

[2026년 연간전망]
화장품

Gear Shifting

화장품. 형권훈



화장품 비중확대(유지)

Gear Shifting

24년 리뷰: 기시감이 드는 상고하저의
업황 흐름

올해 화장품 업종 주가 흐름은 상고하저로 작년과 판박이었다. 상반기까지는 유럽향 수출이 급증하면서 강한 성장 모멘텀을 만들어냈지만, 하반기에 유럽, 아시아(중국 제외), 중동 등 대부분의 지역에서 수출 모멘텀이 약화되면서 산업 전반적인 성장 모멘텀이 약해졌다. 이러한 흐름이 3분기 실적에 반영되어 대형 ODM 실적이 시장 컨센서스를 크게 하회함에 따라 투자センチ먼트가 급격하게 얼어붙었다.

25년 전망:

1) 미국: Ulta, Sephora 등 메이저
오프라인 채널 침투 본격화

26년에는 산업의 성장률이 올해 대비 낮아질 것으로 전망하나, 미국 오프라인과 유럽 시장 침투가 본격화됨에 따라 산업의 성장 모멘텀이 개선될 가능성이 높다. 올해 하반기 Ulta, Sephora와 같은 미국 메이저 리테일 채널에 입점하는 사례가 늘고 있다. 메디큐브, 조선티너, 아누아 등의 브랜드가 입점 초기부터 소비자 반응이 긍정적인 만큼, 내년에 리오더 물량이 크게 증가할 것으로 전망한다. 아직 입점 대기 중인 브랜드까지 고려하면, 내년에 미국 오프라인 시장 침투가 본격화될 것이다.

2) 유럽: 브랜드의 유럽 시장 공략
본격화될 것. 미국 대비 침투율 절반
수준으로, 아직 침투 여력 많다.

유럽 시장 역시 내년 인디 브랜드의 본격적인 침투가 시작될 것이다. 지금까지 브랜드사는 미국 시장에 마케팅과 프로모션을 집중했으나, 최근 인디 브랜드사들이 유럽 시장 공략을 본격화하려는 움직임을 보이고 있다. 유럽 화장품 시장 규모 대비 한국 화장품 수출액은 '25년 10월 누적 기준 3.4%로 5.2%인 북미 지역에 비해 절반 수준이다. 아직 침투할 여력이 많다.

산업 성장 모멘텀이 언제, 얼마나
강하게 살아 나느냐가 관건

실적 모멘텀 약화로 무너진 투자 심리에는 실적 모멘텀 개선이 약이다. 내년에는 앞서 언급한 미국 오프라인과 유럽 시장 침투가 실적으로 가시화됨에 따라 다시 산업 성장 모멘텀이 불이 붙을 것으로 전망한다. 에이피알은 내년 화장품 업종 Top-Pick으로, 실리콘투를 관심 종목으로 제시한다.

의류/화장품. 형권훈

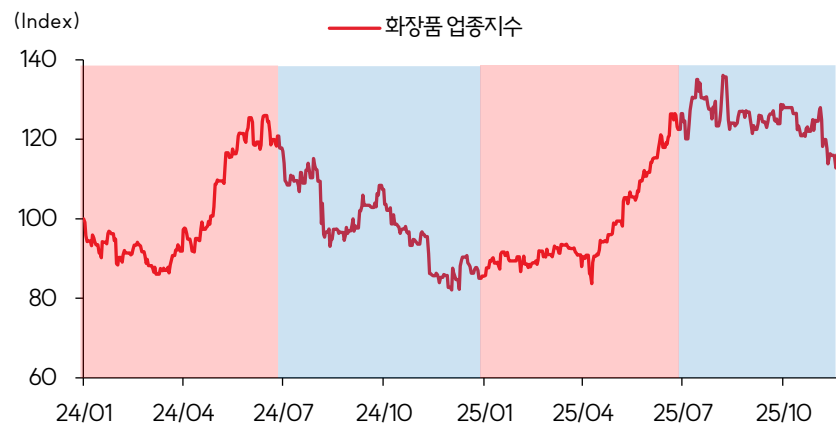
kh.hyung@sks.co.kr / 3773-9997

25 년 리뷰: Deja Vu

기시감을 불러 일으키는 상고하저의 주가 흐름

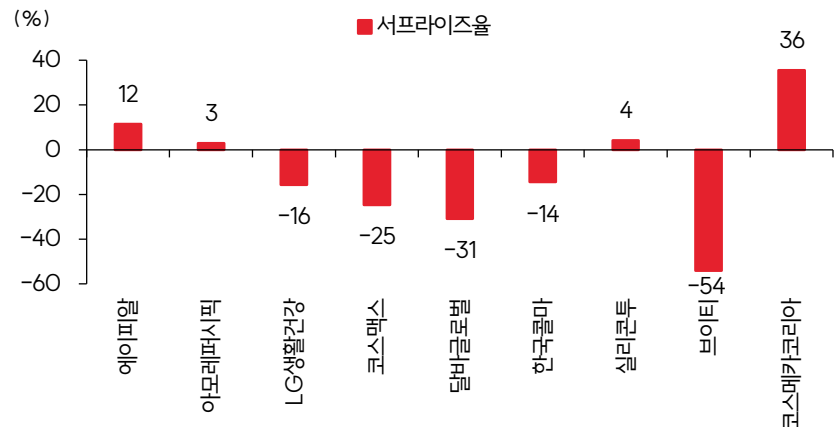
'25 년 화장품 업종 주가는 상반기까지 좋은 흐름을 보이다가 하반기에 무너지는 상고하저의 흐름을 보였다는 점에서 '24 년과 흡사했다. 상반기까지는 모든 것이 순조로웠다. 브랜드, ODM, 유통, 용기 등 사업의 구분 없이 대부분의 상장사 실적이 고성장했고, 주가도 가파르게 상승했다. 하지만 기대가 크면 실망이 커지는 법. 화장품 섹터 내 많은 상장사가 3 분기에 시장 기대치에 크게 못 미치는 실적을 발표했고, 주가도 큰 폭의 하락을 겪었다.

