향후 K 뷰티 산업 성장의 핵심 동력이 될 것으로 기대하는데, 침투 속도가 지난 3년 간 미국에서 침투했던 것에 비해 느릴 것으로 전망한다. 미국은 거대한 화장품 시장이 하나의 국가, 규제, 유통망에 연결되어 단위 비용 및 시간으로 얻는 TAM이 큰 반면, 반면 유럽의 경우 전체 TAM은 미국보다 거대하지만, 여러 국가, 규제, 유통망에 걸쳐 분산되어 있기 때문이다.

▶ 카테고리별 메가 히트 제품 레코드가 많이 쌓였다

그 간 K뷰티는 많은 메가 히트
제품들을 쌓아왔다

K 뷰티 산업 성장의 또 다른 큰 축은 바로 메가 히트 제품의 등장이다. 미국 아마존 뷰티 카테고리별 제품의 순위를 기준으로, 그 동안 여러 브랜드의 제품들이 카테고리 내 메가 히트를 기록해 왔다. 미국 시장 침투 초기에는 썬케어 카테고리에서 K 뷰티의 입지가 압도적이었고 조선미녀의 맑은 쌀 썬크림이 메가 히트를 기록했다. 그 외에도 여러 카테고리에서 여러 브랜드의 제품들이 신제품 출시 및 SNS 바이럴을 통해 메가 히트를 기록했다. 대표적인 카테고리화 브랜드를 하단의 표에 정리했다.

미국 아마존을 기준으로 대부분의 뷰티 카테고리에서 K 뷰티 제품이 1위를 차지한 이력이 있다. 물론 K 뷰티는 해외 브랜드와 달리 제품 턴오버가 매우 빠른 것이 강점이기 때문에 앞으로 어떤 브랜드든 메가 히트 제품을 다시 배출해도 전혀 이상할 게 없다. 다만 강조하고 싶은 점은, 과거와 현재를 비교했을 때 똑같이 메가 히트가 등장함으로써 얻을 수 있는 산업의 성장 폭이 과거와 달리 현재에 더 완만할 것이라는 점이다.

화장품 카테고리별 주요 글로벌 히트 제품 예시			
카테고리	선케어	모이스처라이저	
브랜드	조선미녀	메디큐브	닥터 엘시아
제품사진			
카테고리	클렌징	마스크팩	
브랜드	아누아	바이오던스	메디큐브
제품사진			
카테고리	쿠션	토너	
브랜드	티르티르	아누아	메디큐브
제품사진			
카테고리	세럼		
브랜드	코스알엑스	메디큐브	아누아
제품사진			

자료: SK 증권

4. 화장품 업종 투자전략

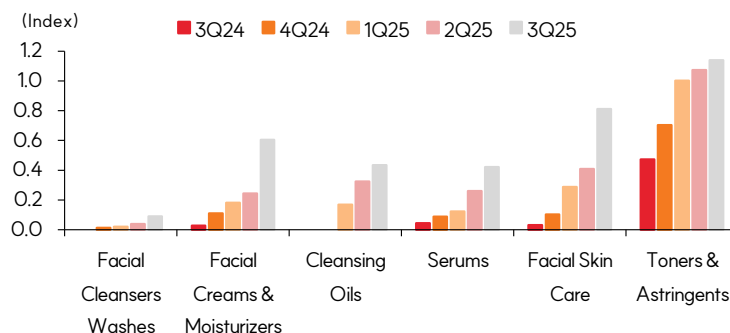
▶ [브랜드] 에이피알 Top-pick

트렌드 캐칭, 제품기획, 마케팅
3 박자가 맞아 떨어진다

브랜드 기업 중 에이피알을 섹터 Top-pick 으로 제시한다. 메디큐브에 대한 글로벌 소비자들의 인지도와 선호도가 계속해서 올라가고 있다. 이는 구글 트렌드의 검색량과 미국 아마존에서의 순위, 틱톡에서의 바이럴 지수를 통해 확인할 수 있다. 그 배경에는 빠르게 트렌드를 캐치해 제품화하는 능력, 매우 적극적인 마케팅이 있다고 본다. 결과적으로 메디큐브를 현재 K 뷰티 브랜드 중 글로벌 시장에서 가장 트렌디한 브랜드로 평가한다.

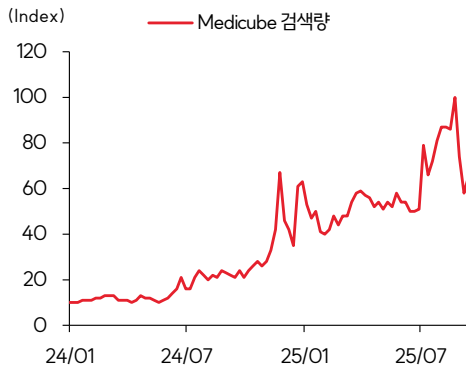
에이피알은 화장품 산업의 트렌드를 빠르게 캐치하고 제품화하는 능력이 있다. 에이피알은 작년 하반기 에이피알 화장품의 글로벌 확장 계획을 발표한 뒤 연이어 글로벌 히트 제품들을 만들어내고 있다. 이러한 글로벌 히트 제품은 토너패드, 래핑 마스크에 이어 세럼, 겔 마스크, 캡슐 크림까지 여러 제품 카테고리로 확장되고 있다.

미국 아마존 뷰티 카테고리별 'Medicube' 브랜드 제품 순위 지수 분기별 추이



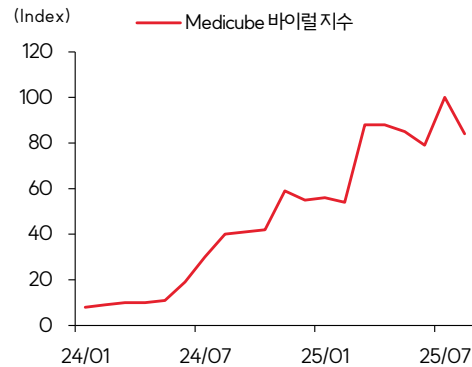
자료: Amazon US, SK 증권

'Medicube' 구글 검색량



자료: 구글트렌드, SK 증권

'Medicube' 틱톡 바이럴 지수



자료: TikTok, SK 증권

더마코스메틱을 지향하는 브랜드라는 점도 경쟁력

메디큐브는 다른 K 뷰티 브랜드와 비교해 봐도 유난히 히트 제품의 수가 다양하다. 이는 메디큐브가 더마 코스메틱이라는 브랜드 방향성이 큰 영향을 주고 있는 것으로 본다. 이러한 브랜드 지향점은 화장품의 성분과 피부개선 효과에 대한 과학적 근거를 중요시하는 요즘 글로벌 화장품 트렌드와 잘 들어맞는다. 여기에 더해 메디큐브는 성분이나 제형 측면에서 다른 해외 더마 코스메틱 브랜드들이 갖추지 못한 K 뷰티만의 독특한 요소를 갖추고 있다. 해외 브랜드들이 널리 취급하지 않는 PDRN, 콜라겐, 엑소좀, 글루타치온 등의 성분과 토너패드, 겔마스크 같이 한국 화장품만의 독특한 포맷을 사용한다. 결론적으로 더마 코스메틱 브랜드로서 요즘 트렌드에 부합하는 브랜드 지향점과, K 뷰티만의 유니크함이 에이피알의 트렌드 캐칭 및 마케팅 역량과 만나 시너지 효과를 일으키고 있다.

▶ [ODM] 중장기적 관점에서 매수, 코스맥스 선호

K 뷰티의 경쟁력의 상당 부분이 ODM에서 나온다는 점을 기억하자

인디 뷰티 브랜드를 중심으로 글로벌 확장이 지속될 것으로 전망하는 가운데, ODM 회사들은 인디 뷰티 산업의 서플라이체인 중 R&D 와 제품 생산을 담당하고 있다. R&D 와 제품 생산 모두 K 뷰티 글로벌 확장 사이클에서 매우 큰 부가가치를 창출하고 있다. 제품의 기능성과 사용감 등 소비자들이 직접 체감하는 제품의 품질에 관여할 뿐만 아니라 특정 성분이 해외에서 트렌드를 탈 경우 이를 빠르게 제품화시킬 수 있다. 따라서 ODM의 R&D 역량은 곧 K 뷰티의 글로벌 제품 경쟁력을 의미한다.

ODM의 수익성과, Q 동반 성장 전망

ODM 별 주요 인디 브랜드 고객사는 코스맥스의 경우 롬앤, 티르티르, 메디큐브, 아누아, 뽀빠이 있고, 한국콜마의 경우 조선미녀, 스킨천사, 닥터엘시아, 닥터지 등이 있다. 인디 브랜드가 주도하는 이번 K 뷰티의 글로벌 확장 국면 속에서 ODM은 중장기적으로 ① Q 성장, ② 수익성 증가를 누릴 수 있다.

특히 당사가 주목하는 것은 인디 고객사향 Q가 성장함에 따라 ODM의 수익성이 개선된다는 점이다. 화장품은 생산하는 제품이 달라질 때마다 생산라인을 정비하고 세팅하는 작업이 필요하기 때문에 일반적으로 제품당 생산량이 많아질수록 제품당 간접비가 감소한다. 같은 제품을 반복해서 생산함에 따라 공장 노동자의 생산성이 좋아지는 부분도 있다. 해외 수출을 기반으로 인디 브랜드의 제품 판매량이 지속해서 커져감에 따라 ODM의 수익성 개선도 지속될 것이다.

수익성 개선 외에도 ODM의 매출처는 일반적으로 여러 고객사에 고루 분산되어 있어 실적 변동성이 다른 화장품 서플라이체인 대비 작다는 장점이 있다. 따라서 당사는 코스맥스와 한국콜마와 같은 대형 ODM에 대한 투자는 K 뷰티의 해외 확장이 지속되는 한 장기적인 관점에서 지속적으로 유효하다고 판단한다.

ODM에서는 코스맥스를 선호

ODM 대형사 중에서는 코스맥스를 한국콜마 대비 선호한다. ① 한국콜마는 레거시 브랜드에 대한 매출 의존도가 상대적으로 높으며, 해당 브랜드의 매출이 감소하고 있기 때문이다. ② 코스맥스의 경우 이와 같은 이슈가 없고, 한국콜마 대비 해외 법인의 수익성이 좋으며, 특히 동남아시아 법인 등 해외 법인 실적 기여도가 높아질 것으로 전망한다.

▶ [유통] 실리콘투, 단기 실적보단 중장기적 관점에서 추천

실리콘투는 화장품 산업 내에서 해외 유통이라는 핵심 서플라이체인을 담당하고 있다. 유통사로서 실리콘투의 중요성은 올해 K 뷰티 브랜드가 유럽의 메이저 리테일 채널에 입점하기 시작하면서 더욱 증가하고 있다.

K뷰티가 점점 다양한 국가와 채널에 입점하는 만큼 유통의 중요성도 증가할 것

유럽의 화장품 소비시장의 경우 규모 자체는 미국보다 크지만 시장에 대한 접근성은 미국보다 훨씬 떨어진다. 시장이 여러 개의 국가로 쪼개져 있기 때문에 같은 TAM을 얻기 위해 필요한 비용과 시간의 규모가 미국에 비해 크다. 시장 침투 과정에서 브랜드가 극복해야 할 물류, 재고, 규제, 운전자본, 영업 등의 문제를 고려해보면 실리콘투가 K 뷰티 산업의 효율성에 기여하는 바가 크다고 본다.

한편 미국의 경우 아마존이라는 거대 물류 공룡이 제공하는 FBA 와 3PL 서비스로 인해 K 뷰티 벤더 사업의 경쟁 강도가 과거 대비 높아진 것이 사실이다. 아마존이 온라인 리테일러로서, 그리고 물류 서비스 제공자로서 미국에서 압도적인 경쟁력을 보유하고 있기 때문이다. 하지만 유럽은 미국과 상황이 다르다. 유럽 지역에서도 아마존이 같은 서비스를 제공하지만, 서비스의 경쟁력과 셀러 입장에서 체감하는 효용은 미국에 비해 훨씬 떨어진다.

유럽 시장에서 이제 막 첫 삽을 떴을 뿐이다

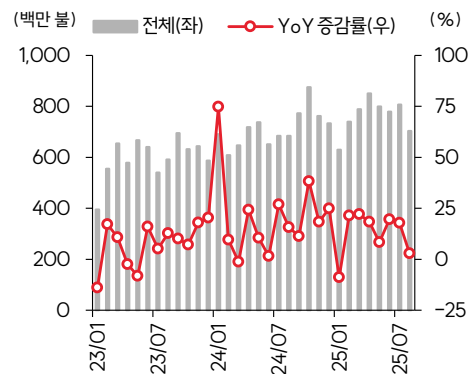
유럽의 경우 아직 첫 삽을 떴을 뿐이다. 영국을 제외하면 아직 현지 리테일러의 온라인몰에 주로 입점했고, 오프라인 매장에 입점한 사례가 드물다. 유럽의 경우 화장품 소비 시장의 약 70%가 오프라인이며, 온라인 시장 대비 규모가 훨씬 크다. 미국에서의 사례처럼 온라인몰 입점 후 오프라인 매장 입점으로 이어지는 K 뷰티의 시장 침투 흐름이 유럽에서도 유사하게 나타날 것으로 전망한다. 따라서 K 뷰티 유통 산업의 관점에서 유럽은 아직도 성장 여력이 많이 남았고, K 뷰티 유통 산업 내에서의 높은 경쟁력을 고려하면 실리콘투의 유럽향 매출 성장 여력을 긍정적으로 평가한다.

여기에 추가적인 지역 확장도 기대해볼 수 있다. 동사는 올해 4월 두바이 법인 설립을 통해 중동지역에서 사업 경쟁력 강화의 발판은 마련했다. 절대적인 화장품 시장 규모는 미국이나 유럽의 약 20~25% 수준으로 작지만 한국 문화 및 K 뷰티에 대한 수용도가 미국과 유럽 대비 높다는 걸 감안하면 중동의 시장성은 충분히 크다.

5. Appendix

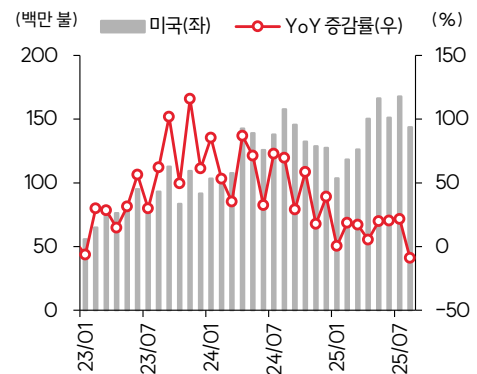
▶ 지역별 수출 및 침투율

한국 화장품 월별 전체 수출액 추이



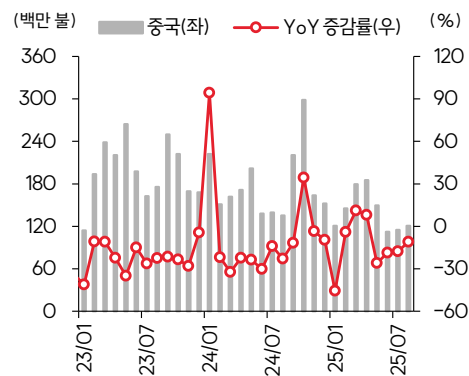
자료: TRASS, SK 증권

한국 화장품 월별 미국향 수출액 추이



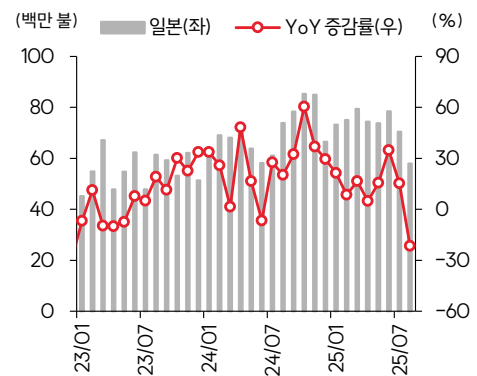
자료: TRASS, SK 증권

한국 화장품 월별 중국향 수출액 추이



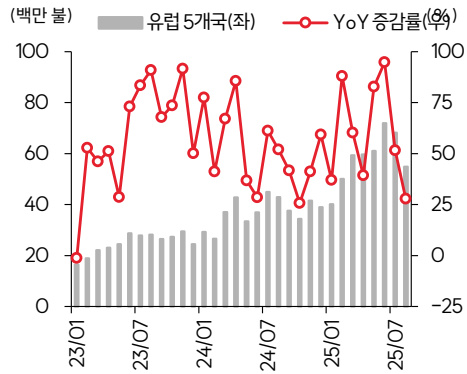
자료: TRASS, SK 증권

한국 화장품 월별 일본향 수출액 추이



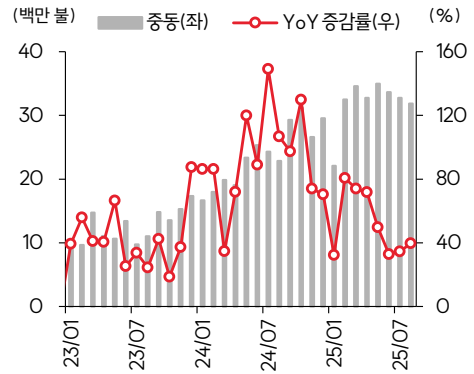
자료: TRASS, SK 증권

한국 화장품 월별 유럽향 수출액 추이



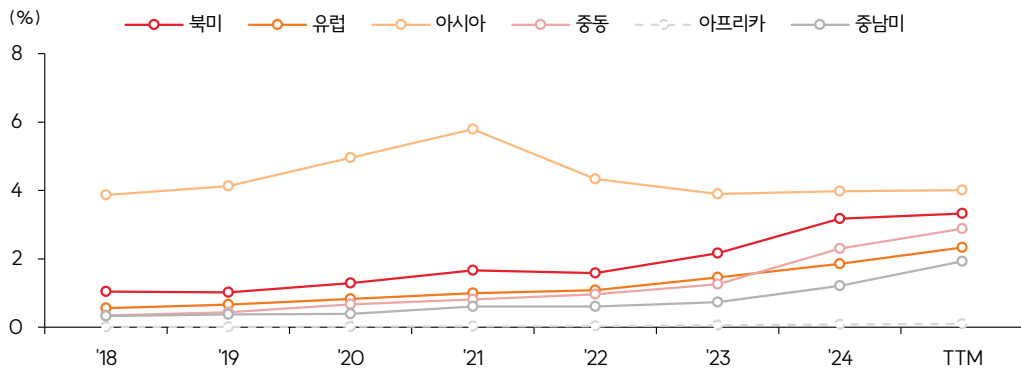
자료: TRASS, SK 증권

한국 화장품 월별 중동향 수출액 추이



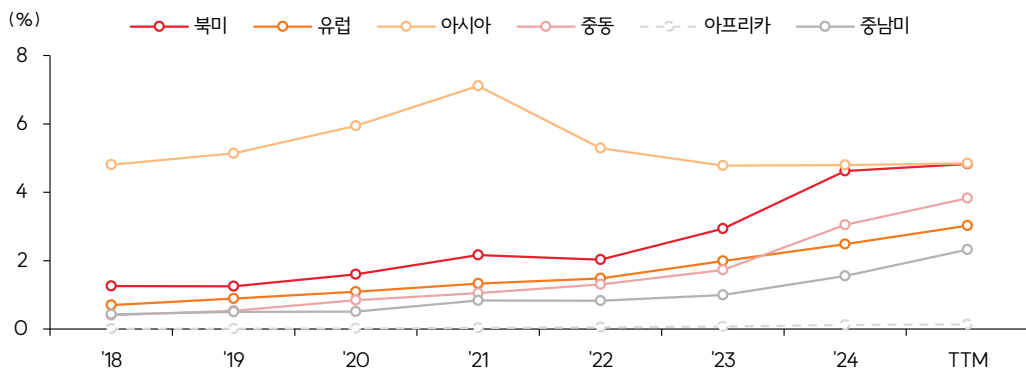
자료: TRASS, SK 증권

지역별 화장품 산업 규모 대비 한국 화장품 수출액



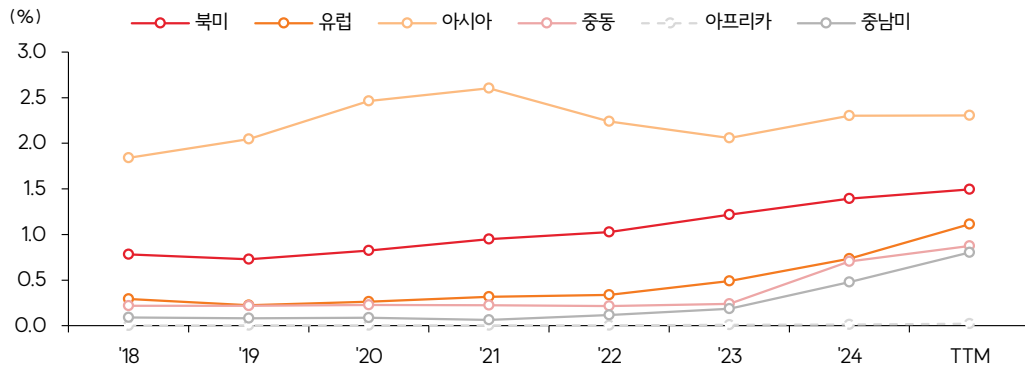
자료: 유로모니터, TRASS, SK 증권

지역별 스킨케어 산업 규모 대비 한국 스킨케어 화장품 수출액



자료: 유로모니터, TRASS, SK 증권

지역별 메이크업 산업 규모 대비 한국 색조 화장품 수출액

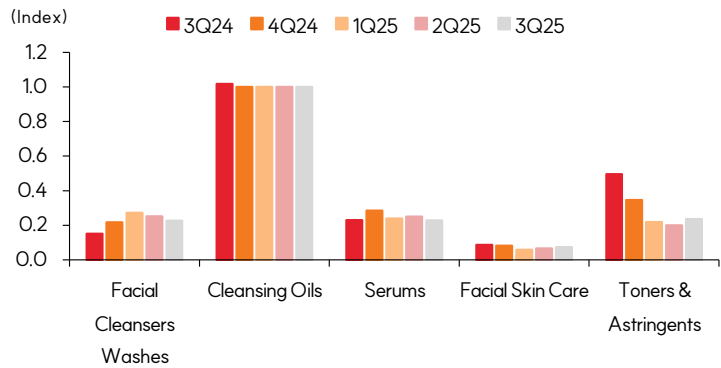


자료: 유로모니터, TRASS, SK 증권

주:

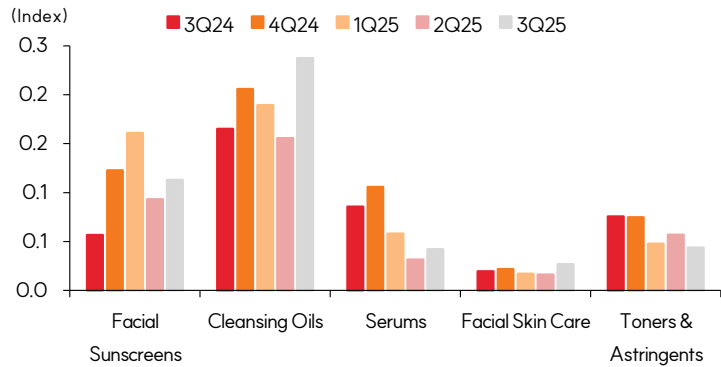
▶ 미국 아마존 뷰티 카테고리별 순위 점수 (클수록 긍정적)

