

Industry Insight 2026. 4. 21



Contents

Summary	3
Part 1. 1분기 화장품 업종 실적의 특징	4
1) 유럽이 실적 개선을 주도하다	4
2) 메이저 ODM 업체들의 불확실성 해소	5
3) 색조 카테고리 글로벌 확장의 어려움	6
Part 2. 업체별 1분기 실적 전망	7
1) 에이피알: 거침없는 유럽 진출, 압도적인 성과	7
2) 아모레퍼시픽: 1분기 국내 사업과 코스알엑스 선전 두드러질 듯	9
3) LG생활건강: 실마리를 찾는 중	11
4) 달바글로벌: 지역/카테고리 확장 순항 중	13
5) 동국제약: 열려 있는 성장 여력	15
6) 애경산업: 사업구조 대전환 지켜볼 필요	18
7) 네오팜: 수출 회사로 거듭나는 중	20
8) 아이퍼밀리에스씨: 아시아 지역 실적 가시성 회복 관건	22
9) 브이티: 지역/상품 믹스 개선 긍정적	24
10) 클리오: 국내 채널 구조조정 효과 지속	26
11) 실리콘투: 유럽 시장 선봉장	27
12) 코스맥스: 2026년 QoQ 수익성 개선세 이어질 듯	29
13) 한국콜마: 높아지는 2분기 전망	31
14) 코스메카코리아: 압도적 국내 사업 신장률	33
15) 씨앤씨인터내셔널: 중국 사업 호조에도 국내 매출 저하 아쉬움	34
16) 펴텍코리아: 2026년 상저하고 실적 흐름 예상	36
Part 3. 스페셜 리포트: 건기식(이너뷰티), 또하나의 K뷰티가 될 수 있을까?	38
1) 건기식 국내외 사업 환경의 변화	38
2) 코스맥스엔비티 다시보기: 실적 턴어라운드와 부각되고 있는 중장기 성장 여력	43
Part 4. 이슈 분석	48
1) 3월 화장품 수출: 미국의 회복, 유럽의 약진, 마스크팩 부각	48
2) 아마존 톱 100(4월 1일): 빅 스프링 세일 효과 톱톡	53
3) 중동 전쟁 영향: 수출, 원가보다 납기가 더 문제	56
Part 5. 투자전략	58
1) 화장품 톱픽: 에이피알/실리콘투/한국콜마	58
2) 1분기 실적 이후 부각될 저평가 업체들: 코웨이/제닉/코스맥스엔비티	61
Part 6. 부록	67
기업분석	
에이피알 (278470): 거침없는 유럽 진출, 압도적인 성과	76
실리콘투 (257720): 유럽 시장 선봉장	81
한국콜마 (161890): K뷰티 수출 증가율 그대로 흡수 중	86



화장품

Overweight

Top Picks

종목	투자판단	적정주가
에이피알 (278470)	Buy	500,000원
실리콘투 (257720)	Buy	60,000원
한국콜마 (161890)	Buy	104,000원

Summary

심상치 않은 숫자다. 1분기 대 미국 화장품 수출이 YoY 40%에 이르렀다. 이는 3월 아마존 순위에 그대로 투영되었다. 뷰티 톱 100에 K뷰티 제품 수가 28개로 12월 대비 11개나 늘었다. 유럽 화장품 수출은 YoY 53% 증가하여 미국을 넘어섰다. 영국/폴란드/네덜란드 주요 지역 수출 모두 앞자리가 바뀌었다. 이 추세가 이어진다면, 2026년 화장품 수출 증가율은 애초 기대치 YoY 15%를 훨씬 넘어 YoY 20% 이상도 가능할 수 있다. 아울러, 2024년 중국 → '25년 미국 → '26년 유럽으로 최대 수출국이 매년 바뀌는 K뷰티 글로벌 모멘텀의ダイナ믹스를 보게 될 것이다.

1분기 화장품 업종 실적 모멘텀은 유럽에서 왔다. 에이피알은 영국에서만 300억원 매출을 올렸고, 실리콘투 역시 유럽에서만 1,400억원 매출을 기록한 것으로 보인다. 덕분에 에이피알 1분기 매출 전망은 5,500억원에서 5,900억원으로, 실리콘투 매출 전망은 3,200억원에서 3,400억원으로 뛰었다. 수출 호조는 코스맥스/한국콜마/코스메카코리아 등 ODM 업체들의 외형 성장률 제고로 이어졌다. 코스맥스/한국콜마 국내 사업 매출이 각각 YoY 15%, YoY 20% 내외 성장한 것으로 추정되는데, 지난 4분기에 비하면 괄목할 만한 회복이다. 다만, 클리오/아이패밀리에스씨 등 색조 브랜드/ODM 업체들 분위기는 좋지 않다. 일본은 포화상태이고, 인종과 피부색 차이로 서구권에서 K뷰티 색조 전망은 아직 불투명하다.

한국 화장품 산업은 이때까지 한번도 경험하지 못한 글로벌 확장 국면에 있다. 오프라인 성장 잠재력은 얼마나 될지 모른다. 중남미는 실리콘투 멕시코 법인 가동을 기점으로 새로운 국면으로 접어들 수 있다. 중국 MZ세대들도 글로벌 트렌드를 추종하고 있으며, 인도는 아직 시작도 안했다. 선불리 산업과 기업들의 매출 상단을 논할 시기가 아니다. 제반 불확실성이 완화되고, ODM은 성수기로 진입하고 있다. 에이피알/실리콘투/한국콜마를 중심으로 화장품 업종 비중을 늘려갈 때이다.

이번 인텔스 리포트에서는 특별히, 건기식(이너뷰티) 시장의 변화를 다루었다. i) 해외 바이어들이 화장품 다음 카테고리로 건기식에 주목하고 있다. ii) 올리브영/다이소/편의점 등 대형 유통사들이 신규 성장 동력으로 건기식을 채택하고 있고, iii) 중국 건기식 해외직구 확대로 한국이 글로벌 건기식 브랜드의 생산기지로 부상하고 있다. 한국 건기식 ODM 업체들의 혁신성과 생산 및 R&D 역량에 있어 글로벌 최고 수준이다. 화장품 ODM과 유사한 산업 DNA를 가지고 있다.

아울러, 중동전쟁과 IT 수급 쏠림 현상 때문에 펀더멘탈 개선이 주가로 반영되지 않고 있는 업체들이 특히 소비재 업종에 많다. 압도적 실적 모멘텀, 시장 점유율 확대, 구조적 실적 턴어라운드 국면에도 주가는 12MF PER 10배 이하에 머물고 있는 업체들이다. 1분기 실적발표 이후 코웨이/제닉/코스맥스엔비티에 대한 재평가가 기대된다.

Part 1. 1분기 화장품 업종 실적의 특징

1) 유럽이 실적 개선을 주도하다

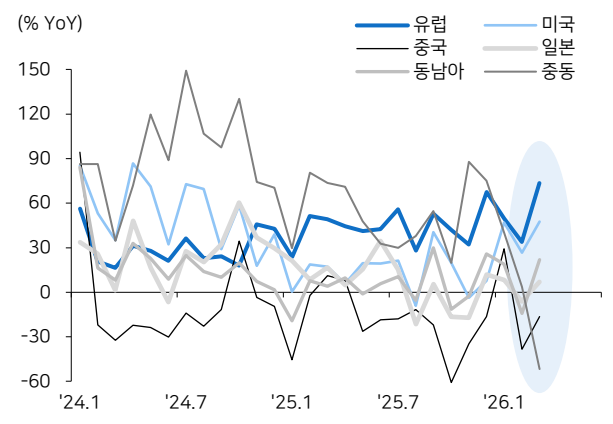
1분기 에이피알은 영국에서만 300억원 매출을 올렸고, 실리콘투는 유럽에서만 1,400억원 매출을 기록하면서 시장 기대치를 넘어서는 높은 실적 개선세를 보일 전망이다. 달바글로벌(매출 130억원, YoY 190% 추정)과 아모레퍼시픽의 코스알엑스, 브이티도 유럽 매출이 빠르게 올라오고 있다.

1분기 대 유럽 화장품 수출은 YoY 55% 증가하며, 미국을 넘어섰다. 영국/폴란드/네덜란드 등 유럽 수출 주요 지역 모두 수출액 앞자리가 바뀌었다. 영국은 유럽에서 가장 빠르게 글로벌 트렌드를 흡수하는 지역이다. 아울러, 유럽에서 가장 온라인 침투율이 높은 나라이다. 폴란드는 실리콘투 물류센터를 두고 있는 지역이고, 네덜란드 로테르담은 북동부 유럽 물류의 기착지다.

이런 흐름은 2분기에도 이어질 가능성이 크다. 에이피알의 제로모공패드는 1분기 월 200만개에서 2분기 월 300만개로 생산량을 늘린 것으로 알려져 있고, 실리콘투는 폴란드 물류센터를 두배로 확장하고 있다. 전술한 대부분 브랜드 업체들이 유럽 매출을 QoQ 증가세로 전망하고 있다. 지금 추세가 이어진다면 2026년에는 유럽이 한국 화장품 최대 수출 지역이 될 수 있다. 대 미국 화장품 수출 증가율이 YoY 30% 이상으로 회복되고 있는 점을 감안하면 엄청난 약진이다.

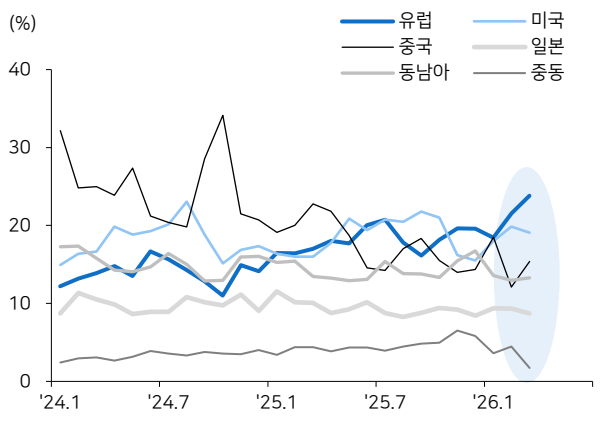
이렇게 되면, 2026년 화장품 수출 증가율은 우리가 예상했던 것보다 훨씬 높을 수 있다. YoY 20% 이상도 가능하다(현재 추정치 2026년 YoY 15%). 2025년 화장품 수출 증가율이 YoY 10%였다는 점을 상기해볼 때, 2026년 수출 성과는 더욱 두드러져 보일 수 있다. 아울러, 2024년 중국 → '25년 미국 → '26년 유럽으로 최대 수출 지역이 매년 바뀌는 K뷰티 글로벌 모멘텀의ダイナ믹스도 인상적이다.

그림1 한국 화장품 지역별 수출 증가율



자료: 관세청, 메리츠증권 리서치센터

그림2 한국 화장품 지역별 수출 비중



자료: 관세청, 메리츠증권 리서치센터

2) 메이저 ODM 업체들의 불확실성 해소

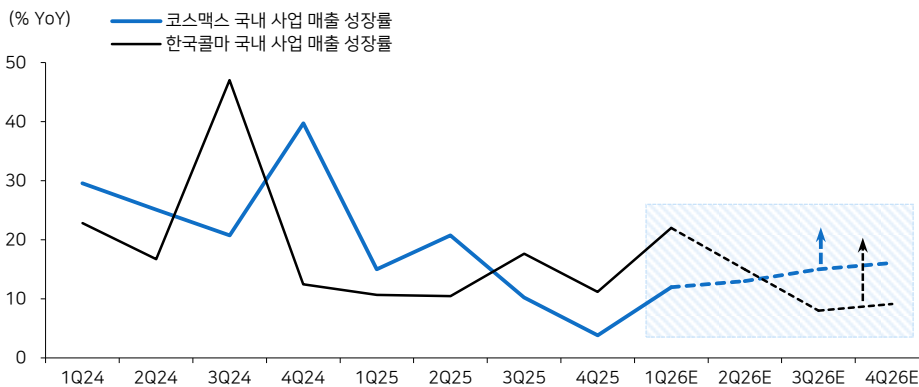
화장품 수출 증가율이 크게 상승하면서 1분기 ODM 업체들의 국내 사업 매출 성장률 역시 애초 예상치를 넘어서고 있다. 코스맥스/한국콜마의 1분기 국내 사업 매출은 각각 YoY 15%, YoY 20% 내외 증가할 것으로 예상되고 있다. i) 전년도 베이스가 높은 상황, ii) 두 회사의 국내 사업 연간 가이드스가 YoY 13%~15%라는 점, 그리고 iii) 전년도 4분기 국내 사업 매출 성장률이 코스맥스 YoY 4%, 한국콜마 YoY 11%에 머물렀다는 점을 감안하면 상당한 성과이다.

두 회사는 전년도 하반기 내내 국내 ODM 사업 경쟁 심화와 수익성 저하 우려에 De-rating을 경험했다. 글로벌 1~2위 화장품 ODM 업체임에도 불구하고 12MF PER 10~12배까지 주가가 하락했다. 2026년은 두 메이저 ODM 업체에 대한 여러 우려와 불확실성이 상당히 해소될 것으로 본다. 성장률 측면에서는 화장품 수출 증가율 제고가 두 회사의 매출 성장률로 그대로 투영되면서 시장 점유율 하락 우려를 불식시킬 것으로 예상된다.

신규 인디 브랜드 업체들의 ODM 생산 확장 이전은 계속되고 있다. 한국콜마에서는 비플레인/오브제/셀리맥스가 톱10에 들면서 성장률을 제고시키고 있고, 코스맥스는 겔마스크와 함께 에센스/미스트/크림 등 기초 카테고리도 고성장이면서 신규 성장 동력으로 작용하고 있다. 특히, 코스맥스는 저마진 겔마스크 비중 상승이 전년도 하반기 수익성 부담으로 작용했으나, 숙련도 제고와 수율 상승으로 올해는 하반기로 갈 수록 오히려 기저효과가 클 수 있다.

화장품 수출 증가율이 기대치를 넘어서고, 메이저 ODM 업체들의 성장성과 수익성 우려가 해소된다면, 적정 PER 역시 12MF PER 15배 이상으로 정상화될 수 있다.

그림3 코스맥스/한국콜마 국내 사업 매출 성장률 추이와 전망



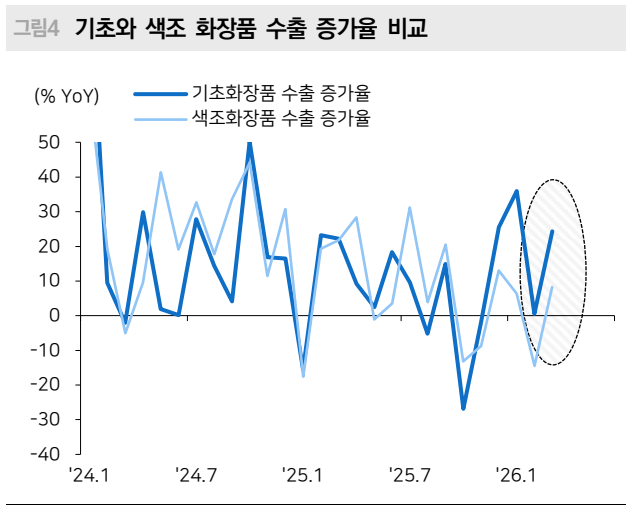
자료: 코스맥스, 한국콜마, 메리츠증권 리서치센터

3) 색조 카테고리 글로벌 확장의 어려움

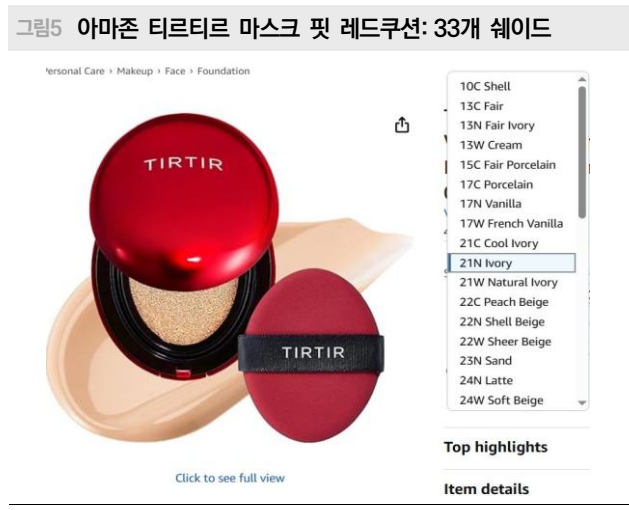
1분기 색조 화장품 업체들의 실적은 대체로 부진할 것으로 예상된다. 아이패밀리 에스씨(매출 YoY -6%), 클리오(YoY -3%), 애경산업(YoY 5%) 같은 브랜드 업체는 물론 씨앤씨인터내셔널(국내 YoY -3%) 같은 색조 전문 ODM 업체들의 실적도 마찬가지다. 코스맥스의 국내 사업 매출 성장률이 한국콜마 대비 낮은 이유도 코스맥스가 색조 카테고리 비중이 높기 때문이다. 특히, 대형 거래처 롬앤의 매출 저하는 매출 뿐 아니라 수익성 측면에서도 아쉬움이다.

이는 수출 증가율에도 그대로 나타난다. 1분기 화장품 수출 증가율을 보면 기초(YoY 19%) 대비 색조(YoY 0%)카테고리 성장률이 크게 떨어진다. 특히, 미국(기초 YoY 34%)과 유럽(기초 YoY 68%) 등 서구권 수출에서 기초 증가율은 더욱 두드러진다. 기본적으로 색조의 서구권 진출은 어려움이 많다. 무엇보다 다양한 인종과 피부색 때문에 20가지 이상 쉐이드가 필요하다. 세포라 매대를 보면 색조 제품 칼라 베리에이션이 최소 20개이다. 주지하다시피 한국은 주로 19호, 21호 23호 세가지다 대부분이다. 까다로운 조색 공정과 재고 부담을 감안하면 20개 쉐이드는 대단한 모험이다. 일본에서 한국 색조 화장품이 선전했던 이유는 일본인들의 피부색이 한국인과 상당히 유사하기 때문이다.

물론, 서구권 진출을 위해 이걸 대응하는 색조 브랜드들이 있다. 밀크터치(듀 스테인 쉬어 립글로스), 티르티르(마스크 핏 레드쿠션) 같은 브랜드들이 도전장을 던지고 공격적인 마케팅을 전개하고 있다.



자료: 관세청, 메리츠증권 리서치센터



자료: 아마존

Part 2. 업체별 1분기 실적 전망

1) 에이피알: 거침없는 유럽 진출, 압도적인 성과

1분기 연결 매출과 영업이익은 각각 전년 동기대비 123%, 164% 증가한 5,923억원과 1,439억원 수준이 가능할 전망이다. 화장품 사업 부문 매출이 YoY 178% 성장하면서 실적 개선을 견인할 전망이다. 미국 매출은 4분기와 유사한 2,550억원 규모로 예상되는데, 전년도 4분기가 대규모 행사의 성수기였다는 점을 감안하면 상당히 좋은 실적이다. 2026년은 오프라인 채널 확대 효과가 기대되는데, 얼타뷰티 독점 유통 계약이 4월초로 끝나기 때문에 월마트/타겟/코스트코 등 추가적인 메이저 리테일러 입점 효과를 2분기 이후 기대할 수 있게 되었다.

이번 1분기 실적의 서프라이즈는 유럽이 될 것 같다. 온라인에서만 400억원 이상 신규 매출이 발생할 것으로 보이는데, 전년도 4분기에는 100억원 정도 불과했던 매출이다. 영국에서만 300억원 매출이 기대된다. 향후 QoQ 성장세가 가파를 것으로 기대한다. 프랑스/이탈리/스페인/독일까지 각국 주요 온라인 판매 세팅이 완료했다. 영국과 네덜란드에 물류센터를 두고 공급 중이다. 실리콘투를 통한 B2B 매출을 포함할 경우 1분기 유럽 매출 규모는 600억원 이상에 달할 수 있다는 분석이다.

한국과 일본 지역 매출은 전년도 4분기와 유사한 수준이 될 것으로 보인다. 일본 지역 매출 586억원으로 오프라인 비중은 전년도 4분기 13%(추정)에서 20%까지 상승할 듯하다. 오프라인 점포 3,000개 입점 효과가 커지고 있다. QoQ 매출이 감소하는 이유는 전년도 4분기 회계정책 변화로 인한 일회성 매출 때문이다. 실질적인 규모는 비슷하다고 봐야 한다. 이외 아시아/중동/오세아니아/중남미 지역 매출이 약 350억원 내외 발생하면서 사업 권역 확대가 이뤄지고 있다.

비용 측면에서 보면, 항공 운송 비중 상승은 부담이지만, 매출 증가로 인한 영업 레버리지 효과, 4분기 대비 마케팅비 비중 감소로 QoQ 소폭 영업이익률은 상승할 것으로 추정한다. 2026년 배당성향은 30% 정도로 분리와세 요건 맞출 수 있도록 하고, 중간배당 고려하고 있다. 의료용 디바이스 신사업은 국내 승인받아서 2026년 내 론칭을 목표하고 있다.

한편, 에이피알은 IR 방식을 변경했다. 이때까지 투자자와 최대한 보수적인 숫자를 가정한 커뮤니케이션을 했고, 이에 따라 실적 발표는 늘 시장 기대치를 훌쩍 뛰어넘는 어닝 서프라이즈가 잇따랐다. 그런데, 그러다 보니 소위 '스트릿 컨센서스'라는 새로운 숫자들이 주식시장에 떠돌았고, 근거 없는 실적 기대로 인해 공식 컨센서스를 훨씬 능가하는 어닝 서프라이즈를 기록해도 오히려 주가가 하락하는 부작용이 있었다. 이에 따라, 지금부터는 경영 현황을 최대한 정확하게 투자자와 커뮤니케이션하고, 이를 통해 가시성 높은 시장 컨센서스를 유도함으로써 투자자들의 합리적인 의사결정에 도움을 주겠다는 계획이다.

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
매출	266.0	327.7	385.9	547.6	592.3	593.3	595.6	658.7	1,527.3	2,440.0	3,041.9
뷰티 디바이스	90.9	90.0	103.1	122.9	133.6	139.2	146.4	157.4	407.0	576.6	634.3
화장품	165.0	227.1	272.3	412.8	458.7	454.1	449.3	501.3	1,077.1	1,863.4	2,407.5
지역별											
국내	76.8	73.2	76.0	73.1	72.9	69.5	72.2	69.4	299.1	284.1	272.7
미국	70.9	96.2	150.5	255.1	255.2	240.5	255.9	307.9	572.7	1,059.4	1,329.6
일본	29.3	43.9	46.6	69.0	58.6	68.1	65.2	72.4	188.8	264.3	317.1
중화권	28.4	34.7	27.4	31.8	32.7	39.9	31.5	39.0	122.3	143.1	157.7
기타	60.7	79.7	85.4	118.8	172.9	175.3	170.8	170.1	344.5	689.1	964.7
영업이익	54.6	84.6	96.1	130.3	143.9	145.4	145.9	157.7	365.5	592.9	745.3
세전이익	59.2	78.4	96.0	130.8	145.0	146.4	147.0	158.7	364.3	597.2	752.7
지배주주순이익	49.9	66.3	74.6	98.8	110.2	111.3	111.7	120.6	289.7	453.8	572.1
영업이익률(%)	20.5	25.8	24.9	23.8	24.3	24.5	24.5	23.9	23.9	24.3	24.5
세전이익률(%)	22.2	23.9	24.9	23.9	24.5	24.7	24.7	24.1	23.9	24.5	24.7
순이익률(%)	18.8	20.2	19.3	18.0	18.6	18.8	18.8	18.3	19.0	18.6	18.8
매출(% YoY)	78.6	110.8	121.7	124.2	122.7	81.0	54.3	20.3	111.3	59.8	24.7
뷰티 디바이스	36.2	32.1	38.8	18.8	47.0	54.6	41.9	28.1	30.2	41.7	10.0
화장품	152.3	216.9	219.8	254.8	178.0	100.0	65.0	21.4	218.2	73.0	29.2
지역별											
국내	-7.3	-6.5	2.9	-17.0	-5.0	-5.0	-5.0	-5.0	-7.4	-5.0	-4.0
미국	186.5	285.8	280.1	269.7	260.0	150.0	70.0	20.7	261.8	85.0	25.5
일본	198.1	366.1	206.5	289.3	100.0	55.0	40.0	4.9	261.9	40.0	20.0
중화권	39.4	34.4	12.2	10.5	15.0	15.0	15.0	22.7	23.1	17.0	10.2
기타	441.9	368.5	306.1	191.5	185.0	120.0	100.0	43.2	282.9	100.0	40.0
영업이익(% YoY)	96.5	201.9	252.9	227.8	163.8	71.9	51.8	21.0	197.8	62.2	25.7
세전이익(% YoY)	94.8	171.8	262.9	174.2	145.0	86.8	53.1	21.4	173.2	63.9	26.0
지배주주순이익(% YoY)	107.3	175.1	366.1	129.4	120.7	67.8	49.7	22.1	169.9	56.7	26.0

자료: 에이피알, 메리츠증권 리서치센터

2) 아모레퍼시픽: 1분기 국내 사업과 코스알엑스 선전 두드러질 듯

1분기 연결 매출과 영업이익은 각각 전년 동기 대비 5%, 3% 성장한 1조 1,214억 원과 1,210억 원으로 추정한다. 국내 사업이 예상보다 선전하고, 미국/유럽 사업은 전년도 높은 베이스가 부담으로 작용할 전망이다. 미국/유럽은 1분기보다 2분기 실적 개선폭이 클 것 같다. 2분기가 되면 전년도 베이스도 낮지만, 메이저 리테일러 발주가 분기별 변동성이 있기 때문이다. 전년도에는 1분기에 몰렸고, 올해는 1분기와 2분기로 분산되고 있다. EMEA 지역 매출의 경우 유럽은 전년도 구매패 매출 베이스가 있고, 중동은 전쟁으로 라마단 행사 마케팅이 최소한 영향이 있다. 일본 법인은 에스트라/라네즈 선전으로 YoY 20% 매출 성장이 예상되나, 중국 법인 매출은 설화수 매장 축소 영향으로 YoY 20% 감소(BEP)가 불가피해 보인다.

국내 사업이 예상보다 좋은 흐름이다. 애초 YoY 5% 증가할 것으로 보았는데, YoY 7%까지 가능할 듯하다. 이커머스와 멀티브랜드숍 채널 매출이 YoY 20% 내외 고신장하면서 실적 개선을 견인할 것으로 보인다. 백화점도 매장수는 줄어들고 있으나 점포당 매출이 증가하면서 YoY (+) 성장세를 이어갈 듯하다. 코스알엑스 매출은 YoY 15% 이상 성장이 예상된다. 애초 1분기 가이드스(YoY 10%)를 훨씬 넘어설 가능성이 크다. RX라인 펩타이드, PDRN, 패드도 호조세다. 영업이익률은 25% 수준으로 본다. 코스알엑스 실적 추정치는 계속 올라가고 있다.

한편, 중동 전쟁으로 원부자재 불확실성이 커지고 있는데, 아직 플라스틱 수급에 대해서 걱정하지 않고 있지만, 원부자재 가격 인상은 불가피할 것으로 보인다. 생활용품 부문에서 먼저 인상이 시작되었는데, 소비자가 가격 인상으로 이어질 수 있다.

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
매출	1,067.5	1,005.0	1,016.9	1,163.4	1,121.4	1,054.5	1,080.1	1,290.7	4,252.8	4,546.7	4,990.6
국내	577.3	553.6	556.6	587.6	605.7	577.5	580.8	609.6	2,275.1	2,373.6	2,462.6
북미	157.2	134.4	156.8	182.6	180.8	161.3	188.2	227.0	631.0	757.2	923.8
EMEA	55.3	44.1	52.7	88.9	71.9	56.4	67.5	112.7	241.0	308.5	386.2
중화권	132.8	132.7	106.0	141.0	106.2	106.2	90.1	153.6	512.5	456.1	501.7
기타아시아	127.8	125.3	125.4	153.7	140.5	137.8	137.9	169.1	532.2	585.4	643.9
영업이익	117.7	73.7	91.9	52.5	121.0	108.5	120.0	131.5	335.8	480.9	577.9
국내	49.4	40.2	59.4	-4.1	63.6	57.8	63.9	52.1	144.9	237.4	259.1
북미	39.3	10.8	15.7	19.2	27.1	24.2	28.2	34.0	84.9	113.6	147.8
EMEA	17.3	12.3	6.2	16.0	16.5	13.0	15.5	25.9	51.8	71.0	92.7
중화권	0.7	0.7	5.3	7.1	0.0	0.0	0.0	0.0	13.7	0.0	25.1
기타아시아	12.4	12.2	15.5	19.5	18.5	18.3	17.1	24.2	59.6	78.1	72.3
세전이익	141.0	52.4	98.8	51.6	124.6	112.1	123.6	135.1	343.8	495.4	595.8
지배주주순이익	110.8	35.8	66.0	23.1	86.7	78.0	86.0	94.0	235.7	344.6	420.1
영업이익률(%)	11.0	7.3	9.0	4.5	10.8	10.3	11.1	10.2	7.9	10.6	11.6
국내	8.6	7.3	10.7	-0.7	10.5	10.0	11.0	8.6	6.4	10.0	10.5
해외	14.7	8.2	9.7	10.9	12.4	12.0	12.6	12.7	11.0	12.5	13.8
세전이익률(%)	13.2	5.2	9.7	4.4	11.1	10.6	11.4	10.5	8.1	10.9	11.9
순이익률(%)	10.4	3.6	6.5	2.0	7.7	7.4	8.0	7.3	5.5	7.6	8.4
매출(% YoY)	17.1	11.1	4.1	6.6	5.1	4.9	6.2	10.9	9.5	6.9	9.8
국내	2.4	8.1	4.1	7.4	4.9	4.3	4.3	3.7	5.5	4.3	3.7
해외	40.4	14.4	2.9	7.8	5.6	5.8	9.7	17.0	14.2	9.9	16.5
영업이익(% YoY)	62.0	1,673.4	41.0	-33.0	2.8	47.2	30.6	150.3	52.3	43.2	20.2
국내	0.6	164.5	27.6	적전	28.8	43.7	7.6	흑전	-2.3	63.8	9.1
해외	120.3	605.9	76.3	43.8	-10.7	54.1	42.5	36.4	101.3	25.1	28.6
세전이익(% YoY)	37.9	-89.8	81.6	흑전	-11.6	113.8	25.0	161.7	-44.6	44.1	20.3
지배주주순이익(% YoY)	41.0	-93.3	75.4	흑전	-21.8	117.9	30.2	306.9	-60.8	46.2	

주: 해외 지역별 영업이익률은 추정치
 자료: 아모레퍼시픽, 메리츠증권 리서치센터

3) LG생활건강: 실마리를 찾는 중

북미에서 닥터그루트가 선전 중이다. 2025년 하반기 틱톡에서 1억뷰가 터지면서 급신장하고 있다. 4분기 북미 매출(1,544억원) 가운데 40% 정도가 자체 브랜드인데, 빌리프/페이스샵/CNP보다 닥터그루트 매출이 더 커졌다. 닥터그루트 연간 매출이 약 800억원 정도인데, 북미에서만 300억원 가까이 매출이 발생했다. 전년도 하반기부터 모멘텀이 시작됐다는 점, 2026년 세포라 입점 효과까지 감안하면 북미에서만 600억원 이상 매출이 가능할 전망이다.

사실, LG생활건강의 자체 브랜드들 성과는 준수하다. 2026년 북미에서 자체 브랜드 성장률은 YoY 70%를 넘는다. 인수 브랜드, 특히 크림샵의 부진 때문에 전체 성장률이 YoY 8%에 그친 것 뿐이다. 빌리프는 얼타뷰티에 모이스처밤에 이어 프로즌밤(크림)을 입점시켰고, CNP는 아마존에서 오프라인으로 확장, 2026년 초 얼타뷰티 1,400개 점포에 립 6종을 모두 신규 입점시켰다.

일본도 마찬가지다. 북미와 다르게 있다면 VDL과 힌스 등 색조 브랜드가 좋다는 점이다. 힌스는 인수할 당시 이미 일본에서 자리를 잡은, 일본 매출 비중이 50%인 브랜드였다. VDL의 성장세는 고무적이다. 2025년 올리브영 어워즈 수상을 레퍼런스로 쿠션 제품을 중심으로 일본에서 호조세다. VDL은 LG생활건강의 집중 육성 10대 브랜드에도 포함돼 있다. VDL은 상대적으로 색조가 약했던 LG생활건강의 브랜드 포트폴리오에 중요한 자산이 되고 있다.

2023년 가맹사업을 접으면서 국내 채널 전략이 유연해진 것도 긍정적이다. 그동안 가맹 사업의 한계 때문에 다른 채널 전개에 제약이 많았는데, 2024년부터 온라인과 올리브영을 적극 대응할 수 있게 되었다. 대부분 LG생활건강 브랜드들이 올리브영에 입점하게 되었고, 고객 접점이 넓어졌다. VDL의 경우 대표적인 수혜 브랜드다. 올리브영 어워즈 이후 일본을 중심으로 해외 사업을 넓히고 있다. 주지하다시피 올리브영 어워즈는 글로벌 K뷰티의 빌보드차트나 다름없다.

다만, 최근 선전하고 있는 CNP와 빌리프, 더페이스샵, 닥터그루트나 VDL 같은 브랜드들의 매출 규모가 너무 작다는 것이 한계다. 매출 규모 6조원의 큰 군함을 끌고 가기에는 무리가 있다. 미국과 일본에서 이와 같은 자체 브랜드 매출 비중은 30~40%에 불과하다. 중국 사업(면세점 포함)의 경우 후가 회복하지 못하면 마땅한 대안이 없다. 그래서 마케팅비를 당장 줄이기도 힘들다.

1분기는 전년도 면세점과 중국 법인 베이스가 높다. 2025년 1분기 면세점 매출은 1,340억원에 달했는데, 2026년 1분기는 400억원 내외에 그칠 전망이다. 1분기 화장품 사업은 영업적자가 불가피해 보이지만, 실마리를 찾아가고 있다는데 의미가 있다.