작년부터 상고하저의 흐름을 보인 화장품 업종지수



자료: Quantiwise, SK 증권

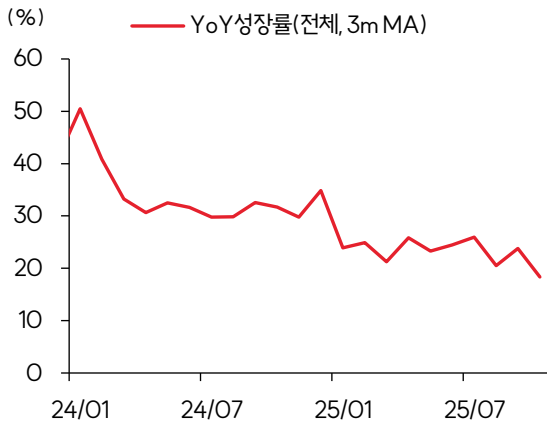
화장품 업종 주요 상장사별 시장 컨센서스 대비 3Q25 실적 서프라이즈율



자료: Quantiwise, SK 증권

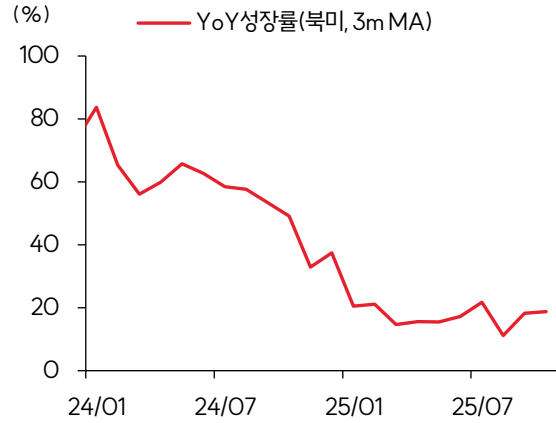
당사는 실적이 시장 기대치에 못 미치고, 주가가 실적에 크게 반응했던 것의 근본적인 원인이 산업 성장률의 둔화에 있다고 본다. 올해 상반기에 한국의 화장품 수출액(중국 제외)은 23% 성장했으나, 하반기에는 10 월까지 20% 성장해 성장률이 둔화되는 추세다. 성장률이 둔화된 이유는 ① 기저 효과와 ② 채널, 제품, 지역의 확장 모멘텀이 둔화되었기 때문이다. 작년 하반기 화장품 산업의 규모가 상반기보다 커졌다. 올해 상반기에는 아마존, 유럽 침투로 산업이 계단식 성장해 기저 효과를 이겨낼 성장 동력이 있었지만, 하반기에는 유럽 수출이 더 빠르게 성장하지 못했다. 결국 산업의 성장 모멘텀이 기저 효과를 이겨낼 만큼 강하지 않았기 때문에 하반기부터 기업의 실적 성장 모멘텀도 약화되었다.

한국 화장품 수출액 YoY 성장률 (3개월 MA)



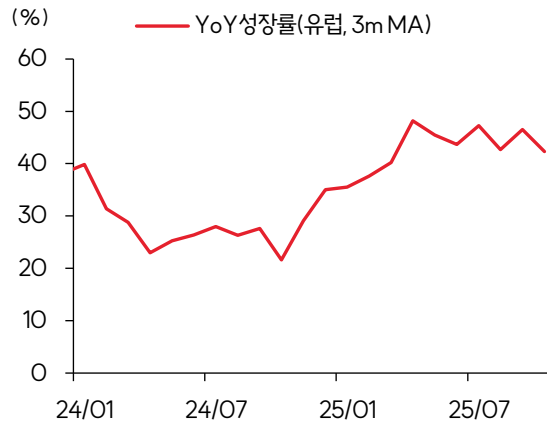
자료: TRASS, SK 증권

북미 화장품 수출액 YoY 성장률 (3개월 MA)



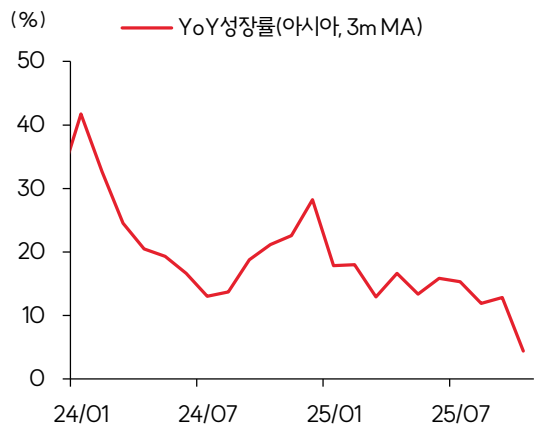
자료: TRASS, SK 증권

유럽 화장품 수출액 YoY 성장률 (3개월 MA)