아누아 카테고리별 분기별 평균 순위 점수



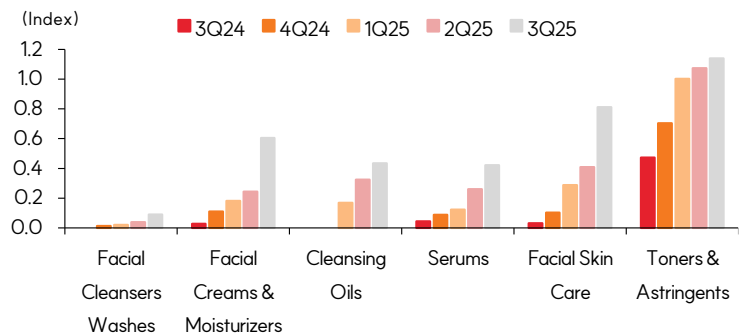
자료: 구글트렌드, SK 증권

조선미녀 카테고리별 분기별 평균 순위 점수



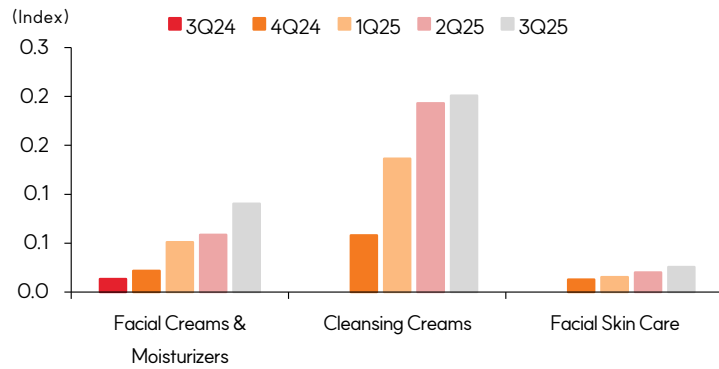
자료: 구글트렌드, SK 증권

메디큐브 카테고리별 분기별 평균 순위 점수



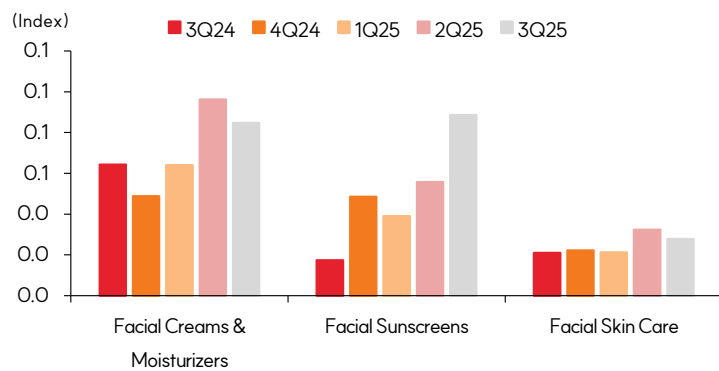
자료: 구글트렌드, SK 증권

닥터 엘시아 카테고리별 분기별 평균 순위 점수



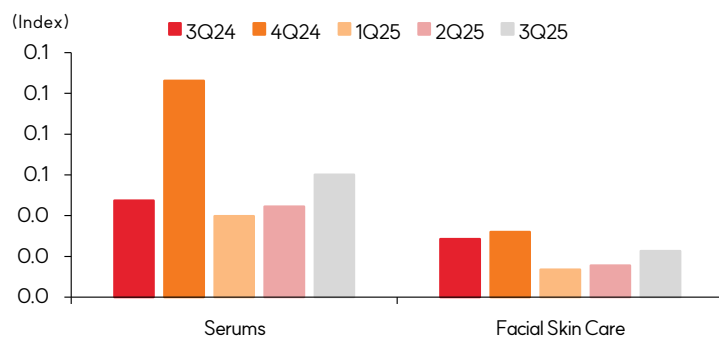
자료: 구글트렌드, SK 증권

달바 카테고리별 분기별 평균 순위 점수



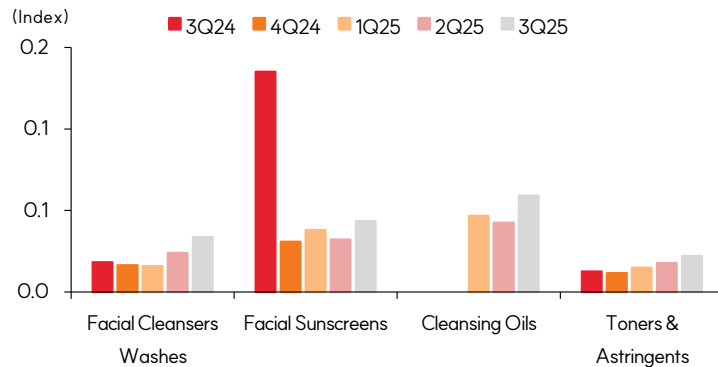
자료: 구글트렌드, SK 증권

브이티 카테고리별 분기별 평균 순위 점수



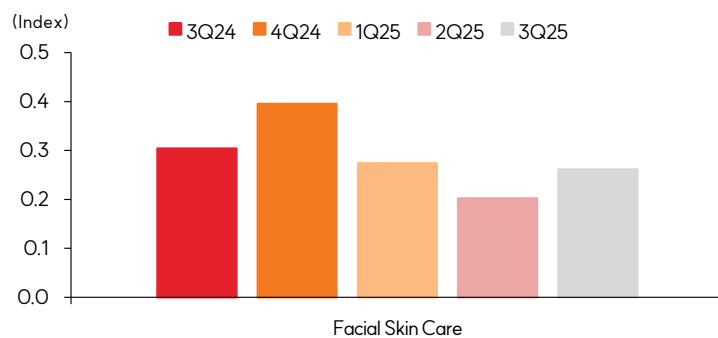
자료: 구글트렌드, SK 증권

라운드랩 카테고리별 분기별 평균 순위 점수



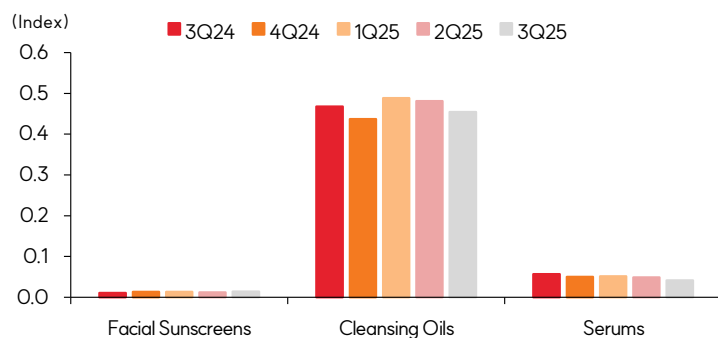
자료: 구글트렌드, SK 증권

바이오던스 카테고리별 분기별 평균 순위 점수



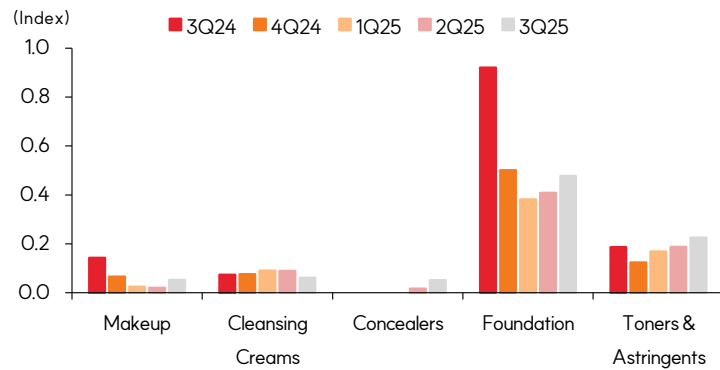
자료: 구글트렌드, SK 증권

스킨1004 카테고리별 분기별 평균 순위 점수



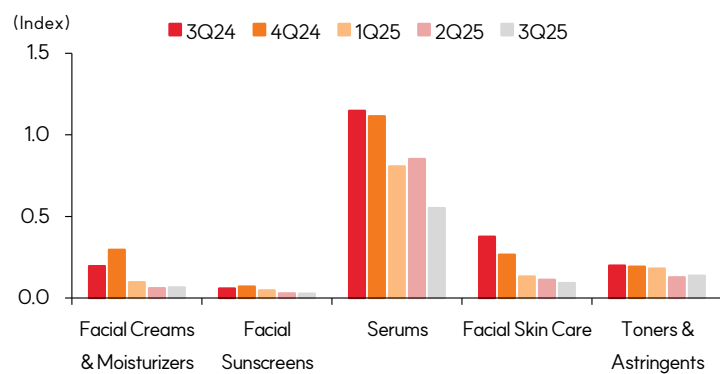
자료: 구글트렌드, SK 증권

티르티르 카테고리별 분기별 평균 순위 점수



자료: 구글트렌드, SK 증권

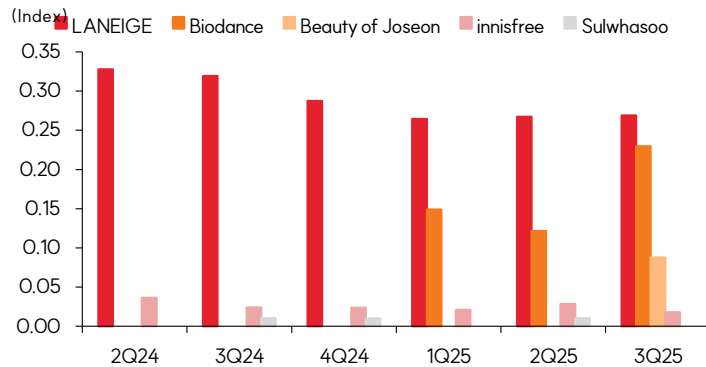
코스알엑스 카테고리별 분기별 평균 순위 점수



자료: 구글트렌드, SK 증권

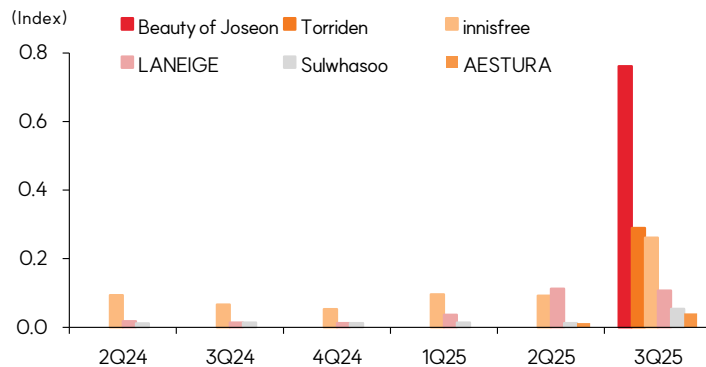
▶ 미국 세포라 카테고리별 순위 점수 (클수록 긍정적)

미국 세포라 Skincare 카테고리 내 주요 K 뷰티 브랜드 순위 점수



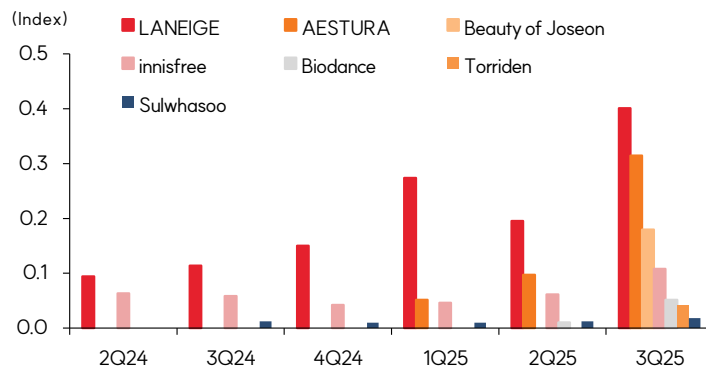
자료: 구글트렌드, SK 증권

미국 세포라 트리트먼트 카테고리 내 주요 K 뷰티 브랜드 순위 점수



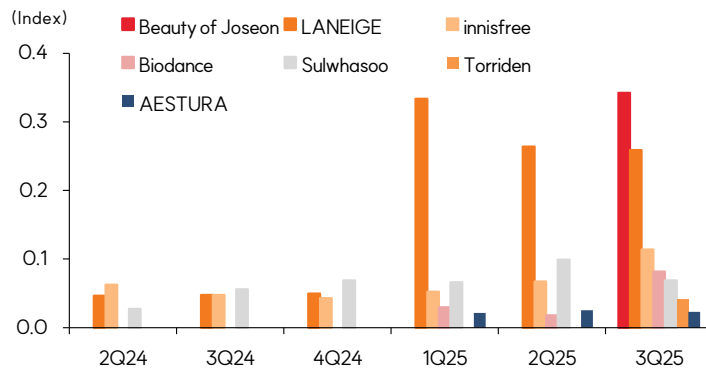
자료: 구글트렌드, SK 증권

미국 세포라 모이스처라이저 카테고리 내 주요 K 뷰티 브랜드 순위 점수



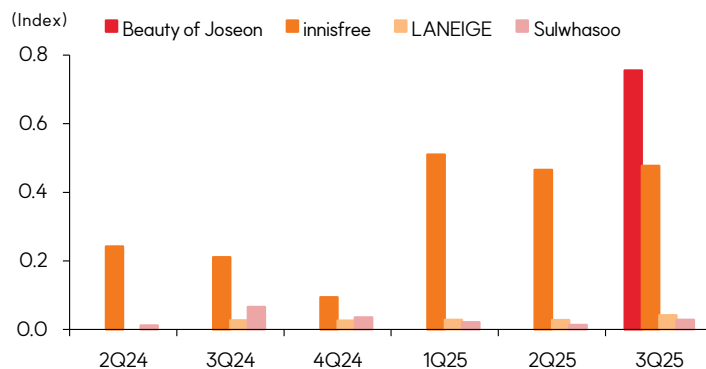
자료: 구글트렌드, SK 증권

미국 세포라 클렌저 카테고리 내 주요 K 뷰티 브랜드 순위 점수



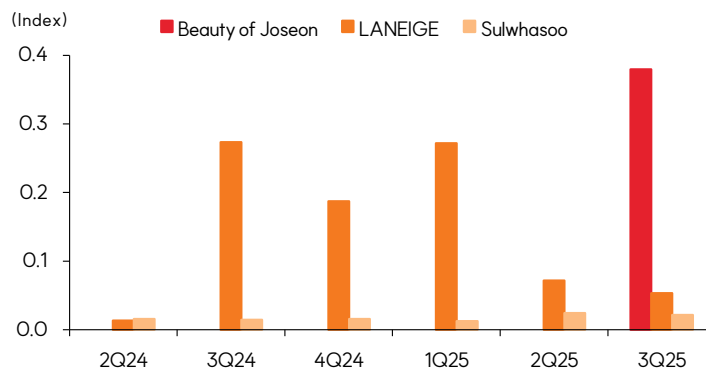
자료: 구글트렌드, SK 증권

미국 세포라 선키어 카테고리 내 주요 K 뷰티 브랜드 순위 점수



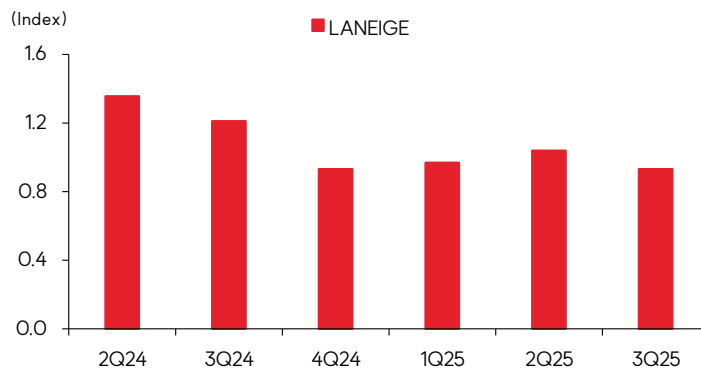
자료: 구글트렌드, SK 증권

미국 세포라 아이 트리트먼트 카테고리 내 주요 K 뷰티 브랜드 순위 점수



자료: 구글트렌드, SK 증권

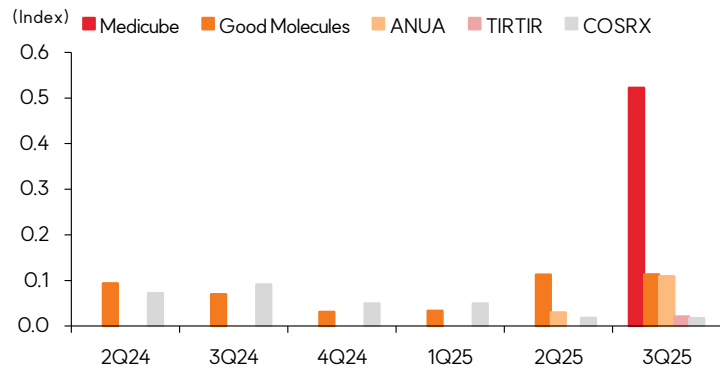
미국 세포라 립케어 카테고리 내 주요 K 뷰티 브랜드 순위 점수



자료: 구글트렌드, SK 증권

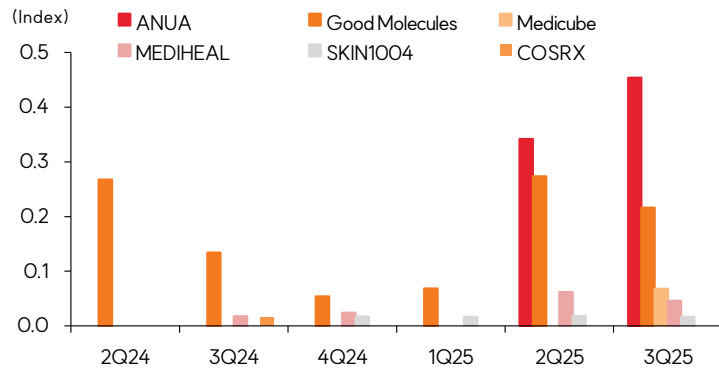
▶ 미국 얼타 카테고리별 순위 점수 (클수록 긍정적)

미국 얼타뷰티 스킨케어 카테고리 내 주요 K 뷰티 브랜드 순위 점수



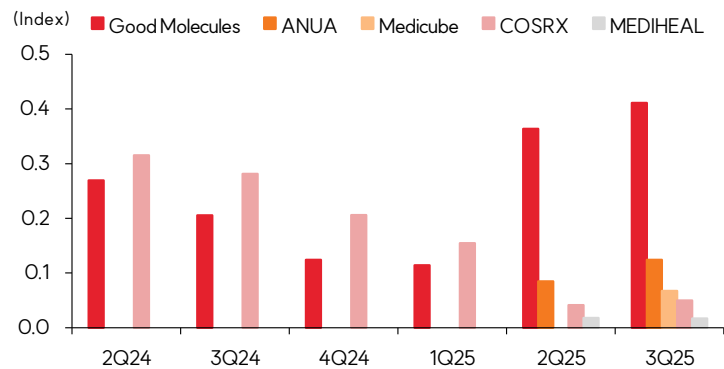
자료: 구글트렌드, SK 증권

미국 얼타뷰티 클렌저 카테고리 내 주요 K 뷰티 브랜드 순위 점수



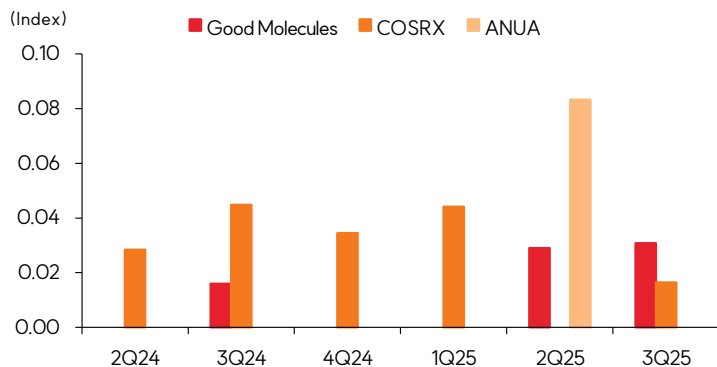
자료: 구글트렌드, SK 증권

미국 얼타뷰티 세럼 카테고리 내 주요 K 뷰티 브랜드 순위 점수



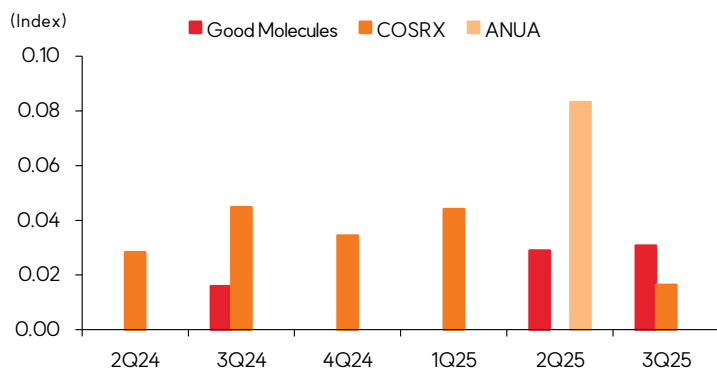
자료: 구글트렌드, SK 증권

미국 얼타뷰티 모이스처라이저 카테고리 내 주요 K 뷰티 브랜드 순위 점수



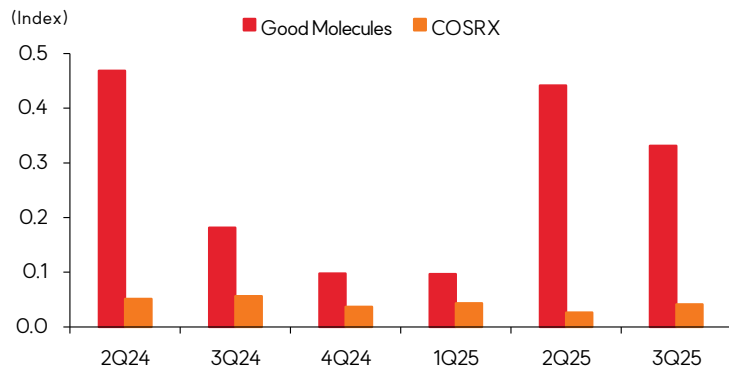
자료: 구글트렌드, SK 증권

미국 얼타뷰티 선키어 카테고리 내 주요 K 뷰티 브랜드 순위 점수



자료: 구글트렌드, SK 증권

미국 얼타뷰티 아이 트리트먼트 카테고리 내 주요 K 뷰티 브랜드 순위 점수



자료: 구글트렌드, SK 증권

▶ 유럽 및 미국 주요 리테일 채널 입점 현황

K뷰티 브랜드의 유럽 및 미국 지역의 주요 H&B스토어 및 드럭스토어 채널 입점 현황

채널 브랜드	영국		독일			프랑스		미국	
	Superdrug (800)	Boots (1,800)	Douglas (1,900)	Rossmann (2,300)	dm (2,100)	Nocibe (400)	Sephora (300)	ULTA (1,400)	Sephora (1,700)
메디큐브	온라인	온오프라인	온라인	온오프라인	온라인	온라인	X	온오프라인	X
조선크미	온오프라인	온오프라인	온라인	온오프라인	온라인	온라인	온오프라인	X	온오프라인
아누아	온오프라인	온오프라인	온라인	온라인	X	온라인	X	온오프라인	X
닥터엘시아	온라인	온오프라인	온라인	온오프라인	온라인	X	X	온라인	X
라운드랩	온오프라인	온오프라인	온라인	온라인	X	온라인	X	온라인	X
바이오던스	온라인	온오프라인	온라인	X	온라인	온라인	온오프라인	X	온오프라인
브이티	온라인	온오프라인	온라인	X	온라인	온라인	X	온오프라인	X
스킨1004	온오프라인	온오프라인	온라인	온오프라인	온라인	온오프라인	X	온오프라인	X
코스알엑스	온오프라인	온오프라인	온라인	온오프라인	온라인	온오프라인	X	온오프라인	X
토코보	온오프라인	온오프라인	온라인	X	X	온라인	X	X	X
티르티르	온라인	온오프라인	온라인	온라인	X	온라인	X	온오프라인	X
라네즈	온라인	온오프라인	X	X	X	X	온오프라인	X	온오프라인
에스트라	X	X	X	X	X	X	X	X	온오프라인
이니스프리	X	온오프라인	X	X	X	X	온오프라인	X	온오프라인

자료: Superdrug, Boots, Douglas, Rossmann, dm, Nocibe, Sephora, ULTA, SK 증권

주: 2025-09-18 기준임

Company Analysis

에이피알 (278470/KS)

아직 보여줄 게 많아

SK증권 리서치센터

매수(신규편입)

목표주가: 290,000 원(신규편입)

현재주가: 218,000 원

상승여력: 33.0%



Analyst
형권훈

kh.hyung@sk.com.kr
3773-9997

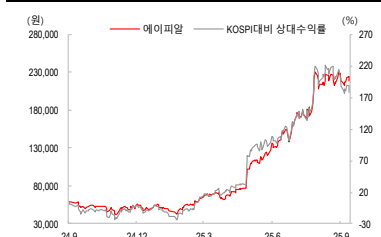
Company Data

발행주식수	3,743 만주
시가총액	8,160 십억원
주요주주	
김병훈(외5)	34.81%
국민연금공단	8.53%

Stock Data

주가(25/09/23)	218,000 원
KOSPI	3,486.19 pt
52주 최고가	230,000 원
52주 최저가	41,900 원
60일 평균 거래대금	109 십억원

주가 및 상대수익률



트렌드, 제품, 마케팅 3 박자가 맞아 떨어진다

동사의 메디큐브 브랜드는 더마코스메틱의 정체성을 살려 기능성 성분을 강조한 여러 제품들을 빠르게 출시하고 있다. 여기에 직접 마케팅을 기획하는 역량이 더해져, 출시한 제품들이 연이어 미국 시장에서 히트를 기록하고 있다. 이러한 히트 SKU의 확대와 더불어 올해 3분기 얼타 입점을 시작으로 향후 미국 오프라인 시장까지 침투를 확대할 전망이다. 유럽 지역도 유망하다. 메디큐브는 미국에서의 바이럴 만으로 유럽 매출이 고성장 중이고, 몇몇 제품이 유럽 아마존 뷰티 카테고리 순위권에도 진입해 있다. 올해 말 유럽 지역에서 마케팅과 아마존 스토어 운영을 시작할 계획인 만큼, 내년 유럽 지역에서 소비자와의 접점 확대와 실적 성장이 기대된다.

3Q25 영업이익 시장 컨센서스 상회 전망

동사의 3분기 실적은 매출액 3,771억 원(+117% YoY, 이하 YoY 생략), 영업이익 866억 원(+218%, OPM23%) 기록할 것으로 전망한다. 모든 지역에서 매출액이 고성장하는 가운데 미국 지역과 B2B 매출이 각각 194%, 523% 성장한 1,166억 원, 872억 원 기록해 2분기에 이어 실적 기여도가 높았을 것으로 본다. 3분기에 미국 아마존의 메디큐브 제품 순위는 2분기 대비 큰 폭으로 개선되었으며, 일본 큐텐 메가리 매출 250억 원으로 전분기대비 크게 증가해 핵심 지역의 리테일 트래픽이 매우 긍정적이었다.