표3 LG생활건강 분기 실적 전망											
(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
매출	1,697.9	1,604.9	1,580.0	1,472.8	1,619.4	1,606.9	1,617.2	1,532.7	6,355.5	6,376.1	6,585.8
화장품	708.1	604.6	471.0	566.3	601.9	574.4	480.4	590.7	2,350.0	2,247.4	2,359.7
생활용품	573.3	542.0	596.4	523.0	596.9	569.6	619.1	554.7	2,234.7	2,340.3	2,419.7
음료	416.4	458.3	512.5	383.5	420.6	462.9	517.6	387.3	1,770.7	1,788.4	1,806.3
영업이익	142.4	54.8	46.2	-72.7	48.9	61.6	114.3	72.5	170.7	297.3	425.0
화장품	58.9	-16.3	-58.8	-81.4	-36.1	-17.2	9.6	21.3	-97.6	-22.5	94.4
생활용품	36.6	28.6	42.4	18.7	38.8	30.2	45.2	28.6	126.3	142.8	150.0
음료	46.9	42.5	62.6	-9.9	46.3	48.6	59.5	22.7	142.1	177.1	180.6
세전이익	142.1	47.3	32.5	-285.2	17.9	30.5	83.2	63.4	-63.3	195.0	397.3
지배주주순이익	98.2	35.1	18.2	-251.7	11.0	18.8	51.4	39.1	-100.1	120.4	258.5
영업이익률(%)	8.4	3.4	2.9	-4.9	3.0	3.8	7.1	4.7	2.7	4.7	6.5
화장품	8.3	-2.7	-12.5	-14.4	-6.0	-3.0	2.0	3.6	-4.2	-1.0	4.0
생활용품	6.4	5.3	7.1	3.6	6.5	5.3	7.3	5.2	5.7	6.1	6.2
음료	11.3	9.3	12.2	-2.6	11.0	10.5	11.5	5.9	8.0	9.9	10.0
세전이익률(%)	8.4	2.9	2.1	-19.4	1.1	1.9	5.1	4.1	-1.0	3.1	6.0
순이익률(%)	5.8	2.2	1.2	-17.1	0.7	1.2	3.2	2.6	-1.6	1.9	3.9
매출(% YoY)	-1.8	-8.8	-7.8	-8.5	-4.6	0.1	2.4	4.1	-6.7	0.3	3.3
화장품	-3.4	-19.4	-26.5	-18.0	-15.0	-5.0	2.0	4.3	-16.5	-4.4	5.0
생활용품	2.2	2.0	4.1	2.9	4.1	5.1	3.8	6.1	2.8	4.7	3.4
음료	-4.1	-4.2	2.4	-6.7	1.0	1.0	1.0	1.0	-2.9	1.0	1.0
영업이익(% YoY)	-5.7	-65.4	-56.5	적전	-65.6	12.3	147.5	흑전	-62.8	74.2	42.9
화장품	-11.2	적전	적전	적전	적전	적지	흑전	흑전	적전	적지	흑전
생활용품	13.7	-7.1	6.8	-5.6	6.0	5.6	6.6	52.8	3.1	13.0	5.1
음료	-10.8	-18.0	17.0	적전	-1.2	14.4	-4.9	흑전	-15.4	24.6	2.0
세전이익(% YoY)	-3.8	-68.4	-68.6	적지	-87.4	-35.5	155.9	흑전	적전	흑전	103.8
지배주주순이익(% YoY)	-7.8	-65.0	-73.1	적지	-88.8	-46.5	182.1	흑전	적전	흑전	114.7

자료: LG생활건강, 메리츠증권 리서치센터

4) 글로벌: 지역/카테고리 확장 순항 중

1분기 연결 매출과 영업이익은 각각 1,630억원(YoY 43%), 359억원(YoY 19%, OPM 22%) 수준이 가능할 전망이다. 연간 가이드스, 매출 7천억원, 영업이익률 21% 달성에는 상당한 자신감을 보이고 있다. 아마존 빅 스프링 세일 성적도 좋았다. 영국/스페인/독일 등 유럽에서 성과를 거뒀다. 전년도 4분기 일본/북미/유럽 지역이 실적 개선을 견인했는데, 이번 1분기에도 이 세개 지역 매출이 QoQ 증가하면서 1분기에도 실적을 견인하는 모습이다.

일본은 계절적으로 4분기보다 1분기 매출이 크다. 4분기에 마케팅을 크게 하고 그 효과가 1분기까지 이어지면서 매출이 늘어난다. 특히, 오프라인 채널 성장이 좋다. 옛코스메/로프트/프라자/돈키호테/마츠모토키요시 등 4,500개 매장에서 점포당 매출 극대화에 진력 중이다. 미스트/선크림/크림 등 핵심 3개 카테고리가 모두 카테고리별 매출 톱 3안에 드는 모습이다. 온라인은 큐텐에서 아마존과 라쿠텐으로 확장 중이다.

북미 매출은 4분기에 집중되는 경향이 있기 때문에 올해 1분기 매출은 QoQ 감소할 가능성이 크다. 온라인 매출 비중이 90%가 넘는데, 2026년 코스트코/얼타뷰티 등 오프라인 점포 확장 효과가 클 것으로 기대한다. 아마존에서 좋은 성과로 레퍼런스를 확보했기 때문에 올해 오프라인 채널 실적 가시성은 높다. 얼타뷰티는 7개 SKU가 1,300개 점포에 입점해있는데, 올해 연말까지 SKU를 15개로 늘린다는 계획이다. 코스트코는 현재 150개 점포에서 225개로 확장 통지를 받았다. 이들로부터 받은 추가 발주 약 80여억원이 2분기로 계상되면서 2분기 매출 증가폭이 클 것으로 보인다.

유럽 1분기 매출 QoQ 30% 이상 증가하는 가파른 개선세를 보일 것으로 기대한다. 퍼스트미스트세럼과 톤업선크림, 더블크림에 이어서 멀티밤까지 4개 제품이 모두 아마존 톱100에 들어가는 성과를 거두고 있다. 특히 멀티밤이 급부상 중이다. 부가세 환급 혜택을 위해 현지 법인 설립을 상반기 중에 완료할 계획이다.

아울러, 동남아/중화권 모두 1분기 YoY 50% 내외 견조한 성장세를 이어갈 전망이다. 중국 현지 법인 설립을 완료하면서 기존에 판매하지 못했던 티몰(로컬), 도우인 채널이 신규 성장 동력이 되고 있다. 다만, 러시아 매출은 정체 중이다. 채널 조정으로 온라인 비중을 50% 이상으로 올리는 과도기에 있다. 1분기 매출은 전년도와 유사한 100억원 수준에 그칠 전망이다. 채널 조정 작업에 더해 골드애플 발주가 2분기로 지연되었기 때문이다.

국내 사업 매출은 YoY 10% 증가할 것으로 추정한다. 4분기보다 매출 규모는 떨어진다. 계절적으로 4분기 프로모션이 강하기 때문이다. 4개 신규 제품군(디바이스/비타토닝/퍼스널케어/달바시그니처) 확대 전략이 순조롭게 진행 중이다. 뷰티 디바이스 매출을 작년 40억원에서 올해 100억원 이상 규모로 성장시키는 것을 비롯, 이들 4개 카테고리 매출 비중을 전년도 5% 수준에서 올해 10%까지 올린다는 계획이다. 국내 판매 채널을 보면 3대 온라인(네이버/카카오/쿠팡)이 50% 비중, 올리브영과 홈쇼핑이 나머지를 차지하고 있는데, 차츰 홈쇼핑을 줄이고 백화점/면세점/코스트코/시코르 등 오프라인 입점을 늘린다는 계획이다. 올해 올리브영 매출은 YoY 40% 이상 성장을 기대하고 있다. 현재 주가는 12MF PER 20.3배로 에이피알과 간극을 좁히면서 주가 상승을 이어갈 것으로 기대한다.

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
매출	113.8	128.4	114.2	163.4	163.0	174.3	160.9	203.1	519.7	701.2	851.5
국내	50.2	47.1	40.7	55.7	55.2	52.8	46.4	64.5	193.7	218.9	243.0
일본	22.1	25.8	18.4	31.4	33.1	36.1	31.3	46.0	97.7	146.5	183.1
러시아	10.6	18.7	11.6	12.8	10.1	19.6	17.4	14.6	53.7	61.8	69.2
북미	8.3	12.7	17.6	26.1	23.2	25.4	22.0	29.6	64.7	100.3	130.4
유럽	4.4	6.0	6.2	9.9	12.8	12.0	12.4	10.5	26.5	47.7	62.0
아세안	12.7	11.2	14.4	17.4	18.2	17.9	21.6	25.9	55.7	83.6	108.6
중화권	4.3	5.8	3.4	6.5	6.7	7.0	6.5	7.9	20.0	28.0	36.4
기타	1.7	1.0	1.9	3.7	3.8	3.5	3.3	4.0	8.3	14.6	18.9
영업이익	30.1	29.2	16.7	25.5	35.9	38.3	29.0	37.1	101.5	140.2	178.8
세전이익	32.5	25.8	18.7	25.9	37.0	39.5	30.1	38.3	102.9	145.0	185.6
지배주주순이익	24.8	19.8	14.0	20.5	28.2	30.0	22.9	29.1	79.1	110.2	141.1
영업이익률(%)	26.4	22.8	14.6	15.6	22.0	22.0	18.0	18.3	19.5	20.0	21.0
세전이익률(%)	28.5	20.1	16.4	15.9	22.7	22.7	18.7	18.8	19.8	20.7	21.8
순이익률(%)	21.8	15.4	12.3	12.5	17.3	17.2	14.2	14.3	15.2	15.7	16.6
매출(% YoY)	71.9	73.8	55.0	71.5	43.3	35.8	40.9	24.3	68.2	34.9	21.4
국내	11.1	14.3	16.6	17.3	10.0	12.0	14.0	15.8	15.2	13.0	11.0
일본	267.4	365.8	145.3	151.1	50.0	40.0	70.0	46.5	209.7	50.0	25.0
러시아	263.0	40.5	-20.0	29.9	-5.0	5.0	50.0	14.4	32.8	15.0	12.0
북미	59.6	140.4	175.0	207.8	180.0	100.0	25.0	13.6	155.0	55.0	30.0
유럽	801.8	513.2	210.0	227.1	190.0	100.0	100.0	6.5	307.2	80.0	30.0
아세안	125.6	120.4	148.3	80.0	43.0	60.0	50.0	48.7	113.2	50.0	30.0
중화권	993.2	192.1	61.9	53.0	55.0	20.0	90.0	21.8	128.9	40.0	30.0
기타	345.3	106.2	280.0	4,029.5	120.0	250.0	75.0	6.8	269.9	75.0	30.0
영업이익(% YoY)	104.3	66.0	18.6	86.7	19.3	31.2	73.9	45.2	68.9	38.2	27.5
세전이익(% YoY)	흑전	51.8	53.3	55.9	14.1	53.1	61.1	47.6	254.1	40.9	28.0
지배주주순이익(% YoY)	흑전	44.1	45.7	57.6	13.7	51.7	63.5	42.0	408.7	39.4	28.0

자료: 달바글로벌, 메리츠증권 리서치센터

5) 동국제약: 열려 있는 성장 여력

1분기 연결 매출과 영업이익은 각각 2,500억원(YoY 12%), 288억원(YoY 14%, OPM 11.5%) 수준이 가능할 전망이다. OTC 사업 부문(YoY 5% 추정)에서는 센시아/치센 등 8대 브랜드의 견조한 성장세이다. 이외 일반품목에서도 YoY 20% 이상 매출이 증가하면서 추가적인 성장 여력을 엿볼 것으로 기대한다. 약국용 화장품 마데카파마시안을 출시하는 대표적인 일반품목 성장 드라이버다. SKU 5개로 전년도 3월에 출시했는데, 약국 직거래처 1.5만개, 영업직원 150명의 막강한 영업력이 센텔리안24의 레퍼런스와 맞물려 시너지로 작용할 것으로 보인다.

ETC 사업 부문(YoY 9% 추정) 1분기 성장률은 전년도 4분기보다는 많이 떨어질 것으로 예상된다. 일반적으로 4분기는 주사제가 고성장하는 경향이 있다. 로렐린류(전립선암 치료제)와 히야론류(관절염 주사제) 매출이 4분기에만 YoY 25% 내외 성장한 바 있다. 1분기도 전반적인 매출은 견조한 상황, 연간 YoY 10% 성장 목표에는 부담이 없는 상황이다.

다만 ETC 사업 부문에서 약가 인하 이슈는 불안 요인이다. 지난 3월 26일 정부는 제네릭 약가 산정률을 현행 53.55%에서 45%로 확정했다. 기등재 의약품 인하 과정에서는 혁신형 제약기업은 49%, 준혁신형 제약기업은 47%의 특례 산정률을 일정 기간 적용받게 되며, 하반기부터 적용될 예정이다. 동국제약은 포트폴리오가 다각화되어 있어서 영향은 덜하지만, 건강보험 급여 품목에 대한 영향은 불가피해 보인다. 납품 단가는 협상의 영역이기 때문에 영향을 명확히 분석하기는 어렵다.

헬스케어 사업 부문은 1분기 YoY 22% 성장이 예상된다. 전년도 해외 수출이 약 300억원으로 YoY 85% 증가했는데, 2026년에는 연간 100% 성장을 목표로 하고 있다. 수익성 개선도 긍정적이다. 저마진 홈쇼핑 채널 비중을 계속 줄이면서 자사몰 중심 온라인 비중을 확대하고 있다. 국내 사업에서 홈쇼핑 비중은 전년도 30% 후반까지 낮아졌는데, 올해 20%까지 목표로 하고 있다. 2026년 국내 매출은 전년도 수준, 채널 전환과 수익성 개선에 중점을 두고 있다. 자사몰 회원이 100만명을 넘어서면서 채널 전환에 자신감을 갖고 있다.

헬스케어 부문 1분기 해외 사업은 YoY 300% 성장한 것으로 보인다. 전년도 12월 매출이 가장 컸는데, 그 흐름을 1분기에도 이어가고 있다. 4분기 계절적 성수기 효과가 컸는데, 1분기 QoQ 매출이 증가하면서 수출 모멘텀이 확대되고 있는 것이다. 미국에서는 아마존/틱톡샵이 메인인데, 아마존과 틱톡샵이 각각 80%, 15%로 절대적이다. 2026년에는 얼타뷰티/코스트코 등 현지 주요 오프라인 유통 전개를 도모하고 있다. 해외 마케팅 담당 인력을 현재 35명에서 올해 추가 10명, 중장기 50명으로 확대한다는 계획이다.

아울러, 헬스케어 사업 매출의 25%를 차지하고 있는 생활건강/건기식의 선전도 고무적이다. 생활건강 부문은 센시안/마데카 메디패치/덴트릭스 등 OTC 히트 브랜드를 일반 생활용품 판매용으로 확장한 브랜드들로 구성돼 있다. 전년도 KBO와 콜라보한 마데카쿨링패치 KBO에디션이 히트한 바 있으며, 마데카 메디패치는 다이소에도 입점했다. 건기식 부문은 전년도 마이핏을 중심으로 YoY 20% 이상 성장했는데, 다이소와 올리브영 등 채널 확장 영향이 컸다. 화장품 ODM 계열사 리봄 화장품은 연간 매출 규모 500억원을 목표하고 있는데, 자사 제품 생산(2026년 목표 170억원)을 확대하면서 수직계열화를 도모한다는 계획이다.

한편, 최근 주가 상승은 마이크로 스피어 기술을 활용한 DDS(drug delivery system, 약물전달시스템)의 부각 때문으로 보인다. 마이크로 스피어 기술은 이미 펩트론/인벤티지랩/지투지바이오 등을 통해 가능성이 알려져 있다. 동국제약은 이 기술을 로렐린류에 적용하고 있고, 빅파마들과 기술 협약을 도모하고 있다.

그림6 동국제약 약국 전용 화장품 마데카파마시안



자료: 동국제약

그림7 동국제약 생활건강 시판용 제품 마데카 메디패치



자료: 동국제약

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
매출	223.7	233.5	226.8	242.9	250.0	260.8	251.0	262.9	926.9	1,024.7	1,128.8
동국제약	181.2	189.7	186.4	203.3	207.1	216.3	209.7	222.2	760.6	855.2	956.0
OTC	42.0	44.8	42.5	41.4	44.0	47.0	44.6	43.5	170.7	179.2	188.2
ETC	49.7	55.7	59.5	63.2	54.1	60.7	64.3	67.2	228.1	246.3	266.0
헬스케어	79.0	79.4	74.2	83.9	96.4	96.0	88.3	99.0	316.4	379.7	451.8
동국생명과학	34.2	34.2	28.7	30.6	34.2	34.5	28.9	31.2	127.5	128.8	130.1
위드닉스	1.2	1.8	2.2	1.5	1.2	1.9	2.3	1.5	6.7	7.0	7.4
리봄화장품	7.2	7.7	9.6	7.6	7.6	8.1	10.1	7.9	32.1	33.7	35.4
영업이익	25.3	22.1	24.8	24.3	28.8	27.6	27.8	28.9	96.6	113.2	129.5
동국제약	20.8	18.0	18.7	20.5	23.8	22.7	23.1	24.5	78.0	94.1	109.9
동국생명과학	3.1	3.2	4.3	2.5	4.0	3.3	3.0	3.2	13.0	13.5	13.7
위드닉스	-0.2	-0.0	0.1	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.1	0.0	0.0
리봄화장품	1.0	1.5	1.6	1.0	1.1	1.5	1.7	1.2	5.1	5.6	5.8
세전이익	22.7	23.3	28.8	17.8	28.9	27.6	27.8	29.0	92.6	113.3	131.6
지배주주순이익	16.5	15.8	20.0	13.9	20.1	19.2	19.4	20.2	66.0	78.9	91.6
영업이익률(%)	11.3	9.5	10.9	10.0	11.5	10.6	11.1	11.0	10.4	11.0	11.5
동국제약	11.5	9.5	10.0	10.1	11.5	10.5	11.0	11.0	10.3	11.0	11.5
동국생명과학	9.1	9.4	14.9	8.0	11.6	9.6	10.5	10.3	10.2	10.5	10.5
위드닉스	-14.3	-1.4	5.7	-4.5	0.2	0.2	0.2	0.2	-2.1	0.2	0.5
리봄화장품	13.3	19.4	16.6	13.7	14.0	19.0	17.0	15.7	15.9	16.5	16.5
세전이익률(%)	10.2	10.0	12.7	7.3	11.5	10.6	11.1	11.0	10.0	11.1	11.7
순이익률(%)	7.4	6.8	8.8	5.7	8.0	7.4	7.7	7.7	7.1	7.7	8.1
매출(% YoY)	13.7	14.7	12.9	15.1	11.8	11.7	10.6	8.2	14.1	10.6	10.2
동국제약	10.5	11.5	10.5	19.6	14.3	14.0	12.5	9.3	13.1	12.4	11.8
OTC	10.5	8.6	3.0	1.1	5.0	5.0	5.0	5.0	5.7	5.0	5.0
ETC	7.0	9.3	9.4	28.0	9.0	9.0	8.0	6.3	13.4	8.0	8.0
헬스케어	17.3	13.4	11.8	19.8	22.0	21.0	19.0	18.1	15.6	20.0	19.0
동국생명과학	4.1	5.7	-7.9	-1.2	-	1.0	1.0	2.1	0.3	1.0	1.0
위드닉스	-	60.6	90.3	91.4	5.0	5.0	5.0	5.0	118.2	5.0	5.0
리봄화장품	-	-	-	-18.2	5.0	5.0	5.0	5.0	247.7	5.0	5.0
영업이익(% YoY)	20.5	15.2	10.1	37.7	13.9	24.5	12.2	19.1	20.1	17.2	14.4
동국제약	14.8	6.6	-4.3	38.5	14.6	26.0	23.3	19.5	12.5	20.6	16.9
동국생명과학	8.1	3.9	21.7	0.5	27.8	3.1	-29.0	30.8	9.5	3.7	1.0
위드닉스	-	적지	흑전	적지	흑전	흑전	-96.3	흑전	적지	흑전	162.5
리봄화장품	-	-	-	83.1	10.7	2.8	7.4	20.0	799.0	9.2	5.0
세전이익(% YoY)	-9.6	33.0	8.2	14.8	27.0	18.5	-3.3	62.7	22.3	22.3	16.2
지배주주순이익(% YoY)	-16.4	15.9	3.4	60.5	22.2	21.9	-2.8	45.7	19.5	19.5	16.2

자료: 동국제약, 메리츠증권 리서치센터

6) 애경산업: 사업구조 대전환 지켜볼 필요

1분기 연결 매출은 YoY 5% 증가한 1,581억원, 영업이익은 전년도와 유사한 60억 원으로 추정한다. 전년도 중국 베이스가 낮기 때문에 기저효과가 크다. 애경산업의 1분기 실적은 큰 의미가 없다. 태광산업에 피인수 후 본격적인 사업구조 개편이 시작되고 있기 때문이다. 화장품 사업을 크게 강화하여, 화장품 매출 비중을 현재 32%에서 3년 내 50%까지 올린다는 계획이다. 특히 스킨케어 카테고리에 힘을 준다는 방침이다. 시그닉(Signiq)과 원썩 두개 브랜드를 중심으로 미국 사업 확대에 역점을 두고, 생활용품은 케라시스와 바디 브랜드(럽센트/샤워메이트 등)를 글로벌로 키운다는 전략이다.

이를 위해 마케팅 부문이 신설될 것으로 보인다. 디지털/글로벌 마케팅 중심으로 30여명 요원을 확보했다. 기존 화장품 사업부문은 색조와 스킨케어로, 생활용품은 헤어케어/기타로 나누었는데, 카테고리별로 세분화해서 전문성을 강화한다는 방침이다. 마케팅, 스킨케어, 헤어케어 각 부문장을 모두 외부에서 영입할 계획이다. 마케팅비를 전체 매출의 5%에서 9%까지 크게 올리면서 글로벌/디지털 마케팅 역량을 제고하고, 당분간 마진보다는 매출 증대에 사업 무게 중심을 둘 계획이다.

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
매출	151.1	171.3	169.3	162.9	158.1	173.5	177.3	171.4	654.5	680.3	721.4
화장품	45.9	62.5	51.5	55.0	48.9	63.2	56.9	61.3	214.9	230.4	249.0
국내	22.0	21.9	19.1	23.1	22.7	22.5	19.6	23.8	86.1	88.6	93.1
해외	23.9	40.6	32.4	31.9	26.3	40.6	37.3	37.5	128.8	141.7	155.9
생활용품	104.0	105.1	114.6	104.8	109.2	110.4	120.3	110.0	428.5	449.9	472.4
영업이익	6.0	11.2	7.3	-3.4	6.0	4.8	6.3	1.2	21.1	18.3	24.0
화장품	1.1	6.8	2.1	-2.6	1.1	0.9	0.9	0.5	7.4	3.5	7.5
생활용품	4.9	4.1	5.4	-0.7	4.9	3.9	5.4	0.7	13.7	14.8	16.5
세전이익	7.2	11.9	6.0	-5.5	6.9	5.7	7.1	2.0	19.7	21.7	29.4
지배주주순이익	5.1	11.1	4.3	-5.3	5.2	4.3	5.4	1.5	15.2	16.5	22.3
영업이익률(%)	4.0	6.5	4.3	-2.1	3.8	2.8	3.5	0.7	3.2	2.7	3.3
화장품	2.4	10.9	4.1	-4.7	2.3	1.5	1.5	0.9	3.4	1.5	3.0
생활용품	4.7	3.9	4.7	-0.7	4.5	3.5	4.5	0.6	3.2	3.3	3.5
세전이익률(%)	4.8	6.9	3.6	-3.3	4.4	3.3	4.0	1.2	3.0	3.2	4.1
순이익률(%)	3.4	6.5	2.6	-3.3	3.3	2.5	3.0	0.9	2.3	2.4	3.1
매출(% YoY)	-10.7	-1.3	2.4	-4.8	4.7	1.3	4.7	5.2	-3.6	3.9	6.0
화장품	-27.3	-14.5	-9.6	-19.5	6.6	1.1	10.6	11.5	-17.8	7.2	8.1
국내	5.8	-6.5	-7.1	2.5	3.0	3.0	3.0	3.0	-1.4	3.0	5.0
해외	-43.5	-18.3	-11.1	-30.3	10.0	0.0	15.0	17.6	-26.1	10.0	10.0
생활용품	-0.6	5.9	7.1	3.1	5.0	5.0	5.0	5.0	3.9	5.0	5.0
영업이익(% YoY)	-63.3	-36.1	-23.6	적전	-0.1	-56.9	-14.1	흑전	-54.8	-13.4	31.1
화장품	-88.9	-45.6	-46.2	적전	2.3	-86.1	-59.3	흑전	-74.5	-53.3	116.2
생활용품	-25.8	-16.3	-5.3	적전	0.3	-5.8	0.3	흑전	-23.0	8.4	11.4
세전이익(% YoY)	-62.2	-29.9	-20.1	적전	-4.5	-52.2	18.2	흑전	-59.6	10.6	35.2
지배주주순이익(% YoY)	-62.5	-14.3	-24.2	적전	2.3	-61.4	24.9	흑전	-57.6	8.3	35.2

자료: 애경산업, 메리츠증권 리서치센터

7) 네오팜: 수출 회사로 거듭나는 중

1분기 매출은 351억원(YoY 11%), 영업이익은 80억원(YoY 3%)으로 추정한다. OEM 사업을 제외하면 YoY 13% 성장이다. 아토팜과 제로이드 매출이 YoY 15% 이상 증가하면서 외형 성장을 견인할 것으로 보인다. 아토팜은 아마존을 중심으로 수출이 100% 성장하고, 제로이드는 수출과 동시에 올리브영 채널 성장이 두드러질 것으로 예상된다. 민감성 스킨케어 라인 펌프로브 론칭 효과도 기대된다. 리얼베리어는 수출과 다이소 실적이 좋다. 수출 비중이 35%까지 상승한 것은 고무적이다. 아마존은 물론 유럽에서도 좋은 흐름을 보이고 있다. 영국 퓨어서울에 팝업을 운영 중이고, 튀르키예 신규 거래처도 확보했다. 다만, 올리브영 분기 행사 미참여로 전체 리얼베리어 매출은 YoY 5% 성장이 그칠 것으로 보인다. 더마비 매출은 전년도 수준에 그칠 전망이다. 전년도 12월 올리브영 어워즈 순위에서 밀리면서 1분기 매출이 영향을 받았다.

해외 사업 확대에 따른 지급수수료와 마케팅비 증가(YoY 40% 예상)로 영업이익률은 22.8%(YoY -1.8%p)로 하락할 것으로 예상된다. 해외 사업이 일정 규모 이상 늘어나면서 영업레버리지가 발생하기 전까지 수익성 개선 여지는 제한적이다. QoQ 영업이익률이 상승하는 이유는 전년도 4분기 마케팅비 증가 효과가 1분기까지 이어지고 있기 때문이다.

1분기 전체 매출에서 수출 증가율은 YoY 70%, 수출 비중은 20%로 국내에서 해외로 사업 규모를 본격 확장하고 있다. 아마존에서 인지도를 높이는게 우선 과제다. 매출에서 마케팅비 비중은 10% 수준으로 잡고 있다. 미국 올리브영에 입점이 예정돼 있고, 일본 큐텐도 적극 활용할 계획이다. 제로이드는 3월 미국 틱톡샵에 론칭했다. 2026년 연간 가이드는 매출 YoY 20% 성장, 영업이익률 21%이다. 6월까지 원부자재는 선매입해놓은 상황이다.

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
매출	31.6	32.0	32.2	36.4	35.1	37.6	35.8	41.3	132.2	149.7	166.0
아토팜	9.4	11.0	10.7	10.6	11.0	13.2	11.9	12.8	41.7	48.8	55.5
제로이드	9.6	9.0	8.9	11.3	11.4	10.6	10.5	13.3	38.7	45.8	52.5
리얼베리어	5.2	4.8	4.2	4.3	5.5	5.4	4.7	5.2	18.5	20.9	23.1
더마비	4.6	4.1	4.8	5.9	4.7	4.6	5.0	6.1	19.4	20.4	21.2
영업이익	7.8	7.0	6.8	7.2	8.0	8.0	7.6	8.3	28.8	31.9	35.7
세전이익	9.1	6.2	8.5	8.4	8.9	9.0	8.6	9.2	32.3	35.7	39.7
지배주주순이익	7.1	7.1	6.9	6.8	6.8	6.8	6.5	7.0	27.8	27.1	30.2
영업이익률(%)	24.6	21.9	21.0	19.8	22.8	21.3	21.3	20.0	21.8	21.3	21.5
세전이익률(%)	28.8	19.5	26.4	23.2	25.5	23.8	24.0	22.3	24.4	23.9	23.9
순이익률(%)	22.6	22.1	21.3	18.6	19.4	18.1	18.2	17.0	21.0	18.1	18.2
매출(% YoY)	12.0	4.4	23.1	7.0	10.9	17.6	11.1	13.4	11.1	13.3	10.9
아토팜	13.5	10.7	23.4	-7.2	16.0	20.0	11.0	20.8	8.8	17.0	13.6
제로이드	21.0	20.8	25.4	15.3	19.0	18.0	18.0	17.8	20.2	18.2	14.6
리얼베리어	33.2	45.7	25.8	-10.3	6.0	13.0	13.0	21.5	20.6	13.0	10.4
더마비	-0.8	-14.4	19.3	7.8	2.0	10.0	5.0	3.8	2.5	5.0	4.0
영업이익(% YoY)	14.6	14.8	33.2	8.1	2.7	14.2	12.5	14.6	16.7	10.8	11.9
세전이익(% YoY)	17.6	-17.9	55.1	-10.4	-1.6	44.0	0.9	9.3	6.8	10.7	11.1
지배주주순이익(% YoY)	16.8	20.1	58.2	1.6	-4.7	-3.6	-5.0	3.7	21.0	-2.5	11.1

자료: 네오팜, 메리츠증권 리서치센터

8) 아이패밀리에스씨: 아시아 지역 실적 가시성 회복 관건

1분기 연결 매출은 511억원(YoY -6%), 영업이익은 51억원(YoY -29%)에 그칠 전망이다. 국내 사업 매출이 YoY 30% 성장하고 미주/유럽 지역이 선전했지만, 일본/중국/동남아 지역 매출이 재고 소진 이슈로 YoY 30%~60%까지 감소하면서 실적 부진의 요인으로 작용할 전망이다. 국내 매출 성장은 올리브영 직거래 전환 효과와 더불어 립글로스, 립오일 등 신제품 판매가 좋았다. 영업이익률은 9.9%(YoY -3.2%p)로 하락할 것으로 예상하는데, 신규 해외 사업 고정비(마케팅비+지급수수료+운반비+인건비) 부담이 커지고 있기 때문이다. 매출 규모가 의미 있게 나오기 전까지 수익성 개선을 논하기는 쉽지 않은 상황이다.

2026년 연결 매출 YoY 15% 성장, 영업이익률 15% 수준을 목표하고 있다. 일본 매출 회복이 핵심 목표 가운데 하나이다. 연간 매출 약 600억원(YoY 22%)을 목표하고 있다. 경쟁이 심한 상황이다. 일본쿠텐을 직거래로 하면서 P가 상승할 수 있고, 7~8월 돈키호테와 콜라보 브랜드, 기초 라인 출시 효과를 기대하고 있다. 일본 벤더사들의 재고확충 수요도 클 것으로 예상하고 있다. 2026년 미국 매출은 350억원(YoY 140%)까지 성장을 목표하고 있다. 아마존 계정이 정상화됐으며, 신규 메이저 오프라인 리테일러 입점 효과도 기대하고 있다(약 600개 점포 예상).

유럽도 YoY 60% 고성장을 예상한다. 2024년 84억원, 2025년 187억원에 이어 2026년 300억원(목표)으로 빠르게 성장하고 있다. 특히, 튀르키예 반응이 좋다(매출 비중 80%), 스페인 등은 이제 본격화되고 있다. 중화권에서는 YoY 15% 이상 성장을 기대하고 있다. 예전의 인기를 되찾고 있는 분위기이다. 불매운동/뽀차오 소비 흐름은 없다. 동남아에서는 2025년 재고조정 이슈가 아직도 이어지고 있어서 2026년 의미 있는 성장을 기대하기는 무리다. 회사의 목표와 1분기 성과는 괴리가 크다. 일본/중국/동남아 지역 실적 가시성을 확보하는게 단기적인 관건이다.

표8 아이패밀리에스씨 분기 실적 전망

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
매출	54.4	57.7	53.5	58.6	51.1	63.8	66.5	67.9	224.1	249.3	273.7
화장품	53.1	56.0	51.5	55.7	48.6	62.0	64.3	65.8	216.3	240.7	264.2
국내	15.6	16.0	17.5	21.0	20.3	18.7	18.0	21.9	70.1	78.9	81.2
일본	12.7	10.7	13.4	12.3	8.9	10.8	13.7	13.3	49.1	46.7	44.8
중화권	10.1	5.8	7.1	6.0	4.0	6.9	8.2	8.3	29.0	27.5	26.4
동남아	7.0	10.9	4.8	4.1	2.8	7.6	5.5	5.5	26.8	21.4	22.1
미주권	1.7	3.0	4.0	5.7	5.5	7.6	8.8	7.1	14.5	29.0	43.6
유럽	4.5	6.7	2.7	4.8	5.0	7.3	8.1	7.6	18.7	28.0	35.1
화장품 외	1.3	1.6	2.0	2.9	2.5	1.8	2.2	2.1	7.8	8.6	9.5
영업이익	7.2	7.2	6.2	6.6	5.1	7.6	9.8	7.1	27.1	29.6	35.1
세전이익	7.3	7.1	6.4	6.8	5.3	7.8	10.0	7.4	27.6	30.5	36.1
지배주주순이익	6.0	5.8	5.3	4.8	4.2	6.2	8.0	5.9	21.8	24.4	28.9
영업이익률(%)	13.1	12.5	11.6	11.3	9.9	11.9	14.8	10.5	12.1	11.9	12.8
세전이익률(%)	13.4	12.3	11.9	11.7	10.3	12.2	15.1	10.9	12.3	12.2	13.2
순이익률(%)	11.0	10.0	9.8	8.2	8.3	9.8	12.1	8.7	9.7	9.8	10.5
매출(% YoY)	-5.3	17.6	6.7	21.1	-6.1	10.7	24.5	15.9	9.4	11.3	9.8
화장품	-5.9	17.3	4.7	19.1	-8.5	10.7	25.0	18.1	8.1	11.3	9.8
국내	0.8	17.5	27.2	28.9	30.4	16.6	3.0	3.9	18.5	12.5	3.0
일본	-37.5	-0.1	-3.3	-4.5	-30.0	1.0	2.0	7.9	-15.0	-5.0	-4.0
중화권	57.9	-0.3	10.8	-6.5	-60.0	20.0	15.0	39.6	15.8	-5.0	-4.0
동남아	14.9	93.5	-43.0	-11.5	-60.0	-30.0	15.0	33.4	8.1	-20.0	3.0
미주권	33.8	20.7	126.4	108.6	220.0	150.0	120.0	23.3	74.2	100.0	50.0
유럽	253.2	241.9	-3.9	104.2	10.0	10.0	200.0	59.0	122.8	50.0	25.0
영업이익(% YoY)	-39.2	3.2	-32.0	13.6	-29.3	5.7	59.0	7.3	-19.4	9.0	18.7
세전이익(% YoY)	-39.3	-2.6	-31.8	20.8	-27.6	10.4	57.9	8.5	-19.6	10.8	18.1
지배주주순이익(% YoY)	-38.1	-12.8	-31.1	10.3	-29.8	8.2	53.0	23.4	-22.9	11.9	18.1

자료: 아이패밀리에스씨, 메리츠증권 리서치센터

9) 브이티: 지역/상품 믹스 개선 긍정적

매출은 증가하지만 영업이익은 감소하는 기간이 상반기까지 이어질 수밖에 없다. 1분기 매출은 1,107억원(YoY 10%), 영업이익은 135억원(YoY -54%)으로 추정한다. 하반기 이후 실적 턴어라운드 가능성이 중요한데, 첫번째 관건은 미국과 유럽에서 사업성을 증명해야 한다. 미국에서 채널/카테고리 확장은 긍정적이거나, 틱톡에서는 아직 자리를 못잡고 있다. 둘째, 카테고리 측면에서 리들샷을 이을 히트 제품이 나와줘야 한다. 전체 매출에서 PDRN 라인 매출 비중이 전년도 4분기 20%를 넘었다는 점을 주목할 필요가 있다. 계열사인 이앤씨에서 주로 생산하고 있기 때문에 연결 마진 측면에서도 긍정적이다. 셋째, 일본 사업의 회복이다. 경쟁 심화와 채널 포화로 전년도 3분기 이후 지속적인 매출 감소를 경험하고 있다. 큐텐 메가와리 성적도 저조했고, 오프라인 매출도 감소하고 있다. 1분기 일본 매출은 YoY 27% 감소한 300억원 수준에 그칠 것으로 보인다.