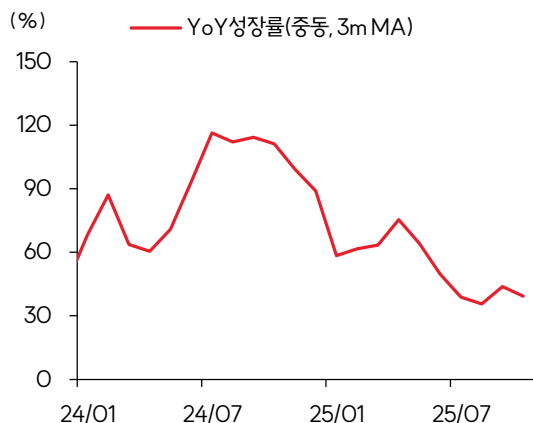
자료: TRASS, SK 증권

아시아(중국 제외) 화장품 수출액 YoY 성장률 (3개월 MA)



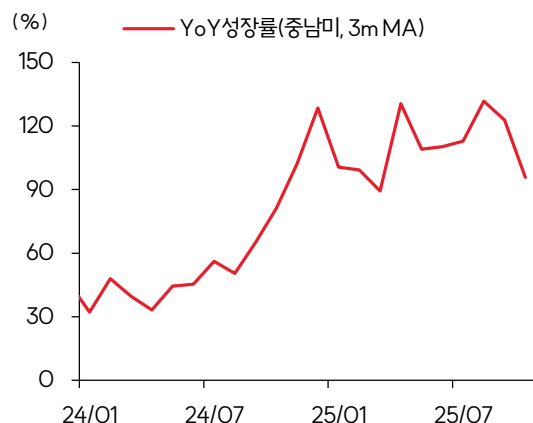
자료: TRASS, SK 증권

중등 화장품 수출액 YoY 성장률 (3개월 MA)



자료: TRASS, SK 증권

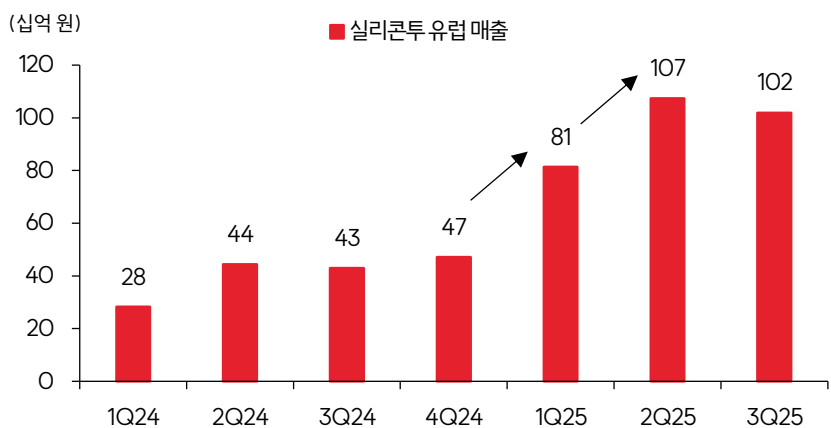
중남미 화장품 수출액 YoY 성장률 (3개월 MA)



자료: TRASS, SK 증권

지역별로 보면 올해 산업 성장 모멘텀의 열쇠를 유럽이 쥐고 있었음을 알 수 있다. 작년에 20~30%대 성장률을 기록하던 유럽향 수출이 올해 들어 40%대까지 상승하며 화장품 산업에 새로운 모멘텀을 불어넣었다. 미국 아마존에서의 성과를 바탕으로 유럽 리테일 시장에 입점한 것이 중요한 모멘텀이었는데, 특히 올해 초부터 실리콘투를 통해 K 인디 브랜드를 대거 입점시킨 영국의 1위 H&B 리테일러인 Boots의 역할이 매우 컸다.

실리콘투를 통한 영국 Boots 입점은 K 뷰티 산업에 강력한 성장 엔진 역할을 했다

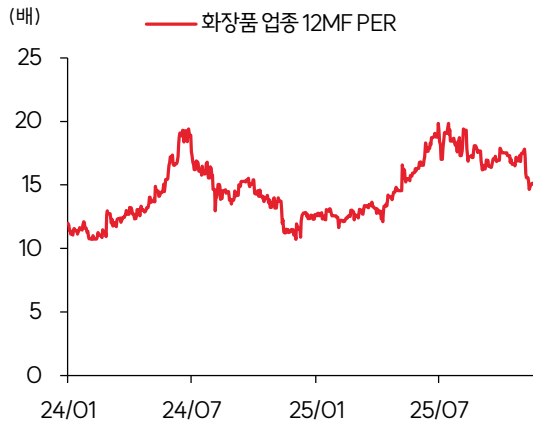


자료: 실리콘투, SK 증권

화장품 업종에 대한 시장의 기대와 실망에 따라 밸류에이션 멀티플도 크게 움직였다. 업태별로 양상이 다르게 나타났는데, ODM의 경우 12MF PER을 기준으로 상반기에 17.8 배까지 상승했지만 현재 12.2 배를 적용 받고 있다. 작년 말 저점은 10.7 배였다. ODM은 고객이 여러 인디 브랜드가 모인 포트폴리오의 구조로 실적이 업황을 따라가는 경향이 있는데 업황 모멘텀이 약화되면서 실적 모멘텀이 약화되었다. 그렇다고 해외 법인의 실적 기여도가 증가하는 등의 새로운 내러티브가 실적으로 구체화되지 못했다.