업종 내 Top-pick 관점 제시

동사의 주가와 밸류에이션 멀티플이 YTD로 크게 상승했지만, 미국에서 제품 카테고리 확장과 채널의 확장 여력, 그리고 마케팅과 온라인 리테일 사업을 시작하는 유럽 지역의 외형 성장 가능성을 고려하면 실적 모멘텀은 충분하다고 본다. 당사는 에이피알의 '26년 영업이익 성장률을 32%로 추정하는 바, 내년 실적에 대한 시장 컨센서스 대비 PER 23배인 밸류에이션 멀티플은 부담스럽지 않은 수준이라고 판단한다. 에이피알 목표주가 290,000원과 투자이견 '매수' 제시하며, 업종 내 Top-pick 관점을 제시한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	십억원	398	524	723	1,384	1,749	2,032
영업이익	십억원	39	104	123	314	407	491
순이익(지배주주)	십억원	30	82	108	248	323	390
EPS	원	834	2,242	2,822	6,618	8,617	10,430
PER	배	0.0	0.0	17.7	32.9	25.3	20.9
PBR	배	0.0	0.0	5.0	13.0	8.6	6.1
EV/EBITDA	배	-0.5	-0.9	13.1	24.6	19.0	15.6
ROE	%	36.0	54.9	41.3	55.5	44.3	36.1

1. 실적 추정 및 밸류에이션

에이피알 부문별 실적 추정치									(단위: 십억 원, %)			
	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	'23	'24	'25E	'26E
매출액	149	155	174	244	266	328	368	422	524	723	1,384	1,749
/YoY	22	22	43	61	79	111	111	73	32	38	91	26
지역별												
한국	83	78	74	88	77	73	80	96	319	323	326	349
미국	25	25	40	69	71	96	117	139	68	158	422	556
일본	10	9	15	18	29	44	41	43	33	52	158	169
중화권	20	23	22	25	28	35	35	41	69	91	138	166
기타	11	20	24	44	61	80	95	104	35	99	339	509
매출액 YoY	22	22	43	61	79	111	111	73	32	38	91	26
한국	-2	-6	12	3	-7	-7	9	9		1	1	7
미국	196	109	123	131	187	286	194	101		133	167	32
일본	16	13	79	125	198	366	172	143		57	202	7
중화권	49	45	1	40	39	50	60	60		31	53	20
B2B 및 기타	46	139	184	316	442	308	300	136		183	244	50
영업이익	28	28	27	40	55	85	86	90	104	123	314	407
/YoY	20	13	25	15	97	202	215	126	166	18	156	30
/OPM	19	18	16	16	21	26	23	21	20	17	23	23

자료: 에이피알, SK 증권

에이피알 목표주가 산정 로직

항목	단위	구분	값	산식
12MF 지배주주순이익	십억 원	(A)	304	
유통주식수	주	(B)	37,430,655	
12MF EPS	원	(C)	8,128	(A)/(B)
Target 멀티플	배	(D)	36	화장품 업종 12MF PER 에 100% 할증
목표주가	원	(E)	290,000	(C)*(D)
현재 주가	원	(F)	218,000	
주가 상승여력	%	(G)	33.0%	(E)/(F) - 1

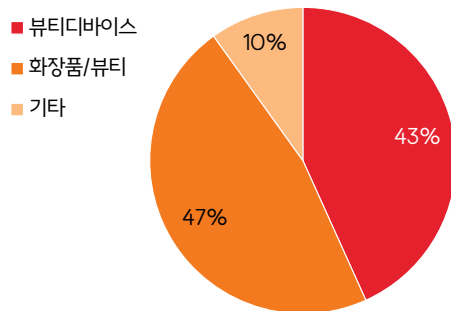
자료: SK 증권

2. 기업 Overview

(1) 사업 구성 및 현황

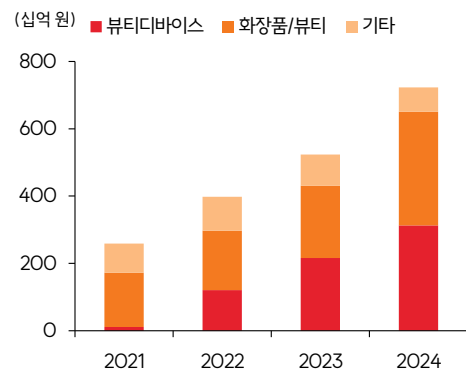
에이피알의 사업은 크게 화장품과 패션 부문으로 구성되어 있다. 화장품 부문 매출의 대부분을 메디큐브 브랜드가 차지하고 있으며, 메디큐브 브랜드의 매출은 다시 제품별로 화장품과 뷰티 디바이스로 구성되어 있다. '24 년 기준 전사 매출액의 90%를 화장품 부문이 차지하고 있는데, 제품별로 화장품과 디바이스의 전사 매출 비중은 각각 47%, 43% 수준이다. '24 년 제품별로 화장품과 디바이스의 매출 성장률은 각각 58%, 45%를 기록해 두 제품군 모두 고성장했다.

에이피알 제품별 매출 비중 ('24)



자료: 에이피알, SK 증권

에이피알 제품별 연간 매출 추이



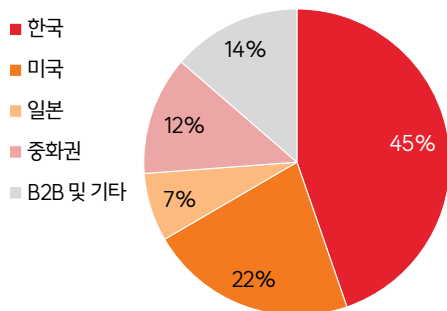
자료: 에이피알, SK 증권

패션 부문은 스트릿캐주얼 브랜드 '널디'의 한국 및 중국 사업을 운영하고 있는데, '24 년 부문 매출이 전년 대비 28%감소했고, 영업적자 154 억 원을 기록했다. 현재 동사는 널디의 사업 축소를 통한 부문의 적자 축소를 목표로 하고 있다. 발주량 및 스타일 수를 줄이는 방식 등을 통해 널디의 사업을 축소시키고 있으며, 이에 따른 간접비 절감으로 매출액과 영업적자 모두 감소하는 추세다.

(2) 지역별 매출 구성과 사업 현황

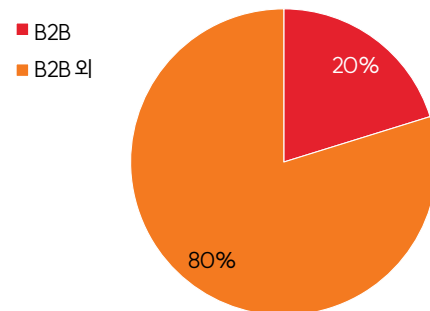
에이피알의 지역별 매출은 동사가 사업을 직접 전담하는 지역과, 글로벌 B2B 홀세일 파트너를 통해 간접적으로 사업을 전개하는 지역으로 구분할 수 있다. 동사가 직접 사업을 전담하는 지역은 한국, 미국, 일본, 중화권(중국, 대만, 홍콩)이 있으며, 간접적으로는 실리콘투, 에스아시아 등 B2B 전문 홀세일러를 거쳐 유럽, 중동 등 100 개 이상의 국가의 온오프라인 채널을 통해 매출이 발생하고 있다.

에이피알 지역별 매출 비중 (1H25)



자료: 에이피알, SK 증권

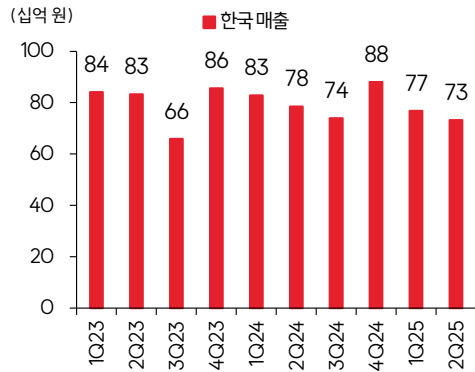
에이피알 B2B 매출 비중 (1H25)



자료: 에이피알, SK 증권

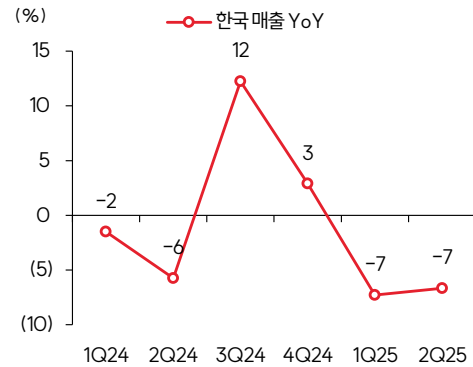
한국은 '24 년 기준 전사 매출의 45%를 차지했는데, 자사 온라인몰, H&B 스토어, 홈쇼핑 등이 주요 판매 채널이다. 한국 매출은 '24 년에 1.4% 성장했고, 올해 상반기에 7% 역 성장했다. 다른 지역에 비해 한국의 매출의 성장세는 다소 정체되어 있는데, 성숙 산업인 한국 뷰티 산업 내 경쟁이 매우 치열하기 때문에 메디큐브 브랜드의 점유율을 추가로 확대하기 다소 어려운 환경이라고 판단한다. 또한 널디의 사업 축소로 매출이 감소한 점도 한국 매출에 영향을 주고 있다. 이러한 국내 시장 환경 속에서 동사는 ① 신제품 출시와 ② 디바이스와 화장품 간의 시너지를 마케팅에 활용하는 전략을 통해 한국 매출의 성장을 꾀하고 있다.

에이피알 한국 매출 추이



자료: 에이피알, SK 증권

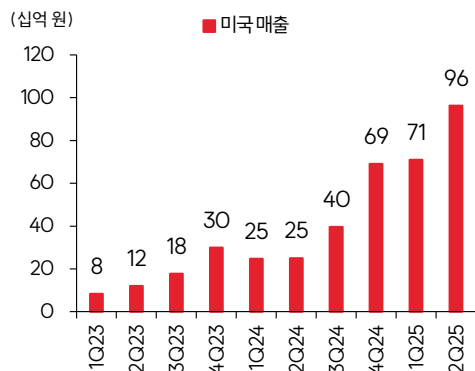
에이피알 한국 매출 성장률



자료: 에이피알, SK 증권

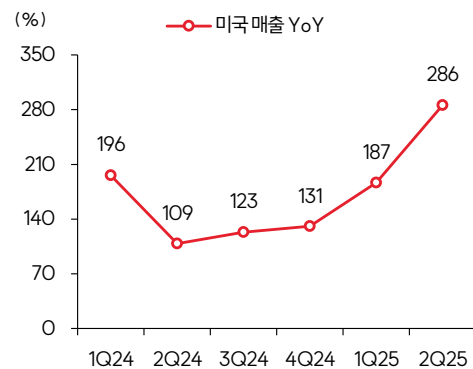
미국은 '24 년 기준 전사 매출의 22%를 차지했고, 상반기 매출 성장률 236%를 기록해 매출의 규모와 성장성 측면에서 매우 중요한 시장이다. 성장성 뿐만 아니라 미국에서의 브랜드 성공이 곧 미국 외 글로벌 지역 진출의 발판 역할을 하는 최근 K 뷰티 성장 공식에 비추어 봐도 미국은 에이피알에 있어 중요한 시장이다.

에이피알 미국 매출 추이



자료: 에이피알, SK 증권

에이피알 미국 매출 성장률

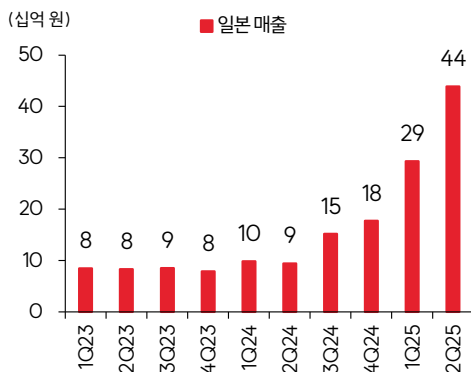


자료: 에이피알, SK 증권

에이피알은 미국에서 주로 자사 온라인몰과 아마존을 통해 제품을 판매하고 있으며, 원래 자사몰 비중이 대부분이었던 반면 '24 년 7 월 아마존 입점 이후 현재 아마존 채널 매출 비중이 미국 매출의 50%이상까지 증가했다. 또한 미국의 대표 화장품 MBS 채널인 Ulta Beauty 와 입점 계약을 체결해 올해 8 월에 메디큐브 브랜드의 디바이스를 포함한 22 종의 제품이 온오프라인에 동시 입점했다.

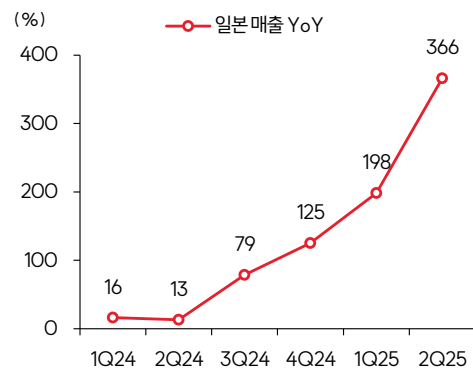
일본은 '24 년 기준 전사 매출의 7%를 차지했으며, 상반기 매출 성장률 280%를 기록했다. 작년까지는 주로 일본의 큐텐, 라쿠텐 등 이커머스 플랫폼 채널 중심으로 매출이 성장해 왔다. 메디큐브 브랜드는 1 분기부터 잡화점인 돈키호테, 로프트 등과 드럭스토어인 마츠모토 키요시 등 오프라인 채널에 본격적으로 입점하기 시작했는데, 2 분기 말까지 총 2,500 개 매장에 입점했고, 연말까지 총 3,000 개 오프라인 매장에 입점할 예정이다. 온라인 채널의 경우 에이피알이 직접 물건을 판매하고 있으며, 오프라인의 경우 일본 현지 벤더사를 통해 리테일 채널로 물건이 판매되고 있다.

에이피알 일본 매출 추이



자료: 에이피알, SK 증권

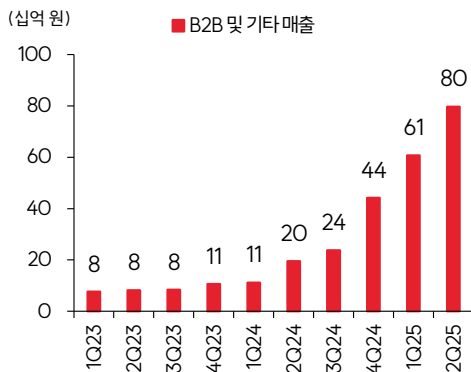
에이피알 일본 매출 성장률



자료: 에이피알, SK 증권

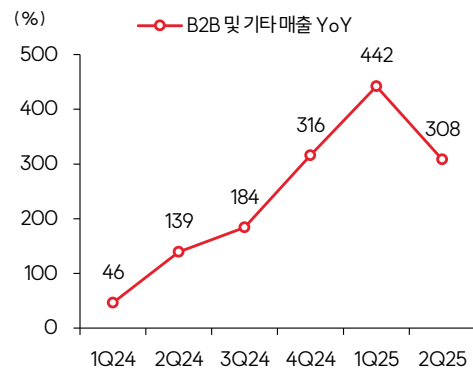
B2B 매출은 '24 년 기준 전사 매출의 14%를 차지했다. 매출 비중이 7%였던 '23 년 대비 크게 증가했으며, 올해 상반기에는 매출 성장률 357%를 기록해 매출비중 20%로 미국과 더불어 매출이 가장 빠르게 증가하고 있다. B2B 매출에는 실리콘투, 예스아시아 등 K 뷰티 전문 홀세일러에 판매된 제품이 포함된다. 실리콘투나 예스아시아는 에이피알로부터 사입한 재고를 다시 각 지역의 리테일러에게 판매한다.

에이피알 B2B 및 기타 매출 추이



자료: 에이피알, SK 증권

에이피알 B2B 및 기타 매출 성장률



자료: 에이피알, SK 증권

B2B는 에이피알의 입장에서 효율성과 수익성이 높은 판매 방식이다. 홀세일러가 재고를 사입하기 때문에 에이피알의 재고 부담이 작기 때문이다. 또한 마케팅비나 판매촉진비, 물류비용도 미국이나 일본처럼 에이피알이 사업을 직접 운영하는 지역에 비하면 훨씬 적게 들어간다. 무엇보다 홀세일러와 현지 리테일러 간에 이미 구축된 네트워크를 이용할 수 있기 때문에 시장 침투에 필요한 시간과 비용을 크게 절약할 수 있다.

3. 투자포인트

(1) 메디큐브 브랜드의 글로벌 시장 침투율이 빠르게 증가하는 구간

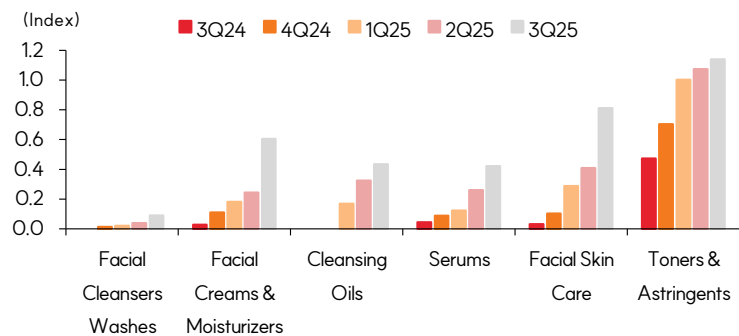
일반적으로 브랜드가 트렌드를 타기 시작하면 브랜드의 실적과 관련해서 강력한 선순환의 고리가 작동하기 시작한다. 할인율이 감소해 이익률이 올라가고, 재고 보유 기간이 짧아지기 때문에 재고 관련 비용이 감소하고 현금흐름이 개선된다. 또한 브랜드 인지도가 낮을 때는 마케팅비와 가격 프로모션을 통해 소비자들의 구매를 유도해야 했다면, 이제는 소비자들이 먼저 브랜드의 제품을 찾는다.

유통채널도 다각화된다. 리테일러들은 소비자들이 어떤 제품을 구매하고 싶어 하는지에 항상 관심을 기울인다. 그리고 그러한 제품들로 자신들의 매대를 채우고 싶어 한다. 따라서 브랜드 선호도가 증가하면, 유명 리테일러들의 매대에 입점하는 것이 훨씬 수월해진다. 브랜드는 리테일러에게 홀세일 방식으로 제품을 판매하게 되고, 여기에는 광고나 프로모션도, 재고부담도 필요하지 않다. 높고 안정적인 이익률을 누리면서도 재고비용은 낮다. 무엇보다 유명 리테일러에 입점했다는 그 사실 만으로도 후광 효과가 작동해 브랜드는 더 많은 대중들 사이에서 더 높은 인지도를 얻게 되고, 이렇게 선순환의 사이클이 반복된다.

동사의 메디큐브 브랜드는 이러한 선순환의 사이클에 올라타 있다고 판단한다. 메디큐브에 대한 글로벌 소비자들의 인지도와 선호도가 계속해서 올라가고 있다. 이는 구글 트렌드의 검색량과 미국 아마존에서의 순위, 틱톡에서의 바이럴 지수를 통해 확인할 수 있다. 그 배경에는 빠르게 트렌드를 캐치해 제품화하는 능력, 매우 적극적인 동시에 효과적인 마케팅이 있다고 본다. 결과적으로 메디큐브는 현재 K 뷰티 브랜드 중 글로벌 시장에서 가장 빠르게 점유율을 확대하는 브랜드 중 하나가 되었다.

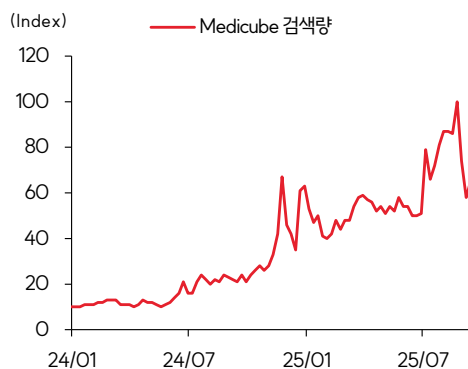
메디큐브의 선순환은 이제 미국과 일본 지역을 한정으로 한 바퀴가 채 다 돌지도 않았다. 아마존, 큐텐에서의 성공을 바탕으로 이제 막 미국 Ulta 와 일본의 오프라인 매장에 입점하고 있다. 해당 지역에서 소비자와의 접점이 커지면서 TAM 이 커지는 효과 외에도 메이저 오프라인 채널 입점으로 얻을 후광 효과도 기대해볼 수 있다. 뿐만 아니라 유럽과 중동 등 현재 홀세일 매출이 대부분인 지역에서 마케팅 활동을 강화해 현지 소비자와의 접점을 확대할 계획인 만큼, 후술할 타 지역 내에서의 침투율 확대도 기대할 만한 포인트다.

에이피알 기업 지배구조



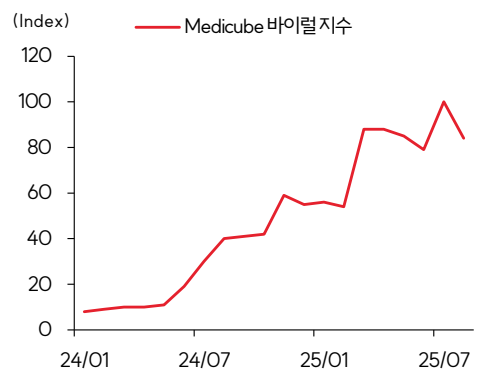
자료: Dart, SK 증권

'Meiducbe' 키워드 구글 검색량



자료: 구글트렌드, SK 증권

'Medicube' 해시태그 TikTok 바이럴 지수



자료: TikTok, SK 증권

(2) 트렌드 캐칭, 제품, 마케팅 3박자가 맞아떨어지는 브랜드

에이피알은 성분과 제형 등과 관련하여 화장품 산업의 트렌드를 빠르게 캐치하고 제품화하는 능력이 있다. 에이피알은 작년 하반기 메디큐브 화장품 제품의 글로벌 확장 계획을 발표한 뒤 연이어 글로벌 히트 제품들을 여럿 만들어내고 있다. 여기에는 마스크팩, 세럼, 토너, 크림 등 광범위한 카테고리에 걸쳐 다양한 성분의 제품들이 포함되어 있다.

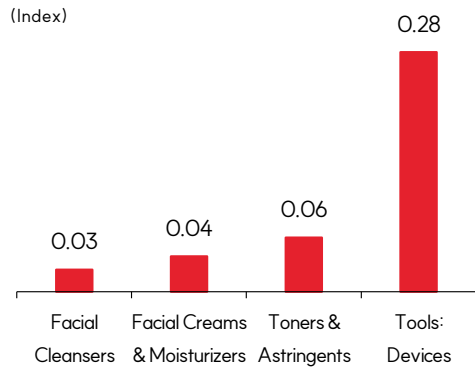
메디큐브가 K 뷰티 브랜드 중에서도 유난히 히트 제품 수가 많은 것에는 더마 코스메틱 브랜드를 표방하고 있다는 점이 중요하게 작용한다고 본다. 메디큐브는 더마 코스메틱을 표방하고 있는데, 타 브랜드들이 표방하고 있는 한방, 자연주의 등의 브랜드 정체성에 비해 상대적으로 제품 라인업의 확장 측면에서 자유도가 높다. 또한 화장품의 성분과 피부개선 효과에 대한 과학적 근거를 중요시하는 요즘 글로벌 화장품 트렌드와도 브랜드의 정체성이 잘 맞는다.

여기에 더해 아니라 메디큐브는 다른 해외 더마 코스메틱들이 갖추지 못한 K 뷰티만의 유니크함을 갖고 있다. 위에서 언급한 메디큐브의 히트 제품들은 해외에서 이미 대중 브랜드의 위치에 있는 다른 더마 브랜드들, 예컨대 La Roche-Posay, CeraVe, 폴라초이스(콜라겐 제품은 4 종 有), 뉴트로지나(콜라겐 제품은 2 종 有), 세타필 등에서는 찾아볼 수 없다. 결론적으로 더마 코스메틱 장르로서의 익숙함과 K 뷰티의 유니크함이 에이피알의 빠른 트렌드 캐칭 능력과 마케팅 역량과 만나 시너지 효과를 일으키고 있다고 분석한다.

(3) 유럽 지역 침투율 확대 전망

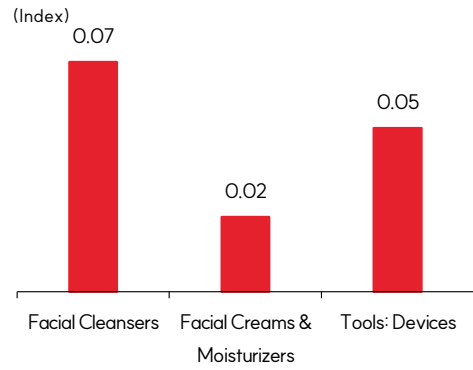
동사는 빠른 트렌드 캐칭, 제품, 마케팅 경쟁력을 바탕으로 빠르게 미국 시장을 침투해 나갔는데, 향후 유럽, 중동을 비롯한 기타 지역에서도 침투율이 크게 확대될 것으로 전망한다. 현재 미국, 일본, 중화권을 제외한 기타 지역의 경우 실리콘투, 예스아시아와 같은 K 뷰티 전문 유통사를 거쳐 제품이 판매되고 있으며, 미국처럼 현지화된 마케팅을 진행하지 않고 있다. 그럼에도 올해 B2B 매출은 상반기에만 357% 성장했으며 매출 비중 20%를 차지할 정도로 규모가 커졌다. 또한 메디큐브의 제품은 대부분의 유럽 아마존 물에서 리셀러를 통해 판매되고 있는데, 현지 마케팅 활동이 없었음에도 불구하고 토너패드, PDRN 세럼 등 히트 제품이 카테고리별 100 위권 내에 진입해 있고, 뷰티 디바이스의 경우 높은 순위를 기록 중이다. 이는 순전히 미국에서의 바이럴이 기타 지역으로 전이된 효과 만으로 달성한 성과다.