국내 사업 매출은 YoY 6% 증가로 회복세로 접어들 전망이다. 전년도 7월 동대문 면세점 폐점 이후 매출 측면 타격이 컸는데, 인바운드 관광객 증가로 면세점 채널이 QoQ, YoY 모두 (+)로 나타나고 있다. 다이소 매출이 높은 베이스 영향 YoY 소폭 감소하고, 홈쇼핑은 저마진 채널로 전략적으로 줄이고 있다는 점을 감안하면 양호한 성과다. 특히, 다이소를 중심으로 PDRN광채토너/크림/에센스 등 PDRN 라인 매출이 급격하게 늘고 있다는 점이 긍정적이다. 국내 사업 채널별 매출 비중은 다이소/면세점 20%, 올리브영 15%, 홈쇼핑 9%로 추정되는데, 기타 드럭스토어/해외영업 매출 비중이 약 20%(YoY +10%p)까지 상승했다.

미국 사업은 아마존을 중심으로 견조한 성장세를 지속하고 있다. 2025년 연간 매출은 480억원 규모인데, 전년도 2분기부터 얼타뷰티(약 40억원, 1,400개 전매장)를 시작으로, 아마존/틱톡샵으로 채널을 본격 확대하고 있다. 카테고리 확장도 긍정적이다. 전년도 하반기 아마존/틱톡샵에서 PDRN 라인 매출이 증가하면서 얼타뷰티에 입점했고, 코스트코 납품도 논의 중이다. 4분기 리들샷 매출 비중은 62%까지 하락했다. 다만, 전년도 4분기 대규모 행사 영향 때문에 1분기 매출은 QoQ 감소할 것으로 보이는데, 틱톡샵 카테고리 조정 이슈까지 겹치면서 1분기 미국 사업 매출은 97억원에 그칠 전망이다.

러시아(CIS 포함) 매출은 계속 QoQ 증가세다. 골드애플 입점 효과가 크며, CIS 지역으로 현지 벤더를 통해 물량이 증가하고 있다. 대부분 리들샷이고, 골드애플 비중이 50%이다. 2월 솔드아웃까지 있었다. 마케팅을 확대하면서 인플루언서 섭외도 늘리고 있다. 유럽은 전년도 하반기부터 매출이 늘고 있다. 아마존 5개국을 시작으로 오프라인으로 확장 중이다. 실리콘투와 현지 벤더 모두 발주가 증가하고 있다. 특히, 튀르키예 발주가 크다.

참고로 1분기부터 큐브재팬이 연결 실적으로 들어오면서 일본 지역 매출은 올라가고 영업이익은 감소할 수 있다. 현재 추정치에서 포함하지 않았다. 2025년 큐브재팬 매출은 1,130억원, 영업손실 51억원, 당기순손실 33억원이었다. 기존 지분을 20%였는데, 현금 60억원으로 잔여 지분을 인수하면서 100%로 올렸다. 큐브재팬을 제외한, 1분기 연결 영업이익률은 4분기보다는 높을 것으로 예상된다. 전년도 4분기 연말 행사 시즌, 미국을 중심으로 마케팅비를 200억원 지출한 바 있는데, 1분기에는 크게 줄었다.

표9 브이티 분기 실적 전망

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
매출	100.5	111.5	110.2	115.0	110.7	115.7	123.3	129.9	437.2	479.7	540.2
화장품	89.2	95.9	94.9	101.0	94.7	99.6	107.2	113.6	381.1	415.2	472.6
국내	28.5	31.8	27.1	27.5	30.3	31.4	33.4	33.5	114.9	128.7	138.2
일본	40.4	35.2	35.7	34.2	29.6	29.9	30.2	30.5	145.5	120.3	126.3
기타	18.3	26.8	28.2	34.0	28.0	31.0	35.7	41.3	107.3	136.0	168.7
이앤씨	22.4	35.6	36.4	24.9	25.1	25.4	25.6	25.9	119.2	101.9	111.6
영업이익	29.0	29.1	12.1	12.7	13.5	16.2	19.0	20.5	82.9	69.2	89.9
화장품	26.2	26.6	10.2	10.9	12.3	14.9	17.6	19.3	73.8	64.2	85.1
이앤씨	1.8	3.8	4.0	2.5	2.5	2.8	2.9	2.8	12.1	11.0	10.6
세전이익	30.2	27.5	11.3	11.9	12.2	14.9	17.7	19.2	80.8	64.0	88.7
지배주주순이익	22.3	20.5	8.0	10.2	8.9	10.9	13.0	14.1	60.9	47.0	65.1
영업이익률(%)	28.9	26.1	11.0	11.0	12.2	14.0	15.4	15.8	19.0	14.4	16.6
세전이익률(%)	30.0	24.6	10.3	10.3	11.0	12.9	14.3	14.8	18.5	13.3	16.4
지배주주순이익률(%)	22.2	18.4	7.2	8.8	8.1	9.5	10.5	10.9	13.9	9.8	12.1
매출(% YoY)	-1.3	-1.6	5.8	2.3	10.2	3.8	11.9	12.9	1.3	9.7	12.6
영업이익(% YoY)	21.1	7.6	-60.7	-56.5	-53.6	-44.3	56.6	62.1	-25.3	-16.5	29.9
세전이익(% YoY)	32.0	11.9	-74.3	-72.2	-59.7	-45.7	56.1	62.3	-39.8	-20.8	38.6
지배주주순이익(% YoY)	39.0	33.1	-74.4	-71.3	-59.9	-46.6	63.0	38.9	-37.8	-22.9	38.6

자료: 브이티, 메리츠증권 리서치센터

10) 클리오: 국내 채널 구조조정 효과 지속

1분기 연결 매출은 802억원(YoY -3%), 영업이익은 40억원(YoY 249%)으로 추정한다. 전년도 4분기에 이어 저마진 홈쇼핑/다이소 채널 비중 축소 영향으로 매출은 감소하지만 수익성이 크게 개선되는 모습이다. 국내 사업은 두 채널을 제외하면 전년도 1분기와 유사한 수준이다. 주력 채널인 올리브영 매출이 YoY 4% 성장에 그칠 것으로 보이는데, 전년도 1분기 해리포터 콜라보 영향으로 베이스가 높다. 2025년 올영 어워즈에서 클리오는 색조에서 1위를 유지했지만, 페리페라/구달 등은 뒤로 밀린 영향도 있다.

해외 사업에서는 미국이 YoY 15% 무난한 성장세를 보이며 BEP를 넘어설 것으로 기대한다. 마스카라/쿠션을 중심으로 B2B 비중이 커지고 있다. 엘타뷰티에는 힐링 버드가, 코스트코에는 구달 세럼이 입점을 앞두고 있다. 일본 매출은 YoY -27%로 감소폭이 클 것 같다. 전년도 초 신제품 립치크랩 베이스가 높다. 법인 조직이 리셋되고 있는 영향도 있다.

2분기에는 구달 비타씨세럼이 일본 코스트코와 세븐일레븐 입점을 앞두고 있고, 하반기 신제품 론칭 효과로 회복을 기대하고 있다. 중국 법인은 전년도 낮은 베이스로 YoY 15% 매출 신장할 것으로 본다. 구달이 규모는 작지만 성장이 가파르다(YoY 200%). EMEA 지역은 러시아와 튀르키예 지역 성장이 높은 편이다.

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
매출	82.3	82.1	83.8	80.6	80.2	81.5	87.5	87.3	328.9	336.5	354.8
국내	49.5	44.9	47.4	44.3	46.3	44.1	48.0	45.1	186.1	183.4	188.3
일본	9.8	10.9	8.2	9.7	7.2	9.8	8.5	10.3	38.6	35.8	36.9
미국	5.7	5.8	7.6	8.4	6.6	6.7	9.1	10.7	27.5	33.0	38.3
중국	5.1	6.6	6.8	5.7	5.9	6.8	7.0	6.2	24.2	26.0	27.7
동남아	8.1	7.3	6.5	6.3	8.5	7.7	6.8	6.6	28.2	29.6	30.5
기타지역	3.0	5.5	5.0	4.6	4.2	5.0	5.9	6.3	18.1	21.4	24.8
영업이익	1.1	3.5	4.7	7.0	4.0	4.9	7.0	7.4	16.4	23.3	25.4
세전이익	3.1	2.2	6.7	3.6	4.6	5.5	7.6	8.0	15.6	25.8	27.9
지배주주순이익	2.7	2.0	5.5	3.3	3.9	4.6	6.4	6.7	13.6	21.6	23.2
영업이익률(%)	1.4	4.3	5.6	8.7	5.0	6.0	8.0	8.5	5.0	6.9	7.2
세전이익률(%)	3.8	2.7	8.0	4.5	5.8	6.8	8.7	9.2	4.8	7.7	7.9
순이익률(%)	3.3	2.5	6.6	4.0	4.8	5.7	7.3	7.7	4.1	6.4	6.5
매출(% YoY)	-11.4	-11.3	-4.3	3.0	-2.6	-0.7	4.4	8.2	-6.4	2.3	5.4
국내	-10.2	-16.2	-12.4	-6.7	-6.4	-1.9	1.2	1.8	-11.7	-1.4	2.7
일본	2.1	-15.5	2.5	2.1	-26.7	-9.9	3.5	6.5	-3.5	-7.2	3.0
미국	-32.9	-35.6	16.9	29.2	15.0	15.0	20.0	26.8	-9.8	20.0	16.0
중국	-26.1	4.8	36.0	32.6	15.0	3.5	3.3	9.4	7.6	7.3	6.5
동남아	-4.7	12.3	-12.2	0.0	5.0	5.0	5.0	5.0	-1.7	5.0	3.0
기타지역	-9.1	77.4	-7.4	43.8	40.0	-10.0	18.0	37.1	20.7	18.0	16.2
영업이익(% YoY)	-86.5	-63.2	-26.3	6,310.6	248.8	38.9	48.3	4.9	-33.2	41.7	9.1
세전이익(% YoY)	-71.9	-80.4	-12.6	65.1	49.3	146.5	13.9	121.6	-51.6	64.7	8.3
지배주주순이익(% YoY)	-73.1	-77.9	-9.7	37.0	42.1	127.3	15.8	106.4	-51.3	59.6	7.1

자료: 클리오, 메리츠증권 리서치센터

11) 실리콘투: 유럽 시장 선봉장

1분기 연결 매출은 3,404억원(YoY 39%), 영업이익은 647억원(YoY 35%) 수준이 가능할 전망이다. 중동전쟁 불안에도 불구하고, 유럽 매출이 1,400억원을 넘어서면서 실적 개선을 견인할 것으로 예상된다. 아시아/북미/중남미 등 중동을 제외한 거의 전지역 매출이 QoQ와 유사하거나 증가하면서 K뷰티 최대 무역벤더로서 위상을 입증할 것으로 기대한다. 아시아는 인도네시아 등지에서 라마단 기간 효과로 처음으로 매출 600억원을 넘길 것으로 보이며, 북미(YoY 43%)는 4분기 계절적 성수기를 감안하면 호실적이다. 이외 중남미/CIS 지역 역시 YoY 40% 이상 성장하면서 지역 확장 가능성을 높일 것으로 예상된다. 전년도 4분기에 성과급 등 일회성 비용이 많았는데, QoQ 판관비가 40억원 이상 감소하면서 영업이익률은 19%(QoQ+5.1%, YoY -0.4%p)까지 회복할 것으로 추정한다.

이번 1분기 실적에서 가장 돋보이는 지역은 유럽이다. 유럽에서만 QoQ 250억원 이상 증가할 것으로 보인다. 유럽은 2025년 4분기 이후 한국 화장품 최대 수출 지역으로 떠오르고 있다. 1분기 대 유럽 화장품 수출은 55% 늘었고, 3월 화장품 수출에서 영국/폴란드/네덜란드 등 핵심 3개 지역 수출액은 앞자리가 바뀌었다. 영국은 유럽에서 온오프라인 채널에 걸쳐 K뷰티가 가장 활발하게 전개되고 있는 지역이다. 실리콘투는 영국에서 부츠/슈퍼드럭/룩판타스틱을 중심으로 매출을 빠르게 올리고 있다. 폴란드 물류센터는 애초 900평에서 현재 4,000평까지 늘린 상태인데, 2분기 2,000평 규모 물류센터를 하나 더 추가할 계획이다. 현재 유럽은 50개 정도 브랜드 운영하고 있는데, 전체 운영 브랜드(600여개)의 1/10밖에 안된다. i) 점포수와 채널이 확장되면서 매출이 증가하고, ii) SKU가 증가하면서 매출이 증가하고, 거기에 iii) 신규 브랜드가 입점하면서 또 매출이 증가하는 양적 확장세가 한창이다.

미국보다 유럽을 더 큰 시장으로 보고 있는 이유는 실리콘투의 역량을 보다 필요로 하고, 발휘할 수 있기 때문이다. i) 미국보다 오프라인 채널 비중이 큰데, ii) 국가별로 특색있는 로컬 채널이 다양하게 있어서 실리콘투 같은 유통벤더의 역할이 더 중요하다. iii) 미국보다 오프라인 채널 진입장벽이 높다고 볼 수 있다. 상대적으로 미국은 메이저 리테일러들의 집중도가 높고, 진입장벽이 낮다. 최근 이공이공/모스트/그레이스 등 중소형 유통벤더들이 미국 메이저 리테일러들의 거래코드를 다수 확보할 수 있게 된 것을 봐도 알 수 있다. iv) 실리콘투는 언어/통관 절차/라벨 이슈 등에서 여러 시행착오를 겪으며 경험과 데이터를 축적한 만큼 경쟁우위에 있다.

참고로 모이다는 현재 7개 매장 운영하고 있다. 뉴욕은 철수하고 캘리포니아에 하나 더 열었다. 2026년 10개 이상 오픈을 예상하고 있다. 원래 마케팅 플랫폼 역할을 기대했는데, 월 평균 매출이 4~5억원, 최대 7억원까지도 나오면서 매출 기여도가 높아지고 있다. 도매 마진에 더해 리테일 마진도 취할 수 있기 때문에 매출과 이익을 모두 키울 수 있다. BEP 이상 수익성을 보이고 있다.

1분기 실리콘투는 중동 실적에 대한 불안감이 컸다. 1~2월 월평균 50~60억원 정도 매출이 나왔고, 현지 물류센터에 300억원가량 재고가 있다. 영업은 이뤄지고 있지만, 공급 방식은 바뀌었다. 애초 중동 지역 거래처에는 본사와 현지 법인에서 공동 대응했다. 현지 법인이 있더라도, 신제품이나 거래처가 특별히 원하는 제품의 경우 본사에서 항공 운송으로 발송했다. 중동 전쟁 전, 본사에서 대응하는 매출과 현지 법인 비중이 45:55였다면 중동전쟁이 터진 후에는 3:7로 현지 법인 매출 비중이 늘었다. 중동 매출 비중은 전년도 4분기 기준 9%였는데, 1분기 그 비중은 줄어드는 것으로 봐야할 것이다. 아울러, 유가가 크게 상승하면서 운송비 비중이 커질 수 있다. 다만, 매출 대비 운송비 비중은 2~3%인데, 중동전쟁 시기에는 상단이 될 가능성이 크다.

한편, 구다이글로벌의 한성USA 인수나, 올리브영의 세포라 진출 영향은 제한적이다. 조선미녀는 세포라 독점을 이미 맺고 있고, 한성USA는 엘타/타겟/코스트코가 메인이다. 구다이글로벌의 모든 브랜드가 한성USA로 전개될 리 없다. 실리콘투가 부족한 부분을 한성USA가 채울 뿐이다. 실리콘투가 강점을 갖고 있는 온라인과 미국 로컬 중소형 리테일러를 다 커버하기에도 벅찬 상황이다. 계속 영업직원을 뽑고 있다. 시장 확대 시기, 유통벤더들끼리 경쟁 우려를 고민할 단계가 아니다.

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
매출	245.7	265.3	299.4	306.0	340.4	343.0	385.9	401.5	1,116.3	1,470.7	1,796.1
유럽	81.3	107.3	101.9	114.6	140.6	144.9	147.8	150.1	405.1	583.3	700.0
아시아	59.2	44.7	52.8	55.4	65.1	53.6	63.4	72.4	212.1	254.5	292.7
북미	45.2	48.9	72.6	65.2	64.6	68.5	87.1	76.6	231.9	296.8	356.2
중동	26.0	28.0	30.5	27.2	23.4	25.2	29.0	34.1	111.7	111.7	167.6
기타	34.0	36.4	41.6	43.6	46.6	50.8	58.7	68.3	155.5	224.3	279.7
영업이익	47.7	52.2	63.1	42.4	64.7	65.2	74.1	56.4	205.4	260.3	332.3
세전이익	48.2	43.8	70.8	53.9	68.9	69.4	78.3	60.6	216.7	277.2	351.7
지배주주순이익	38.8	35.6	58.4	35.8	55.8	56.2	63.4	49.1	168.6	224.5	281.4
영업이익률(%)	19.4	19.7	21.1	13.9	19.0	19.0	19.2	14.0	18.4	17.7	18.5
세전이익률(%)	19.6	16.5	23.6	17.6	20.2	20.2	20.3	15.1	19.4	18.8	19.6
순이익률(%)	15.8	13.4	19.5	11.7	16.4	16.4	16.4	12.2	15.1	15.3	15.7
매출 (% YoY)	63.9	46.3	60.4	78.2	38.5	29.3	28.9	31.2	61.9	31.7	22.1
유럽	187.3	141.7	137.5	143.3	73.0	35.0	45.0	31.0	149.0	44.0	20.0
아시아	59.1	18.9	48.7	32.9	10.0	20.0	20.0	30.7	39.5	20.0	15.0
북미	-20.6	-21.6	11.7	74.8	43.0	40.0	20.0	17.5	4.6	28.0	20.0
중동	165.3	94.4	57.2	35.3	-10.0	-10.0	-5.0	25.5	75.4	0.0	50.0
기타	92.0	61.3	74.2	71.6	37.0	39.6	41.2	56.7	73.7	44.3	24.7
영업이익 (% YoY)	62.1	34.0	48.1	59.9	35.5	24.9	17.5	33.1	49.4	26.8	27.6
세전이익(% YoY)	51.5	6.4	88.4	41.1	43.0	58.3	10.6	12.5	45.7	27.9	26.9
지배주주순이익(% YoY)	51.9	6.7	95.6	38.7	43.9	57.9	8.6	37.1	46.7	33.2	25.3

자료: 실리콘투, 메리츠증권 리서치센터

12) 코스맥스: 2026년 QoQ 수익성 개선세 이어질 듯

1분기 흐름은 좋다. 국내 사업 매출이 YoY 15% 내외 성장하면서 실적 개선을 견인할 전망이다. 더파운더즈, 에이피알을 비롯 토리든, 비나우 등 신규 인디 브랜드 성장세가 가파르다. 에센스/미스트/크림 등 기초 제품 매출 비중이 상승하고 있는 것은 수익성 측면에서 긍정적이다. 다만, 상대적으로 수익성이 낮은 하이드로겔 마스크와 자외선차단제 비중 상승은 1분기 국내 사업 수익성을 제약시키는 요인이 될 수 있다.

하이드로겔 마스크 비중은 전년도 하반기 급상승하기 시작했는데, 전년도 1분기 국내 매출 비중 2%에서 4분기 5% 수준까지 올라갔다. 수율과 숙련도는 QoQ로 개선되고 있는 만큼 하반기로 갈 수록 기저효과가 클 것으로 본다. 바이오던스의 글로벌 히트 이후 많은 올리브영PB를 비롯 많은 인디 브랜드들의 공급 제안이 들어오고 있는 만큼, 코스맥스의 차기 핵심 카테고리 자리매김할 가능성도 있다.

중국 법인 매출은 YoY 13% 견조한 성장세를 이어갈 전망이다. 플라워노즈/프로야 등 로컬 브랜드들의 발주가 크게 증가하고 있고, C뷰티 아시아 지역 확장에 따라 광저우 법인 수출 실적도 양호하다. 동남아 법인은 좋지 않다. 인도네시아와 태국 매출은 모두 전년도 높은 베이스로 각각 YoY -15%, YoY 0%에 그칠 전망이다. 미국 법인 매출이 YoY 30% 성장하면서 동남아 부진을 상당히 상쇄할 것으로 기대한다. 크림/토너 등 K뷰티 컨셉 제품이 인기를 끌면서 연간 BEP 가능성을 높이고 있다.

수익성 측면에서 보면, 기초 카테고리 비중이 상승하고 있는 것은 긍정적이거나, 대량 생산하던 색조 카테고리 비중 하락은 아쉬움이다. 저마진 하이드로겔 카테고리의 경우 전년도 매출 비중이 본격적으로 상승한 게 하반기인 만큼 올해 상반기까지는 수익성 저하 요인이 될 수 있다. 현재 하이드로겔 마스크 매출 비중은 국내 사업의 5%로 추정된다. QoQ 숙련도 제고와 수율 개선이 이뤄지고 있는 만큼 하반기로 갈수록 기저효과를 기대할 수 있다. 국내외 사업을 종합적으로 볼 때, 전체 영업이익률은 하반기로 갈수록 전년 동기대비 상승하는 모습을 예상한다. 참고로, 중동 전쟁 영향 원가 상승 부담이 커지고 있다. 안전재고 3개월치 소진 과정에서 고객사와 가격 인상 가능성을 소통하고 있다.

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
매출	588.6	623.6	585.6	601.0	660.0	719.5	667.5	681.1	2,398.8	2,728.2	3,074.7
국내	362.8	420.5	383.5	359.7	406.3	475.1	441.0	417.7	1,526.4	1,740.1	1,959.4
중국	162.7	148.6	140.0	181.4	184.3	175.4	159.5	198.7	632.7	717.9	805.2
미국	28.7	30.0	36.9	37.0	37.3	36.0	40.6	38.6	132.6	152.5	170.8
동남아	53.5	44.0	36.7	36.8	49.1	49.8	43.3	43.0	171.0	185.2	203.1
영업이익	51.3	60.8	42.7	40.9	56.6	68.2	54.2	60.0	195.8	239.0	280.7
국내	34.3	49.9	34.3	36.0	39.0	52.3	39.7	43.1	154.5	174.0	197.9
중국	9.5	8.2	5.0	9.1	11.8	10.2	8.8	11.0	31.8	41.8	52.5
미국	-4.0	-4.5	-1.8	-2.2	-1.1	-0.7	0.0	1.0	-12.6	-0.8	3.4
동남아	8.7	6.6	4.3	3.3	6.6	6.2	5.4	4.6	22.9	22.9	25.8
세전이익	25.2	26.4	40.0	64.9	53.0	64.7	50.6	56.4	156.5	224.6	271.8
지배주주순이익	8.1	20.9	9.0	85.1	40.3	49.1	38.5	42.8	123.1	170.7	206.6
영업이익률(%)	8.7	9.8	7.3	6.8	8.6	9.5	8.1	8.8	8.2	8.8	9.1
국내	9.5	11.9	8.9	10.0	9.6	11.0	9.0	10.3	10.1	10.0	10.1
중국	5.9	5.5	3.6	5.0	6.4	5.8	5.5	5.5	5.0	5.8	6.5
미국	-14.0	-15.0	-5.0	-6.0	-3.0	-2.0	0.1	2.7	-9.5	-0.5	2.0
동남아	16.2	15.0	11.8	8.9	13.5	12.5	12.6	10.7	13.4	12.4	12.7
세전이익률(%)	4.3	4.2	6.8	10.8	8.0	9.0	7.6	8.3	6.5	8.2	8.8
순이익률(%)	1.4	3.4	1.5	14.2	6.1	6.8	5.8	6.3	5.1	6.3	6.7
매출(% YoY)	11.7	13.1	10.5	7.7	12.1	15.4	14.0	13.3	10.7	13.7	12.7
국내	15.0	20.8	10.3	3.9	12.0	13.0	15.0	16.1	12.4	14.0	12.6
중국	3.4	0.7	22.3	17.0	13.3	18.0	13.9	9.6	10.2	13.5	12.2
미국	-26.0	-16.6	13.5	24.2	30.0	20.0	10.0	4.3	-3.3	15.0	12.0
동남아	59.2	23.3	-15.5	-16.4	-8.3	13.2	17.9	16.9	9.1	8.3	9.7
영업이익(% YoY)	13.0	30.2	-1.6	2.7	10.2	12.2	26.9	46.6	11.6	22.0	17.5
국내	14.0	44.5	-13.1	4.0	13.7	4.7	15.7	19.6	11.4	12.6	13.7
중국	13.4	85.0	흑전	162.8	23.5	25.1	75.5	20.9	99.5	31.3	25.8
미국	적지	적지	적지	적지	적지	적지	흑전	흑전	적지	적지	흑전
동남아	258.0	85.0	-44.7	-58.0	-23.4	-5.5	26.1	41.0	5.9	0.3	12.6
세전이익(% YoY)	-25.6	-49.0	77.3	120.4	110.2	144.9	26.5	-13.1	13.7	43.5	21.0
지배주주순이익(% YoY)	-57.7	-37.8	-57.5	611.9	395.2	134.8	329.6	-49.6	42.8	38.7	21.0

주: 해외법인별 영업이익은 추정치
 자료: 코스맥스, 메리츠증권 리서치센터

13) 한국콜마: 높아지는 2분기 전망

1분기 연결 매출과 영업이익은 각각 전년 동기 대비 8%, 7% 증가한 7,059억원과 641억원 수준이 가능할 전망이다. 회사측이 애초 제시한 가이드선 이상을 무난히 달성할 것으로 기대한다. 국내 사업 매출 성장률이 YoY 22%에 달하면서 실적 개선을 견인할 것으로 보인다. 중국(무석) 법인 매출은 YoY 8%로 안정적인 모습이지만, 북미 지역 매출은 YoY 40% 이상 감소하고, 연우 매출도 YoY 10% 감소하는 것은 아쉬움이다. 연결 영업이익률은 9.1%로 해외 사업 부진 영향으로 YoY 0.1%p 하락할 것으로 추정한다.

국내 사업은 K뷰티 글로벌 모멘텀을 그대로 흡수하고 있다. 1분기 화장품 수출 증가율(YoY 19%)을 투영하고 있다. 구다이글로벌/달바글로벌/올리브영 등 기존 메이저 고객사들의 발주가 크게 늘고 있다. 비플레인/셀리맥스/오브제 등 신규 고객사들의 고신장도 긍정적이다. 지금 추세라면 2분기도 YoY 20%에 근접하는 고신장을 이어갈 수 있을지 모른다. 자외선차단제 성수기이고, 전년도 이탈했던 거래처도 회복세에 있다. 국내외 계열사들의 부진을 극복하고도 남음이 있다.

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
매출	653.1	730.8	683.0	655.5	705.9	792.3	744.1	715.0	2,722.4	2,957.3	3,200.3
한국	274.3	328.1	322.0	268.3	334.7	377.4	347.7	288.0	1,192.8	1,347.8	1,505.5
중국	41.6	49.9	31.8	32.9	44.9	54.9	36.6	35.4	156.2	171.8	183.8
북미	30.4	28.4	17.3	14.7	16.1	19.6	30.1	28.1	90.8	93.9	106.1
연우	63.7	70.7	61.8	54.7	57.3	70.7	61.8	61.1	250.9	250.9	258.4
HK이노엔	247.4	263.1	260.8	291.9	261.0	278.9	276.5	310.7	1,063.2	1,127.0	1,183.3
영업이익	59.9	73.5	58.3	47.8	64.1	82.3	75.1	58.7	239.6	280.2	317.0
한국	33.9	49.0	44.3	22.3	42.5	56.6	47.3	26.1	149.5	172.5	192.7
중국	3.1	6.1	-1.6	-1.6	3.1	2.7	1.8	0.9	6.0	8.6	9.2
북미	0.2	0.1	-7.7	-11.4	-7.4	-6.1	-1.8	-2.6	-18.8	-17.9	-5.9
연우	-1.0	0.8	-0.2	0.7	-0.9	0.7	-0.6	1.3	0.3	0.5	1.8
HK이노엔	25.4	19.5	25.9	40.1	29.0	31.2	31.0	35.1	110.9	126.2	130.2
세전이익	32.4	54.0	54.2	71.1	58.7	76.8	69.6	53.3	211.7	258.4	299.6
지배주주순이익	13.2	34.9	31.8	45.1	35.1	48.5	42.9	27.9	125.1	154.5	185.3
영업이익률(%)	9.2	10.1	8.5	7.3	9.1	10.4	10.1	8.2	8.8	9.5	9.9
한국	12.4	14.9	13.8	8.3	12.7	15.0	13.6	9.1	12.5	12.8	12.8
중국	7.5	12.2	-5.0	-4.9	7.0	5.0	5.0	2.5	3.8	5.0	5.0
북미	0.7	0.4	-44.5	-77.6	-45.9	-31.3	-5.9	-9.1	-20.7	-19.0	-5.5
연우	-1.6	1.1	-0.3	1.3	-1.5	1.0	-1.0	2.1	0.1	0.2	0.7
HK이노엔	10.3	7.4	9.9	13.7	11.1	11.2	11.2	11.3	10.4	11.2	11.0
세전이익률(%)	5.0	7.4	7.9	10.8	8.3	9.7	9.4	7.4	7.8	8.7	9.4
순이익률(%)	2.0	4.8	4.7	6.9	5.0	6.1	5.8	3.9	4.6	5.2	5.8
매출(% YoY)	13.6	10.7	9.0	11.0	8.1	8.4	8.9	9.1	11.0	8.6	8.2
한국	10.7	10.5	17.7	11.2	22.0	15.0	8.0	7.4	12.6	13.0	11.7
중국	20.4	-5.2	-13.1	10.4	8.0	10.0	15.0	7.7	1.7	10.0	7.0
북미	90.6	9.1	-35.2	-48.6	-47.0	-31.0	74.0	90.9	-6.7	3.4	13.0
연우	-5.3	-4.4	-15.1	-11.1	-10.0	0.0	0.0	11.6	-8.9	0.0	3.0
HK이노엔	16.3	20.0	13.7	23.8	5.5	6.0	6.0	6.4	18.5	6.0	5.0
영업이익(% YoY)	84.8	2.4	7.0	36.2	7.0	12.0	28.7	22.7	23.6	17.0	13.1
한국	48.5	10.9	19.0	23.5	25.4	15.4	6.7	17.1	22.2	15.4	11.7
중국	74.3	-8.8	적전	적지	1.5	-55.0	흑전	흑전	-24.7	43.2	7.0
북미	흑전	흑전	적지	적지	적전	적전	적지	적지	적지	적지	적지
연우	적지	-35.5	적전	흑전	적지	-11.6	적지	76.8	-77.8	56.8	260.5
HK이노엔	47.0	-19.8	16.4	64.5	14.2	59.9	19.7	-12.6	25.7	13.8	3.1
세전이익(% YoY)	60.1	-8.9	52.9	186.8	81.1	42.3	28.4	-25.1	51.5	22.0	16.0
지배주주순이익(% YoY)	109.3	0.3	106.8	34.7	165.2	38.9	34.9	-38.0	38.9	23.5	19.9

자료: 한국콜마, 메리츠증권 리서치센터

14) 코스메카코리아: 압도적 국내 사업 신장률

1분기 연결 매출 1,611억원(YoY 36%). 영업이익 184억원(YoY 49%) 수준이 가능할 전망이다. 국내 사업이 매출 1,200억원을 넘어서면 성장하면서 실적 개선을 견인할 전망이다. 닥터멜락신의 매출 기여도가 계속 올라가고 있으며, 구다이글로벌/아누아/달바글로벌 등 주요 거래처들의 발주도 견조한 상황이다. 글로벌 인디 브랜드들의 ODM 수요도 증가하고 있다. 최근 글로벌 수요가 크게 증가하고 있는 하이드로겔 마스크 라인(청주, 4개 라인) 본격 가동은 추가적인 실적 개선 요인이다.

다만, 잉글우드랩은 다소 쉬어가는 분위기이다. 잉글우드랩코리아 매출이 고객사 재고 관리로 QoQ 크게 감소하고, 토토와 매출 역시 주 고객사 납품이 전년도 4분기로 당겨진 바람에 1분기 성장이 제한적이다. 하반기 신규 고객사 매출이 늘어나면서 YoY (+) 전환을 기대한다. 중국 사업은 소폭 적자가 예상된다. 전년도 4분기 구조조정을 마치고 대량 공급건으로 흑자전환했으나, 재발주가 지연되면서 1분기 중국 사업 매출은 80억원에 그칠 것으로 보인다. 애초 예상보다 국내 사업은 훨씬 좋고, 해외 사업은 부진하다.

