

화장품

Oct 21, 2025

화장품 ODM 2 사 밸류에이션 및 화장품 이슈 점검

Overweight

유지

화장품 ODM 2사: 밸류에이션 점검

10/20 종가 기준 대형 ODM 2사의 12개월 Fwd P/E(퀀티와이즈 컨센 기준)는 14.2배 수준. 또한, 인디브랜드 수출 호황으로 처음 주목받았던 23년 5월 이후 현재까지 평균 P/E는 13.4배에 그침. 그러나, 1) 업황 개선 초기 대비 높아진 K뷰티 위상, 2) 글로벌 리테일러들의 K뷰티 포트폴리오 확대 추세 감안시, 초기 대비 프리미엄 여력은 충분하다고 판단함. 참고로, 최근 단기 밸류에이션 상단은 24년 6월 17.3배, 25년 6월 19.0배 수준이었음. 한편, ODM사 투자 시 밸류에이션 부담에 대한 고민도 존재함. 이에 역사적 단기 고점과 저점을 기준으로 ODM 2사의 평균 P/E를 산출해 보았음. 화장품 업황에서 코로나 특수 시기를 제외한다면, 구간별 평균 P/E가 19~25배 수준에 형성되어 있음. 코로나, 중국 봉쇄 등으로 업황이 바닥을 통과하던 21년 이후~23년 5월까지의 P/E가 13.3배임을 감안하면, 현 수준은 여전히 저평가 구간으로 판단됨.

화장품 이슈 1# 세포라, ULTA에서 존재감 확대 중인 K뷰티

Navigo에 따르면, 25년 3분기 세포라 스킨케어 매출 점유율 상위 브랜드로 라네즈(3.1%, 5위), 이니스프리(2.6%, 8위)가 올랐음. 또한, 세포라의 3분기 광고비 집행 상위 스킨케어 브랜드 목록에 셀화수(4.3%)가 8위에 올랐음. 대형 리테일러가 K뷰티 브랜드의 마케팅을 적극적으로 지원해주는 것은 이례적인 성과로 평가됨. 한편, ULTA에서는 스킨케어 매출 점유율 상위 브랜드로 중 아누아가 2.6%로 7위를 기록함. 아누아가 ULTA 내에 25년 2월 오프라인 전 점포 입점을 시작했다는 점을 고려하면 단기 기간에 매우 고무적인 성과 기록. 또한, Navigo는 8월부터 입점을 시작한 메디큐브를 주목했으며, 3분기에 메디큐브 포함 총 13개 K뷰티 브랜드가 ULTA에 론칭됨.

한편, ULTA 내 주요 브랜드로는 라로슈포제(8.6%, 2위), Cerave(3.7%, 4위)가 있으며, 두 브랜드는 최근 아마존에서 점유율을 빠르게 잃고 있는 것으로 파악됨. 실제로 3분기 아마존 스킨케어 매출 점유율은 세라비 11.9%(YoY -4.8%p, 1위), 메디큐브 11.7%(YoY +11.7%p, 2위), 라로슈포제 7.6%(3위)로, 메디큐브의 약진이 두드러졌음.

화장품 이슈 2# 더파운더즈 25년 영업이익 3~4천억원(OPM 50%이상) 목표 중!