메디큐브 프랑스 아마존 카테고리별 순위



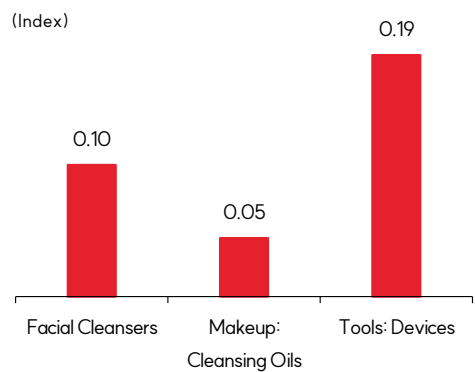
자료: AmazonFR, SK 증권

메디큐브 독일 아마존 카테고리별 순위



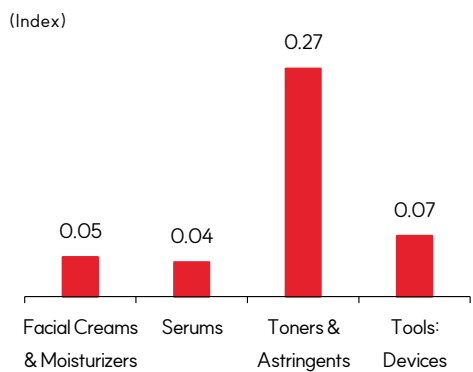
자료: AmazonDE, SK 증권

메디큐브 스페인 아마존 카테고리별 순위



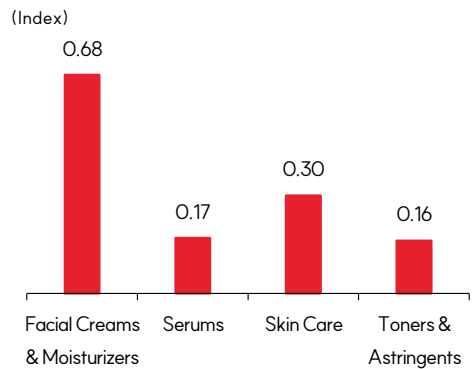
자료: AmazonES, SK 증권

메디큐브 이탈리아 아마존 카테고리별 순위



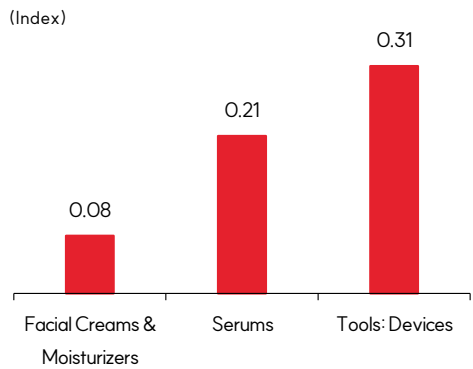
자료: AmazonIT, SK 증권

메디큐브 스웨덴 아마존 카테고리별 순위



자료: AmazonSE, SK 증권

메디큐브 폴란드 아마존 카테고리별 순위



자료: AmazonPL, SK 증권

기타 지역에서 메디큐브 브랜드 수요가 확인된 상황에서, 동사는 기타 지역에 대한 현지화된 마케팅 활동을 시작하고, 유럽의 경우 올해 연말부터 순차적으로 지역별 아마존, 틱톡 계정과 자사몰을 운영할 계획이다. 현지화 된 마케팅은 해당 지역에서 늘어난 수요에 불을 붙이는 역할을 할 것이다. 한편 동사가 현지화 마케팅으로 얻을 수 있는 것은 온라인 매출 뿐만이 아니다. 온라인에서의 인지도를 바탕으로 오프라인에 진출하는 것이 전형적인 K 뷰티의 해외 침투 공식인데, 동사 역시 현지 마케팅으로 상승한 온라인에서의 인지도를 바탕으로 오프라인 시장 침투를 가속화할 것이다. 메디큐브는 현재 실리콘투를 통해 유럽 메이저 유통 채널에 입점한 상태인데, 영국을 제외한 대부분의 지역에서 오프라인으로의 시장 침투가 아직인 만큼, 온라인에서의 인지도가 가져올 오프라인으로의 확장까지 기대해볼 수 있다.

재무상태표

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	219	286	567	899	1,292
현금및현금성자산	125	90	178	262	415
매출채권 및 기타채권	24	49	94	119	138
재고자산	57	110	210	266	308
비유동자산	68	279	343	395	440
장기금융자산	19	62	130	166	197
유형자산	14	51	51	55	59
무형자산	4	6	5	4	4
자산총계	287	565	910	1,293	1,732
유동부채	82	145	239	290	330
단기금융부채	18	25	48	60	70
매입채무 및 기타채무	39	68	131	165	192
단기충당부채	1	2	3	4	5
비유동부채	8	96	102	115	127
장기금융부채	6	88	86	95	104
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	2	8	15	18	21
부채총계	90	242	340	406	458
지배주주지분	197	324	569	888	1,274
자본금	4	4	4	4	4
자본잉여금	61	137	137	137	137
기타자본구성요소	8	-47	-47	-47	-47
자기주식	0	-60	-60	-60	-60
이익잉여금	124	229	477	799	1,190
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	197	324	569	888	1,274
부채와자본총계	287	565	910	1,293	1,732

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동현금흐름	108	79	197	161	225
당기순이익(손실)	82	108	248	323	390
비현금성항목등	40	55	87	108	125
유형자산감가상각비	13	22	21	23	25
무형자산상각비	0	1	1	1	1
기타	26	32	66	84	99
운전자본감소(증가)	1	-58	-74	-187	-193
매출채권및기타채권의감소(증가)	-2	-20	-45	-25	-19
재고자산의감소(증가)	-5	-63	-100	-55	-43
매입채무및기타채무의증가(감소)	10	31	63	35	27
기타	-32	-55	-134	-173	-208
법인세납부	-17	-30	-70	-91	-110
투자활동현금흐름	-28	-110	-145	-110	-100
금융자산의감소(증가)	-4	-37	-59	-32	-27
유형자산의감소(증가)	-10	-45	-21	-27	-29
무형자산의감소(증가)	-2	-3	0	0	0
기타	-12	-25	-65	-50	-44
재무활동현금흐름	-11	-5	17	18	14
단기금융부채의증가(감소)	-14	-8	23	13	10
장기금융부채의증가(감소)	-6	-9	-2	9	9
자본의증가(감소)	9	76	0	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
기타	-1	-64	-3	-4	-4
현금의 증가(감소)	68	-35	87	85	153
기초현금	57	125	90	178	262
기말현금	125	90	178	262	415
FCF	98	34	176	134	196

자료 : 에이피알, SK증권 추정

포괄손익계산서

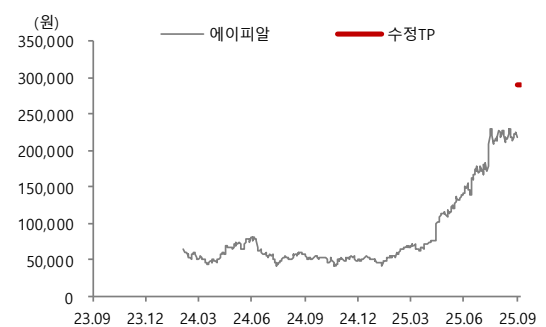
12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	524	723	1,384	1,749	2,032
매출원가	128	179	358	448	520
매출총이익	395	544	1,026	1,301	1,512
매출총이익률(%)	75.5	75.2	74.2	74.4	74.4
판매비와 관리비	291	421	712	894	1,021
영업이익	104	123	314	407	491
영업이익률(%)	19.9	17.0	22.7	23.3	24.1
비영업손익	2	11	3	6	10
순금융손익	2	2	2	4	8
외환관련손익	-1	6	2	2	3
관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	106	133	318	414	501
세전계속사업이익률(%)	20.2	18.4	23.0	23.6	24.6
계속사업법인세	24	26	70	91	110
계속사업이익	82	108	248	323	390
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	82	108	248	323	390
순이익률(%)	15.6	14.9	17.9	18.4	19.2
지배주주	82	108	248	323	390
지배주주귀속 순이익률(%)	15.6	14.9	17.9	18.4	19.2
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	81	106	246	319	386
지배주주	81	106	246	319	386
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	118	145	336	431	517

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
성장성 (%)					
매출액	31.7	38.0	91.4	26.4	16.2
영업이익	165.6	17.8	156.2	29.6	20.4
세전계속사업이익	171.9	26.0	138.3	30.2	21.0
EBITDA	136.3	22.9	131.5	28.3	19.8
EPS	168.9	25.9	134.5	30.2	21.0
수익성 (%)					
ROA	34.6	25.2	33.6	29.3	25.8
ROE	54.9	41.3	55.5	44.3	36.1
EBITDA마진	22.5	20.1	24.3	24.7	25.4
안정성 (%)					
유동비율	266.5	197.1	237.5	309.5	391.0
부채비율	45.9	74.7	59.8	45.7	35.9
순차입금/자기자본	-55.4	-1.8	-16.8	-19.2	-24.7
EBITDA/이자비용(배)	93.3	38.5	102.9	112.7	118.4
배당성향	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	2,242	2,822	6,618	8,617	10,430
BPS	5,414	10,058	16,809	25,320	35,643
CFPS	2,624	3,412	7,199	9,257	11,126
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
Valuation지표 (배)					
PER	0.0	17.7	32.9	25.3	20.9
PBR	0.0	5.0	13.0	8.6	6.1
PCR	0.0	14.7	30.3	23.5	19.6
EV/EBITDA	-0.9	13.1	24.6	19.0	15.6
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

일시	투자의견	목표주가	목표가격	과리율	
			대상시점	평균주가대비	최고(최저) 추가대비

2025.09.24 매수 290,000원 6개월



Compliance Notice

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

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

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

당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.

종목별 투자의견은 다음과 같습니다.

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

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2025년 09월 24일 기준)

매수	91.67%	중립	8.33%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------

아모레퍼시픽 (090430/KS)

폼 돌아오는 중

SK증권 리서치센터

매수(신규편입)

목표주가: 150,000 원(신규편입)

현재주가: 123,400 원

상승여력: 21.6%



Analyst
형권훈

kh.hyun@sk.com.kr
3773-9997

Company Data

발행주식수	5,849 만주
시가총액	7,218 십억원
주요주주	
아모레퍼시픽그룹(외18)	50.15%
국민연금공단	7.42%

Stock Data

주가(25/09/23)	123,400 원
KOSPI	3,486.19 pt
52주 최고가	152,200 원
52주 최저가	99,500 원
60일 평균 거래대금	29 십억원

주가 및 상대수익률



턴어라운드 $\pm\alpha$

동사의 실적은 과거의 부진을 딛고 최근 턀어라운드 했다. 작년 중국에서 이커머스 거래 구조를 변경하고, 수익성 낮은 매장을 철수하는 등 고정비를 낮추고 수익 구조를 개편함에 따른 성과가 나오고 있다. 여기에 더해 미국과 EMEA 지역 매출액도 2 분기에 두 자릿수 성장했다. 미국 세포라에서 라네즈가 기존 립 제품을 넘어 스킨케어까지 매출이 고성장하고 있고, 여기에 이니스프리와, 올해 신규 입점한 에스트라까지 제품 순위의 흐름이 긍정적이다. 다만 코스알엑스의 매출이 하락하고 있는 점은 아쉬운 포인트다. 가격 정상화 및 제품 라인업 강화에 나서고 있지만 매출 턀어라운드까지는 다소 시간이 필요할 것으로 본다.

3분기 영업이익 시장 컨센서스 부합 전망

동사의 3 분기 실적은 매출액 1,046 억 원(+7% YoY, 이하 YoY 생략), 영업이익 933 억 원(+43%, OPM 8.9%)로 시장 컨센서스에 부합할 것으로 전망한다. 국내 화장품 부문 매출액은 +6% 성장할 것으로 보는데, 온라인과 MBS 채널의 매출이 성장하고, 면세점 매출은 업황이 바닥을 형성해 회복했을 것이다. 해외 매출은 +9% 성장할 것으로 예상된다. 북미 지역에서 라네즈의 판매 호조 및 에스트라 신규 입점 효과로 매출 성장하는 한편, 중화권은 매출 두 자릿수 성장과 영업이익 흑자 지속되었을 것이다. 한편 코스알엑스는 2 분기 대비 매출액 감소했을 것으로 추정한다.

투자의견 '매수', 목표주가 150,000 원

동사의 주가는 12MF PER 기준 22 배로, 과거 2010년대 초 중국 사업 모멘텀이 반영되기 전 수준에 불과하다. 그에 비해 그간 실적의 발목을 잡았던 중국 사업이 정상화되었고, 코스알엑스를 제외한 서구권 시장 매출이 고성장하고 있다. 코스알엑스의 실적 부진은 아쉽지만 주가는 이미 지난 실적 발표를 거치며 이를 반영했기 때문에 현 주가는 동사의 실적의 잠재력 대비 저평가되어 있다고 본다. 아모레퍼시픽 목표주가 150,000 원과 '매수' 투자의견을 제시한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	십억원	4,135	3,674	3,885	4,300	4,605	4,872
영업이익	십억원	214	108	220	414	481	548
순이익(지배주주)	십억원	134	180	593	327	383	430
EPS	원	1,947	2,608	8,591	4,743	5,544	6,234
PER	배	70.6	55.6	12.2	26.0	22.3	19.8
PBR	배	2.0	2.0	1.4	1.5	1.5	1.4
EV/EBITDA	배	15.8	22.2	13.0	11.3	10.5	9.8
ROE	%	2.8	3.7	11.7	6.1	6.8	7.3

1. 실적추정치 및 밸류에이션

아모레퍼시픽 부문별 실적 추정치									(단위: 십억 원, %)			
	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	'23	'24	'25E	'26E
매출액	912	905	977	1,092	1,068	1,005	1,046	1,181	3,674	3,885	4,300	4,605
국내	564	512	535	547	577	554	561	576	2,211	2,157	2,268	2,354
화장품	469	423	436	440	477	454	461	467	1,825	1,768	1,858	1,937
비면세	356	341	351	336	378	355	365	352	1,382	1,384	1,450	1,508
면세	113	82	86	104	98	100	96	114	442	384	408	428
데일리 뷰티	95	89	98	107	101	99	100	110	386	389	410	418
해외	337	382	431	529	473	436	471	589	1,396	1,679	1,970	2,195
아시아	232	222	230	300	261	258	262	340	1,053	984	1,120	1,226
중화권	148	108	98	157	133	133	119	184	696	510	568	591
기타 아시아	84	115	133	143	128	125	143	156	357	474	552	635
북미	88	122	147	168	157	134	158	186	287	525	635	731
EMEA	17	37	55	61	55	44	51	64	52	170	214	238
매출액 YoY	0	-4	10	18	17	11	7	8	-11	6	11	7
국내	2	-8	-2	-2	2	8	5	5	-14	-2	5	4
화장품	3	-8	-2	-5	2	7	6	6	-15	-3	5	4
비면세	-4	-2	9	-2	6	4	4	5	-13	0	5	4
면세	36	-26	-32	-16	-13	22	12	10	-22	-13	6	5
데일리 뷰티	-2	-8	0	12	6	12	2	2	-9	1	5	2
해외	-4	2	36	48	40	14	9	11	-6	20	17	11
아시아	-14	-22	-2	14	13	16	14	13	-17	-7	14	9
중화권	-19	-44	-34	-9	-10	23	22	17		-27	11	4
기타 아시아	-4	25	52	57	53	9	8	9		33	17	15
북미	40	65	107	112	79	10	8	10	58	83	21	15
EMEA	52	183	340	313	220	18	-7	4	62	229	26	11
매출총이익	646	638	683	779	769	730	763	859	2,519	2,747	3,120	3,325
/GPM	71	71	70	71	72	73	73	73	69	71	73	72
/YoY	5	-1	11	20	19	14	12	10	-10	9	14	7
영업이익	73	4	65	78	118	74	115	107	108	221	414	480
/OPM	8	0	7	7	11	7	11	9	3	6	10	10
/YoY	13	-29	278	280	62	1,652	77	37	-50	104	88	16

자료: 아모레퍼시픽, SK 증권

목표주가 산정 로직

항목	단위	구분	값	산식
12MF 지배주주순이익	십억 원	(A)	369	
유통주식수	주	(B)	58,434,274	
12MF EPS	원	(C)	6,315	(A)/(B)
Target 멀티플	배	(D)	23	화장품 업종 12MF PER 에 30% 할증
목표주가	원	(E)	150,000	(C)*(D)
현재 주가	원	(F)	125,000	
주가 상승여력	%	(G)	21.6%	(E)/(F) - 1

자료: SK 증권

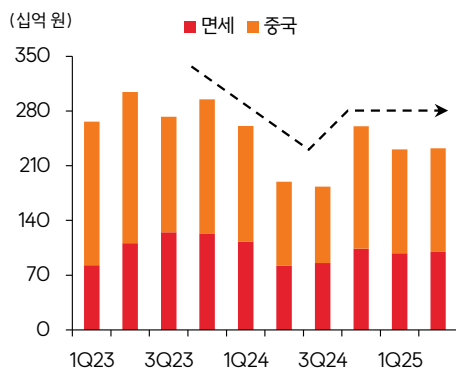
2. 투자포인트

(1) 중국 실적 턴어라운드

동사의 매출액과 영업이익은 면세채널의 매출 감소, 중국에서의 브랜드 경쟁력 약화 등으로 '22 년과 '23 년에 큰 폭으로 감소했는데, '24 년부터는 다시 연간 기준으로 회복세로 돌아섰다. 당사는 중국 사업 구조조정 성과와, 서구권에서의 매출 성장을 바탕으로 이러한 실적 회복세가 지속될 것으로 전망한다.

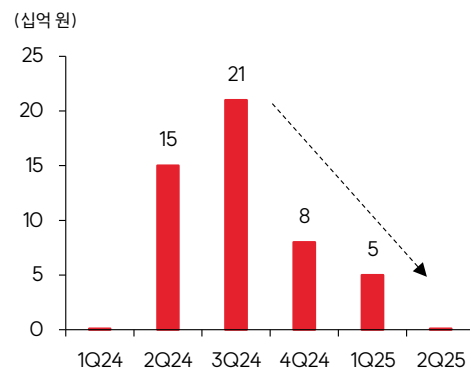
중국 사업은 올해 1분기에 영업이익 기준 흑자전환에 성공했으며, 2분기에도 흑자를 이어갔다. 작년 대규모 영업적자가 발생한 것에 비하면 큰 성과인데, 앞으로도 이러한 흑자 기조가 유지될 것으로 본다. 중국 사업의 흑자전환 배경에는 ① 이커머스 거래구조 변경(직매입 → 컨사인먼트) 과정에서 발생한 재고환입 비용이 작년에 모두 반영된 것과, ② 라네즈, 이니스프리 등 현지에서 수익성이 좋지 않았던 브랜드의 오프라인 매장을 과감하게 철수함에 따른 고정비 축소 효과, ③ 수익성 낮은 브랜드에 대한 마케팅비, 프로모션 비용 축소가 크다.

면세 및 중국 매출 추이



자료: 아모레퍼시픽, SK 증권

중국 사업 구조조정 관련 일회성 비용

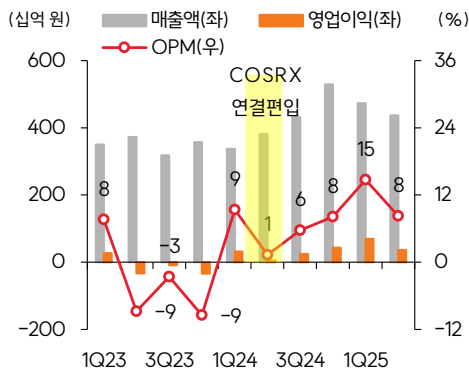


자료: 아모레퍼시픽, SK 증권

이처럼 비용이 대폭 축소된 가운데 현지에서 아직 브랜드 경쟁력이 있는 설화수를 중심으로 중국 사업을 운영할 예정이므로 과거 대비 이익 구조가 훨씬 안정적으로 개선되었다. 안정적인 이익 구조를 바탕으로 중국 사업의 영업이익 흑자 기조가 향후에도 지속될 것으로 전망한다.

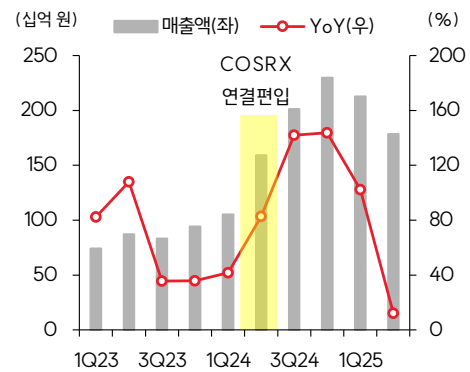
(2) 서구권 실적 성장성

아모레퍼시픽 해외사업 실적 추이



자료: 아모레퍼시픽, SK 증권

아모레퍼시픽 서구권 매출 추이

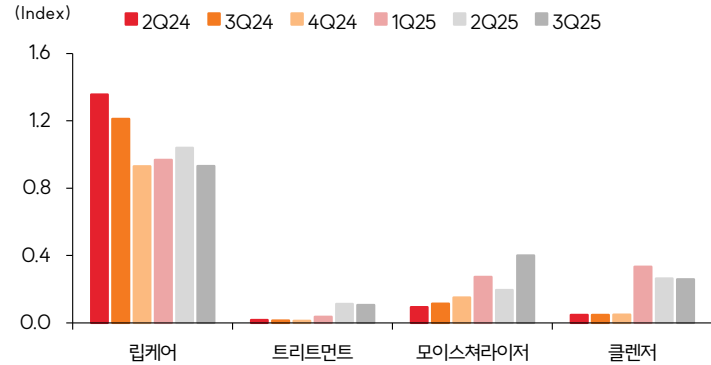


자료: 아모레퍼시픽, SK 증권

지난 몇 년간 중국 사업의 실적이 부진했던 것에 비해 북미, 유럽 등 서구권 지역 매출은 두 자릿수의 높은 성장률을 기록해 왔다. 그 배경에는 ① K 뷰티에 대한 서구권 소비자들의 수요가 증가하면서 우호적인 사업환경이 조성된 것과, ② 라네즈가 미국 세포라를 중심으로 미국 시장에 안정적으로 자리잡은 것과, ③ 코스알엑스 연결편입 효과가 컸다고 본다. 당사는 향후에도 서구권 매출이 높은 성장률을 이어나갈 것으로 전망하는데, ① 라네즈가 미국 시장에 안정적으로 자리잡은 한편, ② 라네즈에 이어 미국 세포라에 입점한 에스트라와 이니스프리의 매출 기여도가 증가하고, ③ 올해까지는 코스알엑스의 실적 역성장이 불가피하나, 내년 다시 실적이 회복세로 돌아설 것으로 전망하기 때문이다.

먼저 라네즈의 경우 미국 시장에서 유니크한 립 카테고리 제품을 기반으로 현지에서 브랜드 인지도를 확립해 놓은 상태다. 여기에 더해 향후 립 외에도 스킨케어 카테고리에서 매출 기여도가 크게 증가할 것으로 전망한다. 올해 3월 출시한 '바운시애편트 세럼'은 세포라 트리트먼트 카테고리에서 점차 제품 순위가 상승하는 추세이며, 클렌저 카테고리에서는 기존 제품인 '크림스킨 토너'의 10 위권 내 높은 순위가 지속되는 가운데 올해 1월 출시된 '워터뱅크 젤 클렌저'가 출시와 동시에 5 위권 내 높은 순위를 기록 후 현재까지 유지되고 있다. 상대적으로 니치한 립 카테고리를 넘어 스킨케어 카테고리까지 브랜드 영향력을 확대하고 있고, 세포라에서의 제품 순위 트래픽을 봤을 때 세포라를 중심으로 한 라네즈 브랜드의 높은 매출 성장세가 지속될 것으로 전망한다.

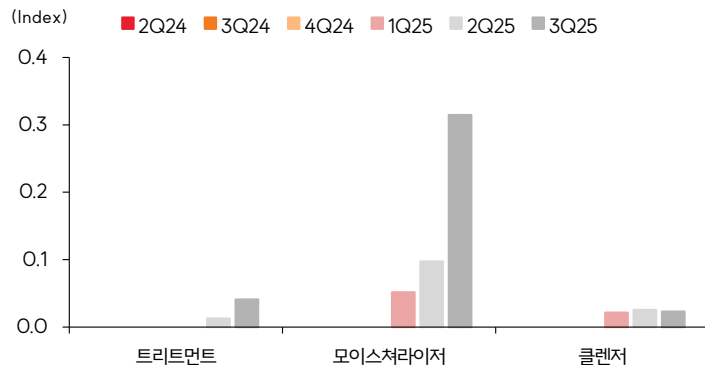
라네즈 미국 세포라 온라인몰 카테고리별 제품 순위 지수 추이



자료: Sephora, SK 증권

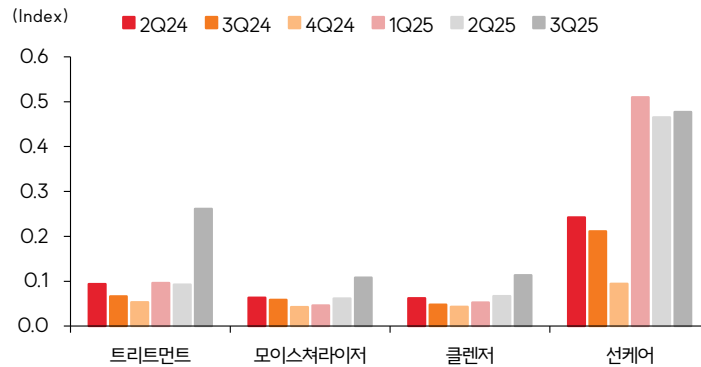
라네즈뿐만 아니라 올해 미국 세포라에 입점한 에스트라의 제품 순위도 긍정적이다. 아직 제품 순위는 라네즈에 비해 전반적으로 낮은 수준이지만 트리트먼트 카테고리에서 2 분기 대비 3 분기에 순위 개선이 있었고, 특히 모이스처라이저 카테고리에서는 '아토베리어 365' 라인업의 크림과 로션의 순위가 매 분기 큰 폭으로 상승 중이다. 이니스프리 역시 제품 순위의 추세가 긍정적이다. 선크어와 트리트먼트, 모이스처라이저 카테고리에서의 순위가 꾸준히 상승 중이다. 이처럼 라네즈뿐만 아니라 에스트라와 이니스프리도 서구권 시장에 신규 채널 입점 및 브랜드 인지도 향상을 바탕으로 향후 매출 기여도가 증가할 것으로 전망한다.