표14 코스메카코리아 분기 실적 전망

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
매출	118.4	161.7	182.4	178.5	161.1	184.3	198.0	177.5	640.9	720.9	821.4
국내	74.3	110.0	129.8	127.3	123.4	135.4	137.3	125.3	441.5	521.4	606.7
내수	59.5	91.7	110.5	110.0	107.0	114.6	116.0	106.2	371.6	443.8	521.4
수출	14.9	18.3	19.4	17.3	16.4	20.8	21.3	19.1	69.9	77.6	85.3
미국	42.5	57.5	61.8	54.5	42.5	54.6	68.0	57.7	216.4	222.9	245.1
중국	8.7	8.6	8.1	8.5	8.0	9.0	8.5	8.8	34.0	34.3	35.4
영업이익	12.3	23.0	27.2	21.0	18.4	22.5	28.1	25.6	83.5	94.6	110.6
국내	8.0	13.8	14.5	11.3	13.6	17.3	15.8	14.8	47.7	61.5	72.2
미국	4.6	10.1	13.2	9.3	5.1	5.5	12.2	10.6	37.2	33.4	38.0
중국	-0.6	-1.1	-0.6	0.4	-0.4	-0.4	-0.2	0.0	-1.9	-1.0	-0.4
세전이익	11.6	16.7	29.6	20.0	17.7	21.8	27.4	24.9	77.9	91.9	108.1
지배주주순이익	7.6	9.3	16.7	11.8	12.0	14.7	18.5	16.8	45.5	62.0	73.3
영업이익률(%)	10.4	14.2	14.9	11.8	11.4	12.2	14.2	14.4	13.0	13.1	13.5
세전이익률(%)	9.8	10.3	16.2	11.2	11.0	11.8	13.8	14.0	12.2	12.7	13.2
순이익률(%)	6.4	5.8	9.2	6.6	7.4	8.0	9.3	9.5	7.1	8.6	8.9
매출(% YoY)	-5.7	12.5	44.0	38.8	36.1	13.9	8.6	-0.5	22.2	12.5	14.0
국내	8.1	16.2	57.4	53.8	66.0	23.1	5.7	-1.6	34.3	18.1	16.4
미국	-19.1	25.0	50.3	29.2	0.0	-5.0	10.0	5.8	18.9	3.0	10.0
중국	-28.0	-20.0	-12.8	3.9	-8.0	5.0	5.0	2.4	-15.9	1.0	3.0
영업이익(% YoY)	-10.5	27.3	78.8	56.5	49.7	-2.3	3.2	21.8	38.1	13.2	16.9
국내	8.4	-3.5	20.8	5.6	68.7	25.2	8.9	31.2	7.3	29.0	17.3
미국	-31.0	133.5	224.9	150.8	11.6	-45.7	-7.5	14.3	98.6	-10.1	13.7
중국	적전	적지	적지	흑전	적지	적지	적지	적전	적지	적지	적지
세전이익(% YoY)	-29.1	-14.6	166.7	-4.7	53.3	31.0	-7.6	24.5	14.7	17.9	17.7
지배주주순이익(% YoY)	-13.4	-32.0	97.4	-3.3	57.1	57.6	10.3	43.1	5.4	36.3	18.3

자료: 코스메카코리아, 메리츠증권 리서치센터

15) 씨앤씨인터내셔널: 중국 사업 호조에도 국내 매출 저하 아쉬움

1분기 연결 매출은 683억원(YoY 3%), 영업이익은 48억원(YoY -14%) 수준에 머물 전망이다. 국내 사업 매출이 YoY 3% 감소하는 가운데, 중국 법인 매출이 YoY 90% 증가하면서 외형 성장을 견인할 전망이다. 1~2월 국내 사업 매출이 썩 좋지 않았고, 3월부터 수주가 빠르게 올라오고 있다. 아이패밀리에스씨/닉스/클리오/비나우/돌체앤가바나 등이 주요 거래처를 이루고 있으며, 최근 LG생활건강(VDL/오휘/더페이스샵) 주문도 양호하다. 닉스는 안정화되면서 리뉴얼 요청이 이어지고 있고, 해외 럭셔리(맥/돌체앤가바나 등) 브랜드 비중이 상승하고 있다.

중국 법인 매출은 QoQ 증가세를 지속할 것으로 예상된다. 인투유 비중이 하락하고 있는 것도 긍정적이다(4분기 88%→1분기 80% 예상). 인투유의 지역 다변화 정책으로 수주 물량이 증가하고 있으며, 인투유 호실적으로 씨앤씨인터내셔널 현지 ODM 평판도 좋아졌다. 1분기 생산설비를 확대해서 한개 층을 더 늘렸다. 한편, 국내 사업 매출이 감소하면서 연결 영업이익률은 7%(YoY -1.4%p)까지 하락할 수 있다.

ERP 도입 안정화 단계로 생산성 제고 효과는 2분기부터 가시화될 것으로 보인다. 수주가 크게 늘어나고 있는 상황, 2분기 국내 매출은 YoY (+)로 전환할 가능성이 크다. 현재 기초 카테고리 매출 비중은 5% 정도인데, 크림/미스트/تون업크림 등 기초 신제품에 대한 8~9월 양산 가능성이 있다. 중동전쟁 영향 원부자재 수급 문제는 제한적이다. 턴키 방식 비중이 20~30%밖에 안되고, 해당 제품에 대한 납품 단가 인상 공문도 발송을 완료했다.

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
매출	66.0	73.9	75.4	73.2	68.3	79.7	85.8	83.1	288.5	316.9	341.1
국내	34.9	39.0	36.6	37.0	35.6	41.0	38.4	39.9	147.5	154.9	162.2
북미	20.4	21.1	27.2	19.9	18.4	23.2	31.3	24.6	88.6	97.4	105.1
아시아	2.6	3.2	3.1	2.7	2.2	3.0	3.0	2.8	11.7	11.1	10.6
유럽	1.9	2.5	3.9	4.4	2.9	2.6	3.2	4.7	12.7	13.3	13.7
중동	1.8	0.6	0.5	1.1	0.9	0.9	0.7	1.6	4.0	4.2	4.4
중국	4.4	7.5	4.0	8.1	8.4	9.0	9.3	9.4	24.1	36.1	45.1
영업이익	5.6	8.7	6.9	1.0	4.8	7.4	8.6	7.7	22.2	28.5	31.6
세전이익	5.2	1.7	9.6	-1.2	5.4	8.0	9.2	8.3	15.3	30.8	33.9
지배주주순이익	4.1	1.2	7.5	1.6	4.2	6.2	7.1	6.5	14.3	24.0	26.5
영업이익률(%)	8.4	11.7	9.2	1.4	7.0	9.3	10.0	9.3	7.7	9.0	9.3
세전이익률(%)	7.9	2.3	12.7	-1.6	7.8	10.0	10.7	10.0	5.3	9.7	9.9
순이익률(%)	6.2	1.6	9.9	2.1	6.1	7.8	8.3	7.8	5.0	7.6	7.8
매출(% YoY)	-8.6	-8.0	1.7	30.2	3.5	7.9	13.9	13.5	2.0	9.9	7.6
국내	-23.5	-26.3	-10.2	16.1	2.0	5.0	5.0	7.8	-13.8	5.0	4.8
북미	38.8	31.1	23.0	45.5	-10.0	10.0	15.0	23.3	33.0	9.9	7.9
아시아	-25.7	-15.8	-21.4	-12.3	-15.0	-5.0	-5.0	4.6	-19.0	-5.0	-4.5
유럽	-58.7	-41.9	-8.4	1.7	50.0	5.0	-20.0	8.0	-27.4	5.0	2.5
중동	500.0	20.0	-50.3	115.3	-50.0	50.0	50.0	51.1	72.7	5.0	5.0
중국	29.4	177.8	102.3	189.8	90.0	20.0	130.0	16.2	120.7	50.0	25.0
영업이익(% YoY)	-44.3	-26.6	-3.5	4,385.2	-13.9	-14.6	24.4	645.0	-22.8	28.7	10.8
세전이익(% YoY)	-63.6	-92.6	4,772.4	적전	2.4	378.4	-4.1	흑전	-59.0	101.9	10.0
지배주주순이익(% YoY)	-64.2	-93.2	4,262.6	-52.7	2.9	415.0	-4.2	318.8	-56.2	68.4	10.0

자료: 씨앤씨인터내셔널, 메리츠증권 리서치센터

16) 펌텍코리아: 2026년 상저하고 실적 흐름 예상

1분기 실적은 애초 예상대로 썩 좋지 않을 것 같다. 연결 매출은 전년도 수준(924억원, YoY 1%), 영업이익은 122억원(YoY -9%)에 그칠 전망이다. i) 4공장 램프업이 제대로 되지 않은 상태이고, ii) 일부 카테고리 수주 풀림 현상에 따른 카테고리별 비대칭적인 성장은 전체 성장을 저하는 물론 증설 지연까지 영향을 미치고 있다. iii) 수출 비중 축소는 K뷰티 글로벌 확대 영향의 부정적 단면이다. 부국티엔씨는 YoY 10% 이상 견조한 성장을 지속하고 있다.

전방 수요/수주는 좋은 상황이다. 고객사 리오더는 물론 신규 주문도 양호한 상황이다. 셀리맥스/닥터멜락신/닥터엘시아 등 신규 히트 인디 브랜드들의 물량은 계속 확대 중이다. 다만, 4공장 준공 이후 신규 설비 도입이 지연되고 있다. 여기에는 최근 카테고리 믹스 변화도 영향을 미친 것으로 보인다. 카테고리 매출 비중을 보면, 펌프가 가장 크고, 스틱이 빠르게 상승하면서 26%까지, 한자리수 비중이었던 스포이드가 최근 10%까지 올라갔다. 이에 따라 카테고리별 신규 설비 도입 계획이 일부 수정되고 있는 것으로 보인다.

또한, 스포이드는 상대적으로 단가가 낮은 편이다. Q는 증가하지만 P가 떨어지면서 매출이 Q 증가만큼 늘어나지 않는 현상이 발생하고 있다. 인디 브랜드들의 가성비 경쟁으로 용기 원가를 낮추고자 하는 노력이 거세다. 전용몰드보다 프리몰드 비중이 커진 것은 펌텍코리아에게 유리한 변화이다. 하지만, 상대적으로 단가가 높은 펌프 비중이 줄고, 스포이드/튜브 비중이 상승하는 모습, 고마진 후가공 비중이 낮아지고 있는 추세는 아쉬움이다.

한편, 과거 40%에 달했던 수출 비중은 2023년 29%, 2025년 26%까지 떨어졌다. 글로벌 시장에서 K뷰티의 약진으로 해외 브랜드들의 시장 점유율이 하락하고 있는 영향이다. 글로벌 J사와 같이 K뷰티와 비슷한 가격대에서 경쟁하고 있는 브랜드들의 거래가 줄고 있고, S사의 선스틱 주문도 많이 감소했다. 물론, 이와 같은 수출 저하는 조만간 새로운 국면으로 전개될 가능성이 크다. K뷰티 확대로 글로벌 메이저 브랜드 업체들의 한국 용기에 대한 관심이 증가하고 있고, 펌텍코리아와의 프로젝트 규모도 크다. 하반기 이후 신규 성장 동력으로 작용할 수 있다.

아무튼, 펌텍코리아의 실적 부진은 2분기까지 이어질 가능성도 배제할 수 없다. 중동 전쟁으로 인한 원가 상승 부담은 2분기부터 본격화될 것으로 본다. PP, PE 가격은 20~40%까지 상승한 게 사실이다. 다만, 펌텍코리아는 국내 화장품 용기 최대 제조업체로 높은 협상력과 다원화된 수급처 때문에 가격과 물량 측면에서 모두 부담이 상대적으로 작은 편이다. ODM/브랜드사에 가격 전가도 이미 진행 중이다. 원료를 대체하거나, 용기 그레이드를 낮출 수도 있다. 프리몰드 용기 소유권이 펌텍코리아에 있기 때문에 유연하게 접근 가능하다. 아울러, 신규 자동화설비 확대는 중장기 마진 안정화에 긍정적이다.

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2026E
매출	91.7	105.4	97.7	77.1	92.4	123.7	109.6	87.0	372.0	412.7	477.5
펴택코리아	69.6	79.0	74.9	57.4	68.2	93.2	84.6	65.7	280.9	311.9	364.9
부국티엔씨	21.0	26.2	21.8	19.0	23.1	30.1	24.4	20.9	88.0	98.5	111.3
잘론네츄럴	2.3	1.9	2.0	1.5	2.2	1.9	1.9	1.4	7.7	7.5	7.3
영업이익	13.4	19.4	15.3	8.3	12.2	22.1	17.8	13.0	56.5	65.0	76.4
펴택코리아	11.3	14.6	11.5	6.3	8.9	16.8	13.5	10.1	43.7	49.3	58.2
부국티엔씨	2.5	4.9	4.0	2.8	3.5	5.4	4.4	3.0	14.3	16.3	18.6
잘론네츄럴	-0.3	0.0	-0.1	-0.7	-0.2	-0.1	-0.1	-0.1	-1.1	-0.5	-0.4
세전이익	14.7	17.6	16.4	4.9	12.6	22.5	18.2	13.4	53.6	66.6	78.3
지배주주순이익	10.5	11.4	11.2	1.4	8.1	14.4	11.7	8.6	34.4	42.8	50.3
영업이익률(%)	14.6	18.4	15.7	10.8	13.2	17.8	16.2	14.9	15.2	15.8	16.0
세전이익률(%)	16.1	16.7	16.8	6.3	13.6	18.2	16.6	15.4	14.4	16.1	16.4
순이익률(%)	11.4	10.8	11.5	1.8	8.8	11.7	10.7	9.9	9.3	10.4	10.5
매출(% YoY)	19.3	23.3	14.6	-14.2	0.7	17.3	12.2	12.8	10.2	10.9	15.7
영업이익(% YoY)	31.3	52.6	23.3	-36.0	-9.3	13.6	16.2	55.5	16.8	15.0	17.5
세전이익(% YoY)	33.8	81.8	24.5	-65.6	-14.5	27.9	10.9	172.9	11.4	24.3	17.5
지배주주순이익(% YoY)	38.8	95.0	31.2	-87.4	-22.7	26.7	4.1	531.9	5.3	24.3	17.5

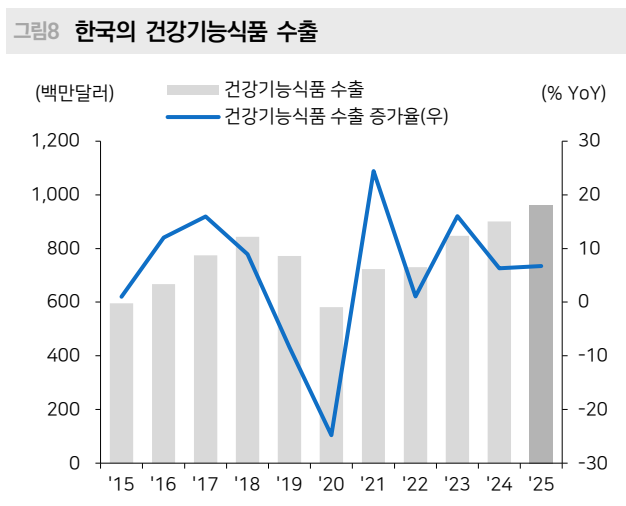
자료: 펴택코리아, 메리츠증권 리서치센터

Part 3. 스페셜 리포트: 건기식(이너뷰티), 또하나의 K뷰티가 될 수 있을까?

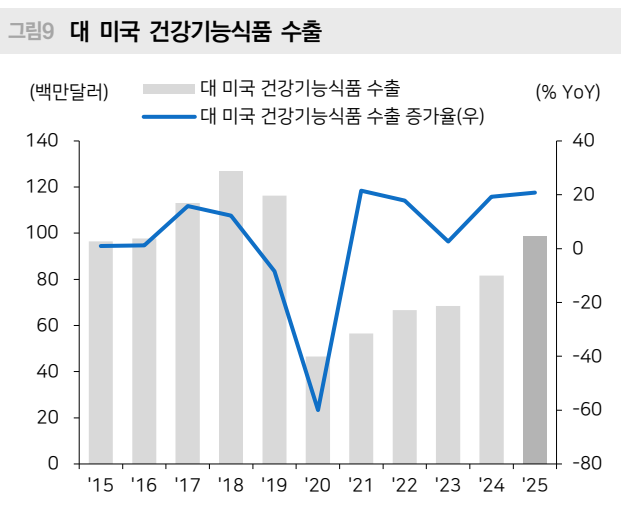
1) 건기식 국내외 사업 환경의 변화

CJ올리브영에는 해외 바이어들의 방문이 잦다. 외국인 인바운드의 80%가 찾는다 는 올리브영이고, 명동 올리브영 매출의 90%가 외국인이며, 올리브영 판매 순위 는 K뷰티의 빌보드차트가 된지 오래이므로 사실 새로운 것도 없는 현상이다. 그 런데, 미국 바이어들이 최근 건강기능식품(이하 건기식)을 많이 찾는다고 한다. 화 장품 다음은 건기식이라며 올리브영에서 추천하는대로 다 가져가겠다고. 미국 소 비자가 한국 건기식을 찾는다고?

실제로 대 미국 건기식 수출은 최근 급격하게 증가하고 있다. 2024년 YoY 19%에 서, 2025년 YoY 21%, 2026년 1분기 수출 증가율은 YoY 58%에 이른다. 미국 현지 메이저 건기식 브랜드 제품은 대부분 대량 양산 체제로 알약 제형이 대부분이다. 하지만, 한국 제품은 구미/젤리(스틱)/캡슐 등 다양한 제형과 트렌디한 컨셉으로 소비자들의 관심을 끌고 있다. 건기식은 이너뷰티(Inner Beauty)라고도 한다. K컬 처와 K뷰티의 성공이 K이너뷰티에 대한 신뢰로 이어지고 있음은 두말할 필요 없 다. 또하나의 K뷰티 로 글로벌 모멘텀을 형성할 수 있을까? 국내외 시장 환경 변 화를 통해 가능성을 분석해보자.



자료: 관세청, 메리츠증권 리서치센터

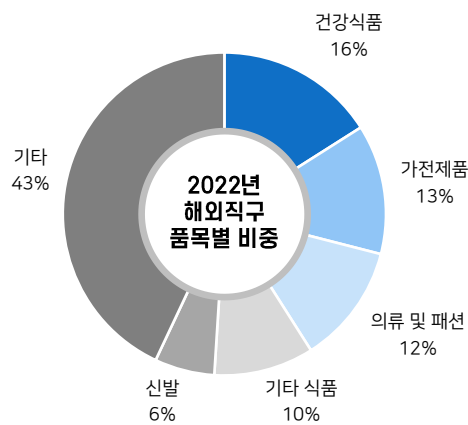


자료: 관세청, 메리츠증권 리서치센터

(1) 국내: 브랜드에서 플랫폼이 견인하는 시장으로 변모

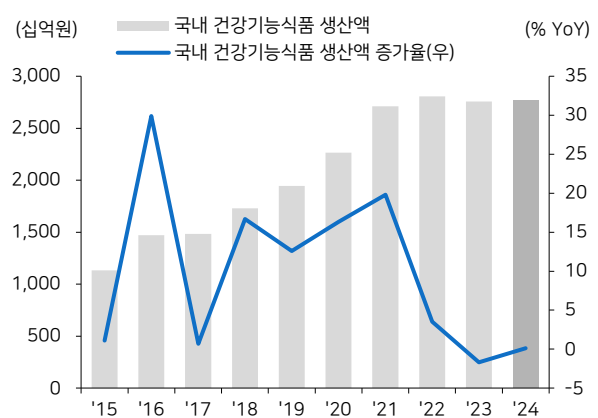
국내 건기식 시장은 좋지 않았다. 건기식 브랜드 업체들이 백화점에 팝업 스토어라도 한번 내려고 하면 백화점 담당자가 가장 먼저 묻는 질문은 "연예인 누구 쓰세요?"였다. 제품의 차별화가 힘들기 때문이다. 오프라인 채널의 경우 한정된 유통 매대를 두로 여러 브랜드들이 치열한 경쟁을 벌이는 상황이었고, 결국 광고마케팅비를 누가 더 많이 쓰느냐가 관건인 시장이 되어버린 것이다. 더구나, 2010년대 이후 온라인 시장이 확대되면서 해외직구도 활발해졌는데, 가장 많은 비중을 차지한 품목이 건기식이었다. 오메가3, 비타민제 등 일반적인 카테고리에서 글로벌 대형 전문 업체들이 이미 충분히 싸 가격으로 대량 생산/판매하고 있었기 때문이다. 국내 건기식 시장은 홍삼이나 백수오처럼 한국만이 가능한 소재나 헤모힘처럼 개별인정형 제품이 일정 수준 점유를 하고 있는 상황이었다.

그림10 한국 해외직구 품목별 비중



자료: 관세청, 메리츠증권 리서치센터

그림11 한국 건기식 생산액 추이

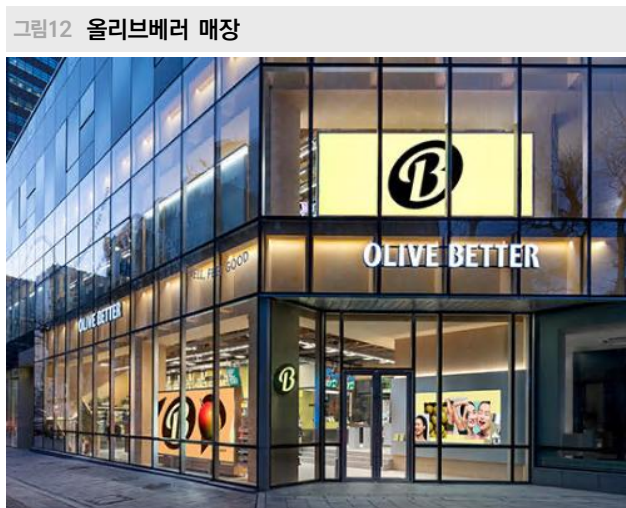


자료: 식품의약품안전처, 메리츠증권 리서치센터

그런데, 국내 시장이 변하고 있다. 심지어 국내 시장만큼은 화장품보다 건기식이 더 좋은 것처럼 보이기도 한다. 건기식 유통 방식이 달라지고 있기 때문이다. 과거에는 전술한 바와 같이 브랜드사들이 유통을 비집고 들어가야 했다. 그런데, 2025년부터는 올리브영/다이소/편의점 등 대형 유통사들이 판을 키우는 모양새다. CJ올리브영은 최근 건기식 전문 매장 올리브베리를 공격적으로 확대하고 있다. 1월 광화문에 첫 선을 보인 이후 기대 이상 실적을 기록하면서 강남역에 2호점 오픈을 앞두고 있다. 다이소는 건기식 제품 종류를 대폭 늘렸다. 2025년 2월 3개 브랜드, 30여종에서 2026년 2월 14개 브랜드, SKU는 100여개로 증가했다. 현재도 다수 브랜드와 추가 입점을 논의 중이라고 한다. GS25는 2025년 8월부터 소용량 건기식 판매를 본격화한 후 현재 5,000여개 매장에서 30여종 제품을 판매 중이다. CU의 지난 2월 건기식 매출은 2025년 8월 대비 132% 증가했으며, 10여종에서 25종까지 증가했다.

국내 젊은 층 사이에서 웰니스 트렌드가 확산하고, 외국인 관광객의 관심이 K뷰티에서 건기식으로 확장되는 등 수요 측면 우호적인 환경도 있을 것이다. 하지만, 이 세계 유통 채널의 공통된 특징을 봐야한다. 모두 추가적인 점포 확장의 여력이 제한적인 상태이다. 상품 믹스 개선을 통해 성장성을 확보해야 하는 과제를 안고 있는 것이다. 올리브영과 다이소는 이제 국내 공산품 직영 점포수의 상단이라고 하는 1,500개에 이르고 있고, 편의점은 전국 5.5만개를 넘어서면서 포화상태다. 다이소가 화장품 카테고리를 확대하면서 돌파구를 찾은 것도 같은 맥락이다. 이제 그 성공에 힘을 얻어 건기식으로 확장하고 있는 것이다.

편의점은 건기식 특화 매장이 있을 정도다. 별도 매대를 두거나 일반적으로 계산대 앞에 소포장 형태로 올려져 있다. 다이어트 관련 건기식 판매가 증가하고 있는데, 30대 여성이 주요 소비층으로 부상하고 있다. 편의점 입장에서는 30~40대 남자를 주 고객으로 두고 있어, 10대부터 30대까지 여성 고객 비중을 늘리기 위한 상품 믹스 개선에 노력을 많이 하고 있다. 10대를 위해서는 화장품, 30대를 위해서는 건기식이 되고 있는 것이다. 또한, 신제품 출시 업체 입장에서는 가장 소비자와 접점이 많은 채널이라는 측면에서 편의점을 테스트 베드로 보는 경향도 있다. 아울러, 유포티마웰니스뮤지엄약국, 르 메디 등 창고형 약국의 확대는 추가적인 건기식 시장 확대 여력이 되고 있다.



자료: 올리브영



자료: 다이소

그림14 CU 건기식 판매 매대



자료: CU

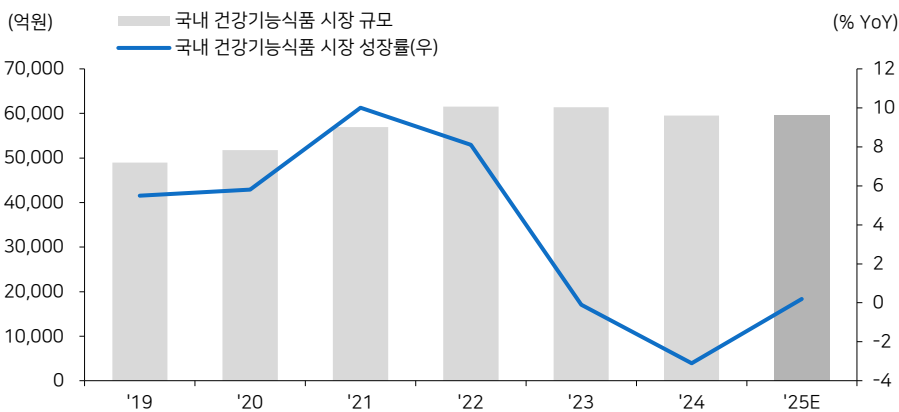
그림15 GS25 건기식 판매 매대



자료: GS25

공급 측면에서도 긍정적이다. 국내 여러 레거시 제약사들은 다이소와 편의점을 통해 건기식 카테고리를 확대 중이다. 기존 제약 사업 성장의 정체를 화장품과 건기식으로 풀어내고 있다. 종근당, 동화약품 등 주요 제약사들이 다이어트, 스트레스 관리, 눈 건강 등 다양한 기능성 중심 건기식을 판매 중이다. 동국제약은 대표 브랜드 ‘마이핏’을 중심으로 2025년 YoY 20% 성장했는데, 다이소/올리브영 등 신규 입점 효과가 컸다. 이에 따라, 국내 건기식 시장 규모는 2022년 6.1조원에서 2024년 5.9조원까지 줄었는데, 2025년 YoY 0.2% 증가하며 반등한 것으로 추정되고 있다.

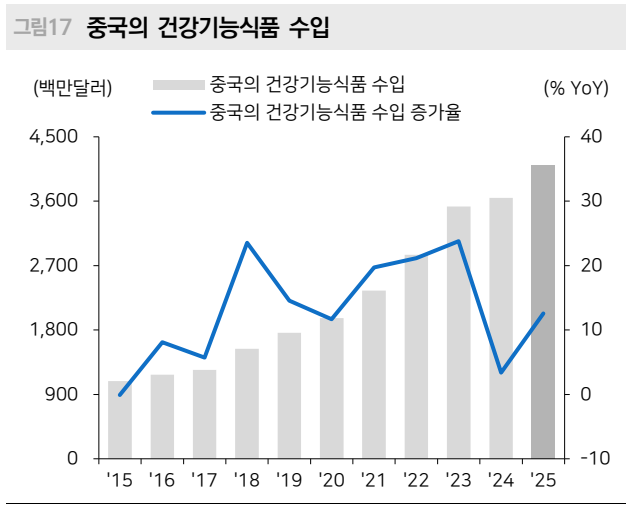
그림16 한국 건기식 시장 규모



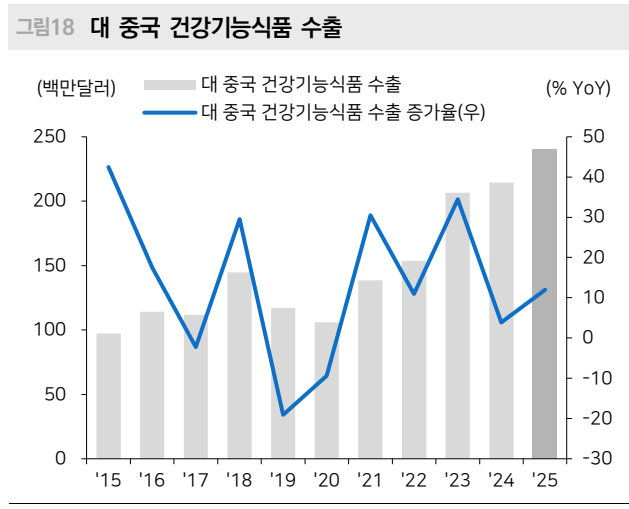
자료: 한국건강기능식품협회, 메리츠증권 리서치센터

(2) 중국 건기식 해외직구 확대와 한국의 생산기지화

해외 시장의 동향도 바뀌고 있다. 가장 큰 건기식 수요 지역인 중국의 경우 소비 경기 회복세 있으며, 소비 채널 구조의 변화로 온라인을 통한 해외직구가 활성화되고 있다. 중국에서 건기식 해외직구가 늘어나고 있는 이유는 자명하다. 코로나 19 이후 건기식 온라인 쇼핑이 확대되었는데, 중국 정부의 자국 기업 보호 성향 때문에 해외 건기식 제품에 대한 위생허가가 상당히 인색했다. 반면, GNC(미국)/센트룸(미국)/맘스가든(독일)/스위스(Swisse, 호주) 등 믿고 먹을 수 있는 글로벌 건기식 브랜드 제품 수요는 높다. 해외직구는 이런 규제에 자유롭기 때문에 합리적인 가격에 좋은 제품을 구매할 수 있는 채널이 되었다.



자료: 관세청, 메리츠증권 리서치센터



자료: 관세청, 메리츠증권 리서치센터

이런 가운데, 한국이 글로벌 건기식 브랜드들의 생산기지로 떠오르고 있다. 글로벌 건기식 브랜드들은 미국과 유럽에 본사와 생산기지를 둔 업체들이 많다. 자국에서 생산해서 중국에 유통을 해왔는데, 전술한 강한 규제 때문에 현지 유통 전개가 어렵고, 건기식도 트렌드가 빠르게 변하고 있기 때문에 중국 인접 지역에서 제반 역량을 갖춘 ODM업체들을 찾게 되었다. 그런데, 일본은 생산 원가가 지나치게 높고, 대만은 중국과 정치적인 긴장감이 있으니 불안정했다. 생산 캐파와 대응력, 상품기획과 소재, R&D 역량 측면에서 한국이 우위에 서면서 ODM 수요가 집중되고 있다. 특히, 글로벌 제약사들은 '오픈 이노베이션'을 기반으로 시장을 선도할 수 있는 제품 기술력과 기획 능력을 중요시하고 있다. 고객사한테 새로운 제안을 해줄 수 있는 R&D 역량이 중요한데, 한국의 건기식 ODM 업체들이 여기에 가장 부합하고 있다는 평가다.

예를들어 칼슘 보충제는 일반적인 제품이지만, 스틱형 한 포 안에 안정적으로 칼슘 함량과 기능성을 유지하는게 어렵다고 한다. 중국에서 인기 있는 액상 칼슘은 한국 ODM 업체들이 개발했는데, 임신부용, 어린이용까지 세세한 배합 기술로 소비자 유형에 맞게 최적화시켰다. 올더베터에서 가장 인기 있는 제품 가운데 하나인 올리브오일이 경우, 올리브오일이 면역력에는 좋지만 오일을 먹는게 맛 측면에서는 쉽지 않았다. 이를 캡슐 형태로 만들거나, 젊은 연령대가 좋아하는 구미/젤리(스틱) 형태로 만들어서 호평을 얻고 있다. 오메가3의 경우에도 건강에 좋은 것은 확실하지만, 비린내가 심하다. 캡슐로 만들어도 위에서 분해될 때 향이 입으로 넘어와 역한 느낌을 준다. 이 문제를 장용성 연질캡슐로 풀어내 캡슐이 위가 아닌장에서 분해되도록 했다. 한 포에 하루 필요한 비타민/오메가3 등 여러 건기식 내용물을 균일하게 넣어 만든 멀티팩 또한 혁신적인 아이디어 제품으로 꼽힌다.

화장품처럼 건기식 ODM 산업 역시 한국이 혁신성과 트렌드를 선도하는 빠른 피보팅이 두드러지고 있다. 코스맥스엔비티/서흥/노바렉스 등 기술력과 생산캐파를 충분히 갖춘 주요 건기식 ODM 업체들에 대해 주목해볼 필요가 있다. 2025년에는 서흥과 노바렉스가 높은 실적 모멘텀을 보였고, 2026년에는 코스맥스엔비티가 본격적인 실적 턴어라운드를 앞두고 있다.

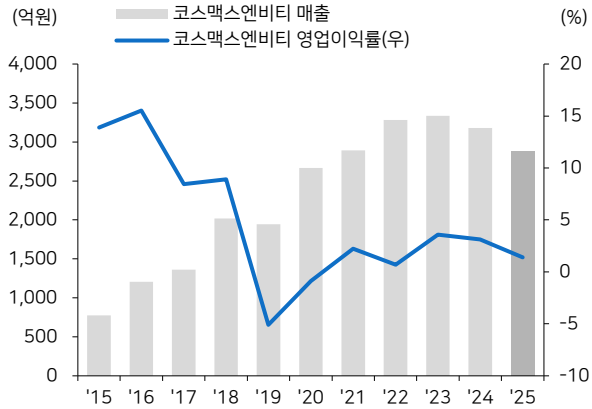
2) 코스맥스엔비티 다시보기: 실적 턴어라운드와 부각되고 있는 중장기 성장 여력

(1) 코스맥스엔비티와 코스맥스바이오

코스맥스비티아이 계열사 가운데 건기식 ODM 회사가 두개 있다. 코스맥스엔비티(이하 엔비티)와 코스맥스바이오(이하 바이오)이다. 사업 방향과 품목은 다르다. 엔비티는 액상/유산균/구미 제형을 중심으로, 한국과 호주 공장에서 생산해서 주로 중국에 수출한다. 매출의 60~70%가 수출이다. 주 거래처로는 센트룸(미국)/맘스가든(독일)/스위스(호주)가 있다. 엔비티의 매출 규모는 2025년 연결 기준 2,875억원이다. 이익 측면에서 엔비티는 2025년이 썩 좋지 않았다. 한국은 물론 미국과 호주 법인이 모두 좋았는데, 2025년 전체 연결 영업이익 40억원에 불과했다.