[음식료/화장품] 권우정
3771-9082,
20240006@iprovest.com

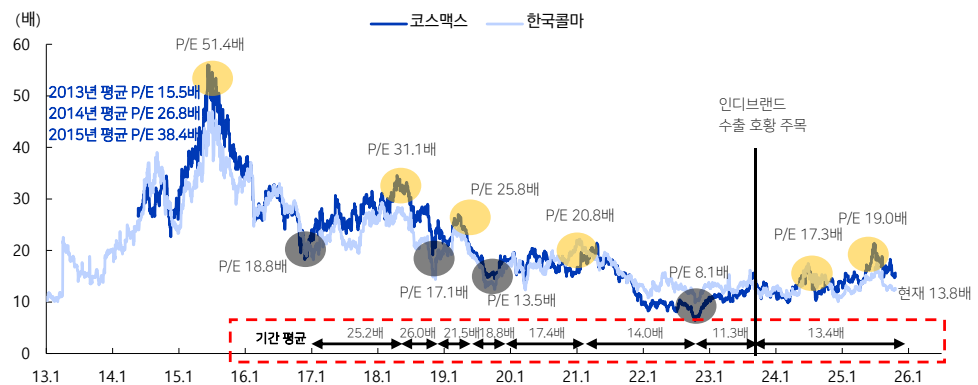
언론보도에 따르면, 더파운더즈(아누아 운영사) 올해 매출액 7천억원(YoY 60%), 영업이익 3~4천억원, OPM 50% 이상을 목표하고 있는 것으로 파악됨. 참고로 에이피알 25년 영업이익 컨센서스가 3,200억원 수준임을 감안하면, 비상장 브랜드사도 견조한 성장세. 한편, OPM이 24년 33% → 25년 50% 확대의 주 요인은 오프라인 매출 비중 확대가 주효했을 것으로 판단. 특히 오프라인의 공급가 기준 매출 인식을 고려하면, 리테일가 기준 환산한 브랜드 성장률은 더 높을 가능성 존재. 아누아는 메디큐브 대비 오프라인 입점이 한 발 앞서 진행되는 중. 24년 10월 영국 부츠 입점 후 점포 수는 24.10월 120개 → 25.3월 470개 → 25.7월 650개로 빠르게 확대됐으며, 25년 2월 ULTA 오프라인 1,400여개 전 점포에도 입점을 완료함.

화장품 이슈 3# 미국향 수출 데이터 왜곡 가능성 존재

미국의 관세 부과 이후 일부 화장품 업체들이 수출 단가를 기준 대비 낮춰 신고하는 것으로 파악됨. 실제로 9월 미국향 화장품 수출액은 2억달러(YoY 35%), 수출량은 740만kg(YoY 63%)를 기록하며, 중량 기준 증가율이 금액 기준보다 크게 상회한 모습임.

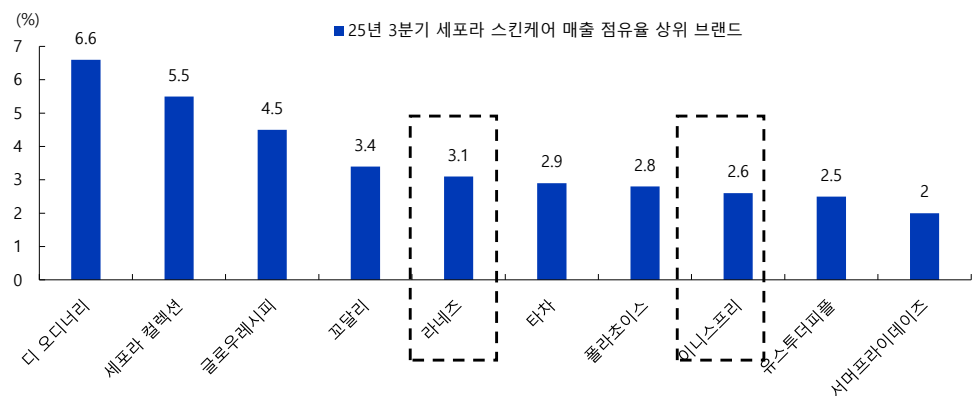
24년 1월부터 수출 데이터를 살펴보면, 평균적으로 금액 기준 증가율이 중량 기준 보다 높게 나타났으나, 25년 7월이후부터는 중량 기준 증가율이 오히려 더 높아지는 추세로 전환됨. 이는 단가 하락의 가능성을 시사함. 물론 화장품은 제품별 단가와 중량이 다양해 단순 비교는 제한적이지만, 최근 관세 회피 목적의 수출 단가 조정 가능성은 충분히 합리적인 추정으로 판단됨.