에스트라 미국 세포라 온라인몰 카테고리별 제품 순위 지수 추이



자료: Sephora, SK 증권

이니스프리 미국 세포라 온라인몰 카테고리별 제품 순위 지수 추이



자료: Sephora, SK 증권

세포라 온라인몰 기준 카테고리별 아모레퍼시픽 브랜드의 주요 제품 예시

브랜드	라네즈		
카테고리	립케어	모이스처라이저	클렌저
제품사진			
브랜드	에스트라		
카테고리	트리트먼트	모이스처라이저	클렌저
제품사진			
브랜드	이니스프리		
카테고리	트리트먼트	모이스처라이저	선케어
제품사진			

자료: Sephora, SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	1,952	1,735	2,147	2,608	3,037
현금및현금성자산	506	452	693	752	773
매출채권 및 기타채권	324	418	463	496	525
재고자산	394	498	551	590	624
비유동자산	3,934	5,049	5,018	4,930	4,884
장기금융자산	205	143	157	167	176
유형자산	2,442	2,296	2,146	2,017	1,931
무형자산	341	1,774	1,804	1,835	1,866
자산총계	5,887	6,784	7,165	7,538	7,921
유동부채	813	1,096	1,203	1,282	1,353
단기금융부채	299	367	407	436	461
매입채무 및 기타채무	86	96	106	114	120
단기충당부채	2	2	2	2	3
비유동부채	201	362	393	415	435
장기금융부채	51	73	73	73	73
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	6	8	9	10	10
부채총계	1,014	1,457	1,595	1,698	1,788
지배주주지분	4,898	5,252	5,491	5,756	6,043
자본금	35	35	35	35	35
자본잉여금	794	623	623	623	623
기타자본구성요소	-13	-18	-18	-18	-18
자기주식	-4	-10	-10	-10	-10
이익잉여금	4,101	4,601	4,851	5,130	5,436
비지배주주지분	-25	74	78	84	90
자본총계	4,873	5,326	5,569	5,840	6,133
부채외자본총계	5,887	6,784	7,165	7,538	7,921

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동현금흐름	348	335	531	265	284
당기순이익(손실)	174	602	332	388	437
비현금성항목등	267	-28	260	252	253
유형자산감가상각비	252	257	231	209	194
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타	16	-286	29	44	59
운전자본감소(증가)	-36	-192	-8	-306	-322
매출채권및기타채권의감소(증가)	-13	-53	-45	-33	-29
재고자산의감소(증가)	-11	-42	-53	-39	-34
매입채무및기타채무의증가(감소)	7	-27	10	8	7
기타	-111	-134	-147	-179	-207
법인세납부	-53	-87	-94	-110	-123
투자활동현금흐름	-186	-312	-230	-143	-172
금융자산의감소(증가)	-83	280	-33	-25	-22
유형자산의감소(증가)	-108	-80	-81	-79	-108
무형자산의감소(증가)	-39	-21	-30	-31	-31
기타	43	-492	-86	-9	-11
재무활동현금흐름	-99	-99	-38	-75	-100
단기금융부채의증가(감소)	21	34	39	29	25
장기금융부채의증가(감소)	-69	-65	0	0	0
자본의증가(감소)	2	-171	0	0	0
배당금지급	-47	-63	-78	-103	-125
기타	-5	166	0	0	0
현금의 증가(감소)	57	-55	241	59	21
기초현금	450	506	452	693	752
기말현금	506	452	693	752	773
FCF	240	254	450	186	176

자료 : 아모레퍼시픽, SK증권

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	3,674	3,885	4,300	4,605	4,872
매출원가	1,155	1,138	1,180	1,280	1,319
매출총이익	2,519	2,747	3,120	3,325	3,552
매출총이익률(%)	68.6	70.7	72.6	72.2	72.9
판매비와 관리비	2,411	2,526	2,706	2,845	3,005
영업이익	108	220	414	481	548
영업이익률(%)	2.9	5.7	9.6	10.4	11.2
비영업손익	172	400	12	17	12
순금융손익	-4	-16	-8	-8	-8
외환관련손익	6	27	15	16	17
관계기업등 투자손익	42	16	0	0	0
세전계속사업이익	281	621	426	498	560
세전계속사업이익률(%)	7.6	16.0	9.9	10.8	11.5
계속사업법인세	107	19	94	110	123
계속사업이익	174	602	332	388	437
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	174	602	332	388	437
순이익률(%)	4.7	15.5	7.7	8.4	9.0
지배주주	180	593	327	383	430
지배주주귀속 순이익률(%)	4.9	15.3	7.6	8.3	8.8
비지배주주	-6	8	5	5	6
총포괄이익	133	600	321	374	418
지배주주	139	593	317	369	413
비지배주주	-6	8	4	5	5
EBITDA	360	478	645	689	741

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
성장성 (%)					
매출액	-11.1	5.7	10.7	7.1	5.8
영업이익	-49.5	103.8	87.7	16.1	14.0
세전계속사업이익	25.0	121.2	-31.4	16.9	12.5
EBITDA	-28.4	32.7	35.0	6.8	7.6
EPS	33.9	229.4	-44.8	16.9	12.5
수익성 (%)					
ROA	3.0	9.5	4.8	5.3	5.6
ROE	3.7	11.7	6.1	6.8	7.3
EBITDA마진	9.8	12.3	15.0	15.0	15.2
안정성 (%)					
유동비율	240.0	158.3	178.5	203.4	224.5
부채비율	20.8	27.4	28.6	29.1	29.2
순차입금/자기자본	-17.3	-6.3	-10.2	-10.7	-10.5
EBITDA/이자비용(배)	22.1	16.9	49.8	49.6	50.6
배당성향	34.9	13.1	31.6	32.6	30.1
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	2,608	8,591	4,743	5,544	6,234
BPS	70,987	76,206	79,664	83,505	87,661
CFPS	6,255	12,319	8,091	8,564	9,039
주당 현금배당금	910	1,125	1,500	1,810	1,880
Valuation지표 (배)					
PER	55.6	12.2	26.0	22.3	19.8
PBR	2.0	1.4	1.5	1.5	1.4
PCR	23.2	8.5	15.3	14.4	13.7
EV/EBITDA	22.2	13.0	11.3	10.5	9.8
배당수익률	0.6	1.1	1.2	1.4	1.5

일시	투자의견	목표주가	목표가격	과리율	
			대상시점	평균주가대비	최고(최저) 추가대비

2025.09.24 매수 150,000원 6개월



Compliance Notice

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

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

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

당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.

종목별 투자의견은 다음과 같습니다.

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

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2025년 09월 24일 기준)

매수	91.67%	중립	8.33%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------

코스맥스 (192820/KS)

ODM 산업의 성장 +α

SK증권 리서치센터

매수(신규편입)

목표주가: 300,000 원(신규편입)

현재주가: 239,000 원

상승여력: 25.5%



Analyst
형권훈

kh.hyung@sk.com.kr
3773-9997

Company Data

발행주식수	1,135 만주
시가총액	2,713 십억원
주요주주	
코스맥스비티아이(외10)	27.51%
국민연금공단	13.29%

Stock Data

주가(25/09/23)	239,000 원
KOSPI	3,486.19 pt
52주 최고가	282,000 원
52주 최저가	122,900 원
60일 평균 거래대금	28 십억원

주가 및 상대수익률



K 뷰티 산업과 함께 걷는 성장의 길

동사의 별도 법인 실적은 K 뷰티의 해외 침투율이 증가함에 따라 동반 성장 중이다. 인디 브랜드들은 이제 막 미국의 메이저 H&B 채널에 입점하기 시작했으며, 유럽 지역에서는 영국을 제외하면 오프라인 침투는 아직이다. 향후 전 세계에서 화장품 시장 규모가 가장 큰 두 지역을 중심으로 K 뷰티의 침투 사이클이 지속될 것으로 전망하는 바, 동사의 실적 성장세도 지속될 것이다. 여기에 고마진의 기초화장품 매출 비중이 증가하고 있고, 인디 브랜드의 오더가 대형화됨에 따라 수익성도 개선될 것이다.

3Q25 영업이익 시장 컨센서스 부합 전망

동사의 3 분기 실적은 매출액 6,027 억 원(+14% YoY, 이하 YoY 생략), 영업이익 577 억 원(+33%, OPM 9.6%) 기록해 시장 컨센서스에 부합할 것으로 전망한다. 별도법인은 매출액 4,040 억 원(+16%), 영업이익 465 억 원(+18%, OPM 11.5%) 기록해 인디 브랜드의 해외 수출 성장에 따라 두 자릿수의 탑라인 성장 기록할 것이다. 해외법인 실적은 매출액 1,987 억 원(+9%), 영업이익 112 억 원(+184%, OPM 5.6%) 기록할 것으로 본다. 동남아시아 지역이 높은 성장률을 지속하는 가운데, 중국 법인은 화장품 소비 회복(소매판매 7 월 +4.5%, 8 월 +5.1%)을 바탕으로 매출 회복세를 전망한다.

조정은 매수 기회일 뿐

동사의 주가는 지난 2 분기에 밸류에이션 멀티플이 높은 상황에서 실적이 시장의 높아진 기대치에 못 미치면서 조정을 받았다. 현재 주가는 '26 년 실적 기준 PER 16 배 수준이다. K 뷰티의 해외 침투율 확대에 따른 별도 법인의 실적 성장성에 더해 동남아시아 법인의 높은 실적 성장성과 2026 년 예정된 유럽 ODM 산업 진출 등 해외 법인의 모멘텀을 고려하면 최근의 주가 조정은 오히려 매수 기회라고 판단한다. 코스맥스 목표주가 300,000 원과 '매수' 투자의견을 제시한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	십억원	1,600	1,777	2,166	2,440	2,716	2,921
영업이익	십억원	53	116	175	224	270	309
순이익(지배주주)	십억원	21	57	86	117	172	184
EPS	원	1,837	5,034	7,560	10,346	15,118	16,255
PER	배	40.3	25.1	19.7	23.1	15.8	14.7
PBR	배	1.4	4.0	3.6	5.1	4.0	3.3
EV/EBITDA	배	10.1	10.5	9.5	11.1	9.6	8.7
ROE	%	3.6	12.1	20.5	23.3	28.3	24.6

1. 실적 추정치 및 밸류에이션

코스맥스 실적 추정치									(단위: 십억 원, %)			
	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	'23	'24	'25E	'26E
매출액	527	551	530	558	589	624	603	624	1,777	2,166	2,440	2,716
YoY (%)	31	15	16	28	12	13	14	12	11	22	13	11
코스맥스 별도	315	348	348	346	363	420	404	398	1,058	1,358	1,586	1,771
해외법인	211	203	182	212	226	203	199	226	720	808	854	945
중국	157	148	114	155	163	149	124	159	547	574	594	631
미국	39	36	33	30	29	30	36	34	140	137	129	136
인도네시아	24	25	32	31	30	21	27	27	86	113	105	131
태국	10	10	11	13	24	23	20	23	26	44	90	117
기타 및 연결조정	-18	-16	-8	-17	-19	-20	-8	-17	-79	-60	-64	-70
매출총이익	101	112	98	108	105	113	116	124	294	418	458	531
GPM (%)	19	20	18	19	18	18	19	20	17	19	19	20
영업이익	45	47	43	40	51	61	58	54	116	175	224	270
YoY (%)	229	1	30	77	13	30	33	37	118	52	28	20
OPM (%)	9	8	8	7	9	10	10	9	7	8	9	10
코스맥스 별도	30	35	39	35	34	50	47	42	87	139	173	207
해외법인 및 기타	15	12	4	5	17	11	11	12	29	37	52	64
매출액 YoY (%)	31	15	16	28	12	13	14	12	11	22	13	11
코스맥스 별도	30	25	21	40	15	21	16	15	24	28	17	12
해외법인	32	1	7	12	7	0	10	7	-4	12	6	11
중국	29	-4	-8	5	3	1	8	3	-2	5	3	6
미국	43	-6	-12	-21	-26	-17	12	15	-15	-2	-6	5
인도네시아	26	23	38	40	23	-18	-15	-15	27	32	-8	25
태국	86	51	68	77	152	124	80	85	31	70	108	30

자료: 코스맥스, SK 증권 추정

실리콘투 목표주가 산정 로직

항목	단위	구분	값	산식
12MF 지배주주순이익	십억 원	(A)	158	
유통주식수	주	(B)	11,345,662	
12MF EPS	원	(C)	13,930	(A)/(B)
Target 멀티플	배	(D)	21	화장품 업종 12MF PER 에 20% 할증
목표주가	원	(E)	300,000	(C)*(D)
현재 주가	원	(F)	239,000	
주가 상승여력	%	(G)	25.5%	(E)/(F) - 1

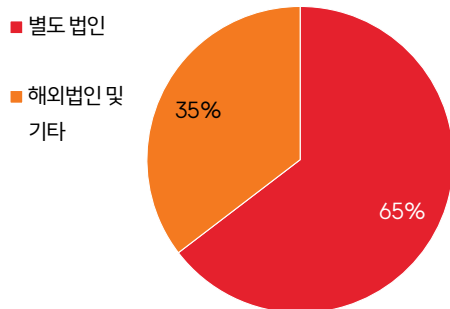
자료: SK 증권

2. 기업 Overview

(1) 사업 구성 및 현황

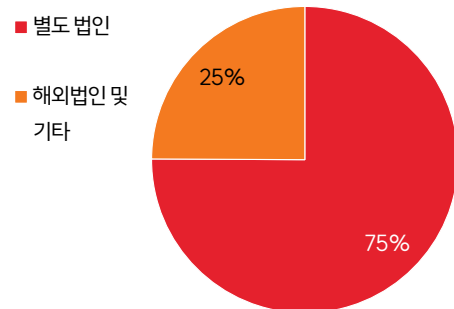
코스맥스는 한국 화장품 밸류체인에서 ODM 을 담당하고 있는데, R&D 를 통해 확보한 화장품 포뮬라(성분, 성분배합, 제형 등)와 이를 제품화할 수 있는 생산 기술과 시설을 바탕으로 국내외 화장품 브랜드의 요구에 맞춰 화장품을 개발 및 생산하는 사업을 영위하고 있다. 코스맥스의 사업은 생산시설의 위치를 기준으로 국내와 해외 사업으로 나뉜다. 국내 사업은 코스맥스 별도 법인이 담당하고 있는데, '24 년 기준 매출액 1 조 3,576 억 원(+28%), 영업이익 1,386 억 원(+60%) 기록했다. 코스맥스 별도 법인의 영업이익은 전사 대비 75%를 차지했고, 높은 성장률을 보이고 있어 실적의 규모나 성장성 측면에서 별도 법인의 중요도가 높다.

코스맥스 법인별 매출 비중



자료: 코스맥스, SK 증권

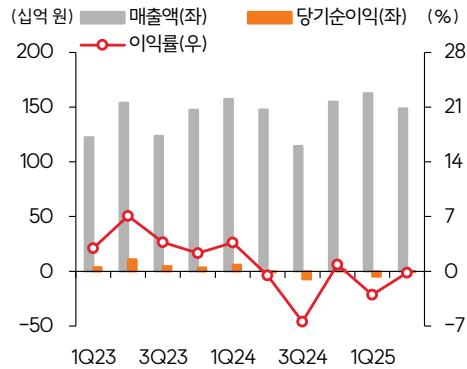
코스맥스 법인별 영업이익 비중



자료: 코스맥스, SK 증권

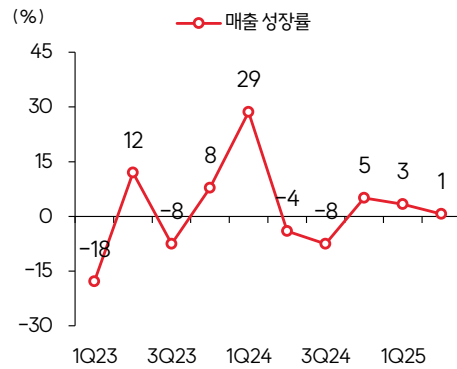
코스맥스의 해외 사업은 중국, 미국, 인도네시아, 태국에 위치한 해외 생산법인이 운영하고 있다. 이 중 중국 사업의 매출 비중이 가장 큰데, '24 년 기준 전사 매출액의 27%를 차지했으며, 매출액 성장률은 5%로 다소 완만하다. 중국 내에서 상해와 광저우에 생산법인을 운영 중인데, 주로 중국 현지 화장품 브랜드의 제품 개발 및 생산을 담당하고 있으며, 글로벌 브랜드의 중국 현지 판매 물량 일부도 위탁 생산 중이다. 2024 년부터는 중국 화장품 그룹인 이센그룹과의 JV 를 통해 설립된 Yatsen Biotechnology 법인의 실적이 연결 편입되었으며, 해당 법인은 'Perfect Diary' 등 이센그룹 브랜드의 제품을 위한 전용 공장을 운영 중이다.

코스맥스 중국 법인 실적 추이



자료: 코스맥스, SK 증권

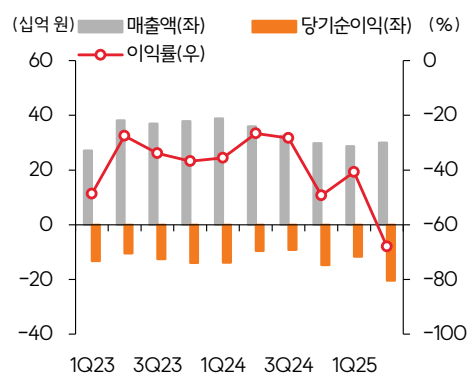
코스맥스 중국 법인 매출 성장률



자료: 코스맥스, SK 증권

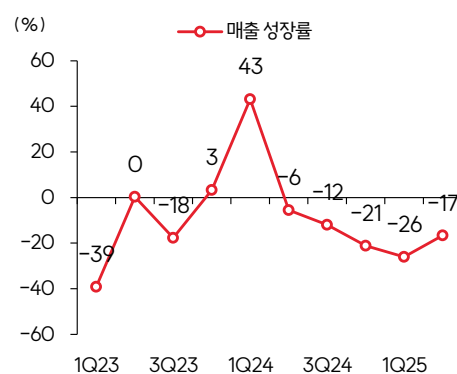
미국 법인은 뉴저지에 생산공장을 운영 중인데, 주로 미국 현지 인디 브랜드의 제품을 위탁 생산하고 있다. '24 년 기준 전사 매출액의 6.3%를 차지하고 있으며, 473억 원의 당기순손실을 기록했다. 미국의 경우 단위 제품당 생산원가가 한국보다 훨씬 크기 때문에 수익성을 확보하기 위해서는 대량발주 또는 고단가 제품 생산이 필수적이다. 그에 반해 미국의 경우 한국에 비해 아직 화장품 브랜드와 ODM 간의 분업 구조가 자리잡지 못했기 때문에 동사의 미국 법인의 매출 볼륨이 작아 적자가 나고 있다. 따라서 미국 사업은 단기적인 이익 기여보다는 미국 내 ODM 산업 성장 잠재력을 보고 장기적인 관점에서 성과를 평가할 필요가 있다.

코스맥스 미국 법인 실적 추이



자료: 코스맥스, SK 증권

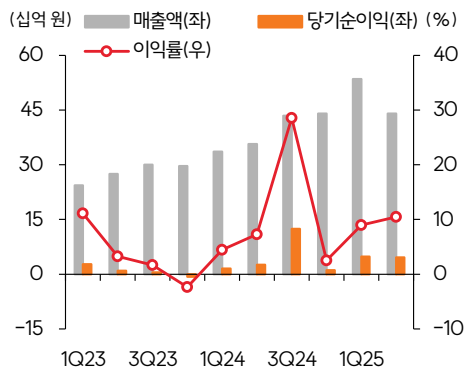
코스맥스 미국 법인 매출 성장률



자료: 코스맥스, SK 증권

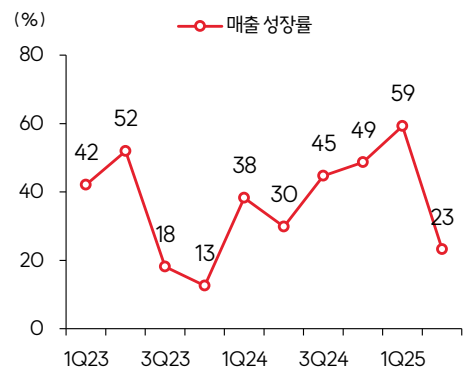
동남아시아에서는 인도네시아 자카르타와 태국 방콕에 생산법인을 운영하고 있으며, 현지 브랜드와 글로벌 브랜드의 현지 판매 물량을 담당한다. 동남아시아 사업의 매출 비중은 '24 년 기준 7.2%로 크지 않지만 40.7%의 매출 성장률을 기록해 성장의 기울기가 가파르다. 당기순이익은 176 억 원을 기록해 매출 볼륨이 아직 크지 않음을 고려했을 때 7.2%의 준수한 이익률을 기록했다. 동남아시아의 경우 생산원가가 한국 대비 훨씬 낮은 한편, ODM 산업의 경쟁강도가 한국 대비 낮고, 고볼륨의 현지 브랜드 오더 비중이 크기 때문으로 분석한다.

코스맥스 동남아시아 법인 실적 추이



자료: 코스맥스, SK 증권

코스맥스 동남아시아 법인 매출 성장률



자료: 코스맥스, SK 증권

(2) 주요 고객

코스맥스 별도 법인 기준 주요 고객사는 아이패밀리에스씨(롬앤), 클리오, 티르티르, 에이피알(메디큐브), 아누아 등이 있다. 동사는 한국콜마와 비교했을 때 롬앤, 클리오, 티르티르 등 색조 화장품 브랜드향 매출 비중이 상대적으로 높은데, 기초 화장품과 색조 화장품의 매출 비중이 5:5 수준이다. 롬앤, 티르티르 모두 작년에 해외 수출이 확대되면서 색조화장품 매출이 크게 증가했다. 한편 최근 기초 화장품 매출도 고성장 중인데, 글로벌 메가 히트를 기록한 메디큐브의 '콜라겐 나이트 래핑 마스크'와 아누아의 'TXA 세럼' 등의 제품 생산을 코스맥스 한국 법인이 담당하고 있기 때문으로 본다. 이외에도 조선미녀, 라운드랩, 올리브영 PB 브랜드, 아비브 등 고성장하는 여러 인디 브랜드들을 고객사로 두고 있다.

코스맥스 별도 법인의 주요 고객사 예시



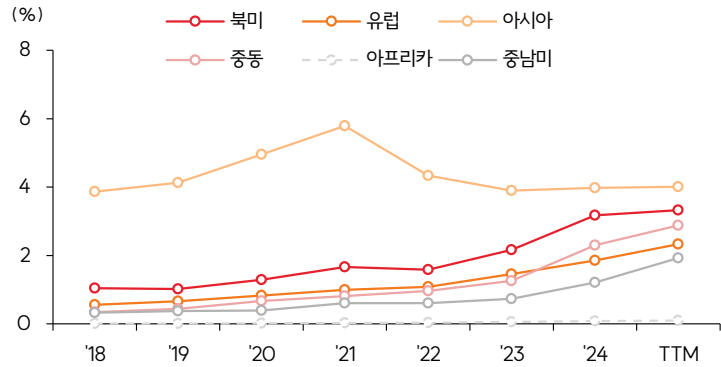
자료: SK 증권

3. 투자포인트

(1) K 뷰티 글로벌 침투율 증가

한국 화장품의 글로벌 침투율이 증가하고 있는 점은 동사 실적의 가장 핵심적인 요인이자 ODM 회사들의 공통적인 투자 포인트다. 한국 화장품 브랜드들이 작년에 미국 아마존 채널을 중심으로 글로벌 침투율을 높여온 데 이어서 올해에는 유럽 시장 침투율이 눈에 띄게 증가했다. 당사는 아직 한국 화장품이 침투할 국가와 채널 여력이 충분히 남아있다고 본다. 유럽의 경우 지역별로 주요 이커머스 채널에는 주요 브랜드들이 입점을 완료했지만, 시장 규모가 훨씬 큰 오프라인의 경우 영국을 제외하면 아직 대부분의 브랜드가 입점되지 않았다. 이는 시장성 높은 중동 지역도 마찬가지다. 미국의 경우에도 얼타와 세포라 등 오프라인 H&B 스토어로의 채널 확장이 이제 막 시작되고 있다.

지역별 화장품 산업 규모 대비 K뷰티 수출액 추이



자료: Euromonitor, Trass, SK 증권

K뷰티 브랜드의 유럽 및 미국 지역의 주요 H&B 스토어 및 드럭스토어 채널 입점 현황

채널 브랜드	영국		독일			프랑스		미국	
	Superdrug (800)	Boots (1,800)	Douglas (1,900)	Rossmann (2,300)	dm (2,100)	Nocibe (400)	Sephora (300)	ULTA (1,400)	Sephora (1,700)
메디큐브	온라인	온오프라인	온라인	온오프라인	온라인	온라인	X	온오프라인	X
조선미녀	온오프라인	온오프라인	온라인	온오프라인	온라인	온라인	온오프라인	X	온오프라인
아누아	온오프라인	온오프라인	온라인	온라인	X	온라인	X	온오프라인	X
닥터엘시아	온라인	온오프라인	온라인	온오프라인	온라인	X	X	온라인	X
라운드랩	온오프라인	온오프라인	온라인	온라인	X	온라인	X	온라인	X
바이오던스	온라인	온오프라인	온라인	X	온라인	온라인	온오프라인	X	온오프라인
브이티	온라인	온오프라인	온라인	X	온라인	온라인	X	온오프라인	X
스킨1004	온오프라인	온오프라인	온라인	온오프라인	온라인	온오프라인	X	온오프라인	X
코스알엑스	온오프라인	온오프라인	온라인	온오프라인	온라인	온오프라인	X	온오프라인	X
토코보	온오프라인	온오프라인	온라인	X	X	온라인	X	X	X
티르티르	온라인	온오프라인	온라인	온라인	X	온라인	X	온오프라인	X
라네즈	온라인	온오프라인	X	X	X	X	온오프라인	X	온오프라인
에스트라	X	X	X	X	X	X	X	X	온오프라인
이니스프리	X	온오프라인	X	X	X	X	온오프라인	X	온오프라인

자료: Superdrug, Boots, Douglas, Rossmann, dm, Nocibe, Sephora, ULTA, SK 증권

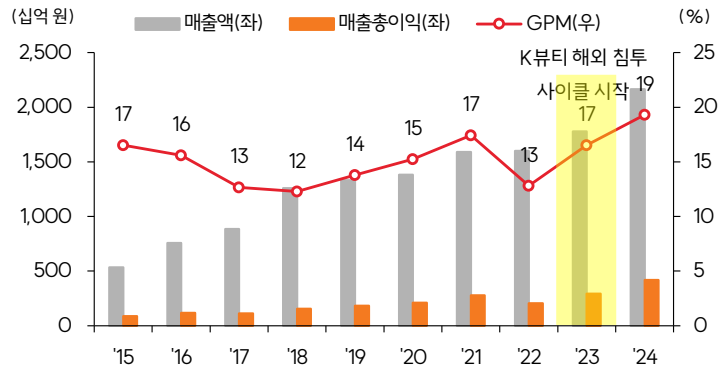
따라서 앞으로도 한국 화장품의 글로벌 확장세가 지속될 것으로 전망하며, 이는 코스맥스의 실적 성장에 가장 핵심적인 동력이 될 것이다. 동사는 여러 인디 브랜드를 고객사로 두고 있으며, 롬앤, 클리오, 티르티르, 메디큐브, 아누아, 조선미녀 등 글로벌 시장에서 고성장 중인 브랜드들이 포함되어 있다. 인디 브랜드의 해외 수출을 통해 고객사의 외형이 확대되는 현 사이클에서 코스맥스의 중장기적인 Q 성장 가시성이 높다고 본다.