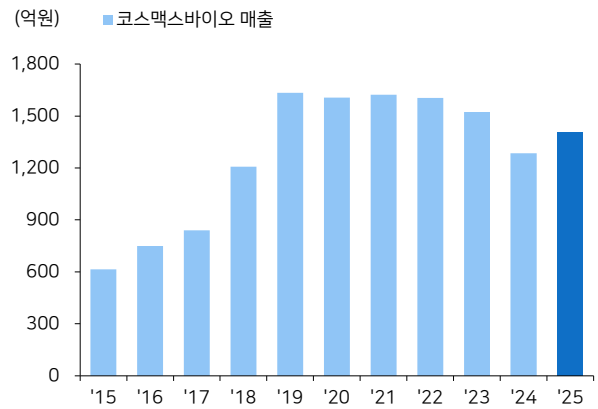
한편, 바이오는 연질/젤리 제형을 중심으로, 한국과 중국에서 생산하는데 국내 거래처가 대부분이다. 국내 주 거래처는 어덱트로 미국 수출이 증가하고 있고, 안국건강 등 제약사도 있다. 사업 규모는 2025년 기준 1,400억원이다. 바이오는 원래 적자 법인이었는데, 구조조정했고, 중국 건기식 시장이 성장하면서 성과를 내고 있다. 중국 법인은 2025년 연결 영업이익 55억원으로 흑자전환했다.

그림19 코스맥스엔비티 매출과 영업이익률



자료: 코스맥스엔비티, 메리츠증권 리서치센터

그림20 코스맥스바이오 매출 추이



자료: 코스맥스바이오, 메리츠증권 리서치센터

(2) 해외 사업 구조조정과 중국 시장 기대

엔비티는 중국과 미국에 판매 법인을 두고 있다. 원래 미국 텍사스에 공장이 두 개 있었는데, 모두 매각하고 판매 법인으로 전환했다. 2025년 11월에 한개를 매각하고, 나머지 하나는 2026년 상반기에 매각 예정이다. 미국 법인은 매년 2백억원 적자가 났었는데, 2026년 BEP를 목표하고 있다. 엔비티가 2015년 12월 상장할 때, 상장 자금으로 해외 사업을 확대하면서 2016년에 미국 1공장, 2018년에 2공장을 설립했다. 안정된 고객사를 찾지 못한 상태에서 코로나19 때문에 인력까지 불안정해지면서 영업적자가 커졌다. 그러다가 2025년 초에 아예 판매법인으로 전환한 것이다. 생산은 한국에서 하고 미국 법인은 고객사 대응만 하고 있다.

중국 사업의 경우 2025년에는 바이오가 좋았지만, 2026년에는 엔비티 쪽이 더 기대된다. 중국 건기식 시장은 과거 다단계 사업이 성행했는데, 전술한 바와 같이 코로나19 이후 급변, 온라인/해외직구 중심 시장으로 빠르게 성장 중이다. 엔비티에서도 오랫동안 멜라루카 등 다단계 사업자와 주로 거래했는데, 해외직구 채널로 진입하는 글로벌 브랜드 업체와 사업이 커지고 있다. 엔비티 뿐 아니라 서흥과 노바렉스 등 주요 건기식 ODM 업체들이 같은 수혜를 받고 있다. 엔비티의 경우 센트룸(미국)/맘스가든(독일)/스위스(호주) 등을 주요 고객사로 두고 있는데, 한국과 호주에서 제품을 만들어서 중국으로 들어가고 있다. 최근에는 중국 로컬 제약사가 유럽이나 해외 브랜드를 인수해서 자국 소비자에게 판매하는 형태도 늘어나고 있는데, 엔비티 고객사 가운데 백양의약이라는 중국 제약사가 그런 형태다. 바이헬스는 중국 메이저 로컬 건기식 업체인데 호주와 한국에서 만들어 중국으로 판매하고 있다.

호주 법인은 애초 현지 최대 건기식 브랜드 스위스의 오메가3를 주로 생산했다. 2025년 호주 법인 실적은 부진했다. 매출은 YoY 33%나 감소했고, 영업이익은 적자(-55억원) 전환했다. 중국 건기식 시장이 성장하고 있는 것은 맞지만, 그만큼 경쟁이 치열한 것 또한 사실이다. 오메가3는 건기식 시장에서 아주 보편적인 카테고리이기 때문에 일반적인 제형으로는 경쟁심화 불확실성에서 자유로울 수 없었다. 호주 법인 매출의 70%가 스위스였고, 그 가운데 70~80%가 오메가3였다. 경각심을 느낀 엔비티는 2025년 고객 및 제형 다변화에 힘썼다. 스위스에는 정제/분말 등 다른 제형으로 납품을 시작했고, 신규 고객사를 유치했다. 2026년 3개 신규 고객사로부터 유의미한 매출을 기대하고 있다.

(3) 코스맥스엔비티 실적 전망: 2026년 실적 턴어라운드 원년

엔비티 지역별 매출 비중을 보면 중국이 50% 이상을 차지하고 있고, 한국이 40%, 아시아/미국이 나머지 10%를 구성하고 있다. 국내 매출에서 고객사는 상당히 파편화돼 있다. 톱10 고객사 비중은 40% 미만이며, 리포데이/드시모네 등이 대표적이다. 2025년 올리브영/다이소 등 신유통 채널을 타겟으로 한 고객사들이 증가하기 시작했다. 특히 제약사가 많다. 종근당/에이투젠(유한양행 자회사)/올리브영이 엔비티 톱10 고객으로 빠르게 진입했다. 이들이 차지하는 매출 비중은 각각 5% 내외에 불과하지만, 잠재 성장 여력은 상당히 크다고 볼 수 있다. 신유통 기반 거래처들의 매출은 QoQ로 계속 증가하고 있다.

특히, 올리브영은 웰니스 카테고리를 확대하고 있다. 건기식 전문 플랫폼 올리브베러는 다수의 PB 제품을 전면에 내세우고 있다. 올리브영의 핵심 건기식 ODM 파트너가 엔비티이다. 2025년 올리브영 PB 탄탄 브랜드로 다이어트/피부건강으로 5개 라인을 생산했고, 2026년에는 올리브베러의 PB 올더베더 총 15개 제품 가운데 14개를 엔비티가 생산할 정도다. 탄탄부터 이어온 신뢰와 영업력이 효과를 발휘한 것으로 해석된다. 아울러, 엔비티는 신규 제약사 3개 업체와 신제품 출시를 협의 중이다.

국내의 영업환경 개선에 따라 2026년 엔비티 실적의 큰 변화가 예상된다. 2026년 연결 매출과 영업이익은 전년 대비 각각 14%, 456% 성장한 3,268억원과 222억원 수준이 가능할 전망이다. 부진 사업 구조조정과 내수 및 수출 증가에 따른 영업레버리지 효과로 연결 영업이익률은 6.8%(YoY +5.4%p)까지 크게 상승할 것으로 기대한다.

2026년 법인별 실적 전망을 해보면, 한국 법인 매출이 매출 YoY 18% 성장하면서 실적 개선을 견인할 전망이다. 영업이익률은 영업레버리지 효과로 10% 수준까지 상승할 것으로 예상된다. 한국 법인은 수출과 내수로 나뉘는데, 대략 절반씩 차지하고 있다. 2025년 내수 매출이 YoY 11% 성장했는데 굉장히 오랜만에 YoY (+)로 전환한 것이다. 신유통 덕분이다. 2026년에도 YoY 15% 성장을 목표하고 있다. 반대로 2025년 수출 매출은 YoY 11% 감소했는데, 신제품 출시 지연과 전년도 높은 베이스 영향이다. 2026년에는 신제품 출시와 신규 거래처 확보 효과로 YoY 20% 성장이 가능할 전망이다.

호주 법인 매출 역시 신규 거래처 확보와 제형 다변화로 YoY 14% 성장하면서 영업적자는 절반으로 축소될 것으로 보인다. 미국 법인 매출은 생산 설비 매각/스크랩으로 YoY 15% 감소하지만, 고정비 부담이 크게 줄면서 BEP에 근접할 수 있을 것으로 추정한다. 중국 법인은 한국 사업의 판매 법인이기 때문에 한국 법인 매출과 연동하므로 전망에 큰 의미가 없다.

영업외손익도 개선이 예상되는데, 그동안 미국 법인 지원을 위한 차입이 지속적으로 증가하면서 부채부담이 커진 게 사실이다. 2025년 연결 기준 약 1,700억원의 차입금이 있고, 연간 100억원 이자부담이 발생했는데, 미국 공장을 매각하면서 1,200만 달러를 상환했고, 2026년 남은 한개 공장을 매각하게 되면(현재 실사 중, 매각 가격 2천만 달러 예상), 80억원 내외 추가 상환이 예정돼 있다. 아울러, 전년도 4분기 연결 자회사에 대한 투자자산손상차손 등 기타손익이 35억원 발생했는데, 부실 계열사 정리도 막바지에 있다. 따라서, 2026년 당기순익은 전년 대비 264억원 증가한 114억원으로 흑자전환할 수 있을 것으로 예상된다.

2026년 1분기 실적은 실적 턴어라운드 시작점이 될 것 같다. 국내 법인 매출은 비수기에도 불구하고 수출 부문에서 신규 매출 기여가 커지면서 QoQ 매출 증가가 예상된다. 올리브베리 PB 매출도 실적에 반영되고 있다. 호주 법인은 전년도 기저효과가 클 것으로 보인다. 수주가 회복되는 흐름이므로 호주 법인 1분기 매출 성장률은 YoY 35%에 이를 전망이다. 미국 법인은 전년도 상반기까지 매출 감소는 불가피하다. 다만 영업손실은 11억원 수준으로 크게 떨어지면서 전사 수익성 개선에 기여할 것으로 보인다. 이에 따라 1분기 연결 매출은 801억원(YoY 11%), 영업이익은 41억원(YoY 376%)로 추세적인 실적 턴어라운드 시작을 알릴 것으로 기대한다. 현재 주가는 12MF PER 8배다. i) 중국의 경기적(소비회복), 구조적(해외직구/온라인) 요인에 의한 글로벌 전기식 소비 수요 확대, ii) 국내 전기식 유통 수요 확대(올리브영/다이소/편의점), iii) 한국 전기식 ODM 산업, 코스맥스엔비티의 높은 글로벌 경쟁력을 감안할 때, 현저한 저평가 상태다.

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
매출	72.2	75.7	65.7	74.0	80.1	79.4	75.8	91.7	287.5	326.8	361.3
국내	51.6	52.0	46.4	57.0	58.4	59.8	53.4	71.5	206.9	243.1	271.1
내수	24.4	26.2	24.4	30.8	28.8	30.1	28.1	34.7	105.8	121.7	135.1
수출	27.2	25.8	22.0	26.2	29.6	29.7	25.3	36.8	101.2	121.4	136.0
호주	10.7	13.2	14.9	14.6	14.4	14.4	16.3	15.8	53.4	60.9	67.0
미국	5.6	8.5	4.0	3.9	4.2	4.7	4.8	5.1	22.0	18.7	19.7
중국	6.9	4.2	4.9	4.0	7.2	4.6	5.4	4.1	19.9	21.3	22.6
연결조정	2.6	2.3	4.5	5.5	4.2	4.2	4.0	4.8	14.8	17.2	19.0
연결조정 %	2%	2%	4%	4%	5%	5%	5%	5%	3%	5%	5%
영업이익	0.9	2.5	-1.2	1.8	4.1	4.7	4.8	8.6	4.0	22.2	29.8
국내	5.5	4.5	2.1	4.6	5.6	5.7	5.3	7.7	16.7	24.3	29.8
호주	-1.9	-1.4	-1.2	-1.0	-0.7	-0.7	-0.8	-0.8	-5.5	-3.0	-1.3
미국	-3.6	-1.0	-2.0	-1.2	-1.1	-0.5	0.0	1.4	-7.8	-0.1	0.2
중국	0.5	0.3	0.2	0.1	0.4	0.2	0.3	0.2	1.0	1.1	1.1
세전이익	-1.3	-1.7	-7.7	-3.2	1.2	2.4	3.0	5.8	-13.8	12.4	21.7
지배주주순이익	-2.3	-1.2	-9.1	-2.4	1.1	2.2	2.9	5.2	-15.0	11.4	16.3
영업이익률(%)	1.2	3.3	-1.8	2.4	5.2	6.0	6.3	9.4	1.4	6.8	8.2
국내	10.7	8.7	4.6	8.0	9.5	9.5	10.0	10.8	8.1	10.0	11.0
호주	-18.2	-10.7	-8.0	-6.7	-5.0	-5.0	-5.0	-5.0	-10.4	-5.0	-2.0
미국	-64.2	-11.4	-50.1	-31.5	-25.0	-10.0	0.1	28.1	-35.4	-0.5	1.0
중국	6.7	5.9	3.4	3.3	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0
세전이익률(%)	-1.8	-2.2	-11.6	-4.3	1.5	3.0	4.0	6.4	-4.8	3.8	6.0
순이익률(%)	-3.2	-1.6	-13.9	-3.3	1.4	2.8	3.8	5.7	-5.2	3.5	4.5
매출(% YoY)	1.7	-6.5	-23.5	-7.8	10.9	4.9	15.4	23.9	-9.6	13.7	10.5
국내	20.1	0.1	-17.0	-2.2	13.2	15.0	15.1	25.5	-1.0	17.5	11.5
내수	11.4	4.8	-0.8	28.9	18.0	15.0	15.0	12.6	10.9	15.0	11.0
수출	28.9	-4.1	-29.5	-23.8	9.0	15.0	15.0	40.5	-10.9	20.0	12.0
호주	-45.6	-37.8	-30.7	-15.3	35.0	9.0	9.0	8.3	-32.9	14.0	10.0
미국	15.5	58.8	-41.6	-13.8	-25.0	-45.0	20.0	28.6	2.0	-15.0	5.0
중국	-12.1	-22.8	-11.3	-6.0	5.0	10.0	10.0	3.6	-13.3	7.0	6.0
영업이익(% YoY)	50.0	-24.3	적전	-48.2	375.7	87.5	흑전	384.7	-59.6	456.0	34.0
국내	29.0	-33.4	-67.8	-39.4	0.7	25.4	152.6	69.6	-33.5	45.4	22.6
호주	적지	적지	적전	적전	적지	적지	적지	적지	적전	적지	적지
미국	적지	적지	적지	적지	적지	적지	흑전	흑전	적지	적지	흑전
중국	20.3	-19.2	-44.2	-37.3	-21.5	-7.4	62.7	56.5	-16.0	6.0	6.0
세전이익(% YoY)	적지	적전	적지	적전	흑전	흑전	흑전	흑전	적전	흑전	74.3
지배주주순이익(% YoY)	적지	적지	적지	적전	흑전	흑전	흑전	흑전	적지	흑전	42.1

자료: 코스맥스엔비티, 메리츠증권 리서치센터

Part 4. 이슈 분석

1) 3월 화장품 수출: 미국의 회복, 유럽의 약진, 마스크팩 부각

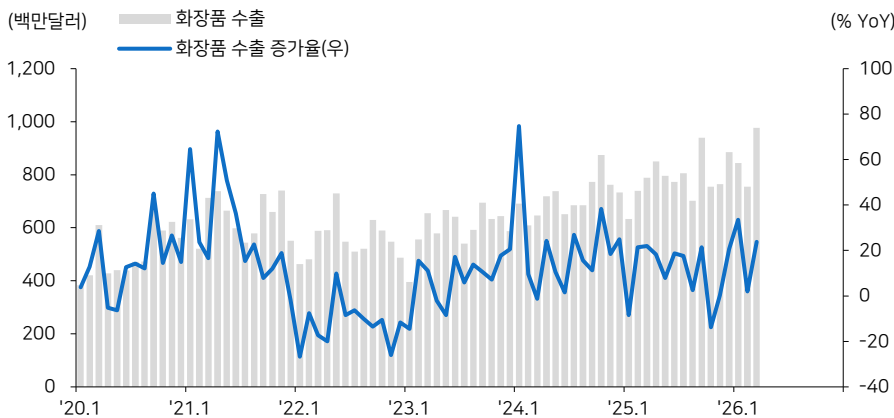
(1) 3월 화장품 수출 YoY 24% 고신장

2026년 3월 화장품 수출은 9.77억 달러로 전년 동월 대비 23.8% 증가했다. 지역별로는 미국(1.86억 달러, YoY 48%), 유럽(2.33억 달러, YoY 73%)이 1~2월 대비 성장률을 더 높이며 수출 증가를 견인했다.

실리콘투 물류센터 증설이 이어지고 있는 폴란드(0.41억 달러, YoY 72%), 북유럽 유통 허브 역할을 하고 있는 네덜란드(0.24억 달러, YoY 196%), 오프라인 전개가 빠르게 이뤄지고 있는 영국(0.37억 달러, YoY 203%) 모두 수출 앞자리가 바뀌었다. 멕시코(0.06억 달러, YoY 78%), 브라질(0.08억 달러, YoY 127%) 등 중남미 지역 확장도 순항 중이다. 다만, 중국(1.5억달러, YoY -17%) 수출은 아쉬움을 남겼으며, UAE(0.08억달러, YoY -65%) 수출은 전쟁 영향으로 크게 감소했다. 일본(0.85억달러, YoY 7%)과 동남아(1.30억달러, YoY 22%) 수출은 월별로 변동이 있다.

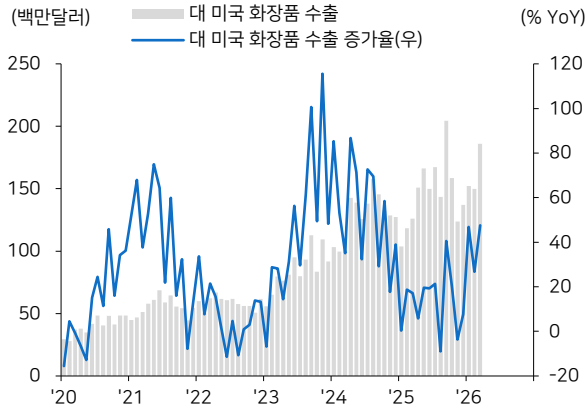
카테고리별로는 기초(5.06억 달러, YoY 24%)가 색조(0.72억 달러, YoY 8%)보다 좋았다. 대 미국 기초 수출은 YoY 45%, 색조 수출은 YoY 38% 증가하며 두개 카테고리 모두 고성장했다. 바디워시(HS 3401, 0.57억달러, YoY 34%), 샴푸(HS 3305, 0.17억 달러, YoY 16%), 향수(HS 3303, 0.07억 달러, YoY 72%) 수출 또한 견조한 성장세를 이어갔다. 마스크팩 수출(38.1백만 달러, YoY 86%)이 점프했다.

그림21 화장품 수출 추이



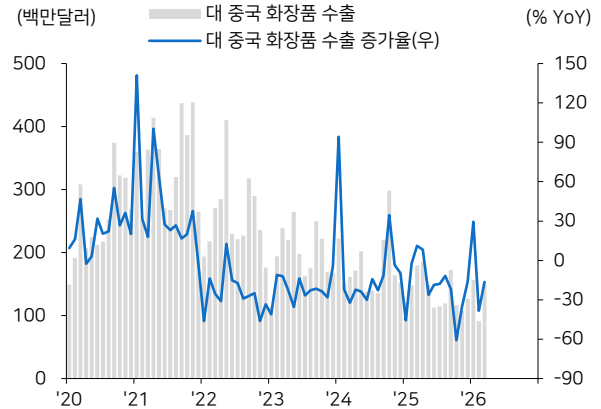
자료: 관세청, 메리츠증권 리서치센터

그림22 대 미국 화장품 수출



자료: 관세청, 메리츠증권 리서치센터

그림23 대 중국 화장품 수출

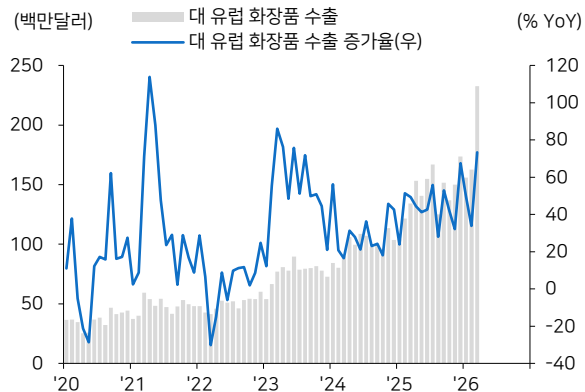


자료: 관세청, 메리츠증권 리서치센터

(2) 대 유럽 수출 한단계 레벨업

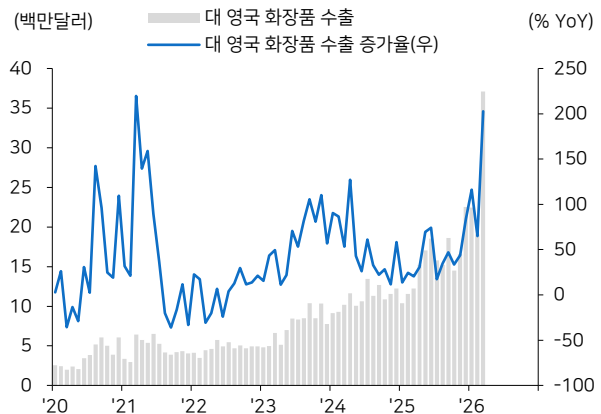
3월 화장품 수출에서 다시 한번 눈여겨볼 부분은 지역으로 보면 단연 유럽이다. 그래프를 그려보면 명확하다. 한 국가도 아닌 대륙이라고 할 수 있는 대 유럽 수출이 YoY 77% 증가했다. 2025년 월별 1억 달러 초반에서 갑자기 이번 3월 1.7억 달러까지 훌쩍 뛰어올랐다. 국가별로 보면 수출액 앞자리가 바뀐 지역이 많다. 유럽 권역 최대 한국 화장품 수출국 폴란드는 41.2백만 달러(YoY 72%)로 월평균 2천만 달러 초중반에서 4천만 달러로 점프했다. 유럽 권역 2위 국가인 영국으로 수출은 37.1백만 달러(YoY 203%)로 월 2천만 달러로 올라선지 불과 3개월만에 3천만 달러 후반대로 우뚝 올라섰다. 네덜란드(24.2백만달러, YoY 196%) 역시 앞자리가 바뀐 예다.

그림24 대 유럽 화장품 수출



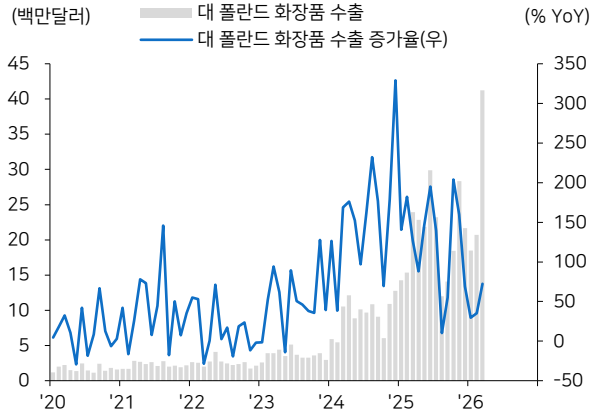
자료: 관세청, 메리츠증권 리서치센터

그림25 대 영국 화장품 수출



자료: 관세청, 메리츠증권 리서치센터

그림26 대 폴란드 화장품 수출



자료: 관세청, 메리츠증권 리서치센터

그림27 대 네덜란드 화장품 수출



자료: 관세청, 메리츠증권 리서치센터

유럽 시장은 크다. 독일/영국/프랑스는 세계 화장품 시장 규모 5~7위에 위치하고 있는 화장품 시장 대국이다. 한국(10위)보다 큰 나라들이다. 대 유럽 화장품 수출 규모는 미국을 능가할 기세다. 만일 4월, 5월에도 이와 같은 수출 실적이 유지된다면 유럽 시장 내 K뷰티 사업 규모가 한단계 레벨업했다고 평가할 수 있을 것이다. 2026년 미국을 제치고 한국 화장품 수출 지역 1위로 올라설 수 있을 것이며, 동시에 2026년 화장품 수출 증가율이 예상(전체 YoY 15%, 유럽 YoY 30%)보다 훨씬 높을 수 있다.

표18 글로벌 화장품 시장규모 톱 20

(십억달러)	국가명	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	% CAGR ('19~'23)	% CAGR ('24~'30)
1	미국	78.3	87.8	95.6	103.4	109.1	113.9	118.3	122.3	126.0	130.7	135.3	6.4	3.7
2	중국	66.0	72.2	67.6	69.8	73.5	77.3	81.3	85.3	89.3	93.8	98.4	3.3	5.0
3	브라질	21.3	21.3	24.0	27.1	29.7	32.3	35.1	38.1	41.1	44.6	48.4	7.6	8.5
4	일본	24.3	24.1	25.3	26.5	27.8	28.9	29.8	30.7	31.6	32.6	33.6	-1.6	3.2
5	독일	15.7	15.8	17.3	19.1	20.1	20.9	21.7	22.4	23.1	23.9	24.7	4.3	3.5
6	영국	13.5	14.1	15.1	16.2	16.9	17.7	18.7	19.7	20.9	22.0	23.3	2.8	5.4
7	프랑스	12.0	12.2	13.1	13.9	14.6	15.2	15.9	16.5	17.2	17.9	18.7	1.8	4.2
8	인도	10.1	11.2	12.5	13.7	14.9	16.1	17.3	18.6	20.0	21.5	23.1	7.3	7.6
9	멕시코	9.5	10.6	11.9	13.6	15.0	16.6	18.3	20.2	22.2	24.5	27.0	7.8	10.3
10	대한민국	10.3	10.9	11.6	12.2	12.8	13.3	13.9	14.4	14.8	15.4	16.0	2.3	3.7
11	이탈리아	8.9	9.7	10.6	11.7	12.0	12.2	12.4	12.6	12.8	13.0	13.2	4.4	1.6
12	스페인	7.0	7.7	8.7	9.6	10.2	10.8	11.2	11.6	12.0	12.6	13.0	5.0	4.1
13	캐나다	6.8	7.1	8.1	9.1	9.5	9.8	10.1	10.4	10.7	11.0	11.3	6.7	3.0
14	러시아	6.7	6.9	7.4	7.9	8.1	8.4	8.6	8.9	9.2	9.5	9.9	3.2	3.3
15	호주	5.8	6.1	6.6	7.1	7.6	8.0	8.4	8.9	9.4	9.9	10.5	5.2	5.6
16	인도네시아	5.4	5.7	6.3	6.6	7.2	7.8	8.5	9.2	9.8	10.6	11.5	6.4	8.1
17	사우디아라비아	4.7	5.1	5.8	6.3	6.8	7.5	8.3	9.2	10.3	11.5	12.8	6.7	11.0
18	태국	4.7	4.8	5.4	6.2	6.9	7.6	8.2	8.9	9.5	10.3	11.1	3.9	8.2
19	이란	1.4	2.5	4.0	6.0	8.1	10.1	12.7	16.1	20.5	25.8	32.6	69.1	26.1
20	폴란드	3.9	4.2	4.7	5.2	5.7	6.1	6.5	6.9	7.3	7.8	8.2	6.2	6.4
	기타국	76.6	82.5	91.9	105.3	120.2	138.9	160.4	186.0	216.6	266.4	331.0	6.8	18.4
	합계	393.0	422.7	453.3	496.4	536.5	579.2	625.5	676.8	734.4	815.2	913.4	5.3	9.3

주: 2025. 02. 20 기준
 자료: Euromonitor, 메리츠증권 리서치센터

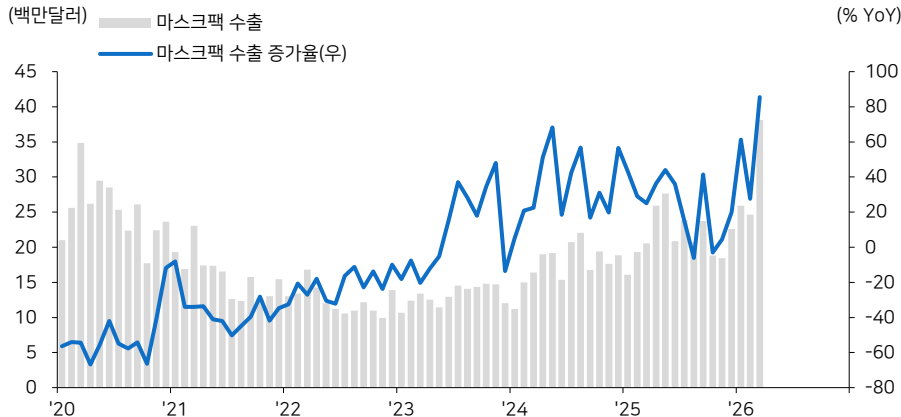
(3) 3월 마스크팩 수출 YoY 86%

3월 화장품 품목별 수출에 가장 두드러진 카테고리는 마스크팩이다(HS 코드 3307). 38.1백만 달러(YoY 86%)를 기록하면서 역시 앞자리를 바꿨다. 1등 공신은 바이오던스를 비롯한 하이드로겔 마스크 카테고리가 아닐까 한다. 에이피알의 겔 마스크도 아마존 뷰티 톱 100(3월 28위)에 들면서 매출 규모를 빠르게 올리고 있다. 하이드로겔 마스크의 글로벌 수요는 압도적이다. 바이오던스 히트 이후 아누아, 메디힐, 성분에디터, 토리든, 올리브영까지 앞다퉈 하이드로겔 마스크 판매에 열을 올리고 있다. 미국 아마존과 세포라는 물론 타겟, 코스트코, 월그린까지 하이드로겔 마스크 입점을 서두르고 있다.

하이드로겔 마스크 ODM 수요를 공급이 못 따라가고 있는 상황이다. 하이드로겔은 아직 자동화가 어려운 카테고리라 낮은 수율과 높은 인건비, 설비투자 부담 때문에 진입 장벽이 높다. 제닉을 비롯, 엔코스, 아이큐어, 코스맥스, 진코스텍 등 5~6개 ODM 업체에 한정돼 있다. 최근에는 코스메카코리아도 하이드로겔 마스크 ODM 대열에 합류했다. 2025년 한정 생산과 수율 조정을 마치고, 청주 공장에 4개 라인으로 설치하면서 본격적인 수주를 시작했다. 아무튼 이들 업체들의 2026년 매출 증가뿐 아니라 수익성 개선폭이 클 것으로 예상된다. 2025년까지 제닉과 엔코스, 진코스텍을 제외하면 영업이익을 제대로 낼 수 있는 회사가 없었다. 아직 직원들의 숙련도와 수율이 떨어졌기 때문이다. 1~2년 생산 경험을 통해 각 회사들이 노하우를 축적하면서, 1사는 수율이 40%에서 80% 대로 상승했고, 원가율이 130%에서 90%까지 떨어졌다.

제닉/코스맥스/코스메카코리아 등 주요 상장 업체들은 추가적인 라인 확장과 신규 거래처 확보에 박차를 가하고 있다. 제닉은 밀려드는 주문에 4월 1개 라인을 추가 하면서, 2교대 생산을 준비하고 있는데, 1분기 A사의 300만개 신규 주문을 납품하면서 거래처를 다양화하고 있다. 코스맥스도 메디큐브에서 성분에디터/토리든/아비브/올리브영PB로 고객사를 넓히고 있고, 코스메카코리아도 JM솔루션에서 아로셀과 D사까지 확장을 도모하고 있다.

그림28 마스크팩 수출



자료: 관세청, 메리츠증권 리서치센터

2) 아마존 톱 100(4월 1일): 빅 스프링 세일 효과 톱톡

4월 1일 기준 미국 아마존 Beauty & Personal Care Top 100 안에 K-뷰티 제품 수는 총 28개로, 지난달 16개보다 12개 증가했다. 아마존 빅 스프링 세일(03.25~03.31) 효과로 순위권 내 브랜드/제품 수가 눈에 띄게 증가한 모습이다. 지난해 연말 블랙 프라이데이(21개), 사이버 먼데이(18개) 기간 보다도 크게 늘어난 수치이다.

메디큐브가 3월보다 3개 늘어난 총 10개 제품을 Top 100에 올렸으며, <제로 모공 패드>는 여전히 1위를 유지했다. Top 10 내에 총 5개 제품을 올리며 압도적인 성과를 보였다. 아누아는 전월 대비 4개 증가한 5개 제품을 Top 100에 올렸다. 기존 인기 제품 클렌징 오일/세럼과 함께 신제품 <PDRN 히알루론산 세럼 미스트>, <PDRN 히알루론산 크림>이 순위권에 새로 진입했다. 바이오던스의 <콜라겐 리얼 딥 마스크>는 전체 3위를 기록했으며, 닥터멜락신은 <필샷 필링 앰플>과 <칼슘 멀티 밤> 두개 제품을 Top 100을 유지했다.

아모레퍼시픽 계열의 코스알엑스 <스네일 뮤신 리페어링 세럼>, 일리운 <세라마이드 아토 크림> 두개 제품이 랭크인했으며, 달바의 <화이트 트러플 스프레이 세럼> 또한 순위권에 재진입했다. 이퀄베리의 <비타민 일루미네이팅 세럼>, 닥터엘시아 <345 릴리프 크림>, 가히 <링클 바운스 멀티밤>, 셀리맥스 <비타A 레티날 샷 타이팅 부스터> 등 주요 제품들은 순위권을 유지했다. 조선미녀 <리바이브 아이 세럼>, 미샤 <M퍼펙트 커버 비비크림>, 아비브 <콜라겐 펩타이드 아이패치>가 랭킹 내 신규 진입했다. 반면, 센텔리안24, 라네즈, 굿몰레쿨스는 톱100에 들지 못했다.