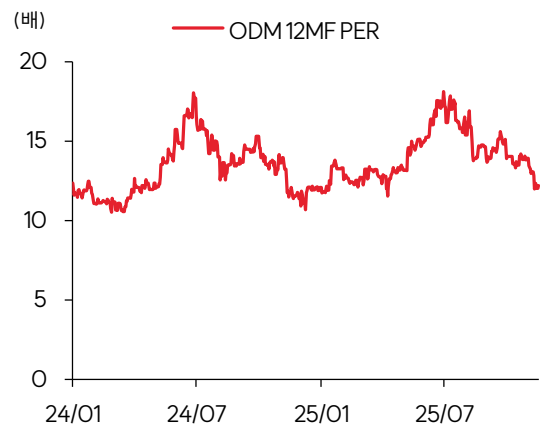
인디 브랜드의 경우 연중 23.6 배까지 상승했으나 현재는 17.8 배까지 하락했다. 작년 저점은 11.6 배였다. 올해는 에이피알과 달바글로벌의 출현으로 브랜드의 멀티플이 작년과는 다른 움직임을 보였다. K 뷰티 인디 브랜드가 해외에서 선전함에도 투자할 마땅한 상장사가 없었던 작년과 달리, 올해는 에이피알과 달바글로벌과 같이 시가총액 규모가 큰 인디 브랜드가 출현했다. 특히 에이피알의 실적과 시가총액 규모가 매우 커졌고, 21.5 배로 브랜드사 중에서는 가장 높은 멀티플을 받고 있다는 점이 작년과는 달랐다.

화장품 업종 12MF PER



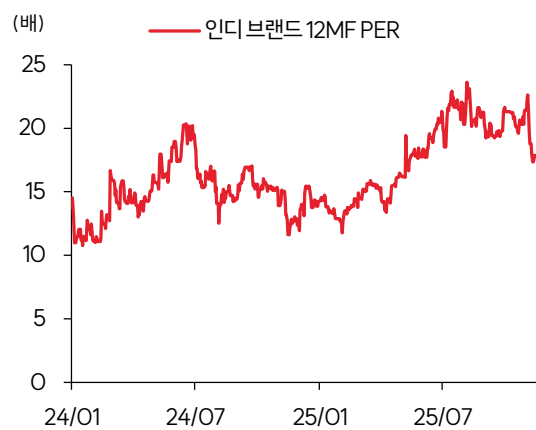
자료: Quantwise, SK 증권

ODM 12MF PER



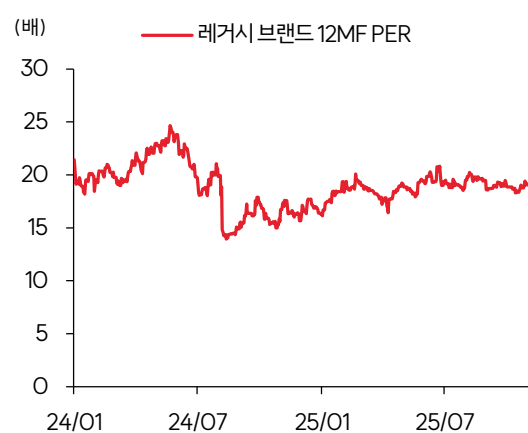
자료: Quantwise, SK 증권

인디 브랜드 12MF PER



자료: Quantwise, SK 증권

레거시 브랜드 12MF PER



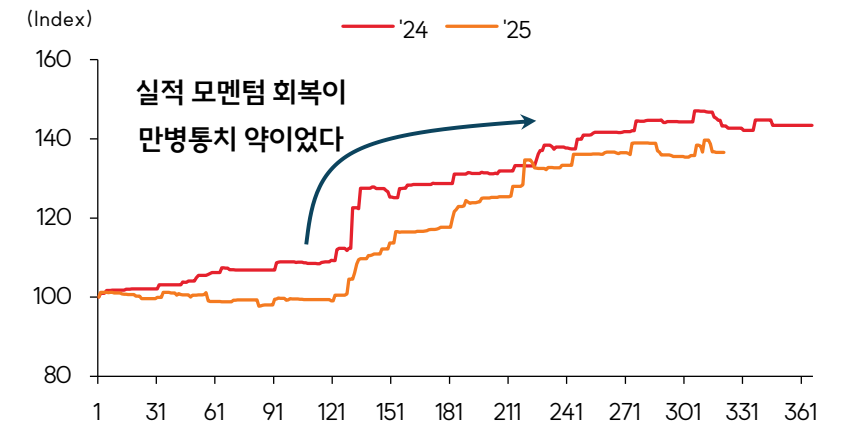
자료: Quantwise, SK 증권

26 년 전망: Gear Shifting

당장은 숨 고르기

산업 성장률의 둔화가 업종 주가 부진의 원인인 만큼, 화장품 업종의 주가가 추세 전환을 하기 위해서는 산업 성장의 모멘텀이 다시 강해져야 한다. 내년 화장품 산업의 성장 곡선이 어떤 형태가 될지 알 수 없기에, 실현 가능성이 높은 성장 모멘텀들을 미리 예상하는 가운데 모멘텀이 구체화되기까지 숨을 고르는 것을 추천한다.