(3) 인디 브랜드의 대형화로 인한 영업 레버리지 효과

중장기적인 관점에서 인디 브랜드의 주문 수량이 대형화됨에 따라 영업 레버리지 효과로 동사의 수익성이 좋아질 것이라는 점도 긍정적이다. 한국의 화장품 ODM 산업은 다품종 소량 생산 방식이 일반적이다. 한국콜마 별도 법인만 해도 수백 개 고객사의 수많은 종류의 제품들을 생산해야 한다. 이 때 전체 생산수량이 같아도 생산하는 제품의 SKU 가 많아질수록 재정비하는 오버헤드 비용이 커진다. 따라서 단위 제품 종류당 생산량이 커질수록 이를 생산하는 데 필요한 총 비용이 감소하게 된다. 따라서 ODM 관점에서 인디 고객사의 오더는 매출 규모가 지금처럼 커지기 전에는 수익성이 낮았다.

반면 인디 브랜드가 글로벌 시장에 진출하고 매출 볼륨이 커지면서 단일 제품당 주문 수량도 과거 대비 크게 증가했다. 동사의 입장에서는 전체 생산량이 성장하는 동시에 제품당 평균 생산량이 증가해 매출 성장 뿐만 아니라 생산성의 향상으로 수익성이 같이 증가하는 효과를 누릴 수 있다. 실제로 이번 한국 화장품의 해외 침투 사이클에서 한국콜마 별도 법인의 매출총이익률은 매출액이 성장함에 따라 지속적으로 개선되는 추세다. 인디 브랜드가 주도하는 이번 화장품 사이클이 지속되는 한 동사의 수익성 개선을 기대할 수 있다.

코스맥스 연도별 매출 및 매출총이익률 추이



자료: 코스맥스, SK 증권

(4) 동남아 법인의 성장 잠재력

코스맥스는 다른 ODM 상장사와 비교했을 때 해외 사업 확장에 적극적이다. 당사는 2004년부터 중국 ODM 시장에 진출했고, 2013년 미국에 이어 2018년에는 인도네시아, 2021년에는 태국에 진출했다. 미국을 제외하면 흑자를 내고 있어 전사 이익에 기여하고 있다. 중국 매출은 '24년 기준 6,000억 원까지 성장해 매출액 기준 중국 내 1위 ODM의 위치에 올랐다. 인도네시아와 태국의 매출은 동기간 각각 1,120억 원, 435억 원을 기록했으며, 두 지역에서 모두 10% 이상의 높은 순이익률을 기록했다.

당사가 실적 성장성과 수익성 측면에서 특히 긍정적으로 평가하는 건 인도네시아와 태국 생산법인이다. 당사는 두 국가의 화장품 ODM 시장성이 높다고 판단한다. 그 이유는 ① 인도네시아와 태국의 화장품 시장 규모가 동남아시아 국가 중에서 가장 큰데, ② 인도네시아 화장품 할랄 인증 의무화 정책이 '26년 10월 전면 시행 예정이므로 화장품 현지 생산 수요가 크게 증가할 것으로 기대되는 한편 같은 무슬림 국가인 말레이시아의 ODM 수요까지 확장 가능하기 때문이다.

우선 인도네시아, 태국, 말레이시아의 화장품 시장 규모는 유로모니터에 따르면 각각 \$92억, \$72억, \$32억으로 동남아시아 지역 내에서 상위권인데, 세 국가의 시장 규모를 합치면 미국의 17% 수준이다. 인구 수로 보면 세 국가 합산 인구는 3.9억 명으로 3.5억 명인 미국과 맞먹는다. ODM 사업을 하기 위한 시장성이 충분하다고 판단한다.

또한 인도네시아 정부가 모든 소비재에 대해 할랄 인증을 법적으로 의무화한 것은 화장품의 인도네시아 현지 생산 시장의 파이를 키우는 요인이다. 인도네시아 정부는 할랄 인증 의무화 법안을 2014년에 제정했는데, 중·대기업에 대한 법률 적용 유예 기간이 '24년 10월에 만료되었고, '26년 10월부터는 소규모 기업에 대한 법률 적용 유예 기간도 만료될 예정이다. '26년 10월부터는 인도네시아에서 판매되는 모든 소비재에 대해 할랄 인증이 법적으로 의무화된다. 코스맥스 인도네시아 법인은 '16년에 이미 MUI 할랄 인증 획득을 완료했다.

이렇게 인도네시아에서 판매되는 화장품을 현지에서 생산해 조달하려는 수요가 커진 상황에서 코스맥스는 현지에서 충분한 경쟁력을 보유하고 있다. 이미 화장품 성숙 시장인 한국에서 매출액 기준 ODM 1위이며, 화장품 성분과 제형 등에 대한 연구개발 능력이 충분히 입증되었고, 수많은 종류의 화장품을 생산해 온 생산 노하우도 갖고 있다. 인도네시아 법인을 운영한 지도 벌써 올해로 15년차로 현지 소비자들의 화장품 선호도에 대한 데이터도 충분히 축적되었다. 한국 법인의 기술력과 현지 법인의 데이터 및 영업력이 만나 시너지 효과를 일으킬 것으로 본다. 또한 할랄 제품 생산 능력을 바탕으로 주변의 무슬림 국가인 말레이시아까지 시장 확대가 가능하다.

연결 기준 3Q25에 매출액 6,403억 원(+21% YoY, 이하 YoY 생략), 영업이익 802억 원(+42%, OPM 10%) 기록할 것으로 전망한다. 코스맥스 별도 기준으로는 4,250억 원(+22%), 영업이익 487억 원(+24%, OPM 11%) 기록할 것으로 전망한다. 한국 화장품의 글로벌 침투가 계속되고 있다. 미국은 침투 속도가 작년에 비하면 다소 느려지겠지만, 유럽향 화장품 수출이 급증하면서 한국 화장품 산업의 높은 성장성이 유지될 것이다. 이러한 한국 화장품의 글로벌 수출 확대 속에서 ODM인 동사의 매출도 두 자릿수의 고성장을 이어갈 것으로 전망한다.

해외법인 실적은 매출액 2,157 억 원(+18%), 영업이익 131 억 원(+233%, OPM 6%) 기록할 것으로 전망한다. 인도네시아와 태국 법인의 매출이 각각 20%, 110% 성장해 현지 ODM 산업 침투를 확대하며 높은 성장률을 시현할 것이다. 동남아시아 법인의 실적이 고성장함에 따라 해외법인 실적의 기여도가 지속해서 증가할 것으로 전망한다. 중국 법인 매출은 현지 화장품 소비가 회복세를 보임에 따라 9% 성장할 것으로 전망한다.

영업이익은 영업 레버리지 효과로 매출액보다 큰 폭으로 증가할 것이다. 코스맥스 별도 기준 매출총이익률은 한국 화장품의 글로벌 진출이 본격화된 '23 년을 시작으로 매년 개선되고 있다. 또한 동사의 매출 중 선케어 제품의 비중이 올해 2 분기부터 유의미하게 증가할 것으로 전망하는데, 고단가의 선케어 매출 비중이 증가함에 따라 별도 법인의 수익성도 함께 증가할 것이다.

재무상태표

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	822	943	1,060	1,293	1,547
현금및현금성자산	257	256	275	315	342
매출채권 및 기타채권	283	357	402	447	481
재고자산	218	257	290	322	347
비유동자산	735	991	1,089	1,160	1,178
장기금융자산	45	55	61	66	70
유형자산	547	778	874	943	960
무형자산	54	63	59	55	53
자산총계	1,557	1,934	2,149	2,453	2,725
유동부채	989	1,114	1,249	1,385	1,486
단기금융부채	569	656	739	822	884
매입채무 및 기타채무	313	310	349	388	417
단기충당부채	4	5	6	7	7
비유동부채	209	311	325	347	367
장기금융부채	143	223	234	246	258
장기매입채무 및 기타채무	5	7	7	7	7
장기충당부채	0	0	0	0	0
부채총계	1,199	1,425	1,574	1,732	1,853
지배주주지분	363	473	536	677	822
자본금	6	6	6	6	6
자본잉여금	29	28	28	28	28
기타자본구성요소	-0	-0	-0	-0	-0
자기주식	-0	-0	-0	-0	-0
이익잉여금	313	384	475	614	759
비지배주주지분	-4	35	39	44	50
자본총계	359	509	575	721	872
부채외자본총계	1,557	1,934	2,149	2,453	2,725

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동현금흐름	231	73	176	138	100
당기순이익(손실)	38	88	121	177	190
비현금성항목등	161	186	159	185	206
유형자산감가상각비	56	64	74	81	83
무형자산상각비	4	5	4	3	3
기타	102	117	80	100	120
운전자본감소(증가)	79	-127	-19	-120	-172
매출채권및기타채권의감소(증가)	8	-68	-45	-45	-34
재고자산의감소(증가)	-15	-20	-32	-33	-24
매입채무및기타채무의증가(감소)	60	-38	39	39	29
기타	-73	-124	-149	-187	-227
법인세납부	-26	-50	-65	-83	-102
투자활동현금흐름	-105	-160	-213	-162	-111
금융자산의감소(증가)	-35	3	-10	-9	-8
유형자산의감소(증가)	-81	-161	-170	-150	-100
무형자산의감소(증가)	-4	-4	0	0	0
기타	16	2	-33	-3	-3
재무활동현금흐름	-39	68	68	62	36
단기금융부채의증가(감소)	-90	-2	83	84	62
장기금융부채의증가(감소)	51	76	11	12	12
자본의증가(감소)	-258	-0	0	0	0
배당금지급	0	-6	-26	-33	-39
기타	258	-0	0	-0	0
현금의 증가(감소)	88	-1	18	41	26
기초현금	169	257	256	275	315
기말현금	257	256	275	315	342
FCF	150	-88	6	-12	-0

자료 : 코스맥스, SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	1,777	2,166	2,440	2,716	2,921
매출원가	1,484	1,748	1,982	2,185	2,336
매출총이익	294	418	458	531	585
매출총이익률(%)	16.5	19.3	18.8	19.5	20.0
판매비와 관리비	178	243	234	261	276
영업이익	116	175	224	270	309
영업이익률(%)	6.5	8.1	9.2	9.9	10.6
비영업손익	-31	-38	-38	-10	-16
순금융손익	-26	-38	-19	-21	-22
외환관련손익	-1	16	3	3	3
관계기업등 투자손익	-2	-0	0	0	0
세전계속사업이익	84	138	186	260	292
세전계속사업이익률(%)	4.7	6.4	7.6	9.6	10.0
계속사업법인세	46	49	65	83	102
계속사업이익	38	88	121	177	190
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	38	88	121	177	190
순이익률(%)	2.1	4.1	5.0	6.5	6.5
지배주주	57	86	117	172	184
지배주주귀속 순이익률(%)	3.2	4.0	4.8	6.3	6.3
비지배주주	-19	3	4	5	6
총포괄이익	29	120	92	179	189
지배주주	51	117	90	173	184
비지배주주	-22	4	3	5	6
EBITDA	175	244	303	355	395

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
성장성 (%)					
매출액	11.1	21.9	12.6	11.3	7.6
영업이익	117.9	51.6	27.9	20.3	14.4
세전계속사업이익	1,265.1	63.4	35.3	39.7	12.5
EBITDA	56.5	39.4	23.9	17.3	11.3
EPS	174.1	50.2	36.9	46.1	7.5
수익성 (%)					
ROA	2.6	5.1	5.9	7.7	7.3
ROE	12.1	20.5	23.3	28.3	24.6
EBITDA마진	9.9	11.3	12.4	13.1	13.5
안정성 (%)					
유동비율	83.0	84.6	84.9	93.4	104.1
부채비율	334.3	280.0	273.8	240.3	212.6
순차입금/자기자본	115.8	114.6	112.9	96.4	84.4
EBITDA/이자비용(배)	5.5	5.4	11.0	11.7	12.0
배당성향	9.9	30.4	28.0	22.5	23.4
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	5,034	7,560	10,346	15,118	16,255
BPS	31,968	41,737	47,251	59,642	72,434
CFPS	10,271	13,622	17,238	22,595	23,834
주당 현금배당금	500	2,300	2,900	3,400	3,800
Valuation지표 (배)					
PER	25.1	19.7	23.1	15.8	14.7
PBR	4.0	3.6	5.1	4.0	3.3
PCR	12.3	10.9	13.9	10.6	10.0
EV/EBITDA	10.5	9.5	11.1	9.6	8.7
배당수익률	0.4	1.5	1.2	1.4	1.6

일시	투자의견	목표주가	목표가격	과리율	
			대상시점	평균주가대비	최고(최저) 추가대비
2025.09.24	매수	300,000원	6개월		



Compliance Notice

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

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

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

당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.

종목별 투자의견은 다음과 같습니다.

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

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2025년 09월 24일 기준)

매수	91.67%	중립	8.33%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------

한국콜마 (161890/KS)

조정은 매수 기회

SK증권 리서치센터

매수(신규편입)

목표주가: 100,000 원(신규편입)

현재주가: 79,100 원

상승여력: 26.4%



Analyst
형권훈

kh.hyung@sk.com.kr
3773-9997

Company Data

발행주식수	2,361 만주
시가총액	1,867 십억원
주요주주	
한국콜마홀딩스(외23)	26.59%
국민연금공단	13.40%

Stock Data

주가(25/09/23)	79,100 원
KOSPI	3,486.19 pt
52주 최고가	109,200 원
52주 최저가	49,800 원
60일 평균 거래대금	22 십억원

주가 및 상대수익률



K 선크림 경쟁력의 원천

동사는 한국 선크어 제품 경쟁력의 원동력이다. 미국 시장에서는 OTC 규제로 한국 선크어 제품의 경쟁 우위가 반감된 점은 다소 아쉬우나, 유럽을 비롯한 다른 지역에서 주요 고객사의 침투율이 증가하고 있다. 높은 매출 성장률을 보이고 있는 달바와 닥터엘 시아의 매출 기여도 증가도 기대해볼 만하다. 이에 따라 동사의 별도법인 매출은 내년에도 두 자릿수의 성장률을 기록할 것으로 전망한다.

3Q25 영업이익 시장 컨센서스 상회 전망

동사의 3 분기 실적은 매출액 6,993 억 원(+10.7% YoY, 이하 YoY 생략), 영업이익 740 억 원(+35.6%, OPM 10.7%) 기록할 것으로 전망한다. 별도 법인은 매출액 3,076 억 원(+12.4%), 영업이익 438 억 원(+17.7%, OPM 14.3%) 기록해 레거시 브랜드향 매출 감소에도 불구하고 K 뷰티의 해외 침투율 증가 및 달바, 닥터엘시아 등 고성장 브랜드의 매출 비중이 증가함에 따라 두 자릿수 매출 성장을 기록할 것이다. HK 이노엔은 매출액 2,590 억 원(+12.9%), 영업이익 321 억 원(+44.4%, OPM 12.4%) 기록할 것으로 보는데, HB&B 사업부의 정상화, 케이캡 및 수익 사업부의 지속 성장, NIP 코로나 백신 매출 등이 실적을 견인할 것이다.

주가는 이미 악재 반영 완료

동사의 주가와 밸류에이션 멀티플은 2 분기 실적이 레거시 브랜드향 매출이 감소함에 따라 시장 기대치를 하회하며 하락했다. 매출과 이익 기여도가 높은 브랜드향 매출 감소는 분명 아쉬운 포인트이나, 그럼에도 이미 악재는 지난 2 분기 실적을 기점으로 주가에 반영되었고, 인디 고객사향 매출 성장으로 올해, 그리고 '26 년 두 자릿수의 매출 및 영업이익 성장이 예상된다는 점을 고려하면 현재 주가는 동사의 실적 성장성 대비 저평가된 상태라고 판단한다. K 뷰티의 해외 수출 성장 모멘텀과, ODM 으로서 K 뷰티 밸류체인에 대한 동사의 기여도가 높다는 점을 고려해 중장기적인 관점에서 매수를 추천한다. 한국콜마 목표주가 100,000 원과 '매수' 투자의견을 제시한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	십억원	1,866	2,156	2,452	2,746	3,010	3,254
영업이익	십억원	73	136	194	268	309	373
순이익(지배주주)	십억원	-22	5	90	110	140	170
EPS	원	-961	227	3,816	4,649	5,921	7,198
PER	배	-44.3	236.2	14.4	17.0	13.4	11.0
PBR	배	1.5	1.9	1.6	2.1	1.9	1.7
EV/EBITDA	배	17.1	12.3	10.3	9.7	8.9	7.8
ROE	%	-3.3	0.8	12.5	13.1	14.9	16.1

1. 실적 추정 및 밸류에이션

한국콜마 부문별 실적 추정치									(단위: 십억 원, %)			
	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	'23	'24	'25E	'26E
매출액	575	660	627	591	653	731	693	669	2,156	2,452	2,746	3,010
한국콜마 별도	248	297	274	241	274	328	308	275	857	1,060	1,185	1,316
HK 이노엔	213	219	229	236	247	263	259	281	829	897	1,050	1,140
해외법인	55	79	63	59	72	78	66	60	260	256	276	294
중국	39	53	37	30	42	50	39	32	177	159	162	170
북미	16	26	27	29	30	28	27	28	83	97	114	124
연우	67	74	73	61	64	71	69	60	236	275	263	290
매출총이익	161	194	177	168	190	211	208	206	578	699	815	911
/GPM	28	29	28	28	29	29	30	31	27	29	30	30
영업이익	32	72	55	35	60	73	74	60	136	194	268	309
/OPM	6	11	9	6	9	10	11	9	6	8	10	10
한국콜마 별도	23	44	37	18	34	49	44	25	80	122	152	178
HK 이노엔	17	24	22	24	25	20	32	42	66	88	119	139
기타 자회사	-8	2	-6	-6	2	4	-2	-7	-9	-18	-3	-8
YoY 성장률												
매출액	18	10	21	7	14	11	11	13	16	14	12	10
한국콜마 별도	23	17	47	12	11	10	12	14	18	24	12	11
HK 이노엔	15	7	6	5	16	20	13	19	-2	8	17	9
해외법인	0	-8	2	3	31	-1	4	3	28	-1	8	6
연우	33	17	19	0	-5	-4	-5	-2	123	17	-4	10
영업이익	169	29	76	-6	85	2	36	72	86	42	38	16
한국콜마 별도	69	28	185	-2	48	11	18	40	15	54	24	17
HK 이노엔	206	59	-1	8	47	-20	44	72	26	34	35	17
기타 자회사	64	-54	3	78	-122	102	-68	9	적지	적지	흑전	170
OPM	6	11	9	6	9	10	11	9	6	8	10	10
한국콜마 별도	9	15	14	7	12	15	14	9	9	12	13	14
HK 이노엔	8	11	10	10	10	7	12	15	8	10	11	12
기타 자회사	-6	1	-4	-5	1	3	-1	-6	-2	-3	-1	-1

자료: 한국콜마, SK 증권 추정

한국콜마 목표주가 산정 로직

항목	단위	구분	값	산식
12MF 지배주주순이익	십억 원	(A)	132	
유통주식수	주	(B)	23,605,077	
12MF EPS	원	(C)	5,605	(A)/(B)
Target 멀티플	배	(D)	18	확장품 업종 12MF PER
목표주가	원	(E)	100,000	(C)*(D)
현재 주가	원	(F)	78,900	
주가 상승여력	%	(G)	26.7%	(E)/(F) - 1

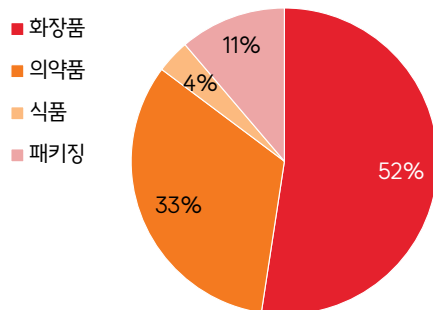
자료: SK 증권

2. 기업 Overview

(1) 사업 구성 및 현황

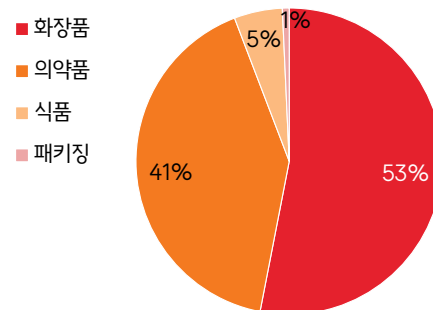
한국콜마의 사업은 크게 화장품, 의약품, 식품, 패키징 총 4 개로 구성되어 있다. 이 중 화장품 사업은 '24 년 실적 기준 전사 매출액의 52%, 영업이익의 54%를 차지했고, 올해 상반기 실적 기준 전년 동기 대비 매출액 12%, 영업이익 45% 성장해 규모와 성장성 측면에서 동사의 핵심 사업부다. 동사의 화장품 사업은 한국 화장품 밸류체인 중 ODM 을 담당하고 있는데, R&D 를 통해 확보한 화장품 포뮬라(성분, 성분배합, 제형 등)와 이를 제품화할 수 있는 생산 기술 및 시설을 바탕으로 국내외 화장품 브랜드의 요구에 맞춰 화장품을 개발하고 생산한다. 한국과 미국에 R&D 센터를 운영 중이며, 생산은 한국콜마 별도 법인과 중국, 미국, 캐나다에 위치한 해외 자회사에서 담당하고 있다.

한국콜마 부문별 매출 비중 ('24)



자료: 한국콜마, SK 증권

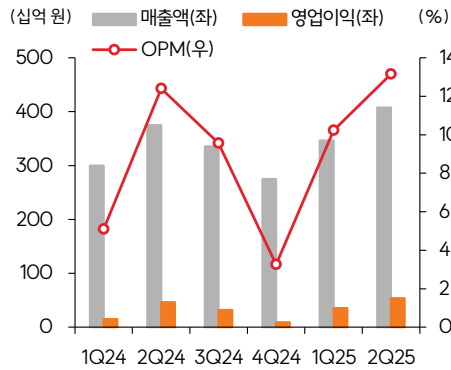
한국콜마 부문별 영업이익 비중 ('24)



자료: 한국콜마, SK 증권

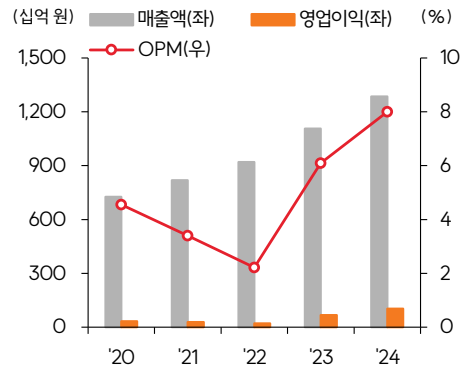
화장품 사업은 24 년 매출액 1조 2,851억 원, 영업이익 1,028억 원을 기록해 동사의 전사 매출액과 영업이익의 절반 이상을 차지하고 있다. 단일 사업부 기준으로 실적 비중이 가장 크고 성장성이 높은 동사의 핵심 사업부다. 화장품 사업의 매출액은 '22년부터 매년 두 자릿 수 성장률을 기록 중인데, 한국 화장품 브랜드의 글로벌 확장이 본격화되면서 고객사들의 오더 수량이 증가함에 따라 동사의 외형 성장이 지속되고 있다.

화장품 사업 분기 실적 추이



자료: 한국콜마, SK 증권

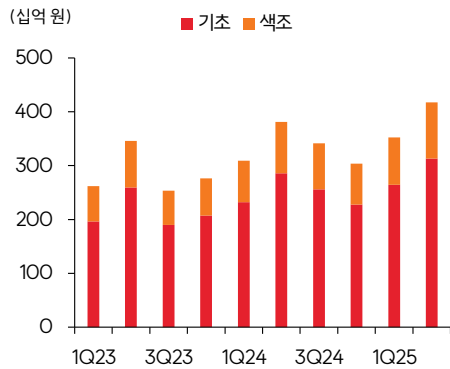
화장품 사업 연간 실적 추이



자료: 한국콜마, SK 증권

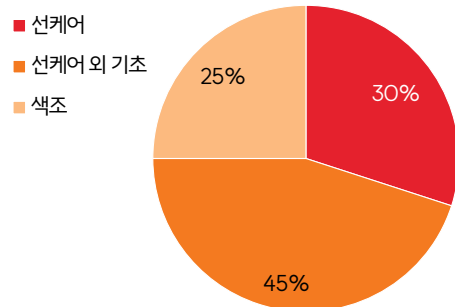
제품별로는 화장품 매출 중 기초화장품 매출이 75%를 차지하고 있다. 특히 선크어 제품이 연간 화장품 매출의 약 30%를 차지하는데, 국내 피어 그룹의 선크어 제품 매출 비중이 한 자릿 수 수준인 것과 비교하면 매우 높은 수준이다. 동사는 선크어 제품 개발 및 생산 능력을 바탕으로 한국 선크어 ODM 시장에서 압도적인 점유율을 보유하고 있다.

기초 및 색조 화장품 매출 추이



자료: 한국콜마, SK 증권

화장품 사업 내 제품별 매출 비중



자료: 한국콜마, SK 증권

(2) 별도 법인 주요 고객

한국콜마 화장품 부문은 공시를 기준으로 애터미, 카버코리아(AHC), 고운세상코스메틱(닥터지), 올리브영(브링그린, 바이오힐 보 등), L&P 코스메틱(메디힐)을 주요 고객사로 두고 있다. 공시된 고객 외에도 구다이글로벌(조선미녀), 서린컴퍼니(라운드랩), 달바글로벌(달바), 닥터엘시아 등 여러 인디 브랜드가 동사의 매출에 유의미하게 기여하고 있는 것으로 추정한다.