[도표 1] ODM 2사 밸류에이션 추이



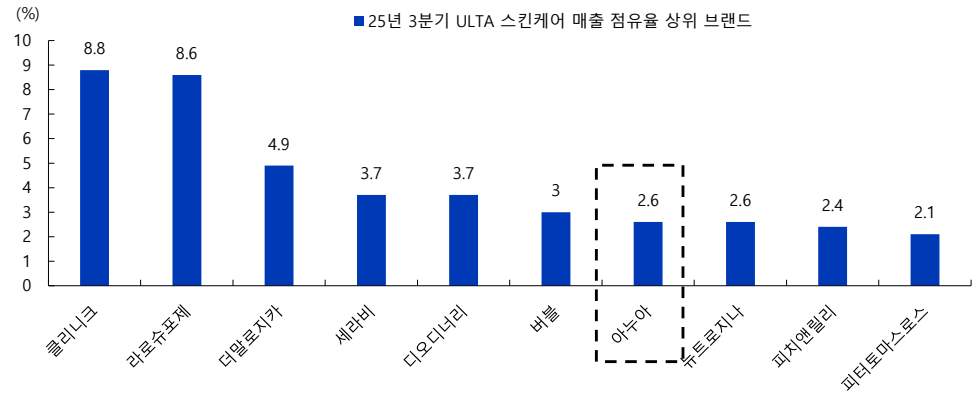
자료: 퀀티와이즈, 교보증권 리서치센터

[도표 2] 25년 3분기 세포라 스킨케어 매출 점유율 상위 브랜드



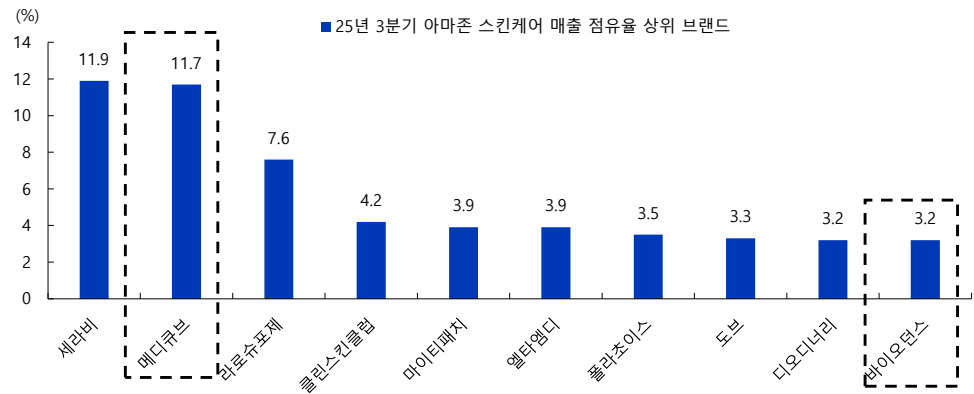
자료: Navigo, 교보증권 리서치센터

[도표 3] 25년 3분기 ULTA 스킨케어 매출 점유율 상위 브랜드



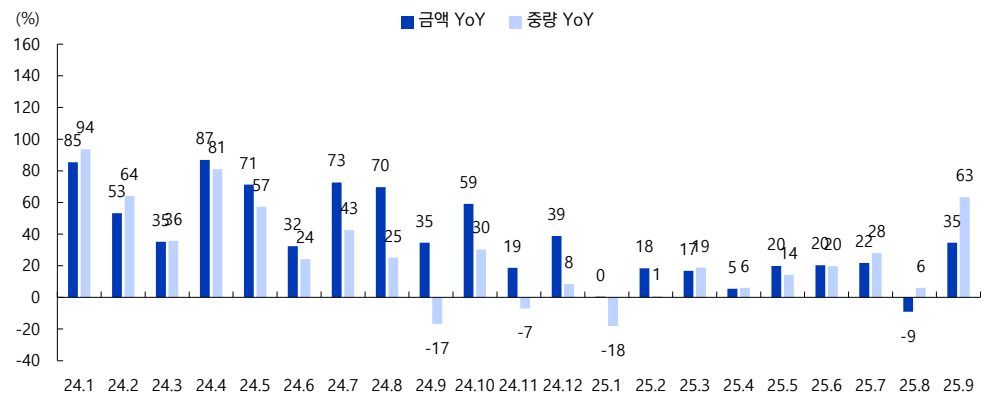
자료: Navigo, 교보증권 리서치센터

[도표 4] 25년 3분기 아마존 스킨케어 매출 점유율 상위 브랜드



자료: Navigo, 교보증권 리서치센터

[도표 5] 월별 미국향 화장품 수출 금액 기준 Vs. 중량 기준 증가율



자료: Trass, 교보증권 리서치센터

■ Compliance Notice ■

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

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

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

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

■ 투자 의견 비율공시 및 투자등급관련사항 ■ 기준일자: 2025.09.30

구분	Buy(매수)	Trading Buy(매수)	Hold(보유)	Sell(매도)
비율	94.7	3.8	1.5	0.0

[업종 투자 의견]

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

Neutral(중립): 업종 펀더멘탈상의 유의미한 변화가 예상되지 않음

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

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

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