'24 년과 '25 년 화장품 업종의 일별 12MF EPS 추정치 흐름



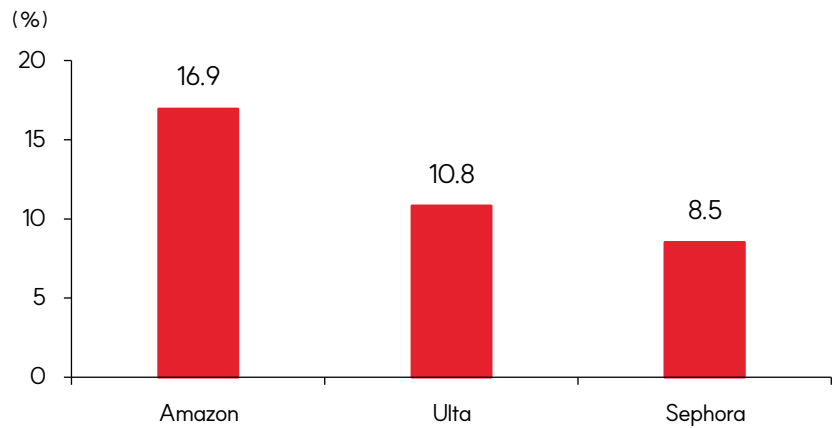
자료: Quantiwise, SK 증권

내년 예상되는 산업 모멘텀

올해 초에 영국의 Boots에 K 뷰티 인디 브랜드가 대거 입점하기 시작하면서 산업에 새로운 모멘텀을 불어넣었던 것처럼, 내년에도 특정 메이저 리테일 채널을 침투함에 따라 새로운 모멘텀이 등장할 가능성이 높다고 보는데, ① 미국 오프라인 시장 침투와 ② 유럽 온오프라인 시장 침투가 유력하다.

먼저 미국 오프라인의 시장의 경우 올해 하반기부터 인디 브랜드들이 Ulta 와 Sephora 와 같은 메이저 채널에 본격적으로 입점하기 시작했다. 두 채널에 입점함으로써 K 뷰티의 TAM이 유의미하게 확대될 것으로 전망한다. 그 동안 미국 시장에서 K 뷰티의 주 무대였던 아마존의 경우 미국 뷰티 시장의 약 17%를 점유하고 있는데, Ulta 와 Sephora 는 각각 약 9~10%를 점유하고 있다. 단순 계산으로도 Ulta 나 Sephora 두 채널 중 하나에 입점하는 것만으로도 미국 시장의 TAM 이 50%이상 확장된다.

주요 리테일러별 미국 뷰티 시장 점유율 추정치

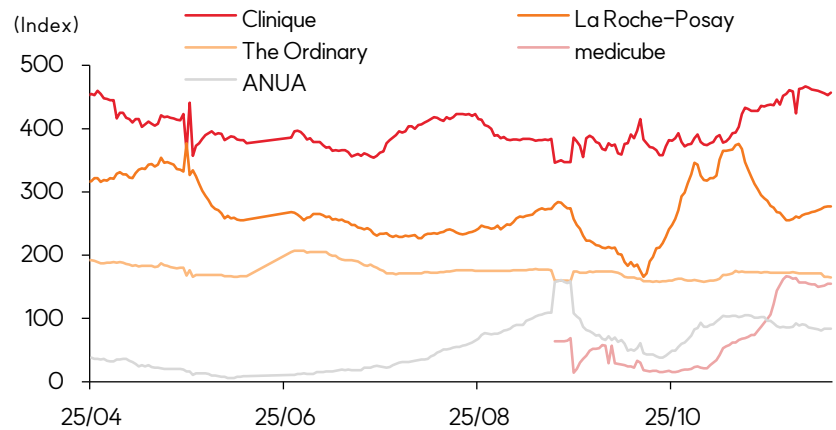


자료: MomentumCommerce, Euromonitor, Ulta, Sephora, SK 증권

채널 간 자기잡식(Cannibalization)을 우려하는 시선도 있지만, 당사는 채널 확장에 따른 TAM 증가 효과가 훨씬 클 것으로 전망한다. 먼저 Ulta와 Sephora는 아마존과는 달리 오프라인이 주력 채널이므로 코어 시장이 분리되어 있어 자기잡식 효과가 크지 않을 것이다. 반면 후광 효과와 소비자와의 물리적 접점 확대가 가져올 TAM 증가 효과는 클 것이다.