한국콜마 화장품 부문의 주요 고객사 예시



자료: 한국콜마, SK 증권

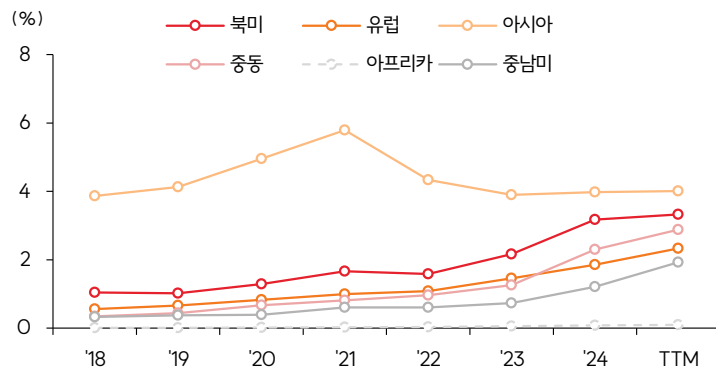
최근 애터미, 카버코리아와 같은 레거시 브랜드의 매출 비중이 감소하고, 인디 브랜드 매출 비중이 증가하고 있는 추세다. 이는 인디 브랜드의 외형이 해외 수출을 기반으로 고성장하고 있는 한편, 레거시 브랜드의 외형은 경쟁력 약화로 축소되고 있기 때문으로 분석한다. 동사의 인디 브랜드 고객사 중에서는 올리브영, 구다이글로벌, 달바글로벌, 닥터엘시아가 매출 규모와 성장성 측면에서 최근 동사의 실적에 기여 중인 것으로 본다.

3. 투자포인트

(1) K 뷰티 글로벌 침투율 증가

한국 화장품의 글로벌 침투율이 증가하고 있는 점은 동사 실적의 가장 핵심적인 요인이자 ODM 회사들의 공통적인 투자 포인트다. 한국 화장품 브랜드들이 작년에 미국 아마존 채널을 중심으로 글로벌 침투율을 높여온 데 이어서 올해에는 유럽 시장 침투율이 눈에 띄게 증가했다. 당사는 아직 한국 화장품이 침투할 국가와 채널 여력이 충분히 남아있다고 본다. 유럽의 경우 지역별로 주요 이커머스 채널에는 주요 브랜드들이 입점을 완료했지만, 시장 규모가 훨씬 큰 오프라인의 경우 영국을 제외하면 아직 대부분의 브랜드가 입점되지 않았다. 이는 시장성 높은 중동 지역도 마찬가지다. 미국의 경우에도 얼타와 세포라 등 오프라인 H&B 스토어의 채널 확장이 이제 막 시작되고 있다.

지역별 화장품 산업 규모 대비 K 뷰티 수출액 추이



자료: Euromonitor, Trass, SK 증권

K 뷰티 브랜드의 유럽 및 미국 지역의 주요 H&B 스토어 및 드럭스토어 채널 입점 현황

채널 브랜드	영국		독일			프랑스		미국	
	Superdrug (800)	Boots (1,800)	Douglas (1,900)	Rossmann (2,300)	dm (2,100)	Nocibe (400)	Sephora (300)	ULTA (1,400)	Sephora (1,700)
메디큐브	온라인	온오프라인	온라인	온오프라인	온라인	온라인	X	온오프라인	X
조선킨	온오프라인	온오프라인	온라인	온오프라인	온라인	온라인	온오프라인	X	온오프라인
아누아	온오프라인	온오프라인	온라인	온라인	X	온라인	X	온오프라인	X
닥터엘시	온라인	온오프라인	온라인	온오프라인	온라인	X	X	온라인	X
라운드랩	온오프라인	온오프라인	온라인	온라인	X	온라인	X	온라인	X
바이오던스	온라인	온오프라인	온라인	X	온라인	온라인	온오프라인	X	온오프라인
브이티	온라인	온오프라인	온라인	X	온라인	온라인	X	온오프라인	X
스킨1004	온오프라인	온오프라인	온라인	온오프라인	온라인	온오프라인	X	온오프라인	X
코스알엑스	온오프라인	온오프라인	온라인	온오프라인	온라인	온오프라인	X	온오프라인	X
토코보	온오프라인	온오프라인	온라인	X	X	온라인	X	X	X
티르티르	온라인	온오프라인	온라인	온라인	X	온라인	X	온오프라인	X
라네즈	온라인	온오프라인	X	X	X	X	온오프라인	X	온오프라인
에스트라	X	X	X	X	X	X	X	X	온오프라인
아니스프리	X	온오프라인	X	X	X	X	온오프라인	X	온오프라인

자료: Superdrug, Boots, Douglas, Rossmann, dm, Nocibe, Sephora, ULTA, SK 증권

따라서 앞으로도 한국 화장품의 글로벌 확장세가 지속될 것으로 전망하며, 이는 한국콜마의 실적 성장에 가장 핵심적인 동력이 될 것이다. 특히 동사가 시장 지배력을 갖고 있는 선크어 카테고리의 경우 올리브영 글로벌 온라인몰을 기준으로 매출 비중 17%를 기록해 전체 45개 카테고리 중 매출 비중 2위를 기록 중이다. 제품 경쟁력을 바탕으로 해외 수요가 많은 선크어 제품의 매출 비중이 높다는 점에서 한국 화장품의 글로벌 확장세와 동사의 외형 성장 간의 연결고리는 매우 강하다. 중장기적인 Q 성장의 가시성이 높다고 본다.

(2) 인디 브랜드 고객사향 매출 성장세

한국 화장품의 글로벌 확장에 더불어 동사는 매출 비중이 유의미하면서 매출 성장률이 산업 전체 성장률을 크게 상회하는 브랜드를 고객사로 두고 있다. 조선미녀, 닥터엘시아, 달바가 대표적이다. 동사가 생산하는 조선미녀 선크림은 명실상부 국가대표급 선크어 제품이다. 현재 조선미녀의 선크림은 미국 판매를 위한 OTC 제품과 기존의 Non-OTC 선크림으로 제품이 이원화되어 있다.

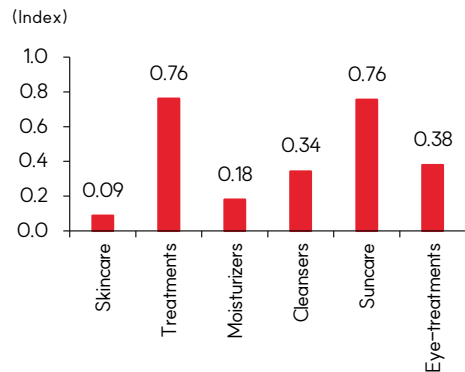
미국의 경우 FDA 의 규제로 인해 미국 판매 전용으로 출시한 OTC 제품의 경쟁력이 Non-OTC 제품에 비해 상대적으로 떨어지고, 미국 아마존의 Facial Sunscreens 카테고리에서의 제품 순위도 Non-OTC 제품에 비해 크게 하락했다. 다만 올해 7 월에 미국 세포라 온오프라인 채널에 입점해 소비자와의 접점을 확대하고 있고, 세포라 전용 선크림 제품을 출시하는 등 세포라와의 협업을 통해 미국에서 브랜드력과 실적을 충분히 방어할 수 있을 것으로 본다.

조선미녀의 세포라 전용 선크림 제품 예시



자료: Sephora, SK 증권

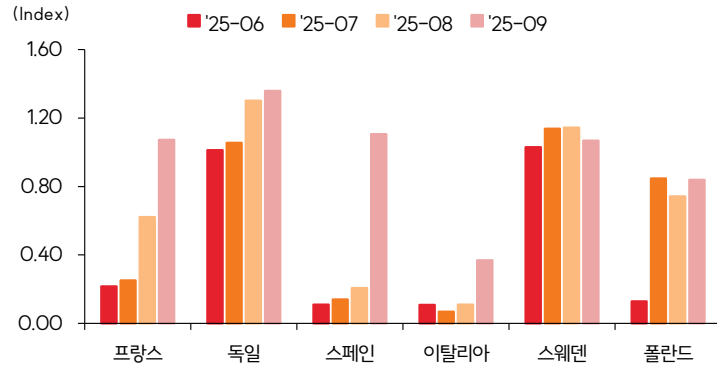
세포라 온라인몰 기준 카테고리별 조선미녀 제품 순위 (3Q25)



자료: Sephora, SK 증권

Non-OTC 선크림의 경우 미국을 제외한 지역에서 판매되고 있는데, 영국의 부츠 입점 및 유럽 주요 지역의 대표적인 뷰티 이커머스 채널에 입점하면서 올해 유럽 지역 매출 비중이 크게 증가한 것으로 추정한다. 조선미녀의 선크어 제품은 유럽과 중동 지역의 아마존에서 이미 Facial Sunscreens 카테고리에서 상위 랭크를 기록중인 동시에 최근 제품 순위가 상승하고 있어 리테일 채널에서의 데이터가 긍정적이다. 또한 최근 유럽 지역에서 브랜드 마케팅 활동을 진행하고 있어 중장기적으로 브랜드 인지도의 향상과, 이를 기반으로 한 오프라인 채널 확장을 통한 외형 성장이 지속될 것으로 전망한다.

미국 및 유럽 지역 아마존 내 조선포미 제품 순위 추이

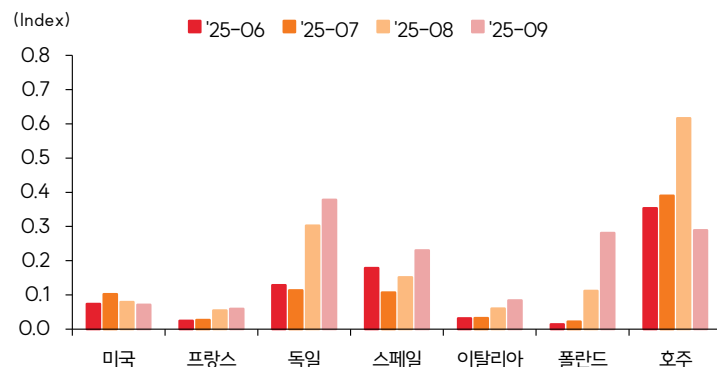


자료: Amazon, SK 증권

주: Sunscreen 카테고리내 조선포미 제품 랭킹을 지수화한 것임 (숫자가 클수록 좋음)

닥터 엘시아 브랜드의 경우 작년 하반기부터 해외 매출이 급격하게 증가하고 있다. '345 릴리프 크림' 단일 제품에 대한 매출 의존도가 매우 높은 것으로 파악하는데, 한국콜마가 해당 크림 제품을 생산하고 있다. 닥터 엘시아는 '24 년에 매출 450 억 원을 기록했고, 올해 매출 목표치를 2~3 천 억원으로 제시하고 있을 만큼 폭발적인 외형 성장이 예상된다. 실제로 닥터엘시아의 리테일 데이터 흐름은 미국, 유럽, 중동 등 글로벌 아마존 사이트 내 제품 순위를 기준으로 매우 긍정적이다. 하반기에도 한국콜마가 생산하는 크림 제품의 매출이 크게 성장할 것으로 전망하며, 이에 따라 하반기 한국콜마의 매출 성장에도 크게 기여할 것이다.

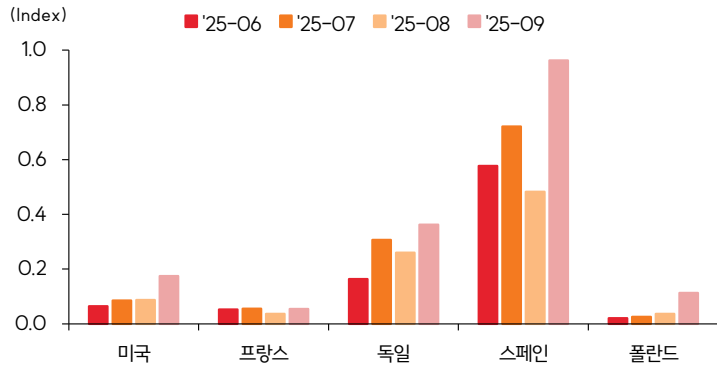
미국 및 유럽 지역 아마존 내 닥터엘시아 제품 순위 추이



자료: Amazon, SK 증권

주: Facial Creams & Moisturizers 카테고리내 닥터엘시아 제품 랭킹을 지수화한 것임 (숫자가 클수록 좋음)

미국 및 유럽 지역 아마존 내 달바 제품 순위 추이



자료: Amazon, SK 증권

주: Sunscreen 카테고리내 달바 제품 랭킹을 지수화한 것임 (숫자가 클수록 좋음)

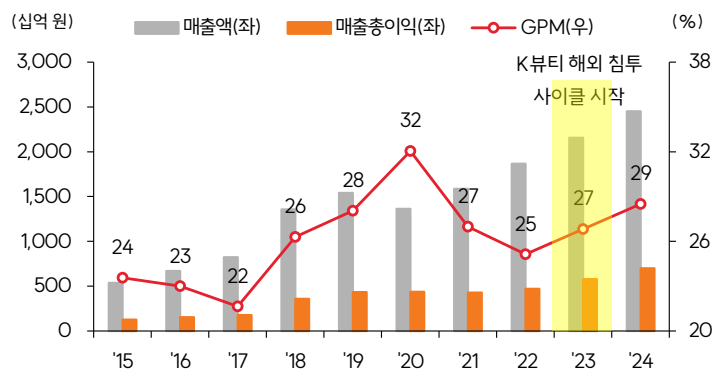
위와 같이 한국콜마의 제품이 글로벌 히트를 기록해 동사의 매출 성장에 크게 기여하는 경우가 언제든지 등장할 수 있다. 또한 한국 화장품 시장이 글로벌로 확장됨에 따라 하나의 제품이 글로벌 히트로 누릴 수 있는 매출의 규모가 과거와 비교할 수 없을 만큼 커졌다. 이러한 산업의 구조적인 변화는 동사에 기대할 수 있는 중장기적인 실적 성장의 기틀기를 가파르게 만드는 요인이다.

(3) 인디 브랜드의 대형화로 인한 영업 레버리지 효과

중장기적인 관점에서 인디 브랜드의 주문 수량이 대형화됨에 따라 영업 레버리지 효과로 동사의 수익성이 좋아질 것이라는 점도 긍정적이다. 한국의 화장품 ODM 산업은 다품종 소량 생산 방식이 일반적이다. 한국콜마 별도 법인만 해도 수백 개 고객사의 수많은 종류의 제품들을 생산해야 한다. 이 때 전체 생산수량이 같아도 생산하는 제품의 SKU 가 많아질수록 재정비하는 오버헤드 비용이 커진다. 따라서 단위 제품 종류당 생산량이 커질수록 이를 생산하는 데 필요한 총 비용이 감소하게 된다. 따라서 ODM 관점에서 인디 고객사의 오더는 매출 규모가 지금처럼 커지기 전에는 수익성이 낮았다.

반면 인디 브랜드가 글로벌 시장에 진출하고 매출 볼륨이 커지면서 단일 제품당 주문 수량도 과거 대비 크게 증가했다. 동사의 입장에서는 전체 생산량이 성장하는 동시에 제품당 평균 생산량이 증가해 매출 성장 뿐만 아니라 생산성의 향상으로 수익성이 같이 증가하는 효과를 누릴 수 있다. 실제로 이번 한국 화장품의 해외 침투 사이클에서 한국콜마 별도 법인의 매출총이익률은 매출액이 성장함에 따라 지속적으로 개선되는 추세다. 인디 브랜드가 주도하는 이번 화장품 사이클이 지속되는 한 동사의 수익성 개선을 기대할 수 있다.

한국콜마 연도별 매출 및 매출총이익률 추이



자료: 한국콜마, SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	898	859	985	1,164	1,427
현금및현금성자산	171	142	173	154	200
매출채권 및 기타채권	324	294	330	361	391
재고자산	281	328	367	402	435
비유동자산	2,111	2,268	2,415	2,531	2,591
장기금융자산	60	66	76	90	103
유형자산	660	811	927	1,031	1,079
무형자산	1,271	1,249	1,247	1,245	1,243
자산총계	3,009	3,127	3,399	3,694	4,018
유동부채	1,284	1,215	1,357	1,485	1,602
단기금융부채	854	799	895	981	1,060
매입채무 및 기타채무	294	246	275	302	326
단기충당부채	1	1	1	1	1
비유동부채	307	406	405	410	414
장기금융부채	249	352	352	352	352
장기매입채무 및 기타채무	4	7	7	7	7
장기충당부채	3	4	4	5	5
부채총계	1,591	1,621	1,762	1,894	2,017
지배주주지분	649	793	881	989	1,124
자본금	11	12	12	12	12
자본잉여금	262	295	295	295	295
기타자본구성요소	0	0	0	0	0
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	368	488	581	700	846
비지배주주지분	770	713	756	811	877
자본총계	1,419	1,506	1,637	1,800	2,001
부채와자본총계	3,009	3,127	3,399	3,694	4,018

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동현금흐름	112	215	228	147	184
당기순이익(손실)	25	125	153	194	236
비현금성항목등	219	195	176	201	221
유형자산감가상각비	73	69	84	96	102
무형자산상각비	21	23	22	22	22
기타	126	103	69	82	97
운전자본감소(증가)	-76	-40	-24	-158	-169
매출채권및기타채권의감소(증가)	-60	40	-35	-32	-29
재고자산의감소(증가)	-41	-53	-39	-35	-33
매입채무및기타채무의증가(감소)	26	-7	29	26	24
기타	-74	-89	-119	-145	-171
법인세납부	-18	-25	-43	-55	-67
투자활동현금흐름	-156	-205	-263	-255	-202
금융자산의감소(증가)	-35	49	-13	-16	-14
유형자산의감소(증가)	-106	-245	-200	-200	-150
무형자산의감소(증가)	-16	-13	-20	-20	-20
기타	1	4	-30	-19	-18
재무활동현금흐름	-8	-43	79	65	56
단기금융부채의증가(감소)	-4	3	96	86	79
장기금융부채의증가(감소)	12	22	0	0	0
자본의증가(감소)	-2	33	0	0	0
배당금지급	-17	-19	-17	-21	-24
기타	3	-81	0	-0	0
현금의 증가(감소)	-49	-29	31	-19	46
기초현금	220	171	142	173	154
기말현금	171	142	173	154	200
FCF	6	-30	28	-53	34

자료 : 한국콜마, SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	2,156	2,452	2,746	3,010	3,254
매출원가	1,578	1,753	1,931	2,099	2,246
매출총이익	578	699	815	911	1,007
매출총이익률(%)	26.8	28.5	29.7	30.3	31.0
판매비와 관리비	442	505	547	602	635
영업이익	136	194	268	309	373
영업이익률(%)	6.3	7.9	9.8	10.3	11.5
비영업손익	-102	-54	-72	-60	-70
순금융손익	-37	-40	-34	-37	-39
외환관련손익	1	15	6	6	7
관계기업등 투자손익	3	12	5	7	8
세전계속사업이익	34	140	196	249	303
세전계속사업이익률(%)	1.6	5.7	7.1	8.3	9.3
계속사업법인세	9	14	43	55	67
계속사업이익	25	125	153	194	236
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	25	125	153	194	236
순이익률(%)	1.2	5.1	5.6	6.5	7.3
지배주주	5	90	110	140	170
지배주주귀속 순이익률(%)	0.2	3.7	4.0	4.6	5.2
비지배주주	20	35	43	55	66
총포괄이익	14	105	149	183	225
지배주주	-2	75	106	130	160
비지배주주	16	30	43	53	65
EBITDA	230	286	374	428	497

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
성장성 (%)					
매출액	15.5	13.7	12.0	9.6	8.1
영업이익	85.8	42.4	38.2	15.5	20.5
세전계속사업이익	102.3	307.1	40.1	27.4	21.6
EBITDA	54.6	24.3	30.8	14.4	16.1
EPS	흑전	1,581.7	21.8	27.4	21.6
수익성 (%)					
ROA	0.8	4.1	4.7	5.5	6.1
ROE	0.8	12.5	13.1	14.9	16.1
EBITDA마진	10.7	11.7	13.6	14.2	15.3
안정성 (%)					
유동비율	70.0	70.7	72.5	78.4	89.1
부채비율	112.1	107.7	107.6	105.2	100.8
순차입금/자기자본	57.9	62.5	61.0	60.9	56.2
EBITDA/이자비용(배)	5.1	6.1	10.4	11.1	12.1
배당성향	264.4	18.9	18.7	16.9	15.3
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	227	3,816	4,649	5,921	7,198
BPS	28,347	33,579	37,340	41,903	47,603
CFPS	4,323	7,712	9,142	10,945	12,462
주당 현금배당금	600	720	870	1,000	1,100
Valuation지표 (배)					
PER	236.2	14.4	17.0	13.4	11.0
PBR	1.9	1.6	2.1	1.9	1.7
PCR	12.4	7.1	8.7	7.2	6.3
EV/EBITDA	12.3	10.3	9.7	8.9	7.8
배당수익률	1.1	1.3	1.1	1.3	1.4

일시	투자의견	목표주가	목표가격	괴리율	
			대상시점	평균주가대비	최고(최저) 추가대비
2025.09.24	매수	100,000원	6개월		



Compliance Notice

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

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

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

당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.

종목별 투자의견은 다음과 같습니다.

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

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2025년 09월 24일 기준)

매수	91.67%	중립	8.33%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------

실리콘투 (257720/KQ)

내년이 기대되는 이유

SK증권 리서치센터

매수(신규편입)

목표주가: 57,000 원(신규편입)

현재주가: 46,050 원

상승여력: 23.8%



Analyst
형권훈

kh.hyung@sk.com
3773-9997

Company Data

발행주식수	6,117 만주
시가총액	2,817 십억원
주요주주	
김성운(와15)	46.93%
자사주	0.00%

Stock Data

주가(25/09/23)	46,050 원
KOSDAQ	872.21pt
52주 최고가	61,800 원
52주 최저가	23,550 원
60일 평균 거래대금	48 십억원

주가 및 상대수익률



K 뷰티 TAM 확장의 주역

동사는 K 뷰티 도매 유통사로, 규모와 유통 역량 면에서 글로벌 K 뷰티 도매 유통 산업에서 높은 경쟁력을 보유하고 있다. 미국 지역에서는 작년 말 압도적인 물류 경쟁력을 가진 아마존의 영향으로 매출이 감소했지만, 올해 유럽에서 영국의 'Boots'를 비롯해 지역별 메이저 드럭스토어 온라인 몰에 K 뷰티 브랜드를 성공적으로 입점시키면서 유통사로서의 경쟁력을 확인할 수 있었다. 중장기적으로 유럽 오프라인 채널을 비롯해 4월에 법인을 설립한 중동지역 등 채널과 지역 확장을 통한 실적 성장을 기대해볼 만하다.

3Q25 영업이익 시장 컨센서스 소폭 하회 전망

동사의 3 분기 실적은 매출액 2,838 억 원(+52% YoY, 이하 YoY 생략), 영업이익 591억 원(+39%, OPM20.8%) 기록할 것으로 전망한다. K 뷰티의 해외 침투율이 지속적으로 확대되는 가운데, 유럽과 중동 지역이 CA 부문의 매출 성장을 견인했을 것이다. 유럽 지역은 영국 'Boots'를 비롯해 유럽 메이저 리테일 채널에 제품을 공급함으로써 매출이 올해 초 계단식으로 성장한 가운데, 메디큐브, 닥터 엘시아 브랜드가 CA 부문에서 QoQ 로 매출이 크게 증가했을 것이다. 영업이익률은 2 분기 대비 약 1%p 개선되었을 것으로 보는데, 2 분기에 운반비와 광고선전비가 경량적인 수준 대비 일시적으로 높아진 것이 정상화될 것임을 가정했다.