표19 아마존 Beauty & Personal Care 베스트셀러 랭킹

순위	제품명	브랜드명
1	메디큐브 제로 모공 패드	메디큐브
2	메디큐브 콜라겐 오버나잇 래핑 마스크	메디큐브
3	바이오던스 콜라겐 리얼 딥 마스크	바이오던스
4	뉴트로지나 메이크업 리무버 티슈	뉴트로지나
5	메디큐브 콜라겐 젤리 크림	메디큐브
6	히어로 코스메틱스 마이트패치	히어로 코스메틱스
7	메디큐브 핑크 PDRN 펩타이드 세럼	메디큐브
8	이오스 바닐라 캐시미어 바디 로션	이오스
9	메디큐브 딥 비타민C 캡슐 크림	메디큐브
10	클린 스킨 클럽 클린 타올	클린 스킨 클럽
11	이퀄베리 비타민 일루미네이팅 세럼	이퀄베리
12	줄랩 크림-투-파우더 아이섀도	줄랩
13	뉴트로지나 메이크업 리무버 와이프	뉴트로지나
14	메이블린 래쉬 워셔블 마스크라	메이블린
15	아마존 베이직스 화장솜	아마존 베이직스
16	디오디너리 글리콜산 토너	디오디너리
17	일리운 세라마이드 아토 크림	일리운
18	코스알엑스 스테일 유신 리페어링 세럼	코스알엑스
19	엘타MD 틴티드 페이스 선스크린	엘타MD
20	아누아 PDRN 히알루론산 세럼 미스트	아누아
21	이오스 바닐라 캐시미어 바디 워시 젤	이오스
22	니조랄 바듬 제거 샴푸	니조랄
23	판옥실 아크네 포밍 워시	판옥실
24	아누아 PDRN 히알루론산 크림	아누아
25	메디큐브 제로 모공 캡슐 클렌징 폼	메디큐브
26	래쉬 이펙트 마스크라	래쉬
27	로라 젤러 뉴욕 파우더 파운데이션	로라 젤러 뉴욕
28	메디큐브 PDRN 핑크 콜라겐 겔 마스크	메디큐브
29	로레알파리 콜라겐 데일리 페이스 모이스처라이저	로레알파리
30	아마존 베이직스 리퀴드 핸드 솜	아마존 베이직스
31	아누아 아젤라산 10 히알루론산 세럼	아누아
32	메디큐브 트리플 콜라겐 크림	메디큐브
33	아쿠아포 힐링 오인먼트	아쿠아포
34	플라초이스 스킨 퍼펙팅 BHA 리퀴드	플라초이스
35	솔 데 자네이로 헤어&바디 퍼프 미스트	솔 데 자네이로
36	라로슈포제 더블 리페어 페이스 모이스처라이저	라로슈포제
37	닥터엘시아 345 릴리프 크림	닥터엘시아
38	메디큐브 PDRN 핑크 펩타이드 아이 세럼	메디큐브
39	큐팁스 뷰티 케어 면봉	큐팁스
40	가히 링클 바운스 멀티밤	가히
41	셀리맥스 비타A 레티날 샷 타이트닝 부스터	셀리맥스
42	심플리바이탈 페이스 모이스처라이저	심플리바이탈
43	네이티브 데오도란트	네이티브
44	디오디너리 히알루론산+B5 세럼	디오디너리
45	배니크림 데일리 페이스 모이스처라이저	배니크림
46	디오디너리 나이아신아마이드 세럼	배니크림
47	키치 더마플레인 여성용 면도기	키치
48	세라비 데일리 모이스처라이징 로션	세라비
49	아누아 나이아신아마이드+TXA 세럼	아누아
50	구디 Ouchless 헤어밴드	구디

주: 26.4. 1 기준
 자료: 아마존, 메리츠증권 리서치센터

표20 아마존 Beauty & Personal Care 베스트셀러 랭킹

순위	제품명	브랜드명
51	수퍼굽 언씬 선스크린	수퍼굽
52	닥터멜락신 필샷 흑미 필링 앰플	닥터멜락신
53	그레이스&스텔라 언더 아이 마스크	그레이스&스텔라
54	솔트앤스톤 알루미늄 프리 데오도란트	솔트앤스톤
55	뉴트라폴 여성 모발 영양제	뉴트라폴
56	큐팁스 가정용 면봉	큐팁스
57	엘프 인스턴트 리프트 브로우 펜슬	엘프
58	아마존 베이직스 소금 입욕제	아마존 베이직스
59	미세스마이어스 클린 데이 핸드숍	미세스마이어스
60	고퓨어 타이팅&리프트 넥 크림	고퓨어
61	가르니에 미셀라 워터 클렌저	가르니에
62	달바 화이트 트러플 퍼스트 스프레리 세럼	달바
63	아누아 여성초 포어 컨트롤 클렌징 오일	아누아
64	트루스킨 비타민C 페이스 세럼	트루스킨
65	세라비 PM 페이스 모이스처라이징 로션	세라비
66	바이오더마 미셀라 워터 클렌저	바이오더마
67	트리헛 바닐라 시어 슈가 스크럽	트리헛
68	DRMTLGY 유니버설 틴티드 모이스터라이저	DRMTLGY
69	키치 울트라 뿌띠 새틴 스크런치	키치
70	블루리자드 센서티브 미네랄 선스크린 로션	블루리자드
71	AOA 메이크업 스펀지 세트	AOA
72	조선미녀 리바이브 아이 세럼	조선미녀
73	메소드 바디 워시	메소드
74	라로슈포제 포밍 페이스 클렌저	라로슈포제
75	원더스킨 립 스테인 필 오프 마스크	원더스킨
76	레블론 컬러스테이 펜슬	레블론
77	도브 딥 모이스처 바디워시	도브
78	닥터멜락신 칼슘 멀티 밤	닥터멜락신
79	네이티브 코코넛&바닐라 샴푸/컨디셔너	네이티브
80	배니크림 젤 페이스 클렌저	배니크림
81	뉴트로지나 하이드로 부스트 페이스 워시	뉴트로지나
82	L3 레벨3 스타일링 파우더	L3
83	ZORAMI 이어/노즈 헤어 트리머	ZORAMI
84	라로슈포제 시카플라스트밤 B5	라로슈포제
85	발틱 코직산 비누	발틱
86	미샤 M퍼펙트 커버 비비크림	미샤
87	아비브 콜라겐 펩타이드 아이 패치	아비브
88	메디큐브 엑소좀 샷 제로	메디큐브
89	세라비 하이드레이팅 미네랄 선스크린	세라비
90	샤슈 스테이-N 필 오프 립 라이너	샤슈
91	스킨스마트 페이스 클렌저	스킨스마트
92	글램네틱 프레스 온 네일	글램네틱
93	바디 리스토어 샤워 스티머	바디 시르토어
94	나트리움 멀티 오일 하이드레이팅 바디워시	나트리움
95	세라비 하이드레이팅 페이스 클렌저	세라비
96	미엘 오가닉스 로즈마리&민트 헤어 오일	미엘
97	도브 센서티브 뷰티 바	도브
98	라로슈포제 하이드레이팅 젤 페이스 클렌저	라로슈포제
99	시크릿 클리니컬 여성용 데오도란트	시크릿
100	디그리 맨 울트라클리어 데오도란트	디그리

주: 26.4. 1 기준

자료: 아마존, 메리츠증권 리서치센터

3) 중동 전쟁 영향: 수출, 원가보다 납기가 더 문제

중동 전쟁으로 화장품 산업에 대한 우려는 세가지로 요약될 수 있다.

첫째, 매출, 즉 수출 저하다. 중동 현지 소비심리 위축에 따른 화장품 수요 둔화에 대한 우려이다. 전체 화장품 수출에서 이 영향은 제한적이다. 3월은 물론, 4월까지도 수출 동향에 큰 숫자 변화는 없어 보인다. 한국 화장품 수출에서 중동 비중은 3.5% 밖에 되지 않기 때문이기도 하고, 그보다 미국/유럽 등 핵심 지역 수출 증가율이 기대치를 크게 넘어서면서 수출 성장률은 오히려 높아지고 있는 상황이다. 중동 매출 비중이 가장 큰 업체는 실리콘투인데, 전년도 4분기 기준 중동 매출 비중은 9% 정도이다. 하지만, 실리콘투의 1분기 매출은 시장 기대치(매출 3,200억 원)를 넘어설 것으로 보인다. 중동 매출 감소보다 유럽 수출 증가가 훨씬 크기 때문이다.

둘째, 화장품 용기 가격 상승에 따른 원가 부담이다. 화장품 용기의 주 원료인 PP(폴리프로필렌)/PE(폴리에틸렌) 가격이 30% 상승 중이다. 펄텍코리아 등 용기 업체들은 거래처에 단가 인상 공문 발송했고, 가격 전가를 시작하고 있다. 용기 산업의 높은 진입장벽 덕분에 용기 업체들의 협상력은 높다. 턴키 비중이 높은 ODM 업체들의 생산 원가 상승은 불가피하다. 대형 ODM 업체들은 가격 전가에 유리하다. 반면 중소형 ODM 업체(주로 비상장)들이 마진 압박이 심할 듯하다. 원가는 상승하지만 브랜드 업체로 가격을 전가하기 힘들기 때문이다.

브랜드 업체들의 경우 화장품 산업 특성상 낮은 원가율 때문에 용기 가격 인상 부담은 제한적이다. 판매 가격에서 용기가 차지하는 비중은 10% 내외다. 용기 가격이 30% 상승하면 소매 판매 가격은 3% 정도 영향을 받을 수 있다. K뷰티는 10~20달러 사이 중저가 중심이다. 판가에 전가하더라도(예를 들어 50센트) 소비자 저항이 클 것 같지 않다. 브랜드 업체가 원가 상승을 비용으로 그대로 흡수하더라도 큰 부담이 아니다. 그정도는 환율 상승 효과로도 충분히 상쇄 가능하다.

셋째, 용기 공급 축소에 따른 납기 지연 우려이다. 사실 이게 가장 큰 문제라고 할 수 있다. 용기, ODM 업체들 모두 이구동성 납기 지연에 대한 불안감을 가장 많이 표출하고 있다. 나프타 공급 위축으로 PP/PE 생산과 소싱이 점점 어려워지고 있다. 과거처럼 10만개, 20만개가 아니다. 글로벌 모멘텀 확대로 100만개, 200만개 대량 생산 수요가 늘고 있는 상황이다. PE/PP 소싱 제약에 따른 용기 생산 및 제품 납기 지연 가능성은 더 커질 수 있다.

물론, 업체별 규모와 협상력에 따라 차이가 있다. 펌텍코리아나 연우 같은 대형 용기 업체들은 상대적으로 소싱이 양호한 편이다. SK케미칼 같은 화학 업체들로부터 원료를 우선 공급받을 수 있기 때문이다. 코스맥스/한국콜마 같은 대형 ODM 업체들도 상대적으로 소싱이 양호한 편이다. 펌텍코리아와 연우 같은 용기 업체들로부터 부자재를 우선 공급받을 수 있기 때문이다. 메디큐브나 달바 같은 대형 브랜드들도 상대적으로 재고 확보가 양호한 편이다. 코스맥스/한국콜마 같은 ODM 업체들로부터 제품을 우선 공급받을 수 있기 때문이다. 하지만, 중소형 용기/ODM/브랜드 업체들은 우선 순위에 밀리기 때문에 원부자재 소싱 문제에 더 취약할 수 있다.

결국, 중동 전쟁의 화장품 산업에 미치는 부정적 영향은 '소비 위축'이나 '원가 부담'이 아니라 '납기 지연' 우려가 가장 크다고 하겠다. 그리고 그 영향은 중소형 용기/ODM/브랜드 업체들에게 좀더 위협일 수 있다. 특히, 비상장 중소형 ODM 업체들은 낮은 협상력 때문에 원가 부담은 그대로 떠안고, 판가 전가를 못하면서 마진 훼손까지 이중고를 겪을 수 있다. 단기적으로 상장돼 있는 화장품 업체들에 미치는 영향은 제한적이다. 하지만, 중동 전쟁이 장기화된다면 밸류체인별 대기업들까지 산업 전체적으로 불확실성이 커질 것은 자명하다.

Part 5. 투자전략

1) 화장품 토픽: 에이피알/실리콘투/한국콜마

(1) 에이피알의 진정한 밸류에이션 프리미엄 요인

화장품 업계에서는 에이피알을 두고 화장품 브랜드 회사라기 보다 마케팅 회사라고 하는게 맞지 않을까라는 의견이 많다. 화장품 신세대 인디 브랜드 업체의 공통된 특징이 몇가지 있다. i) 온라인에 대한 집중, ii) 매출의 20%가 넘는 마케팅비 비중, iii) 미국에서의 성공 등이다. 또 한가지가 있다면, 레거시 브랜드와 달리 하나의 개성있는 제품 카테고리로 뾰족하게 시장에 침투해 엄청난 매출과 레퍼런스를 확보한다는 것이다. 틱톡 마케팅과 바이럴의 특징 때문일 것이다. 이걸 그 브랜드의 iv) 히어로 제품이라고 한다. 신세대 인디 브랜드들은 이런 히어로 제품을 기반으로 한단계 사업 규모를 레벨업하는 경향이 있다.

에이피알이 이런 신세대 인디 브랜드 특징에서 빗겨나 있는 게 하나 있다. 뚜렷한 히어로 제품이 없다는 것이다. 달바의 미스트세럼이나 코스알엑스의 스네일뮤신에센스, 닥터멜락신의 필샷앰플처럼, 메디큐브하면 떠오르는 히어로 제품이 없다. 제로모공패드 매출이 굉장히 크지만, 사실 패드 타입은 메디힐의 네모패드를 비롯 이미 여러 브랜드에서 전개하고 있던 카테고리였다.







뚜렷한 히어로 제품이 없는 대신 엄청 많은 제품이 아마존 뷰티 톱 100을 휩쓸고 있다. 톱 100내 10개 제품이 메디큐브 브랜드를 달고 있다. 톱 10 가운데 5개가 메디큐브라니 믿을 수 없는 수치다. 다른 인디 브랜드는 톱 100에 하나 올리기도 힘든데, 메디큐브는 제로모공패드 이외에도 콜라겐래핑마스크/콜라겐젤리크림/핑크PDRN펩타이드세럼/비타민C캡슐크림 등 다양한 카테고리에서 엄청난 성과를 거두고 있다. 사실 이 제품들은 메디큐브가 독창적으로 처음 선보인 타입의 제품이라고 말하기는 힘들다. 트렌드를 잘 읽고, 트렌디한 제품들을 빠르게 기획, 출시하여, '독보적인 마케팅 플랫폼'을 통해 전개하고 있는 것이다. 주위 인디 브랜드 업체들이 가장 경탄하는 부분은 에이피알의 상품 기획 능력보다 마케팅 역량이다. 최근에는 겔마스크, 바디필샷, 그동안 약했던 선크림도 빠르게 순위가 올라가고 있다. 겔마스크와 필샷은 각각 바이오던스와 닥터멜락신의 그것에 영향을 받을 것일 게다.

에이피알이 한두개 제품이 아닌 다양한 카테고리 확장을 통해 마케팅 역량을 맘껏 뽐낼 수 있었던 배경에는 한국의 막강한 ODM 인프라가 있다. 코스메카코리아에서 닥터멜락신의 필샷은 만들고, 바이오던스의 하이드로겔 마스크를 제닉에서 만들었다면, 메디큐브의 바디필샷과 겔마스크는 코스맥스에서 만들었다. 코스맥스 뿐 아니라 코스메카코리아와 한국콜마도 트렌드를 따라가기 위해 R&D 투자를 계속 늘리고 있다. 코스메카코리아는 달바의 미스트세럼 ODM 생산을 이어받았고, 최근 하이드로겔 마스크 생산을 본격화했다. 한국콜마는 부족한 색조 카테고리 역량 제고에 초점을 맞추고 있다. 코스맥스/한국콜마/코스메카코리아 등 글로벌 최대 생산캐파와 최고의 R&D 역량을 갖춘 ODM 업체들이 있기 때문에 맘 놓고 신제품을 출시하고, 마케팅에 집중할 수 있게 된 것이다.

에이피알은 한국의 화장품 ODM 인프라를 누구보다 가장 효율적으로 활용하고 있는 기업이다. 특정 카테고리나 브랜드 아이덴티티에 얽매이지 않는 유연한 사고와 카테고리 확장 전략은 한국 화장품 산업 구조에 가장 최적화된 사업 방식이라고 할 수 있다. 그래서 에이피알의 고성장은 부담이 없어 보인다. 지역 확장에 따른 캐파 부족을 걱정할 필요 없으며, 상품 믹스의 한계를 고민할 필요도 없다. 거기다 실리콘투를 십분 활용하는 유연한 지역/채널 확장 전략까지 에이피알의 성장 여력은 끝이 없어 보인다. 어쩌면 에이피알의 밸류에이션 프리미엄은 한국의 화장품 산업 전 밸류체인 역량을 최대한 끌어올려 흡수할 수 있는 그 전략적 '유연성'에 있다고 할 수 있다.

그림29 메디큐브 바디필샷은 아마존 바디 스크럽 베스트셀러 3위에 올랐다

Best Sellers in Body Scrubs

<p>#1</p>  <p>Tree Hut Vanilla Shea Sugar Scrub, Mothers Day Gifts, Exfoliating & Hydrating Body Scrub with Shea Butter & Essential Oils, Smooth Sk...</p> <p>★★★★★ 172,859</p> <p>\$8.94</p>	<p>#2</p>  <p>Dove Brown Sugar and Coconut Butter Body Scrub Exfoliates and Deeply Nourishes for Smooth, Radiant Skin 15 oz</p> <p>★★★★★ 8,462</p> <p>\$7.97</p>	<p>#3</p>  <p>medicube Body Peel Shot with Kojic Acid and Turmeric Gentle Body Brightening & Exfoliating Serum with BHA, LHA & PHA for...</p> <p>★★★★★ 222</p> <p>1 offer from \$20.90</p>
<p>#6</p>  <p>OGX Sensitive + Rose Water & Pink Sea Salt Exfoliating Body Scrub + Rose Quartz, Gentle Exfoliating Daily Body Wash Softens Skin, Bo...</p> <p>★★★★★ 30,589</p> <p>\$6.97</p>	<p>#7</p>  <p>First Aid Beauty - KP Bump Eraser Body Scrub with 10% AHA, Keratosis Pilaris Exfoliator with Glycolic and Lactic acids, Helps Reduce Chick...</p> <p>★★★★★ 1,540</p> <p>4 offers from \$28.34</p>	<p>#8</p>  <p>Native Detoxifying & Exfoliating Body Scrub for Women & Men, Coconut & Vanilla, Gentle Body Polish for Soft, Smooth Skin, Made...</p> <p>★★★★★ 202</p> <p>\$9.97</p>

자료: 아마존

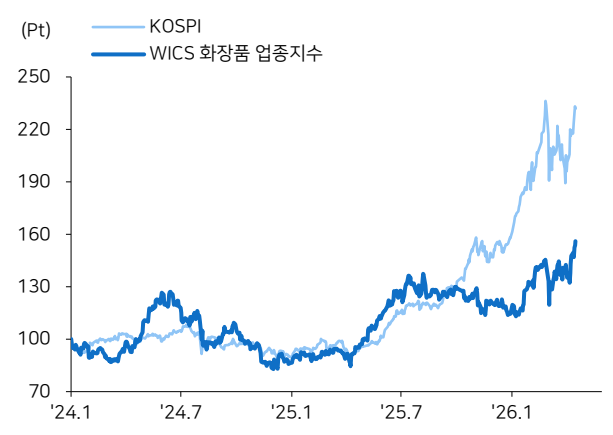
(2) 실리콘투/한국콜마/코스맥스 밸류에이션 회복 기대

한국콜마와 코스맥스, 실리콘투는 2025년 하반기 이후 지속적인 De-rating 국면에 있었다. ODM 업체들은 기대치에 못미치는 낮은 매출 증가율과 제한적인 수익성이 적정 밸류에이션을 낮추었다. 실리콘투는 양호한 매출 성장률에도 불구하고, 중소형 벤더 업체 증가에 따른 경쟁심화 우려가 제기됐다. 특히, 구다이글로벌의 한성USA 인수는 투자심리를 크게 낮추었다. 결국, 실적이 답이다. 1분기 높은 수출 증가율과 ODM 업체들의 국내 사업 매출 성장률 제고는 ODM 업체들에 대한 여러 불확실성과 우려를 상당히 완화시킬 수 있을 것으로 본다. 세 회사 모두 12MF PER 15배 이상 밸류에이션 회복이 가능할 것으로 본다.

투자 관점에서 두 회사에 대한 큰 차이는 없다. 한국콜마를 조금 더 선호하는 이유는 국내 사업 성장률이 코스맥스보다 앞설 것으로 예상되기 때문이다. 전술한 바와 같이 최근 색조 브랜드 업체들의 매출 저하는 색조 ODM이 핵심인 코스맥스 입장에서는 부담일 수밖에 없다. 코스맥스는 하반기로 갈수록 매출 베이스도 낮아지고, 켈마스크 수익성 제고에 의한 기저효과를 기대할 수 있다. 따라서, 상반기는 한국콜마, 하반기는 코스맥스에 투자의 무게 비중을 두는 게 바람직해 보인다.

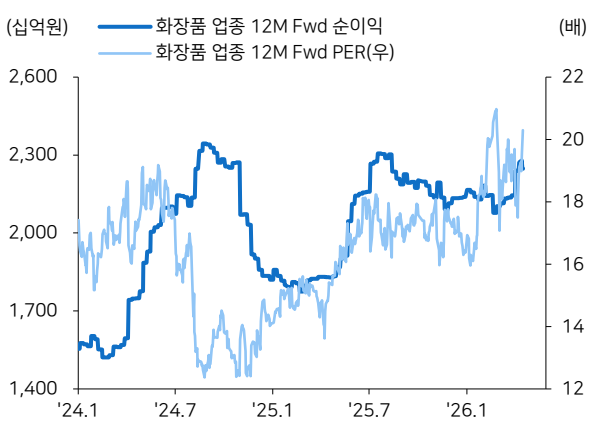
실리콘투는 중동 불확실성을 유럽 매출이 극복하고 있다. 유럽 유통의 특성상 실리콘투의 사업적 가치는 더욱 빛을 발휘한다. 2분기 이후 미국 지역도 부각될 수 있다. 2~3분기는 아이허브 성수기이며, 미국 각 지역 중소형 로컬 유통업체들로 영업망을 확대하고 있다. 아울러, 멕시코 법인 물류센터가 본격 가동하게 되면 추가적인 실적 모멘텀이 될 수 있다. 멕시코는 현재 당국으로부터 법인 영업 허가를 기다리고 있다. 1분기 대 멕시코 화장품품 수출은 129% 증가했다. 아울러, 중동전쟁이 종료된다면 실리콘투 두바이 법인의 실적 모멘텀을 기대할 수 있겠다.

그림30 코스피 및 화장품 업종 주가지수 추이



주: WICS 화장품 기준, 2024년 1월 2일=100
 자료: 에프앤가이드 QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

그림31 화장품 업종 12M Fwd 순이익, PER 추이



자료: 에프앤가이드 QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

2) 1분기 실적 이후 부각될 저평가 업체들: 코웨이/제닉/코스맥스엔비티

중동전쟁과 IT 수급 풀림 현상 때문에 펀더멘탈 개선이 주가로 반영되지 않고 있는 업체들이 특히 소비재 업종에 많다. 압도적 실적 모멘텀 또는 시장 점유율 확대, 구조적 실적 턴어라운드 등에도 주가는 12MF PER 10배 이하에 머물고 있는 업체들이다. 주가의 하락 가능성은 대단히 낮은 가치투자의 영역에 있는 업체들이다. 이런 기업들은 1분기 실적 발표 후 주가 모멘텀을 기대할 수 있다. 실적 발표를 통해 펀더멘탈 개선 가시성을 숫자로 확인한다면 투자심리가 좋아질 수 있다. 만일 IT 수급 풀림 현상이 완화되는 순환매, 종목장이 온다면 주가 상승 탄력은 더욱 커질 것이다.

코웨이/제닉/코스맥스엔비티 같은 업체들이 대표적이다. 코웨이는 1분기 연결 매출과 영업이익이 각각 전년 동기 대비 13%, 16% 성장하는, 시장 기대치를 넘어서는 건조한 실적 개선이 예상된다. i) 국내외 절대적인 렌탈 시장 점유율, ii) 말레이 등 해외 사업 고신장과 iii) 높은 실적 가시성 등을 감안하면 현재 주가 12MF PER 8.3배는 절대적인 저평가 상태다.

제닉은 하이드로겔 마스크 ODM 최선두 업체다. 압도적인 생산 캐파와 영업이익률을 보이고 있다. 높은 진입 장벽과 글로벌 수요 확대로 실적 가시성이 높다. 1분기 매출은 300억원에 이를 것으로 예상되는데, 최근 주가 상승에도 주가는 12MF PER 12배(2026년 매출 1,000억원 기준), 실적 추정치 상향 조정 가능성(2026년 매출 1,200억원)을 감안하면 실질적으로 10배가 되지 않는 주가 수준이다.

코스맥스엔비티는 국내외 건강기능식품 시장 변화에 최대 수혜 기업이다. i) 국내 시장은 올리브영/다이소/편의점 등 메이저 유통 플랫폼 업체들이 건기식을 차기 성장 카테고리 두고 매대를 넓히면서 ODM 발주가 크게 늘어나고 있다. ii) 중국 건기식 해외직구 확대에 대응하기 위해 글로벌 브랜드 업체들이 동북아 생산기지로 한국을 지목하고 있다. iii) 생산캐파와 상품기획/R&D 역량에서 한국 건기식 ODM 인프라는 압도적인 경쟁력을 자랑한다. 서흥, 노바렉스, 코스맥스엔비티는 대표적인 건기식 ODM 업체들로 산업 구조 변화의 수혜가 클 것으로 예상된다. 특히, 코스맥스엔비티는 미국 사업 구조조정을 완료하고 가파른 실적 개선세에 있다. 현재 주가는 12MF PER 8배에 불과한 현저한 저평가 상태다.

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
매출	1,174.9	1,258.9	1,254.4	1,275.4	1,326.7	1,371.7	1,359.2	1,407.9	4,963.6	5,465.6	6,020.8
국내	835.8	875.0	872.9	884.9	919.3	950.8	946.4	950.5	3,468.6	3,767.1	4,095.1
말레이시아	328.9	355.5	352.1	373.0	394.7	391.1	387.3	402.9	1,409.5	1,576.0	1,770.1
기타	158.4	174.0	171.4	203.1	181.7	204.5	198.6	233.9	706.9	818.7	937.9
미국	60.0	58.1	57.5	61.1	60.0	60.9	60.3	67.0	236.7	248.3	262.4
태국	42.9	42.9	41.8	46.9	55.8	53.6	51.5	54.2	174.5	215.2	265.4
인도네시아	11.0	11.9	13.1	14.5	12.1	17.9	17.7	20.5	50.5	68.1	83.7
Others(BEREX, 엔텍 등)	44.5	61.1	59.0	80.6	53.8	72.1	69.1	92.1	245.2	287.1	326.4
영업이익	211.2	242.7	243.1	181.6	245.2	248.5	242.8	217.9	878.7	954.4	1,057.1
국내	162.4	155.4	150.2	127.8	173.0	161.6	165.6	140.1	595.8	640.4	700.3
말레이시아	51.4	67.8	63.3	56.2	61.2	70.4	65.8	62.6	238.7	260.0	288.5
기타	3.5	9.4	4.2	11.6	6.7	12.1	7.1	11.3	28.7	37.2	49.7
세전이익	195.2	207.5	243.9	165.0	230.3	233.5	227.9	202.9	811.7	894.6	1,006.4
지배주주순이익	138.9	155.6	176.0	147.3	178.0	180.5	176.1	156.9	617.7	691.5	789.4
영업이익률(%)	18.0	19.3	19.4	14.2	18.5	18.1	17.9	15.5	17.7	17.5	17.6
국내	19.4	17.8	17.2	14.4	18.8	17.0	17.5	14.7	17.2	17.0	17.1
말레이시아	15.6	19.1	18.0	15.1	15.5	18.0	17.0	15.5	16.9	16.5	16.3
세전이익률(%)	16.6	16.5	19.4	12.9	17.4	17.0	16.8	14.4	16.4	16.4	16.7
순이익률(%)	11.8	12.4	14.0	11.5	13.4	13.2	13.0	11.1	12.4	12.7	13.1
매출(% YoY)	17.3	16.3	14.0	13.3	12.9	9.0	8.4	10.4	15.2	10.1	10.2
국내	14.1	13.5	7.4	10.0	10.0	8.7	8.4	7.4	11.2	8.6	8.7
말레이시아	22.0	23.9	20.0	20.9	20.0	10.0	10.0	8.0	21.7	11.8	12.3
기타	38.3	24.6	44.4	20.2	14.7	17.5	15.9	15.2	30.5	15.8	14.6
영업이익(% YoY)	9.0	14.9	17.4	-1.0	16.1	2.4	-0.1	20.0	10.5	8.6	10.8
국내	12.9	11.6	-9.7	0.3	6.5	4.0	10.3	9.7	2.4	7.5	9.3
말레이시아	10.1	44.3	42.9	6.8	19.0	3.8	4.0	11.4	25.2	8.9	11.0
세전이익(% YoY)	9.0	0.0	5.6	-0.8	18.0	12.5	-6.6	23.0	3.5	10.2	12.5
지배주주순이익(% YoY)	8.8	0.9	-2.0	41.4	28.2	16.0	0.1	6.5	9.2	11.9	14.2

자료: 코웨이, 메리츠증권 리서치센터

표22 제닉 분기 실적 전망

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
매출	17.8	24.7	23.6	12.2	24.5	25.9	26.2	24.7	78.2	101.2	126.3
OEM/ODM	15.2	21.0	18.4	9.3	21.0	22.0	22.0	20.0	63.9	85.0	107.5
브랜드	0.6	1.8	3.2	0.9	1.5	1.7	1.8	2.0	6.4	7.0	7.7
수출	2.0	2.0	1.9	2.0	2.0	2.2	2.4	2.7	7.9	9.3	11.1
영업이익	3.8	5.5	5.7	0.1	5.4	5.8	5.8	4.8	15.0	21.8	28.0
세전이익	3.7	5.4	5.7	0.1	5.3	5.7	5.8	4.9	14.8	21.7	27.9
지배주주순이익	3.5	4.0	5.3	6.2	4.5	4.9	4.9	4.1	19.0	18.4	23.2
영업이익률(%)	21.1	22.2	24.0	1.1	22.0	22.5	22.0	19.4	19.2	21.5	22.2
세전이익률(%)	20.5	21.8	24.1	0.7	21.6	22.1	22.1	19.7	18.9	21.4	22.1
순이익률(%)	19.7	16.2	22.4	50.9	18.3	18.8	18.8	16.8	24.3	18.2	18.4
매출(% YoY)	180.3	174.8	55.7	-37.4	37.4	4.9	11.4	102.8	56.7	29.5	24.7
OEM/ODM	228.7	198.3	41.1	-46.8	38.0	4.9	19.4	116.0	52.8	33.0	26.4
브랜드	2.0	336.4	541.3	54.3	164.1	-5.7	-43.3	121.8	232.9	8.5	10.0
수출	72.4	25.4	22.7	37.2	-1.6	12.6	25.6	33.1	36.1	17.3	20.0
영업이익(% YoY)	흑전	513.5	171.6	-96.4	43.4	6.5	2.2	3584.2	149.2	45.1	28.8
세전이익(% YoY)	흑전	579.7	200.5	-97.5	44.3	6.5	2.2	5306.0	160.6	46.4	28.9
지배주주순이익(% YoY)	흑전	406.3	179.4	12.3	27.5	21.5	-6.6	-33.2	151.2	-3.0	25.9

자료: 제닉, 메리츠증권 리서치센터

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
매출	72.2	75.7	65.7	74.0	80.1	79.4	75.8	91.7	287.5	326.8	361.3
국내	51.6	52.0	46.4	57.0	58.4	59.8	53.4	71.5	206.9	243.1	271.1
내수	24.4	26.2	24.4	30.8	28.8	30.1	28.1	34.7	105.8	121.7	135.1
수출	27.2	25.8	22.0	26.2	29.6	29.7	25.3	36.8	101.2	121.4	136.0
호주	10.7	13.2	14.9	14.6	14.4	14.4	16.3	15.8	53.4	60.9	67.0
미국	5.6	8.5	4.0	3.9	4.2	4.7	4.8	5.1	22.0	18.7	19.7
중국	6.9	4.2	4.9	4.0	7.2	4.6	5.4	4.1	19.9	21.3	22.6
연결조정	2.6	2.3	4.5	5.5	4.2	4.2	4.0	4.8	14.8	17.2	19.0
연결조정 %	2%	2%	4%	4%	5%	5%	5%	5%	3%	5%	5%
영업이익	0.9	2.5	-1.2	1.8	4.1	4.7	4.8	8.6	4.0	22.2	29.8
국내	5.5	4.5	2.1	4.6	5.6	5.7	5.3	7.7	16.7	24.3	29.8
호주	-1.9	-1.4	-1.2	-1.0	-0.7	-0.7	-0.8	-0.8	-5.5	-3.0	-1.3
미국	-3.6	-1.0	-2.0	-1.2	-1.1	-0.5	0.0	1.4	-7.8	-0.1	0.2
중국	0.5	0.3	0.2	0.1	0.4	0.2	0.3	0.2	1.0	1.1	1.1
세전이익	-1.3	-1.7	-7.7	-3.2	1.2	2.4	3.0	5.8	-13.8	12.4	21.7
지배주주순이익	-2.3	-1.2	-9.1	-2.4	1.1	2.2	2.9	5.2	-15.0	11.4	16.3
영업이익률(%)	1.2	3.3	-1.8	2.4	5.2	6.0	6.3	9.4	1.4	6.8	8.2
국내	10.7	8.7	4.6	8.0	9.5	9.5	10.0	10.8	8.1	10.0	11.0
호주	-18.2	-10.7	-8.0	-6.7	-5.0	-5.0	-5.0	-5.0	-10.4	-5.0	-2.0
미국	-64.2	-11.4	-50.1	-31.5	-25.0	-10.0	0.1	28.1	-35.4	-0.5	1.0
중국	6.7	5.9	3.4	3.3	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0
세전이익률(%)	-1.8	-2.2	-11.6	-4.3	1.5	3.0	4.0	6.4	-4.8	3.8	6.0
순이익률(%)	-3.2	-1.6	-13.9	-3.3	1.4	2.8	3.8	5.7	-5.2	3.5	4.5
매출(% YoY)	1.7	-6.5	-23.5	-7.8	10.9	4.9	15.4	23.9	-9.6	13.7	10.5
국내	20.1	0.1	-17.0	-2.2	13.2	15.0	15.1	25.5	-1.0	17.5	11.5
내수	11.4	4.8	-0.8	28.9	18.0	15.0	15.0	12.6	10.9	15.0	11.0
수출	28.9	-4.1	-29.5	-23.8	9.0	15.0	15.0	40.5	-10.9	20.0	12.0
호주	-45.6	-37.8	-30.7	-15.3	35.0	9.0	9.0	8.3	-32.9	14.0	10.0
미국	15.5	58.8	-41.6	-13.8	-25.0	-45.0	20.0	28.6	2.0	-15.0	5.0
중국	-12.1	-22.8	-11.3	-6.0	5.0	10.0	10.0	3.6	-13.3	7.0	6.0
영업이익(% YoY)	50.0	-24.3	적전	-48.2	375.7	87.5	흑전	384.7	-59.6	456.0	34.0
국내	29.0	-33.4	-67.8	-39.4	0.7	25.4	152.6	69.6	-33.5	45.4	22.6
호주	적지	적지	적전	적전	적지	적지	적지	적지	적전	적지	적지
미국	적지	적지	적지	적지	적지	적지	흑전	흑전	적지	적지	흑전
중국	20.3	-19.2	-44.2	-37.3	-21.5	-7.4	62.7	56.5	-16.0	6.0	6.0
세전이익(% YoY)	적지	적전	적지	적전	흑전	흑전	흑전	흑전	적전	흑전	74.3
지배주주순이익(% YoY)	적지	적지	적지	적전	흑전	흑전	흑전	흑전	적지	흑전	42.1