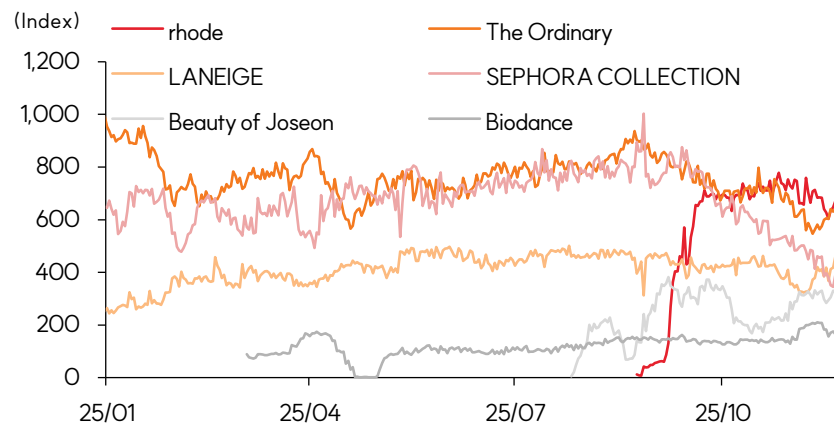
한편 아직 시계열이 짧긴 하지만 미국 Ulta 와 Sephora 에 입점한 K 뷰티 인디 브랜드들의 성과는 하단 두 개의 차트에서 확인할 수 있듯 꽤나 긍정적이다. 브랜드별 제품 순위를 기반으로 당사가 추정한 바에 따르면 메디큐브와 아누아는 Ulta 스킨케어 카테고리에서 각각 4 위와 5 위의 브랜드 순위를 기록 중이다. 한편 조선미녀와 바이오던스는 세포라 스킨케어 카테고리에서 각각 5 위와 9 위를 기록 중이다.

Ulta 스킨케어 카테고리 BSR (Best Seller Rank) 점수 추이



자료: Ulta, SK 증권

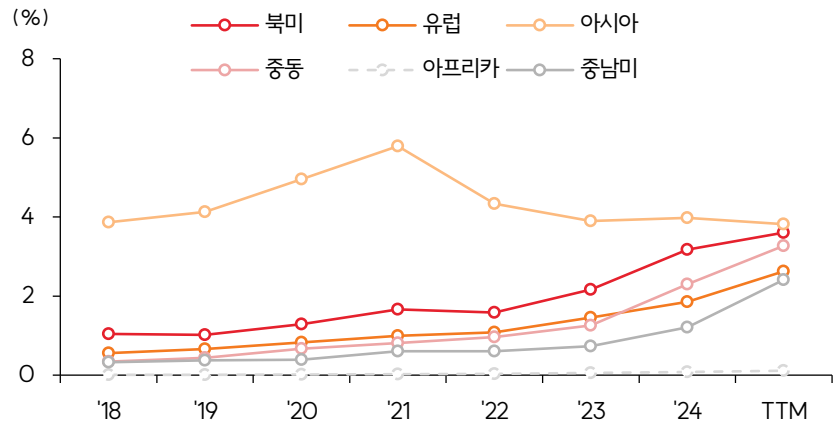
Sephora 스킨케어 카테고리 BSR (Best Seller Rank) 점수 추이



자료: Sephora, SK 증권

미국뿐만 아니라 내년에 유럽 시장 침투율도 확대될 것으로 전망한다. 유럽 화장품 시장 규모 대비 한국 화장품 수출액은 '25년 10월 누적 기준 3.4%로 5.2%인 북미 지역에 비해 절반 수준이다. 아직 침투할 여력이 많다. 다만 영국을 제외한 유럽 지역을 침투하는 데에는 다소 시간이 필요해 보인다. 우선 영국이 미국과 같은 영어권 국가이기 때문에 미국에서의 SNS 바이럴을 영국 소비자들 없이 소비할 수 있었던 것에 비해 타 유럽 국가는 언어가 다르다. 각 언어와 문화권별로 브랜드들의 SNS 바이럴이 누적되는 데 시간이 필요하다.

지역별 화장품 시장규모 대비 한국 화장품 수출액



자료: TRASS, Euromonitor, SK 증권

해외 침투 속도를 결정하는 데는 브랜드들의 역할이 크다. 현지에서 마케팅을 통해 바이럴을 일어나고 인지도가 상승해야 메이저 리테일 채널의 문이 열리기 때문이다. 현재 한국 인디 브랜드 운영사 중 Top2 인 에이피알과 구다이글로벌은 유럽에 대한 마케팅을 확대하려는 움직임을 보이고 있다. 구다이글로벌의 조선미녀 브랜드는 지난 8월 유럽에서 인지도가 높은 DJ 인 '폐기 구'와 앰버서더 계약을 체결했고, 영국을 포함한 유럽 지역의 마케터를 상시 채용 중이다. 에이피알의 경우 내년 초 유럽 시장 공략을 목표로 최근 마케터를 대규모로 채용한 바 있다. 지금까지는 미국 소비자를 대상으로 한 마케팅에 집중되었고, 유럽에서의 소비가 미국에서의 바이럴이 전파됨에 따라 간접적으로 이루어진 반면, 브랜드들이 유럽에 대한 마케팅 투자를 확대할 경우 유럽 시장 침투가 본격화될 것으로 전망한다.