K 뷰티 수요 증가 속, 공급자인 실리콘투의 투자 매력 유효

K 뷰티 수요가 증가하고 있는 가운데, K 뷰티의 공급은 유럽 오프라인 시장과 중동 등 타 지역에서 성장할 수 있는 여력이 아직 많이 남았다고 본다. 그리고 실리콘투는 규모, 유통 역량, 메이저 리테일러 제품 공급 레퍼런스 등 K 뷰티 공급 시장에서 경쟁 우위를 보유하고 있다. 그에 반해 주가는 2 분기 실적이 시장 기대치를 하회하며 크게 하락한 상태다. 단기 실적에 대한 기대보다는 중장기적인 관점에서 매수할 만한 주가 수준이라고 판단한다. 실리콘투 목표주가 57,000 원과 '매수' 투자 의견을 제시한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	십억원	165	343	692	1,076	1,449	1,863
영업이익	십억원	14	48	138	207	276	342
순이익(지배주주)	십억원	11	38	121	167	222	276
EPS	원	185	629	1,983	2,552	3,380	4,215
PER	배	13.2	12.2	16.5	18.0	13.6	10.9
PBR	배	1.5	3.5	7.6	7.0	4.6	3.3
EV/EBITDA	배	8.1	9.7	14.4	13.6	9.9	7.8
ROE	%	12.2	32.9	60.9	48.5	41.1	35.0

1. 실적 추정치 및 밸류에이션

실리콘투 실적 추정치									(단위: 십억 원, %)			
	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	23	24	25E	26E
매출액	150	181	187	174	246	265	284	281	343	692	1,076	1,449
CA 매출	126	154	166	163	228	245	262	260	272	609	995	1,340
PA 매출	5	6	6	10	10	11	12	12	18	26	44	60
풀필먼트매출	19	21	14	1	8	9	9	10	53	55	36	48
기타	0	0	0	1	0	0	0	0	0	1	1	1
매출총이익	51	62	64	56	78	87	93	92	115	233	350	456
/GPM (%)	34	34	35	32	32	33	33	33	34	34	33	32
영업이익	29	39	43	27	48	52	59	48	48	138	207	276
/OPM (%)	20	21	23	15	19	20	21	17	14	20	19	19
YoY 증감률												
매출액	158	132	85	64	64	46	52	62	107	102	56	35
매출총이익	167	145	96	47	53	42	44	64	118	102	50	30
영업이익	297	275	182	79	62	34	39	81	236	188	51	33

자료: 실리콘투, SK 증권 추정

실리콘투 목표주가 산정 로직

항목	단위	구분	값	산식
12MF 지배주주순이익	십억 원	(A)	208	
유통주식수	주	(B)	65,576,252	
12MF EPS	원	(C)	3,176	(A)/(B)
Target 멀티플	배	(D)	18	화장품 업종 12MF PER
목표주가	원	(E)	57,000	(C)*(D)
현재 주가	원	(F)	46,050	
주가 상승여력	%	(G)	23.8%	(E)/(F) - 1

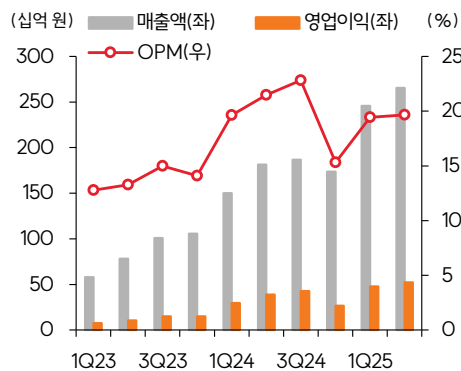
자료: SK 증권

2. 기업 Overview

(1) 사업 구성 및 현황

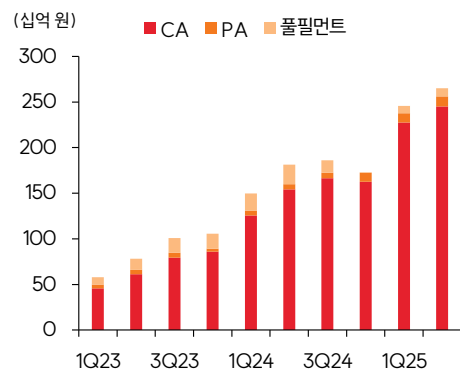
K 뷰티 전문 유통사인 실리콘투의 사업은 CA(Corporate Account, B2B), PA(Personal Account, B2C), 풀필먼트 3개 부문으로 구성되어 있다. 부문별 매출 비중은 '24 년 기준 CA 88%, PA 4%, 풀필먼트 8%로 CA 부문의 실적 비중이 매우 크다. CA 부문은 K 뷰티 브랜드의 제품을 사입해 고객인 해외 현지 리테일러의 주문에 맞춰 발송하는 도매 사업을 영위하고 있다. 이를 위해 동사는 한국, 미국, 폴란드, 아랍에미리트에 현지 법인과 물류창고를 운영 중이다. CA 부문에서는 주문 받은 제품을 보통 현지 물류 창고를 통해 고객에게 발송하며, 현지 물류 창고가 없거나 창고에 재고가 부족한 경우 일반적으로는 해상 운송을 통해, 또는 급하게 재고가 필요한 경우 항공 운송을 통해 제품을 한국에서 현지로 발송한다. CA 부문의 경쟁사는 아마존(FBA 서비스), YesAsia(Asian Beauty Wholesale), 구다이글로벌(UMMA) 등이 있다.

실리콘투 분기 실적 추이



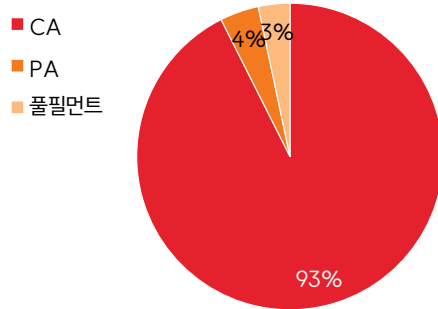
자료: 실리콘투, SK 증권

실리콘투 부문별 분기 매출 추이



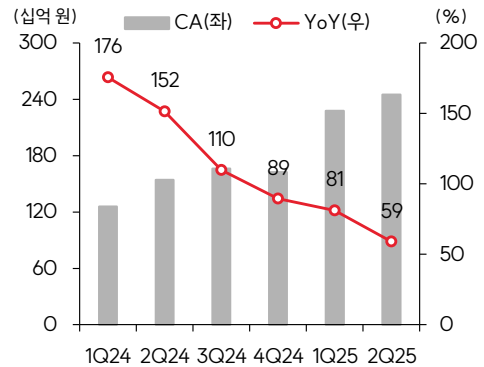
자료: 실리콘투, SK 증권

실리콘투 부문별 매출 비중



자료: 실리콘투, SK 증권

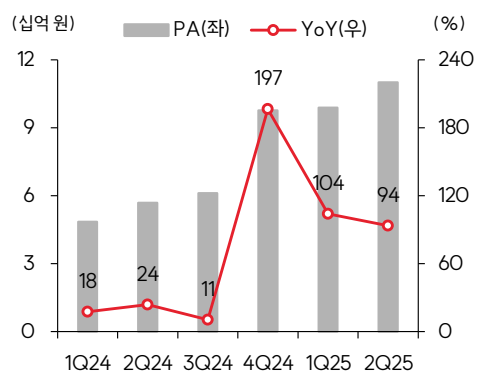
CA 부문 매출 추이



자료: 실리콘투, SK 증권

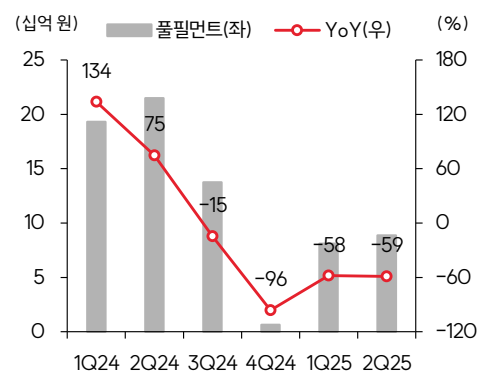
PA 부문은 K 뷰티 역직구 플랫폼인 StyleKorean 웹사이트를 통해 역직구 사업을 운영 중이다. PA 부문의 고객은 K 뷰티 제품을 소비하고 싶어하는 해외 소비자들이며, 동사는 웹사이트를 통해 소비자들의 주문을 받고 물건을 배송한다. PA 부문의 매출은 최근 K 뷰티에 대한 글로벌 수요가 증가함에 따라 높은 성장률로 성장하고 있다. 다만 전사 매출 대비 PA 부문의 비중은 4%로 작는데, 역직구 사업이 가진 TAM의 한계와 CJ 올리브영의 올리브영글로벌몰, YesAsia의 YesStyle과 같은 경쟁사들의 입지 때문으로 분석한다.

PA 부문 매출 추이



자료: 실리콘투, SK 증권

폴필먼트 부문 매출 추이

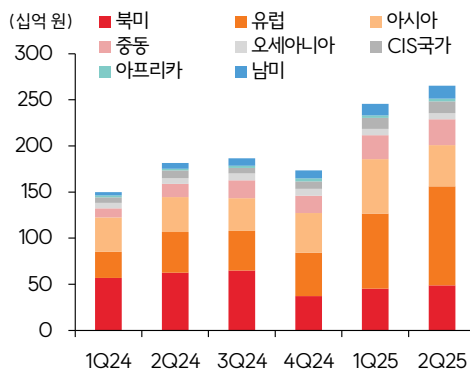


자료: 실리콘투, SK 증권

풀필먼트 부문은 주로 영세한 뷰티 브랜드의 해외 플랫폼 입점 및 운영을 위탁 받는 사업이다. 과거 조선미녀 등 한국 인디 뷰티 브랜드의 미국 아마존 셀러 계정을 위탁받아 운영했으나, 미국 내 K 뷰티 시장 크기가 커졌고, '24 년 하반기부터 아마존이 한국 인디 브랜드에 대해 FBA 서비스를 본격적으로 영업하기 시작하면서 점차 인디 브랜드들이 미국사업을 직접 운영하는 방식이 보편화되었다. 동시에 동사의 풀필먼트 사업 매출은 작년 상반기에 비해 약 절반 가까이 감소한 상태다.

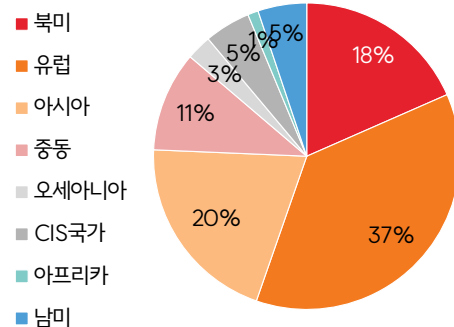
(2) 지역별 매출 현황

실리콘투 지역별 매출 비중



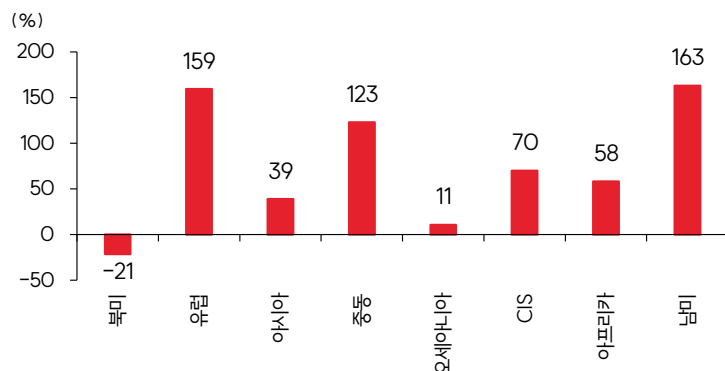
자료: 실리콘투, SK 증권

실리콘투 지역별 매출 추이



자료: 실리콘투, SK 증권

실리콘투 지역별 상반기 누적 매출 성장률



자료: 실리콘투, SK 증권

올해 상반기 누적 기준 동사의 권역별 매출 비중은 유럽 36.9%, 아시아 19.1%, 북미 18.4%, 중동 11.8%, 중남미 5.2%, 기타 8.6%로, 유럽향 매출 비중이 매우 크다. '24 년의 경우 북미 지역 매출 비중이 32%로 가장 컸지만, 앞서 언급했듯이 아마존이 미국 내에서 K 뷰티 유통 산업의 강력한 경쟁자로 부상했고, 선크림에 대한 OTC 규제로 작년 4 분기부터 북미 매출 비중이 감소했다. 북미지역 매출은 올해 상반기 들어 QoQ 로 회복 중이나 상반기 누적 매출 기준 작년 대비 21% 감소했다.

한편 유럽 매출 비중은 '24 년 24%에서 올해 상반기 37%로 크게 증가했다. 동사는 영국의 'Boots', 독일의 'dm' 등 유럽 주요 온오프라인 뷰티 리테일러의 공식적인 벤더사로 선정되어 올해 초부터 K 뷰티 제품을 유럽의 메이저 리테일 채널에 본격적으로 납품하기 시작했다. 미국에서의 성공 레퍼런스와 SNS 를 통한 바이럴로 K 뷰티 제품에 대한 유럽 소비자들의 수요가 증가한 상황에서 유럽 현지의 메이저한 뷰티 리테일러에 K 뷰티 제품들을 공급하면서 동사의 유럽 실적이 빠르게 성장하고 있다.

중동지역의 매출 비중도 작년 9% 대비 올해 상반기 11.8%로 증가했다. 매출 성장률은 상반기에 123% 기록했는데, 2 분기에 이란과 이스라엘의 전쟁 문제로 영업환경이 좋지 않았음에도 매출이 매우 빠르게 증가했다. 동사는 중동에서 증가하는 K 뷰티 수요에 대응하기 위해 4 월에 아랍에미리트의 두바이에 현지 법인 설립을 완료해 현지 유통 경쟁력을 강화했다.

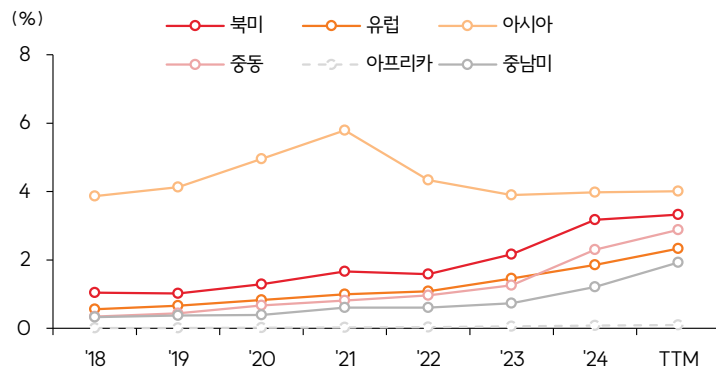
아시아 지역 매출 비중은 올해 상반기에 20% 수준이었으며, 매출액 성장률은 39%였다. 2 분기에 인도네시아 최대 명절인 '크바란'의 영향으로 해당 지역 매출이 QoQ 약 80 억 원 감소했음을 고려하면 아시아 지역의 매출도 빠르게 늘고 있다.

3. 투자포인트

(1) K 뷰티의 글로벌 수요에 맞춰 공급이 증가하는 사이클

한국 화장품에 대한 수요가 증가하고, 이에 맞춰 공급이 함께 증가하는 사이클이 지속될 것이라는 점이 동사의 가장 큰 투자포인트다. 한국 화장품 브랜드들이 작년에 미국 아마존 채널을 중심으로 글로벌 침투율을 높여온 데 이어서 올해에는 유럽 시장 침투율이 눈에 띄게 증가했다. 당사는 아직 한국 화장품이 침투할 국가와 채널 여력이 충분히 남아있다고 본다. 유럽의 경우 지역별로 주요 이커머스 채널에는 주요 브랜드들이 입점을 완료했지만, 시장 규모가 훨씬 큰 오프라인의 경우 영국을 제외하면 아직 대부분의 브랜드가 입점 되지 않았다. 미국의 경우에도 아마존은 이미 침투가 충분히 이루어졌지만, 얼타와 세포라 등 TAM이 큰 오프라인 채널로의 침투가 이제 막 시작되고 있다. 각 지역에서 K 뷰티 소비가 증가함에 따라 발생하는 공급 쇼티지를 해소하는 것이 동사의 주된 사업모델이자 실적 성장의 핵심이라고 보는데, 중장기적으로 이러한 방식에 기반한 실적 성장세가 지속될 것으로 전망한다.

지역별 화장품 산업 규모 대비 K 뷰티 수출액 추이



자료: Euromonitor, Trass, SK 증권

K 뷰티 브랜드의 유럽 및 미국 지역의 주요 H&B 스토어 및 드럭스토어 채널 입점 현황

채널 브랜드	영국		독일			프랑스		미국	
	Superdrug (800)	Boots (1,800)	Douglas (1,900)	Rossmann (2,300)	dm (2,100)	Nocibe (400)	Sephora (300)	ULTA (1,400)	Sephora (1,700)
메디큐브	온라인	온오프라인	온라인	온오프라인	온라인	온라인	X	온오프라인	X
조선크미	온오프라인	온오프라인	온라인	온오프라인	온라인	온라인	온오프라인	X	온오프라인
아누아	온오프라인	온오프라인	온라인	온라인	X	온라인	X	온오프라인	X
닥터엘시아	온라인	온오프라인	온라인	온오프라인	온라인	X	X	온라인	X
라운드랩	온오프라인	온오프라인	온라인	온라인	X	온라인	X	온라인	X
바이오던스	온라인	온오프라인	온라인	X	온라인	온라인	온오프라인	X	온오프라인
브이티	온라인	온오프라인	온라인	X	온라인	온라인	X	온오프라인	X
스킨1004	온오프라인	온오프라인	온라인	온오프라인	온라인	온오프라인	X	온오프라인	X
코스알엑스	온오프라인	온오프라인	온라인	온오프라인	온라인	온오프라인	X	온오프라인	X
토코보	온오프라인	온오프라인	온라인	X	X	온라인	X	X	X
티르티르	온라인	온오프라인	온라인	온라인	X	온라인	X	온오프라인	X
라네즈	온라인	온오프라인	X	X	X	X	온오프라인	X	온오프라인
에스트라	X	X	X	X	X	X	X	X	온오프라인
아니스프리	X	온오프라인	X	X	X	X	온오프라인	X	온오프라인

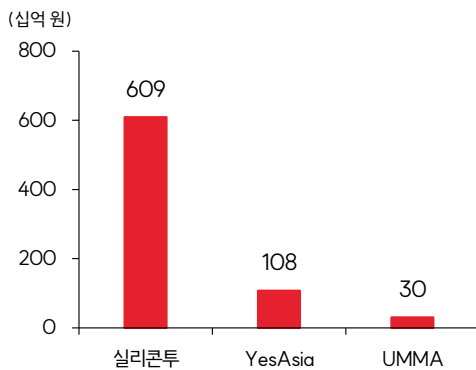
자료: Superdrug, Boots, Douglas, Rossmann, dm, Nocibe, Sephora, ULTA, SK 증권

쇼티지가 해소되었을 때 실리콘투가 누릴 수 있는 매출의 크기는 이미 지난 상반기 실적을 통해 확인된 바 있다. 동사는 올해 초부터 영국 'Boots'의 온오프라인 채널 및 여러 유럽의 온라인 리테일 채널에 K 뷰티 제품들을 입점시키기 시작했는데, 그 결과 동사의 올해 상반기 유럽 매출은 작년의 두 배 이상의 규모가 되었다. 유럽은 미국에 비해 크기가 작은 시장들이 여러 개 모여 있는 구조이기 때문에 단위 시간당 확장 가능한 TAM의 크기는 미국보다 작겠지만, 합쳐보면 미국만큼 큰 유럽 시장에서 K 뷰티 공급이 증가함에 따라 실리콘투가 접근 가능한 TAM 이 커질 것이다. 여기에 중동, 아시아, 남미 등 기회의 땅들도 남아 있다. 특히 올해 4월에 현지 법인을 설립하고 물류 창고를 운영하기 시작한 중동지역에서 추후 공급 확대를 기대해볼 만 하다.

(2) 규모의 경제와 전환 비용

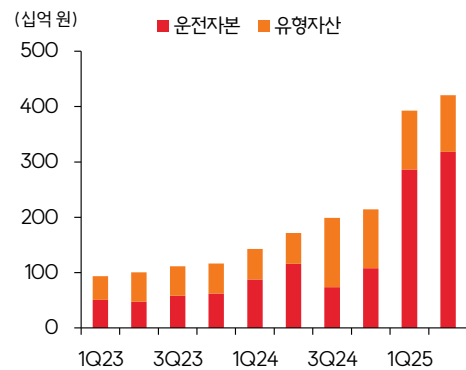
실리콘투는 사업의 규모와 유통 노하우 측면에서 K 뷰티 유통 경쟁사에 비해 경쟁 우위가 있다. 먼저 K 뷰티 글로벌 유통사 중 실리콘투의 매출 규모는 경쟁사 대비 압도적으로 크다. 동사는 '24 년에 CA 매출로만 6,087 억 원을 기록했다. 이는 같은 기간 예스아시아 B2B 매출인 1,076 억과, UMMA 의 매출액인 약 300 억 원에 비해 압도적으로 크다. 매출이 큰 만큼 동사는 경쟁사 대비 더 많은 지역에 더 많은 고객을 선점하고 있다. 여기에는 현지의 영세한 K 뷰티 리테일러를 비롯해 'Boots', 'DM', 'Douglas' 등 대형 메이저 리테일러들도 포함된다. 실리콘투의 다양한 SKU 와 보유 재고 규모, 유통 노하우는 고객 입장에서 레퍼런스로 작용해 다른 유통사로 거래처를 이전할 유인을 줄이는 역할을 할 것이다. 고객사 입장에서는 검증된 벤더를 두고 다른 벤더로 갈아탐으로써 부담해야 할 전환 비용을 피하고 싶어할 가능성이 클 것이기 때문이다.

실리콘투 및 경쟁사 B2B 매출 ('24)



자료: 각 사, SK 증권

실리콘투 운전자본 및 유형자산 추이



자료: 실리콘투, SK 증권

글로벌 K 뷰티 유통사로서 실리콘투와 유사한 경쟁력을 갖추기 위해서는 먼저 대규모 물류 시설과 재고가 확충되어야 한다. 실리콘투는 올해 2 분기 말 기준 1,022 억 원 규모의 유형자산을 운영 중이며 운전자본 규모는 3,184 억 원에 달한다. 경쟁사가 실리콘투의 규모를 따라잡기 위해서는 대규모의 자본 투입이 필요하며, 뿐만 아니라 B2B 유통에 대한 노하우도 필요하다. 이 두 가지가 결합되어 K 뷰티 유통사에서 실리콘투의 경쟁력을 방어하는 역할을 할 것이다.

재무상태표

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	136	297	533	752	1,088
현금및현금성자산	17	86	168	239	395
매출채권 및 기타채권	23	50	78	106	136
재고자산	79	146	256	371	514
비유동자산	79	161	186	279	321
장기금융자산	1	4	5	7	9
유형자산	54	107	119	199	226
무형자산	1	2	2	2	2
자산총계	215	458	719	1,031	1,408
유동부채	74	189	283	373	474
단기금융부채	58	149	231	312	401
매입채무 및 기타채무	2	2	4	5	6
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	6	7	7	7	7
장기금융부채	6	6	6	6	6
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	0	0	0	0	0
부채총계	80	196	290	381	482
지배주주지분	135	262	429	651	927
자본금	30	31	31	31	31
자본잉여금	30	31	31	31	31
기타자본구성요소	1	0	0	0	0
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	71	192	359	581	857
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	135	262	429	651	927
부채와자본총계	215	458	719	1,031	1,408

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동현금흐름	-18	60	34	94	117
당기순이익(손실)	38	121	167	222	276
비현금성항목등	15	30	46	72	88
유형자산감가상각비	4	6	6	18	22
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타	11	24	40	54	66
운전자본감소(증가)	-67	-65	-129	-132	-163
매출채권및기타채권의감소(증가)	-18	-14	-28	-27	-30
재고자산의감소(증가)	-50	-60	-110	-114	-143
매입채무및기타채무의증가(감소)	-1	-8	1	1	1
기타	-9	-46	-96	-128	-160
법인세납부	-5	-21	-46	-61	-76
투자활동현금흐름	-18	-72	-21	-98	-46
금융자산의감소(증가)	0	-1	-1	-1	-1
유형자산의감소(증가)	-13	-63	-18	-98	-49
무형자산의감소(증가)	-1	-1	0	0	0
기타	-5	-7	-3	0	4
재무활동현금흐름	33	81	83	80	89
단기금융부채의증가(감소)	35	88	83	80	89
장기금융부채의증가(감소)	-2	-7	0	0	0
자본의증가(감소)	1	1	0	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
기타	-0	-1	0	0	0
현금의 증가(감소)	-4	69	82	71	155
기초현금	21	17	86	168	239
기말현금	17	86	168	239	395
FCF	-31	-3	16	-4	68

자료 : 실리콘투, SK증권 추정

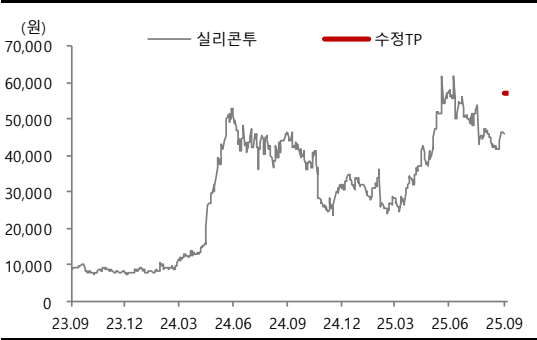
포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	343	692	1,076	1,449	1,863
매출원가	228	459	726	993	1,295
매출총이익	115	233	350	456	568
매출총이익률(%)	33.6	33.7	32.5	31.5	30.5
판매비와 관리비	67	95	143	181	226
영업이익	48	138	207	276	342
영업이익률(%)	13.9	19.9	19.3	19.0	18.4
비영업손익	0	11	6	7	10
순금융손익	0	-4	-5	-7	-9
외환관련손익	-1	10	8	10	13
관계기업등 투자손익	2	1	3	3	5
세전계속사업이익	48	149	213	282	352
세전계속사업이익률(%)	14.0	21.5	19.8	19.5	18.9
계속사업법인세	10	28	46	61	76
계속사업이익	38	121	167	222	276
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	38	121	167	222	276
순이익률(%)	11.1	17.5	15.6	15.3	14.8
지배주주	38	121	167	222	276
지배주주귀속 순이익률(%)	11.1	17.5	15.6	15.3	14.8
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	38	126	167	222	276
지배주주	38	126	167	222	276
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	52	143	213	293	364

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
성장성 (%)					
매출액	107.5	101.7	55.6	34.7	28.5
영업이익	235.8	187.8	50.6	33.0	24.2
세전계속사업이익	237.3	209.0	43.4	32.4	24.7
EBITDA	204.0	178.2	48.8	37.6	24.1
EPS	239.6	215.1	28.7	32.4	24.7
수익성 (%)					
ROA	22.1	35.9	28.5	25.3	22.7
ROE	32.9	60.9	48.5	41.1	35.0
EBITDA마진	15.0	20.7	19.8	20.2	19.5
안정성 (%)					
유동비율	183.9	156.9	188.4	201.4	229.5
부채비율	59.5	75.0	67.6	58.5	51.9
순차입금/자기자본	23.3	25.9	15.7	11.7	0.9
EBITDA/이자비용(배)	72.4	25.8	41.8	40.7	38.7
배당성향	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	629	1,983	2,552	3,380	4,215
BPS	2,235	4,297	6,541	9,921	14,136
CFPS	691	2,077	2,644	3,651	4,547
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
Valuation지표 (배)					
PER	12.2	16.5	18.0	13.6	10.9
PBR	3.5	7.6	7.0	4.6	3.3
PCR	11.2	15.7	17.4	12.6	10.1
EV/EBITDA	9.7	14.4	13.6	9.9	7.8
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

일시	투자의견	목표주가	목표가격	과리율	
			대상시점	평균주가대비	최고(최저) 추가대비
2025.09.24	매수	57,000원	6개월		



Compliance Notice

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

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

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

당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.

종목별 투자의견은 다음과 같습니다.

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

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2025년 09월 24일 기준)

매수	91.67%	중립	8.33%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------