자료: 코스맥스엔비티, 메리츠증권 리서치센터

표24 주요 화장품 업체별 1분기 실적 및 컨센서스 비교

(십억원)	항목	1Q25	1Q26E	% YoY	2025	2026E	% YoY	컨센서스	
								1Q26	2026
아모레퍼시픽 (090430)	매출	1,067.5	1,121.4	5.1	4,252.8	4,546.7	6.9	1,127.1	4,547.2
	영업이익	117.7	121.0	2.8	335.8	480.9	43.2	124.5	451.2
	순이익	110.8	86.7	-21.8	235.7	344.6	46.2	99.2	351.2
	OPM(%)	11.0	10.8	-	7.9	10.6	-	11.0	9.9
LG생활건강 (051900)	매출	1,697.9	1,619.4	-4.6	6,355.5	6,376.1	0.3	1,590.3	6,356.9
	영업이익	142.4	48.9	-65.6	170.7	297.3	74.2	51.2	280.3
	순이익	98.2	8.9	-90.9	-100.1	111.9	흑전	31.4	131.5
	OPM(%)	8.4	3.0	-	2.7	4.7	-	3.2	4.4
코스맥스 (192820)	매출	588.6	660.0	12.1	2,398.8	2,728.2	13.7	661.8	2,709.8
	영업이익	51.3	56.6	10.2	195.8	239.0	22.1	54.9	231.3
	순이익	8.1	38.1	369.1	122.5	162.2	32.4	27.5	141.7
	OPM(%)	8.7	8.6	-	8.2	8.8	-	8.3	8.5
한국콜마 (161890)	매출	653.1	705.9	8.1	2,722.4	2,957.3	8.6	712.7	2,961.3
	영업이익	59.9	64.1	7.0	239.6	280.2	17.0	66.0	281.5
	순이익	13.2	35.1	165.2	125.1	154.5	23.5	32.8	146.6
	OPM(%)	9.2	9.1	-	8.8	9.5	-	9.3	9.5
펄텍코리아 (251970)	매출	91.7	92.4	0.7	372.0	412.7	10.9	95.3	422.1
	영업이익	13.4	12.2	-9.3	56.5	65.0	15.0	13.3	65.8
	순이익	10.5	8.1	-22.7	34.4	42.8	24.3	9.2	44.2
	OPM(%)	14.6	13.2	-	15.2	15.8	-	14.0	15.6
실리콘투 (257720)	매출	245.7	340.4	38.5	1,119.6	1,470.7	31.4	329.6	1,478.4
	영업이익	47.7	64.7	35.5	205.5	260.3	26.7	62.8	273.2
	순이익	38.8	55.8	43.9	177.2	224.5	26.7	51.4	220.3
	OPM(%)	19.4	19.0	-	18.4	17.7	-	19.1	18.5
브이티 (018290)	매출	100.5	110.7	10.2	437.2	479.7	15.2	106.7	472.4
	영업이익	29.0	13.5	-53.6	82.9	69.2	-16.5	15.9	67.0
	순이익	22.3	8.9	-59.9	60.9	47.0	-22.8	11.8	50.6
	OPM(%)	28.9	12.2	-	19.0	14.4	-	14.9	14.2
아이패밀리에스씨 (114840)	매출	54.4	51.1	-6.1	224.1	249.3	11.3	62.2	260.7
	영업이익	7.2	5.1	-29.3	27.1	29.6	9.0	8.5	37.2
	순이익	6.0	4.2	-29.8	21.8	24.4	11.9	7.2	31.1
	OPM(%)	13.1	9.9	-	12.1	11.9	-	13.7	14.3
코스메카코리아 (241710)	매출	118.4	161.1	36.1	640.6	720.9	12.5	169.9	749.1
	영업이익	12.3	18.4	49.4	83.4	94.4	13.2	20.6	103.7
	순이익	7.6	11.4	50.3	45.1	59.9	32.8	13.3	65.5
	OPM(%)	10.4	11.4	-	13.0	13.1	-	12.1	13.8
씨앤씨인터내셔널 (352480)	매출	66.0	68.3	3.5	288.5	316.9	9.9	71.5	312.1
	영업이익	5.6	4.8	-13.9	22.3	28.5	27.7	4.9	28.1
	순이익	4.1	4.2	2.9	14.2	24.0	69.0	3.7	20.4
	OPM(%)	8.4	7.0	-	7.7	9.0	-	6.9	9.0
에이피알 (278470)	매출	266.0	592.3	122.7	1,527.3	2,440.0	59.8	567.3	2,542.0
	영업이익	54.6	143.9	163.8	365.4	592.9	62.3	138.4	632.5
	순이익	49.9	110.2	120.7	290.4	453.8	56.3	111.1	501.2
	OPM(%)	20.5	24.3	-	23.9	24.3	-	24.4	24.9
달바글로벌 (483650)	매출	113.8	163.0	43.3	519.8	701.2	34.9	165.2	726.9
	영업이익	30.1	35.9	19.3	101.1	140.2	38.7	38.5	151.3
	순이익	24.8	28.2	13.7	79.0	110.2	39.4	29.7	119.3
	OPM(%)	26.4	22.0	-	19.4	20.0	-	23.3	20.8
클리오 (237880)	매출	82.3	80.2	-2.6	328.9	336.5	2.3	85.9	346.8
	영업이익	1.1	4.0	248.8	16.4	23.3	41.5	4.5	21.1
	순이익	2.7	3.8	40.4	13.6	21.4	57.9	4.0	18.6
	OPM(%)	1.4	5.0	-	5.0	6.9	-	5.2	6.1
네오팜 (092730)	매출	31.6	35.1	10.9	132.2	149.7	13.3	36.4	153.3
	영업이익	7.8	8.0	2.7	28.8	31.9	10.8	8.0	32.8
	순이익	7.1	7.0	-1.5	27.9	28.1	0.6	6.8	30.8
	OPM(%)	24.6	22.8	-	21.8	21.3	-	22.0	21.4
애경산업 (018250)	매출	151.1	158.1	4.7	654.5	680.3	3.9	152.1	679.4
	영업이익	6.0	6.0	-0.1	21.1	18.3	-13.4	6.1	21.4
	순이익	5.1	5.2	2.3	18.1	16.5	-8.8	5.0	17.9
	OPM(%)	4.0	3.8	-	3.2	2.7	-	4.0	3.1
동국제약 (086450)	매출	223.7	250.0	11.8	926.9	1,024.7	10.6	251.1	1,037.9
	영업이익	25.3	28.8	13.9	96.6	113.2	17.2	28.7	110.3
	순이익	16.5	20.1	22.2	66.0	78.9	19.5	20.1	80.8
	OPM(%)	11.3	11.5	-	10.4	11.0	-	11.4	10.6

자료: 각 사, 에프앤가이드 QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

(원)	현재주가	변경 전 적정주가	(% diff)	변경 후 적정주가	(% diff)	변경사유	적정주가 변동폭
동국제약	25,500	27,000	6%	31,000	22%	실적 추정치 및 적정 밸류에이션 상향 조정	14.8%
에이피알	414,500	450,000	9%	500,000	21%	실적 추정치 및 적정 밸류에이션 상향 조정	11.1%
한국콜마	87,000	90,000	3%	104,000	20%	실적 추정치 및 적정 밸류에이션 상향 조정	15.6%
실리콘투	47,150	57,000	21%	60,000	27%	실적 추정치 상향 조정	5.3%
코스맥스	210,500	230,000	9%	270,000	28%	적정 밸류에이션 상향 조정	17.4%
코스메카코리아	85,300	94,000	10%	104,000	22%	적정 밸류에이션 상향 조정	10.6%
달바글로벌	200,500	200,000	0%	236,000	18%	적정 밸류에이션 상향 조정	18.0%
아모레퍼시픽	130,700	173,000	32%	173,000	32%	적정주가 변동 없음	0.0%
네오팜	18,920	25,000	32%	25,000	32%	적정주가 변동 없음	0.0%
클리오	12,470	15,000	20%	15,000	20%	적정주가 변동 없음	0.0%
LG생활건강	251,500	265,000	5%	265,000	5%	적정주가 변동 없음	0.0%
아이패밀리에스씨	11,260	19,000	69%	15,500	38%	적정 밸류에이션 및 실적 추정치 하향 조정	-18.4%
팜텍코리아	43,800	65,000	48%	55,000	26%	실적 추정치 및 적정 밸류에이션 하향 조정	-15.4%
브이티	15,820	21,000	33%	19,000	20%	적정 밸류에이션 하향 조정	-9.5%

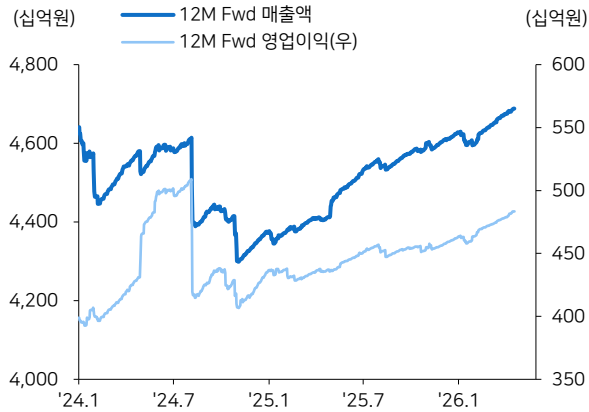
자료: 메리츠증권 리서치센터

(십억원)	투자의견	적정주가(원)	연도	매출액	영업이익	순이익	EPS(원)	P/E(배)	P/B(배)	EV/EBITDA(배)	ROE(%)
아모레퍼시픽 (090430)	Buy	173,000	2026E	4,546.7	480.9	344.6	5,892	22.2	1.6	9.6	6.1
			2027E	4,990.6	577.9	420.1	7,183	18.2	1.5	8.0	7.0
LG생활건강 (051900)	Hold	265,000	2026E	6,376.1	297.3	120.4	7,708	32.6	0.8	5.6	2.2
			2027E	6,585.8	425.0	258.5	16,553	15.2	0.8	4.0	4.5
코스맥스 (192820)	Buy	270,000	2026E	2,728.2	239.0	170.7	15,042	14.0	3.3	8.9	26.7
			2027E	3,074.8	280.7	206.6	18,202	11.6	2.6	7.7	25.3
한국콜마 (161890)	Buy	104,000	2026E	2,957.3	280.2	154.5	6,546	13.3	1.9	10.1	15.7
			2027E	3,200.3	317.0	185.3	7,848	11.1	1.7	8.8	16.1
팜텍코리아 (251970)	Buy	55,000	2026E	412.7	65.0	42.7	3,444	12.7	1.6	5.5	13.5
			2027E	477.5	76.4	50.2	4,047	10.8	1.4	4.3	13.9
코스메카코리아 (241710)	Buy	104,000	2026E	720.9	94.6	62.0	5,801	14.7	3.0	8.2	22.1
			2027E	821.5	110.6	73.3	6,861	12.4	2.4	6.9	21.5
실리콘투 (257720)	Buy	60,000	2026E	1,470.7	260.3	224.5	3,689	12.8	4.2	10.5	39.4
			2027E	1,796.1	332.3	281.4	4,622	10.2	3.0	7.8	34.2
에이피알 (278470)	Buy	500,000	2026E	2,440.0	592.9	453.8	12,186	34.0	17.2	24.5	67.5
			2027E	3,041.9	745.3	572.1	15,361	27.0	10.5	19.0	48.2
달바글로벌 (483650)	Buy	236,000	2026E	701.2	140.2	110.2	9,110	22.0	7.9	16.2	43.4
			2027E	851.5	178.8	141.1	11,663	17.2	5.4	12.0	37.2
브이티 (018290)	Buy	19,000	2026E	479.7	69.2	47.0	1,313	12.1	2.0	6.4	17.7
			2027E	540.2	89.9	65.1	1,820	8.7	1.6	4.5	20.2
네오팜 (092730)	Buy	25,000	2026E	149.7	31.9	27.1	1,693	11.2	1.4	3.6	13.0
			2027E	166.0	35.7	30.2	1,882	10.1	1.2	2.6	12.7
아이패밀리에스씨 (114840)	Buy	15,500	2026E	249.3	29.6	24.4	1,410	8.0	1.6	4.6	21.3
			2027E	273.7	35.1	28.9	1,666	6.8	1.3	3.4	20.9
클리오 (237880)	Buy	15,000	2026E	336.5	23.3	21.7	1,198	10.4	0.8	1.8	8.5
			2027E	354.8	25.4	23.2	1,282	9.7	0.8	0.9	8.4
동국제약 (086450)	Buy	31,000	2026E	1,024.7	113.2	78.8	1,743	14.6	1.6	7.7	11.3
			2027E	1,128.9	129.5	91.6	2,025	12.6	1.4	6.6	11.8

자료: 메리츠증권 리서치센터

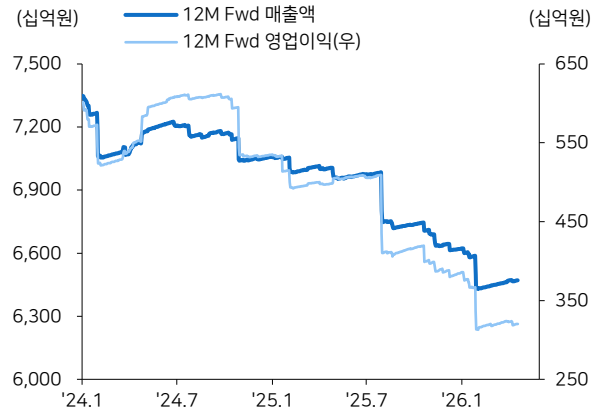
Part 6. 부록

그림32 아모레퍼시픽 12M Fwd 컨센서스 추이



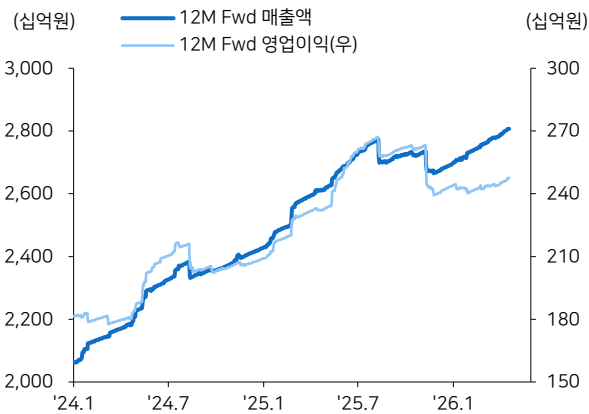
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림33 LG생활건강 12M Fwd 컨센서스 추이



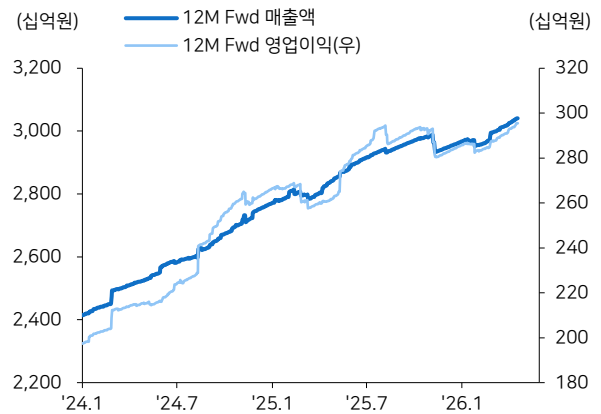
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림34 코스맥스 12M Fwd 컨센서스 추이



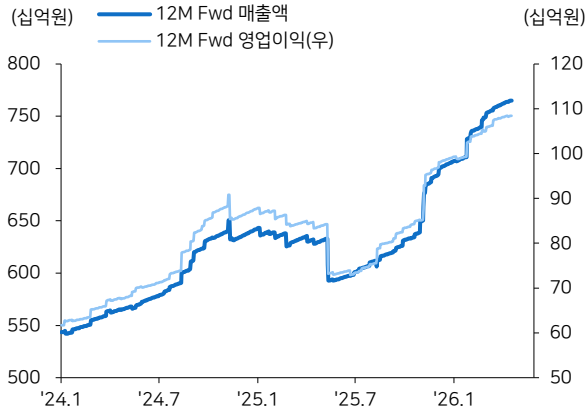
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림35 한국콜마 12M Fwd 컨센서스 추이



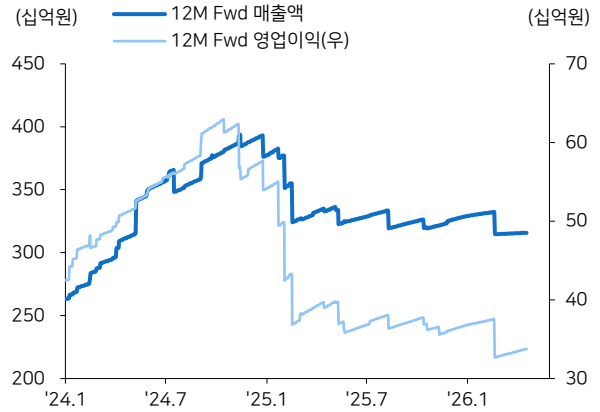
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림36 코스메카코리아 12M Fwd 컨센서스 추이



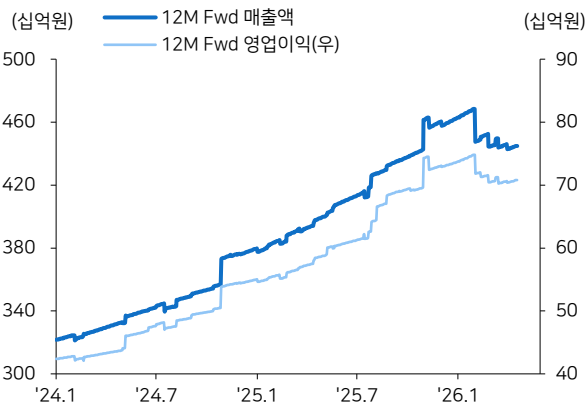
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림37 씨앤씨인터내셔널 12M Fwd 컨센서스 추이



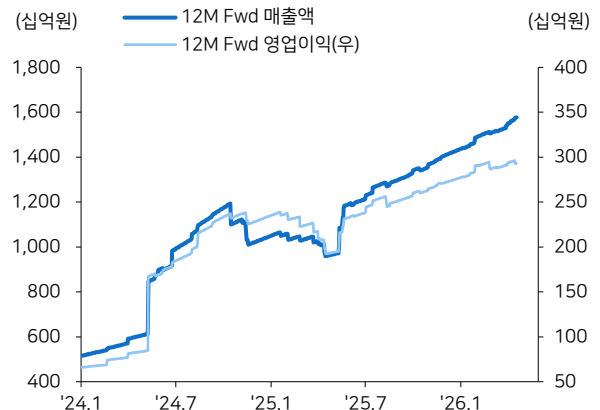
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림38 펄텍코리아 12M Fwd 컨센서스 추이



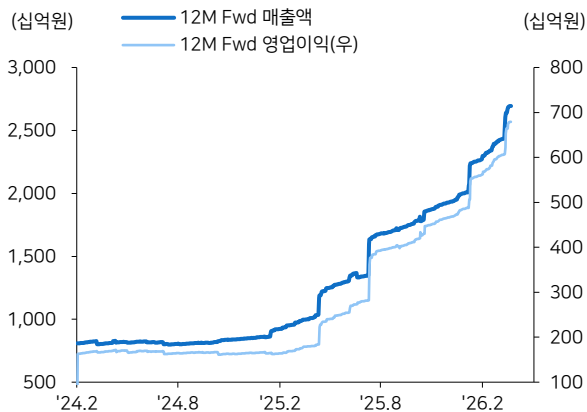
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림39 실리콘투 12M Fwd 컨센서스 추이



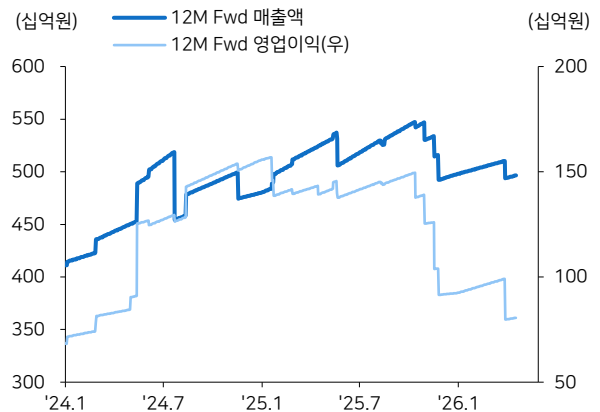
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림40 에이피알 12M Fwd 컨센서스 추이



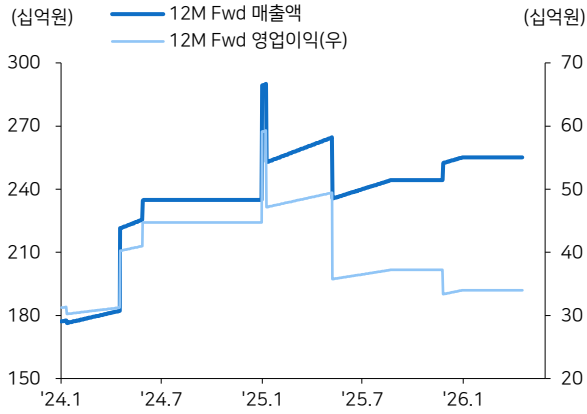
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림41 브이티 12M Fwd 컨센서스 추이



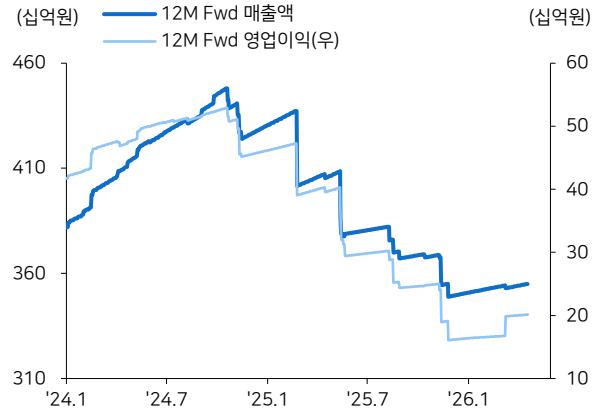
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림42 아이패밀리에스씨 12M Fwd 컨센서스 추이



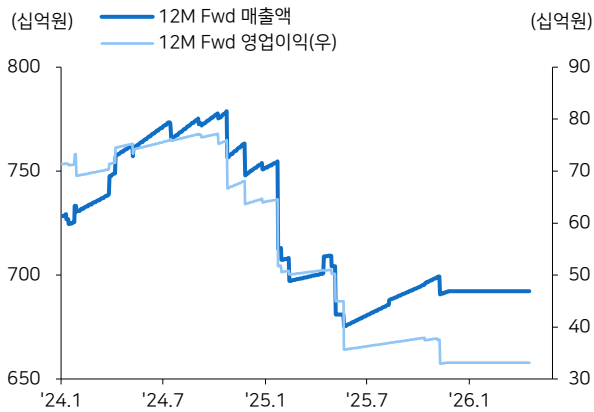
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림43 클리오 12M Fwd 컨센서스 추이



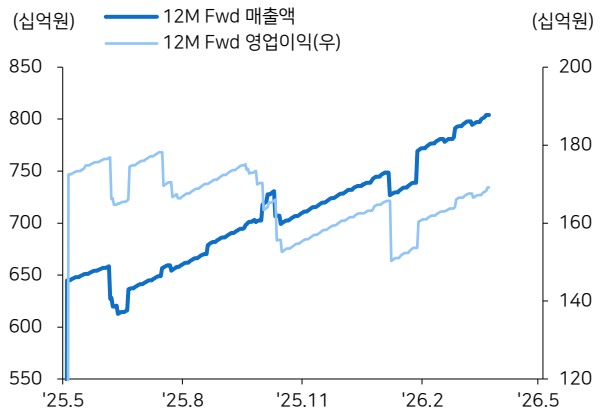
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림44 애경산업 12M Fwd 컨센서스 추이



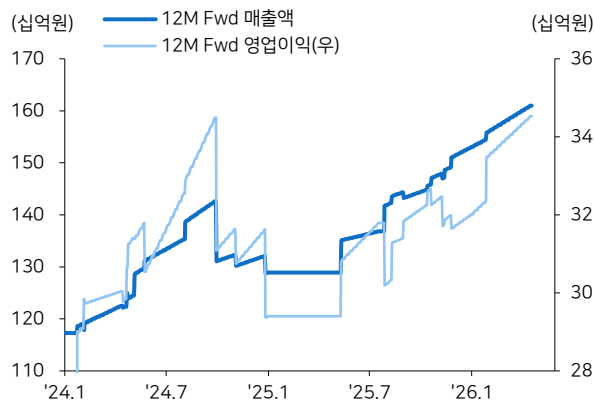
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림45 달바글로벌 12M Fwd 컨센서스 추이



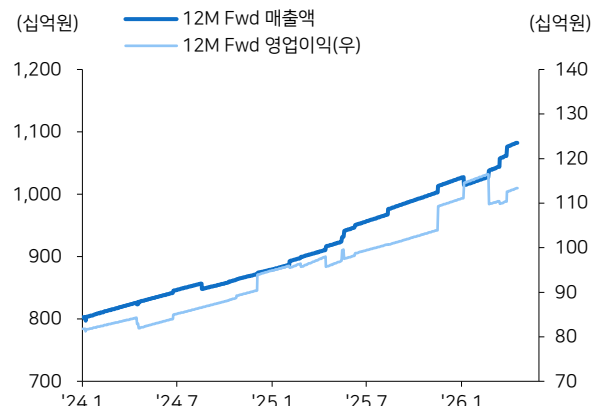
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림46 네오팜 12M Fwd 컨센서스 추이



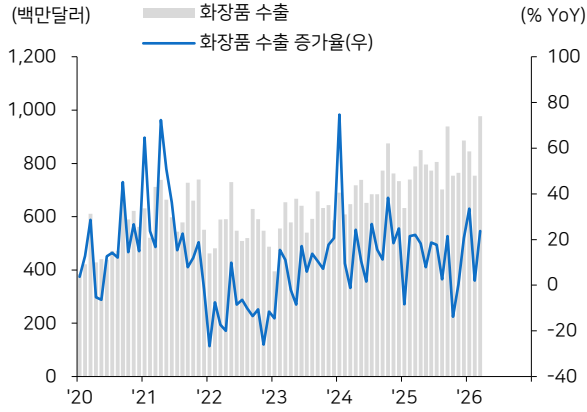
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림47 동국제약 12M Fwd 컨센서스 추이



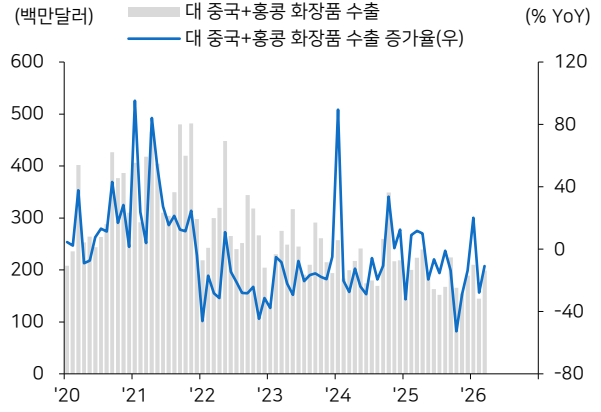
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림48 한국의 화장품 수출