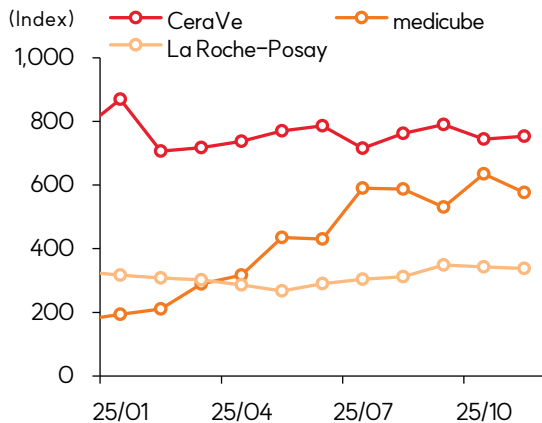
에이피알을 Top-Pick 으로 제시

지금까지 K 뷰티 산업에서의 주된 관전 포인트는 '누가 미국 아마존 채널을 더 많이 점유하느냐'였다. 내년에도 미국 아마존 채널에서의 점유율은 브랜드 성과의 중요한 척도로 남겠지만, 그것 보다는 '누가 미국 아마존 채널에서 쌓아 놓은 인지도를 미국 오프라인이나 유럽 등 다른 채널과 지역으로 잘 확장하느냐'가 더 중요해질 가능성이 크다.

이러한 관점에서 현재 미국 아마존 채널에서 인지도가 높은 브랜드일수록 내년 실적 가시성도 높다고 본다. 그 이유는 ① 미국에서 온라인 인지도를 충분히 쌓을수록 오프라인으로 진출 시 확장된 TAM 을 매출로 연결시키기 용이하기 때문이다. ② 또한 비영어권 유럽 시장의 경우 추가적인 마케팅 비용 투자가 필요한데, 이를 위한 자본력이 뒷받침되어야 하기 때문이다.

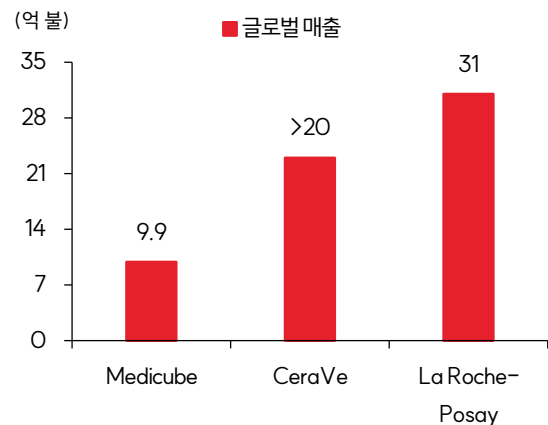
이러한 관점에서 **에이피알**을 최선호주로 제시한다. 에이피알의 메디큐브는 현재 미국에서 가장 성공한 K 인디 브랜드다. 미국 아마존 'Skin Care' 카테고리에서 메디큐브 브랜드 제품의 순위는 로레알의 라로슈포제를 뛰어 넘었고, 압도적 1 위였던 CeraVe 를 턱 밑까지 추격하고 있다. '24 년 기준 CeraVe 의 글로벌 매출은 20 억 유로(한화 약 3.4 조 원)를, 라로슈포제는 29 억 유로(한화 약 4.9 조 원)을 기록했다. 미국 아마존에서의 매출과 브랜드 인지도를 고려했을 때 메디큐브도 화장품 만으로 글로벌 시장에서 피어 브랜드의 매출만큼 성장할 잠재력이 충분하다. 이러한 관점에서 에이피알을 화장품 업종 Top Pick 으로 제시한다.

Medicube vs. 글로벌 브랜드 미국 아마존 BSR



자료: Amazon US, SK 증권

Medicube vs. 글로벌 브랜드 매출 비교



자료: 에이피알, L'Oréal, 언론보도, SK 증권

주: CeraVe와 La Roche-Posay는 '24년 매출 기준이며, Medicube는 '25년 기준

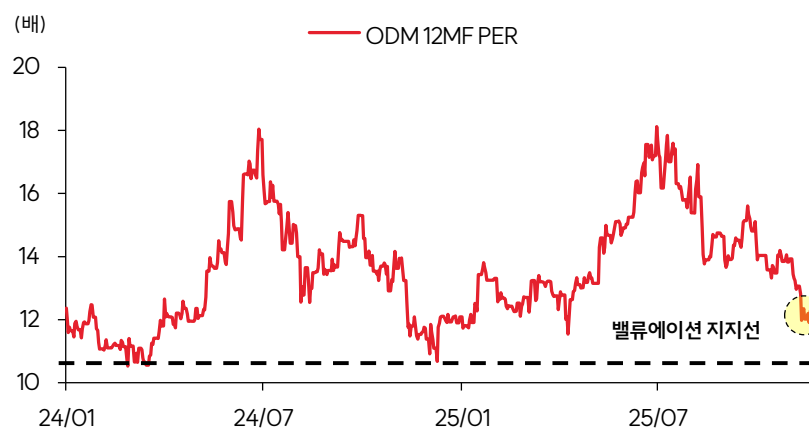
대형 ODM(코스맥스, 한국콜마)에 대한 투자는 단기적으로 보수적인 관점을 제시한다. 그 이유는 ① K 뷰티 산업 성장률의 완만한 둔화를 Base Scenario 로 전망하고 있고, ② 해외법인의 실적의 기여도가 유의미하게 증가하지 않을 것이라고 보기 때문이다. 대형 ODM 의 경우 여러 브랜드가 모여 고객사 포트폴리오를 이루고 있기 때문에 실적이 산업의 성장을 따라가는 경향이 있다. 따라서 작년과 올해 상반기에 확인한 것처럼 산업 성장 모멘텀이 강해지는 구간에 실적 추정치와 밸류에이션 멀티플 상향을 노리고 투자하는 것이 바람직하다. 다만 밸류에이션 멀티플이 '24 년 사이클 저점과 유사한 수준까지 조정을 받았기 때문에 저점 매수는 시도할 만하다. 국내 법인의 실적 성장률과 수익성, 해외 법인 실적에 대한 시장의 기대치가 최근 크게 낮아졌기 때문에 오히려 투자 관점에서 손익비가 높아지는 구간이다.

내년 성장 모멘텀 유무가 관건



자료: TRASS, SK 증권

ODM 12MF PER 추이



자료: Quantiwise, SK 증권

유통사인 실리콘투에 대해서는 관심종목 의견을 제시한다. 실리콘투도 실적이 업황을 따라가는 구조라는 점은 대형 ODM 과 유사하다. 다만 내년에는 산업 성장의 모멘텀이 미국 온라인 시장이 아닌, 미국 오프라인과 유럽 시장에서 나올 가능성이 높다는 점에 주목한다. 오프라인 시장은 온라인에 비해 제품을 안정적으로 공급하는 능력과 재고 예측력이 중요하다. 재고 예측에 실패할 경우 매출에 공백이 생길 뿐만 아니라 리테일러로부터 패널티를 부여받을 수 있어 리테일러와의 관계에도 치명적이기 때문이다. 내년에 오프라인에 진출하는 브랜드와 SKU, 물량이 많아질수록 유통사로서 실리콘투의 역할이 확대될 것이다.

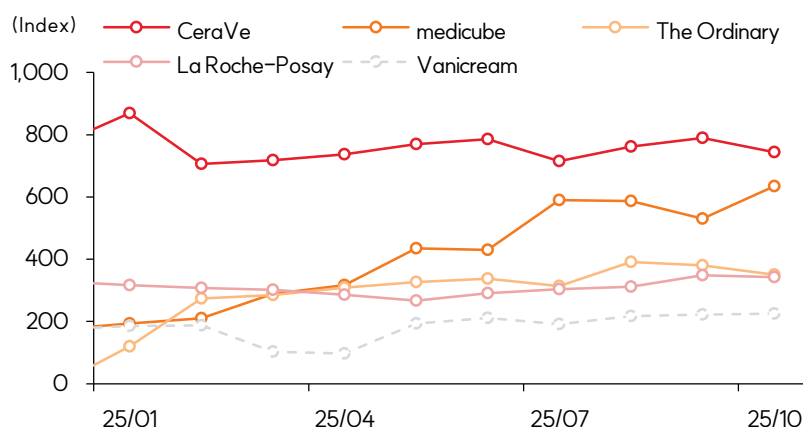
유럽시장에서 실리콘투의 입지는 미국과 비교했을 때 훨씬 크다. 아마존의 물류 서비스 경쟁력과 효용이 미국 대비 크게 감소하고, 여러 국가와 국가 내 여러 개의 채널로 시장이 분산되어 있기 때문에 물류를 직접 관리하는 난도가 훨씬 증가하기 때문이다. 내년에 인디 브랜드들이 유럽 시장을 올해 보다 더욱 공격적으로 공략할 것으로 전망하며, 이에 따라 유통사인 실리콘투의 역할이 더욱 확대될 것이다.

Top Picks: 에이피알

아마존에서 쌓은 인지도를 레버리징할 시간

- 26년 연결 매출액 1.8 조원(+26.9% YoY), 영업이익 4,515 억 원(+32.0% YoY) 전망. 내년 미국 오프라인, 유럽 시장 본격 공략하는 구간
- 메디큐브 미국 Ulta 입점 초기 성적 긍정적. 입점 2 달 만에 Ulta 온라인몰 스킨케어 카테고리 기준 브랜드 4 위 기록 중. 리오더 물량 증가와 채널 추가되며 내년 오프라인향 매출 1,500 억 원 기록 전망
- 글로벌 마케팅 인력 채용 완료. 영국 Boots 를 넘어 내년 유럽 B2C 시장 공략 본격화될 것

미국 아마존 Facial Skin Care Top5 브랜드 월별 BSR 지수 추이



자료: Amazon US, SK 증권

주: BSR 지수 = (100 - 브랜드 평균 제품 순위) X 제품 수

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2024	2025E	2026E
매출액	십억원	723	1,464	1,859
영업이익	십억원	123	342	451
순이익(지배주주)	십억원	108	269	357
EPS	원	2,822	7,196	9,543
PER	배	17.7	32.5	24.5
PBR	배	5.0	13.5	8.7
EV/EBITDA	배	13.1	22.7	17.2
ROE	%	41.3	58.9	46.5
배당성향	%	0.0	15.0	15.0

Compliance Notice

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

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

본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 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