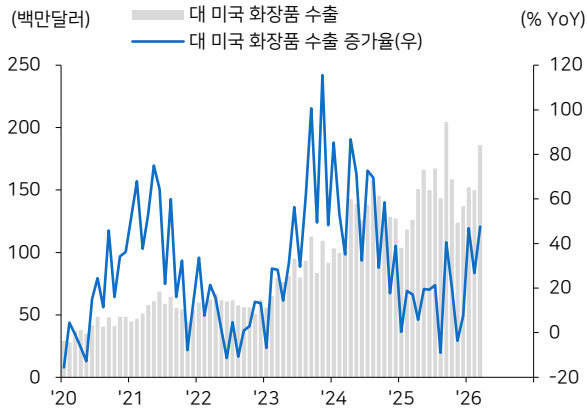
자료: 관세청, 메리츠증권 리서치센터

그림49 대 중국+홍콩 화장품 수출



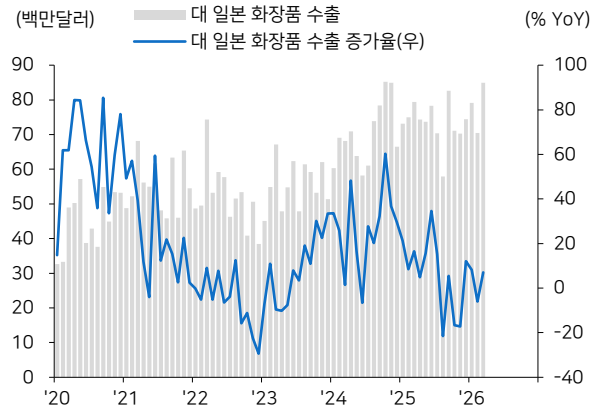
자료: 관세청, 메리츠증권 리서치센터

그림50 대 미국 화장품 수출



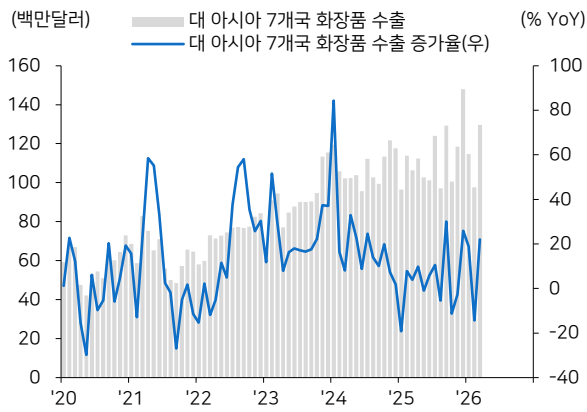
자료: 관세청, 메리츠증권 리서치센터

그림51 대 일본 화장품 수출



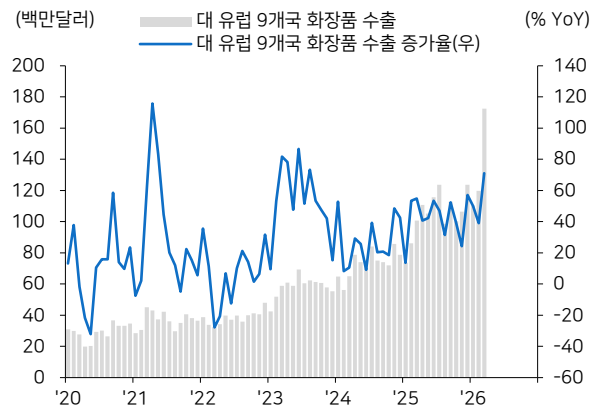
자료: 관세청, 메리츠증권 리서치센터

그림52 대 아시아 7개국 화장품 수출



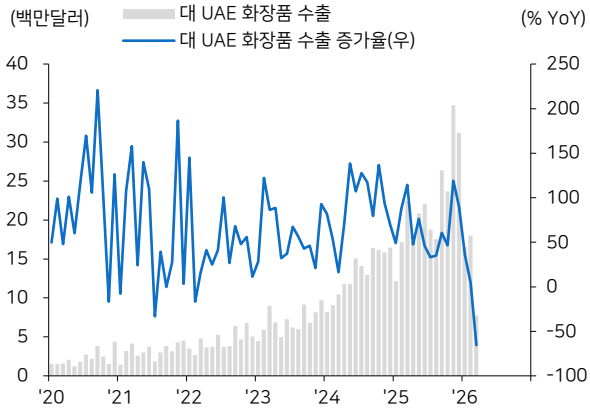
자료: 관세청, 메리츠증권 리서치센터

그림53 대 유럽 9개국 화장품 수출



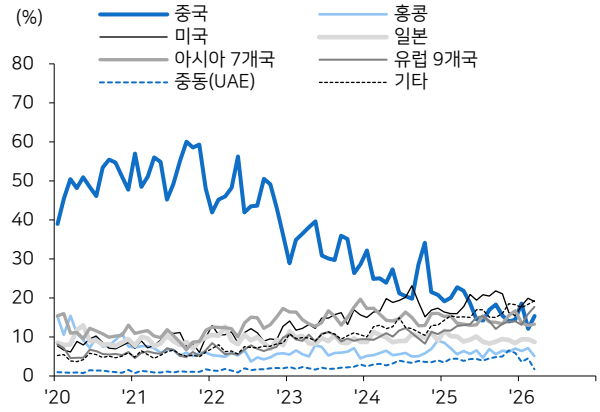
자료: 관세청, 메리츠증권 리서치센터

그림54 대 중동(UAE) 화장품 수출



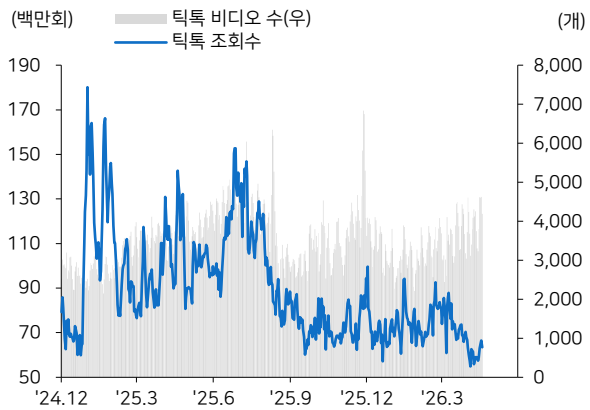
자료: 관세청, 메리츠증권 리서치센터

그림55 한국 화장품 수출 국가별 비중



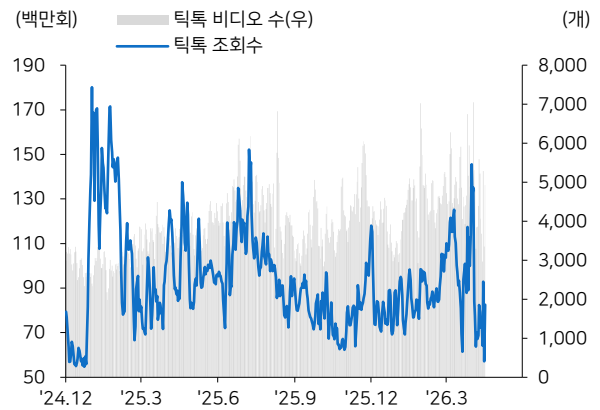
자료: 관세청, 메리츠증권 리서치센터

그림56 #kbeauty 틱톡 트렌드



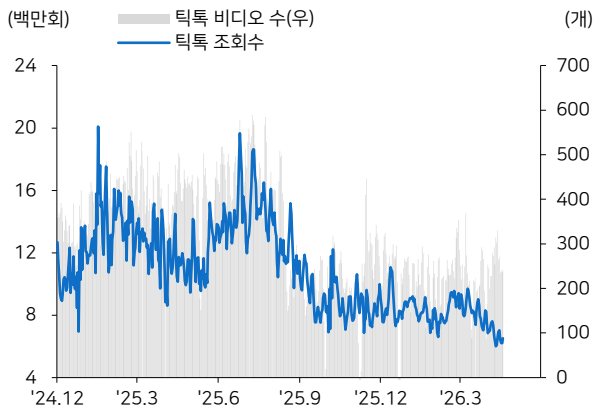
자료: exolyt, 메리츠증권 리서치센터

그림57 #koreanskincare 틱톡 트렌드



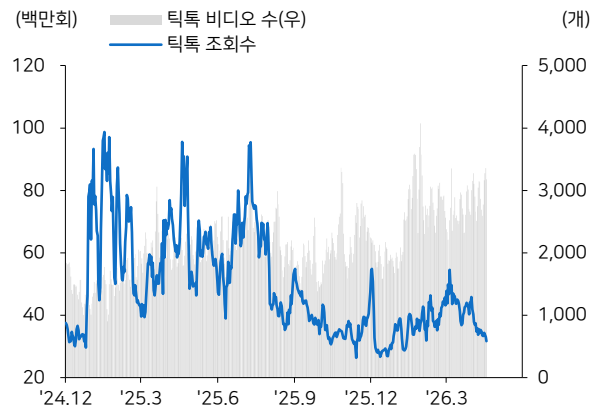
자료: exolyt, 메리츠증권 리서치센터

그림58 #koreanmakeup 틱톡 트렌드



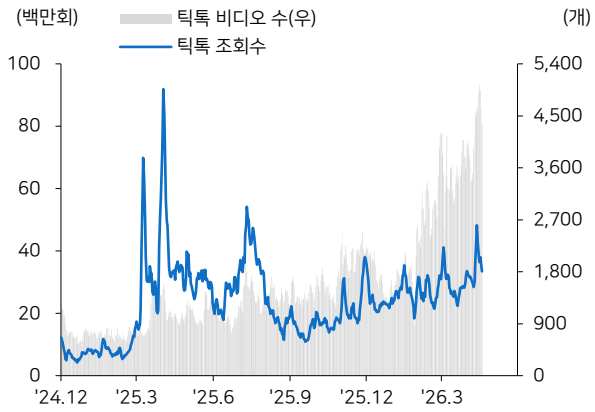
자료: exolyt, 메리츠증권 리서치센터

그림59 #glassskin 틱톡 트렌드



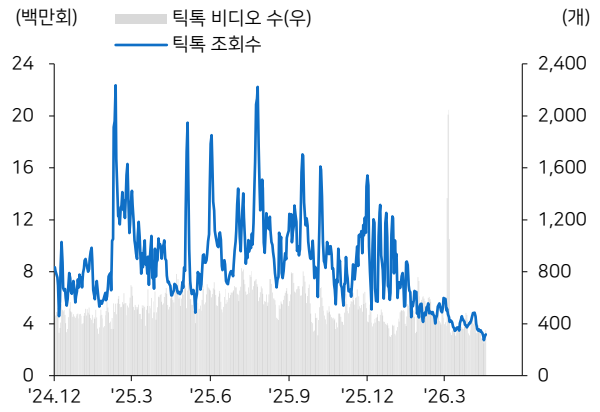
자료: exolyt, 메리츠증권 리서치센터

그림60 #medicube 틱톡 트렌드



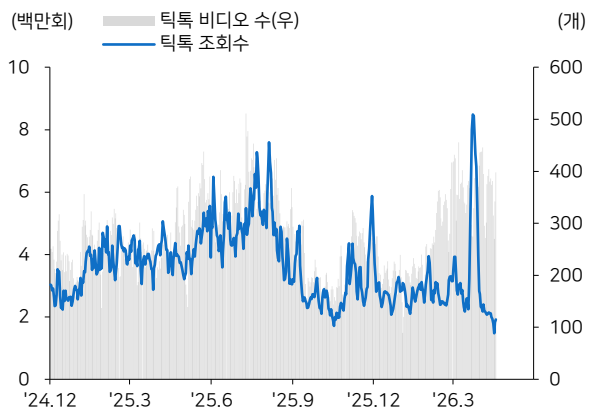
자료: exolyt, 메리츠증권 리서치센터

그림61 #anua 틱톡 트렌드



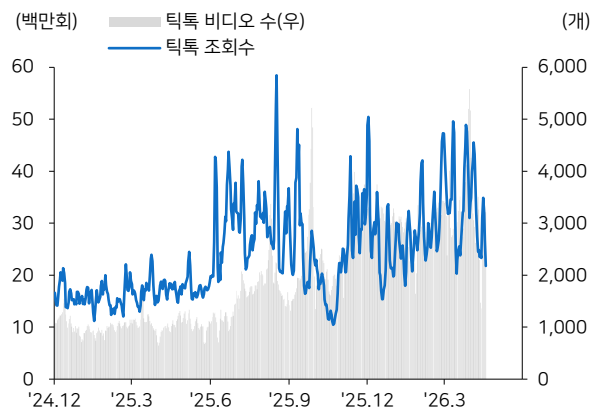
자료: exolyt, 메리츠증권 리서치센터

그림62 #beautyofjoseon 틱톡 트렌드



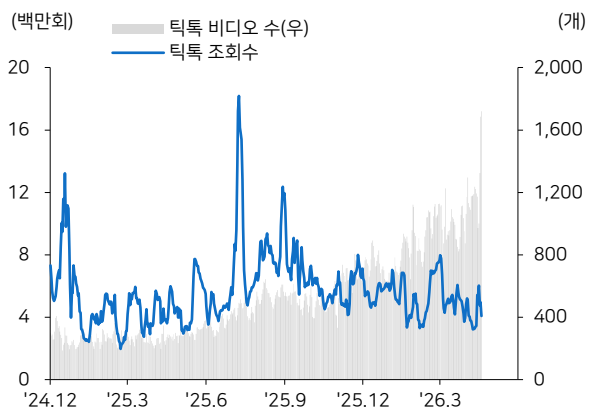
자료: exolyt, 메리츠증권 리서치센터

그림63 #skin1004 틱톡 트렌드



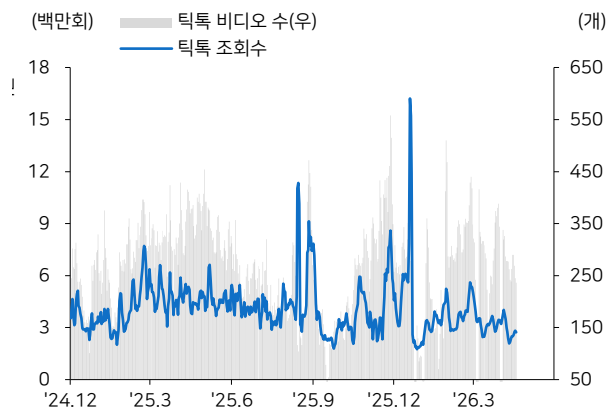
자료: exolyt, 메리츠증권 리서치센터

그림64 #cosrx 틱톡 트렌드



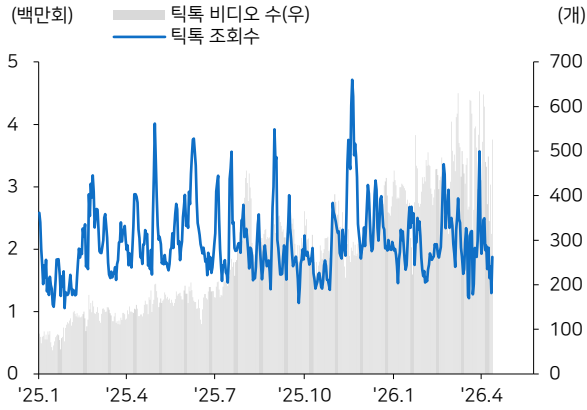
자료: exolyt, 메리츠증권 리서치센터

그림65 #laneige 틱톡 트렌드



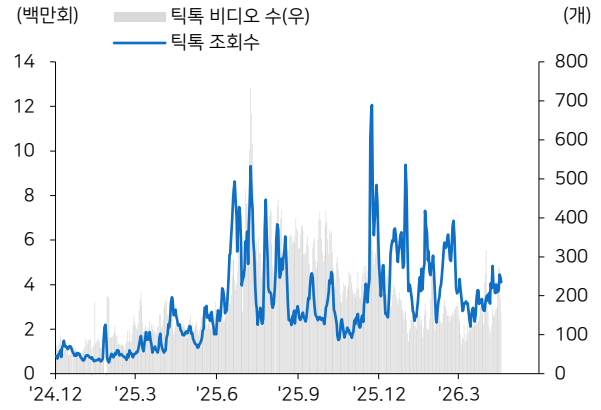
자료: exolyt, 메리츠증권 리서치센터

그림66 #dalba 틱톡 트렌드



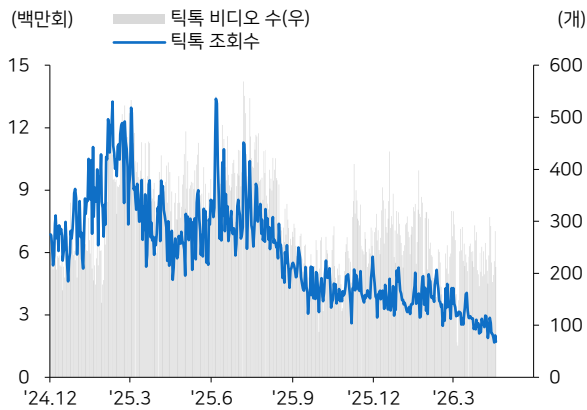
자료: exolyt, 메리츠증권 리서치센터

그림67 #vtcosmetics 틱톡 트렌드



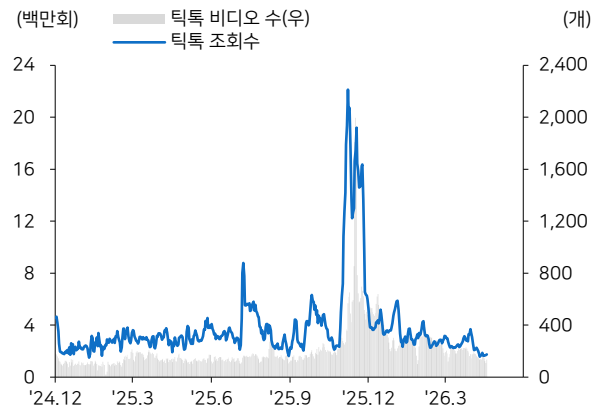
자료: exolyt, 메리츠증권 리서치센터

그림68 #romand 틱톡 트렌드



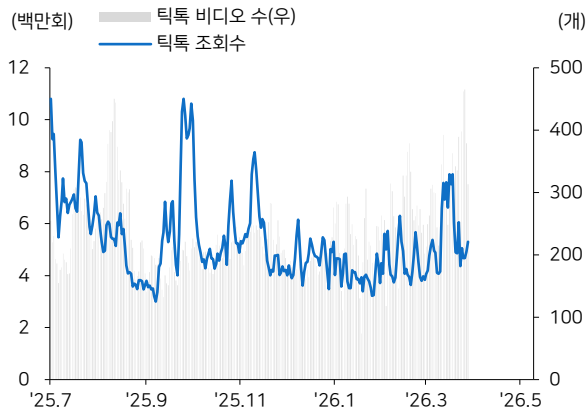
자료: exolyt, 메리츠증권 리서치센터

그림69 #tirtir 틱톡 트렌드



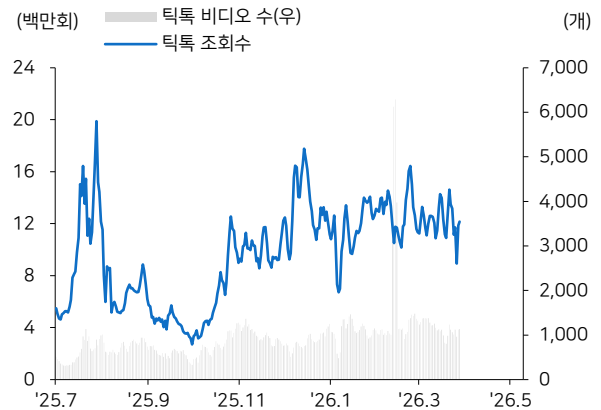
자료: exolyt, 메리츠증권 리서치센터

그림70 #dralthea 틱톡 트렌드



자료: exolyt, 메리츠증권 리서치센터

그림71 #drmelaxin 틱톡 트렌드



자료: exolyt, 메리츠증권 리서치센터



기업분석

종목	투자판단	적정주가
에이피알 (278470)	Buy	500,000원
실리콘투 (257720)	Buy	60,000원
한국콜마 (161890)	Buy	104,000원

생활소비재

Analyst 박중대
jdpark@meritz.co.kr

RA 김건우
gunwoo.kim@meritz.co.kr

에이피알 (278470)

거침없는 유럽 진출, 압도적인 성과

1분기 영업이익 1,493억원(YoY 164%) 예상

1분기 연결 매출과 영업이익은 각각 전년 동기대비 123%, 164% 증가한 5,923억원과 1,439억원 수준이 가능할 전망이다. 화장품 사업 부문 매출이 YoY 178% 성장하면서 실적 개선을 견인할 전망이다. 미국 매출은 4분기와 유사한 2,550억원 규모로 예상되는데, 전년도 4분기가 대규모 행사의 성수기였다는 점을 감안하면 상당히 좋은 실적이다. 이번 1분기 실적의 서프라이즈는 유럽이 될 것 같다. 영국에서만 300억원 매출이 기대된다. 비용 측면에서 보면, 항공 운송 비중 상승은 부담이지만, 매출 증가로 인한 영업레버리지 효과, 4분기 대비 마케팅비 비중 감소로 QoQ 소폭 영업이익률은 상승할 것으로 추정한다.

Meritz Research 2026. 4. 21

Buy	(20거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)
적정주가 (12개월)	500,000 원
현재주가 (4.20)	414,500 원
상승여력	20.6%

미국/유럽 새로운 단계로 진입

2026년 미국에서는 오프라인 채널 확대 효과를 주목해야 한다. 얼타뷰티 독점 유통 계약이 4월초로 끝나면서 2분기 이후 월마트/타겟/코스트코 등 추가적인 메이저 리테일러 입점 효과를 기대할 수 있게 되었다. 향후 QoQ 성장세가 가파를 것으로 본다. 유럽은 프랑스/이태리/스페인/독일까지 각국 주요 온라인 판매 세팅을 완료했다. 영국과 네덜란드에 물류센터를 두고 공급 중이다. 일본도 오프라인 점포 3,000개 입점 효과가 커지고 있다. 이외 아시아/중동/오세아니아/중남미 지역 매출이 1분기 약 350억원 내외 발생하면서 사업 권역 확대가 이뤄지고 있다.

적정주가 45 → 50만원으로 상향 조정

실적 추정치 및 적정 밸류에이션 상향 조정에 따라 적정 주가를 50만원으로 올리고, 투자 의견 '매수'를 유지한다. 적정주가 50만원은 12MF PER 38배이다. 2분기 제로공공페드는 월 300만개 생산 중인 것으로 파악되고 있으며, 월 400만개로 증산을 논의 중이다. i) 압도적인 글로벌 마케팅 역량으로, ii) 2026년 지역(유럽) 및 오프라인 채널 확장(미국) 효과가 본격화되고 있다. 특히, iii) 유연한 카테고리/지역/채널 확장 전략으로 한국 화장품 ODM 인프라와 글로벌 유통 역량을 극대화시키는 사업구조는 에이피알을 K뷰티 글로벌 확장의 선두에 서게 만드는 밸류에이션 프리미엄 요인이다. 현재 주가는 12MF PER 31.5배로 지속적인 비중 확대 전략이 유효하다.

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
매출	266.0	327.7	385.9	547.6	592.3	593.3	595.6	658.7	1,527.3	2,440.0	3,041.9
뷰티 디바이스	90.9	90.0	103.1	122.9	133.6	139.2	146.4	157.4	407.0	576.6	634.3
화장품	165.0	227.1	272.3	412.8	458.7	454.1	449.3	501.3	1,077.1	1,863.4	2,407.5
지역별											
국내	76.8	73.2	76.0	73.1	72.9	69.5	72.2	69.4	299.1	284.1	272.7
미국	70.9	96.2	150.5	255.1	255.2	240.5	255.9	307.9	572.7	1,059.4	1,329.6
일본	29.3	43.9	46.6	69.0	58.6	68.1	65.2	72.4	188.8	264.3	317.1
중화권	28.4	34.7	27.4	31.8	32.7	39.9	31.5	39.0	122.3	143.1	157.7
기타	60.7	79.7	85.4	118.8	172.9	175.3	170.8	170.1	344.5	689.1	964.7
영업이익	54.6	84.6	96.1	130.3	143.9	145.4	145.9	157.7	365.5	592.9	745.3
세전이익	59.2	78.4	96.0	130.8	145.0	146.4	147.0	158.7	364.3	597.2	752.7
지배주주순이익	49.9	66.3	74.6	98.8	110.2	111.3	111.7	120.6	289.7	453.8	572.1
영업이익률(%)	20.5	25.8	24.9	23.8	24.3	24.5	24.5	23.9	23.9	24.3	24.5
세전이익률(%)	22.2	23.9	24.9	23.9	24.5	24.7	24.7	24.1	23.9	24.5	24.7
순이익률(%)	18.8	20.2	19.3	18.0	18.6	18.8	18.8	18.3	19.0	18.6	18.8
매출(% YoY)	78.6	110.8	121.7	124.2	122.7	81.0	54.3	20.3	111.3	59.8	24.7
뷰티 디바이스	36.2	32.1	38.8	18.8	47.0	54.6	41.9	28.1	30.2	41.7	10.0
화장품	152.3	216.9	219.8	254.8	178.0	100.0	65.0	21.4	218.2	73.0	29.2
지역별											
국내	-7.3	-6.5	2.9	-17.0	-5.0	-5.0	-5.0	-5.0	-7.4	-5.0	-4.0
미국	186.5	285.8	280.1	269.7	260.0	150.0	70.0	20.7	261.8	85.0	25.5
일본	198.1	366.1	206.5	289.3	100.0	55.0	40.0	4.9	261.9	40.0	20.0
중화권	39.4	34.4	12.2	10.5	15.0	15.0	15.0	22.7	23.1	17.0	10.2
기타	441.9	368.5	306.1	191.5	185.0	120.0	100.0	43.2	282.9	100.0	40.0
영업이익(% YoY)	96.5	201.9	252.9	227.8	163.8	71.9	51.8	21.0	197.8	62.2	25.7
세전이익(% YoY)	94.8	171.8	262.9	174.2	145.0	86.8	53.1	21.4	173.2	63.9	26.0
지배주주순이익(% YoY)	107.3	175.1	366.1	129.4	120.7	67.8	49.7	22.1	169.9	56.7	26.0

자료: 에이피알, 메리츠증권 리서치센터

(십억원)	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출	397.7	523.8	722.8	1,527.3	2,440.0	3,041.9	3,596.2
뷰티 디바이스	120.3	216.2	312.6	407.0	576.6	634.3	731.7
화장품	176.5	214.3	338.5	1,077.1	1,863.4	2,407.5	2,864.5
지역별							
국내	269.2	340.1	323.0	299.1	284.1	272.7	264.0
미국	29.9	67.9	158.3	572.7	1,059.4	1,329.6	1,566.9
일본	32.8	29.9	52.2	188.8	264.3	317.1	361.5
중화권	38.1	51.6	99.4	122.3	143.1	157.7	169.0
기타	25.6	34.3	90.0	344.5	689.1	964.7	1,234.8
영업이익	39.2	104.2	122.7	365.5	592.9	745.3	899.1
세전이익	38.9	105.8	133.3	364.3	597.2	752.7	909.7
지배주주순이익	30.0	81.6	107.6	289.7	453.8	572.1	691.4
적정시가총액(십억원)	1,138.1	3,099.3	4,088.4	11,006.7	17,245.7	21,738.0	26,272.9
주식수(천주)	37,433	37,433	37,433	37,433	37,433	37,433	37,433
적정주가(원)	30,404	82,795	109,219	294,036	460,707	580,714	701,861
적정PER(배)	38.0	38.0	38.0	38.0	38.0	38.0	38.0
EPS(원)	800	2,179	2,874	7,738	12,124	15,282	18,470
영업이익률(%)	9.9	19.9	17.0	23.9	24.3	24.5	25.0
세전이익률(%)	9.8	20.2	18.4	23.9	24.5	24.7	25.3
순이익률(%)	7.5	15.6	14.9	19.0	18.6	18.8	19.2
매출(% YoY)	53.5	31.7	38.0	111.3	59.8	24.7	18.2
뷰티 디바이스	1,050.8	79.8	44.6	30.2	41.7	10.0	15.4
화장품	9.0	21.4	58.0	218.2	73.0	29.2	19.0
지역별							
국내	56.8	26.3	-5.0	-7.4	-5.0	-4.0	-3.2
미국	34.7	127.3	133.0	261.8	85.0	25.5	17.9
일본	137.4	-8.8	74.3	261.9	40.0	20.0	14.0
중화권	34.9	35.3	92.8	23.1	17.0	10.2	7.1
기타	20.7	34.0	162.1	282.9	100.0	40.0	28.0
영업이익(% YoY)	174.6	165.7	17.8	197.9	62.2	25.7	20.6
세전이익(% YoY)	183.5	171.8	26.0	173.3	63.9	26.0	20.9
지배주주순이익(% YoY)	162.7	172.3	31.9	169.2	56.7	26.0	20.9

자료: 에이피알, 메리츠증권 리서치센터

Company Data

에이피알 (278470)

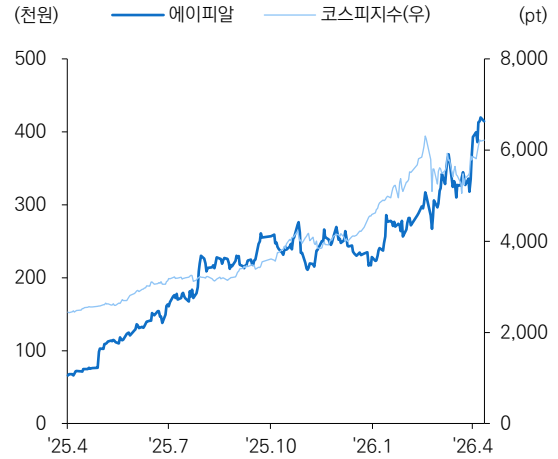
KOSPI	6,219.09pt
시가총액	155,181억원
발행주식수	3,744만주
유동주식비율	64.95%
외국인비중	36.98%
52주 최고/최저가	419,500원/71,100원
평균거래대금	1,513.4억원

주요주주

김병훈 외 5 인	34.81
-----------	-------

주가상승률 (%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	15.3	76.8	475.7
상대주가	7.2	8.4	129.9

주가그래프



Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2024	723	123	108	2,842	26.4	8,486	17.6	5.9	13.1	41.3	74.7
2025	1,527	366	290	7,766	173.2	11,971	8.2	5.3	5.6	75.3	73.1
2026E	2,440	593	454	12,186	56.9	24,157	34.0	17.2	24.5	67.5	52.7
2027E	3,042	745	572	15,361	26.0	39,517	27.0	10.5	19.0	48.2	38.8
2028E	3,596	899	691	18,565	20.9	58,082	22.3	7.1	15.1	38.0	30.6

에이피알 (278470)

Income Statement

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	722.8	1,527.3	2,440.0	3,041.9	3,596.2
매출액증가율(%)	38.0	111.3	59.8	24.7	18.2
매출원가	179.2	356.7	564.2	696.3	815.0
매출총이익	543.6	1,170.6	1,875.8	2,345.5	2,781.2
판매관리비	420.9	805.1	1,282.9	1,600.3	1,882.2
영업이익	122.7	365.5	592.9	745.3	899.1
영업이익률(%)	17.0	23.9	24.3	24.5	25.0
금융손익	11.6	2.1	5.3	8.5	11.7
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-1.0	-3.3	-1.0	-1.0	-1.0
세전계속사업이익	133.3	364.3	597.2	752.7	909.7
법인세비용	25.7	74.7	143.3	180.7	218.3
당기순이익	107.6	289.7	453.8	572.1	691.4
지배주주지분 손이익	107.6	289.7	453.8	572.1	691.4

Balance Sheet

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	286.0	545.8	1,151.4	1,825.0	2,608.0
현금및현금성자산	90.4	154.4	581.3	1,137.1	1,811.6
매출채권	39.3	78.1	124.7	155.4	183.8
재고자산	109.8	165.5	264.3	329.5	389.6
비유동자산	279.1	225.9	222.2	218.2	216.5
유형자산	51.4	59.8	45.8	35.3	27.4
무형자산	5.8	7.3	5.9	4.8	3.9
투자자산	62.0	44.9	56.5	64.2	71.3
자산총계	565.1	771.7	1,373.6	2,043.3	2,824.6
유동부채	145.1	238.4	380.8	474.7	561.3
매입채무	33.8	64.1	102.4	127.7	151.0
단기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	96.5	87.6	93.2	96.8	100.2
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	241.6	325.9	474.0	571.6	661.5
자본금	3.8	3.9	3.9	3.9	3.9
자본잉여금	136.8	13.2	13.2	13.2	13.2
기타포괄이익누계액	1.1	1.0	1.0	1.0	1.0
이익잉여금	229.1	427.3	881.1	1,453.1	2,144.5
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	323.5	445.8	899.6	1,471.7	2,163.1

Statement of Cash Flow

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
영업활동 현금흐름	79.1	341.1	447.7	571.1	689.1
당기순이익(손실)	107.6	289.7	453.8	572.1	691.4
유형자산상각비	21.6	29.1	14.0	10.5	7.9
무형자산상각비	0.9	1.2	1.4	1.1	0.9
운전자본의 증감	-58.3	-32.3	-25.1	-16.5	-15.2
투자활동 현금흐름	-109.7	-94.5	-30.8	-20.3	-18.7
유형자산의증가(CAPEX)	-45.0	-15.4	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-44.3	17.1	-11.7	-7.7	-7.1
재무활동 현금흐름	-4.8	-181.7	10.0	5.0	4.0
차입금의 증감	89.6	-12.0	13.5	8.9	8.2
자본의 증가	75.9	-123.5	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-35.0	64.0	427.0	555.8	674.5
기초현금	125.3	90.4	154.4	581.3	1,137.1
기말현금	90.4	154.4	581.3	1,137.1	1,811.6

Key Financial Data

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
주당데이터(원)					
SPS	19,092	40,951	65,518	81,679	96,565
EPS(지배주주)	2,842	7,766	12,186	15,361	18,565
CFPS	4,282	10,489	16,219	20,028	23,835
EBITDAPS	3,836	10,612	16,334	20,323	24,377
BPS	8,486	11,971	24,157	39,517	58,082
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	17.6	8.2	34.0	27.0	22.3
PCR	11.7	6.1	25.6	20.7	17.4
PSR	2.6	1.6	6.3	5.1	4.3
PBR	5.9	5.3	17.2	10.5	7.1
EBITDA(십억원)	145.2	395.8	608.3	756.9	907.8
EV/EBITDA	13.1	5.6	24.5	19.0	15.1
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	41.3	75.3	67.5	48.2	38.0
EBITDA 이익률	20.1	25.9	24.9	24.9	25.2
부채비율	74.7	73.1	52.7	38.8	30.6
금융비용부담률	0.5	0.2	0.1	0.1	0.1
이자보상배율(x)	32.6	103.7	167.1	190.1	213.9
매출채권회전율(x)	23.4	26.0	24.1	21.7	21.2
재고자산회전율(x)	8.7	11.1	11.4	10.2	10.0

생활소비재

Analyst 박종대
jdpark@meritz.co.kr

RA 김건우
gunwoo.kim@meritz.co.kr

실리콘투 (257720)

유럽 시장 선봉장

1분기 영업이익 647억원(YoY 35%) 추정

1분기 연결 매출은 3,404억원(YoY 39%), 영업이익은 647억원(YoY 35%) 수준이 가능할 전망이다. 중동전쟁 불안에도 불구하고, 유럽 매출이 1,400억원을 넘어지면서 실적 개선을 견인할 것으로 예상된다. 아시아/북미/중남미 등 중동을 제외한 거의 전지역 매출이 QoQ와 유사하거나 증가하면서 K뷰티 최대 무역벤더로서 위상을 입증할 것으로 기대한다. 아시아는 인도네시아 등지에서 라마단 기간 효과로 처음으로 매출 600억원을 넘길 것으로 보이며, 북미(YoY 43%)는 4분기 계절적 성수기를 감안하면 호실적이다. 이외 중남미/CIS 지역 역시 YoY 40% 이상 성장하면서 지역 확장 가능성을 높일 전망이다. 전년도 4분기에 성과급 등 일회성 비용이 많았는데, QoQ 판관비가 40억원 이상 감소하면서 영업이익률은 19%(QoQ+5.1%, YoY -0.4%p)까지 회복할 것으로 추정한다.

유럽 독보적 K뷰티 무역 벤더 역량 입증

이번 1분기 실적에서 가장 돋보이는 지역은 유럽이다. 유럽에서만 QoQ 250억 원 이상 매출이 증가할 것으로 보인다. 유럽은 2025년 4분기 이후 한국 화장품 최대 수출 지역으로 떠오르고 있다. 1분기 대 유럽 화장품 수출은 53% 늘었고, 3월 화장품 수출에서 영국/폴란드/네덜란드 등 핵심 3개 지역 수출액은 앞자리가 바뀌었다. 영국은 유럽에서 온오프라인 채널에 걸쳐 K뷰티가 가장 활발하게 전개되고 있는 지역이다. 실리콘투는 영국에서 부츠/슈퍼드럭/록판타스틱을 중심으로 매출을 빠르게 올리고 있다. 폴란드 물류센터는 애초 900평에서 현재 4,000평까지 늘린 상태인데, 2분기 2,000평 규모 물류센터를 하나 더 추가할 계획이다. 현재 유럽은 50개 정도 브랜드 운영하고 있는데, 전체 운영 브랜드(600여개)의 1/10밖에 안된다.

적정주가 5.7 → 6만원으로 상향 조정

실적 추정치 상향 조정에 따라 적정주가를 6만원으로 올리고, 투자 의견 '매수'를 유지한다. 6만원은 12MF PER 15배를 적용한 수치다. i) K뷰티 글로벌 모멘텀이 확대되고 있는 가운데, ii) 미국/유럽 지역 오프라인 채널 진출이 본격화되면서 무역중간벤더 역할이 더욱 커지고 있다. 특히, iii) 유럽 지역에서 실리콘투의 유통 경쟁력은 압도적이다. 언어/통관 절차/라벨 이슈 등에서 여러 시행착오를 겪으며 경험과 데이터를 축적하고 있다. 현재 주가는 12MF PER 11.5배로, 2025~28년 CAGR EPS 26% 높은 성장세와 실적 가시성을 감안하면 상당히 저평가 상태다.

Meritz Research 2026. 4. 21

Buy	(20거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)
적정주가 (12개월)	60,000 원
현재주가 (4.20)	47,150 원
상승여력	27.3%

표29 실리콘투 분기 실적 전망											
(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
매출	245.7	265.3	299.4	306.0	340.4	343.0	385.9	401.5	1,116.3	1,470.7	1,796.1
유럽	81.3	107.3	101.9	114.6	140.6	144.9	147.8	150.1	405.1	583.3	700.0
아시아	59.2	44.7	52.8	55.4	65.1	53.6	63.4	72.4	212.1	254.5	292.7
북미	45.2	48.9	72.6	65.2	64.6	68.5	87.1	76.6	231.9	296.8	356.2
중동	26.0	28.0	30.5	27.2	23.4	25.2	29.0	34.1	111.7	111.7	167.6
기타	34.0	36.4	41.6	43.6	46.6	50.8	58.7	68.3	155.5	224.3	279.7
영업이익	47.7	52.2	63.1	42.4	64.7	65.2	74.1	56.4	205.4	260.3	332.3
세전이익	48.2	43.8	70.8	53.9	68.9	69.4	78.3	60.6	216.7	277.2	351.7
지배주주순이익	38.8	35.6	58.4	35.8	55.8	56.2	63.4	49.1	168.6	224.5	281.4
영업이익률(%)	19.4	19.7	21.1	13.9	19.0	19.0	19.2	14.0	18.4	17.7	18.5
세전이익률(%)	19.6	16.5	23.6	17.6	20.2	20.2	20.3	15.1	19.4	18.8	19.6
순이익률(%)	15.8	13.4	19.5	11.7	16.4	16.4	16.4	12.2	15.1	15.3	15.7
매출 (% YoY)	63.9	46.3	60.4	78.2	38.5	29.3	28.9	31.2	61.9	31.7	22.1
유럽	187.3	141.7	137.5	143.3	73.0	35.0	45.0	31.0	149.0	44.0	20.0
아시아	59.1	18.9	48.7	32.9	10.0	20.0	20.0	30.7	39.5	20.0	15.0
북미	-20.6	-21.6	11.7	74.8	43.0	40.0	20.0	17.5	4.6	28.0	20.0
중동	165.3	94.4	57.2	35.3	-10.0	-10.0	-5.0	25.5	75.4	0.0	50.0
기타	92.0	61.3	74.2	71.6	37.0	39.6	41.2	56.7	73.7	44.3	24.7
영업이익 (% YoY)	62.1	34.0	48.1	59.9	35.5	24.9	17.5	33.1	49.4	26.8	27.6
세전이익(% YoY)	51.5	6.4	88.4	41.1	43.0	58.3	10.6	12.5	45.7	27.9	26.9
지배주주순이익(% YoY)	51.9	6.7	95.6	38.7	43.9	57.9	8.6	37.1	46.7	33.2	25.3

자료: 실리콘투, 메리츠증권 리서치센터

(십억원)	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출	165.3	342.9	691.5	1,116.3	1,470.7	1,796.1	2,142.0
유럽	4.7	53.3	162.7	405.1	583.3	700.0	826.0
아시아	50.6	100.8	152.0	212.1	254.5	292.7	330.7
북미	48.4	131.0	221.6	231.9	296.8	356.2	409.6
중동	0.0	10.8	63.7	111.7	111.7	167.6	226.2
기타	61.7	47.0	91.4	155.5	224.3	279.7	349.5
영업이익	14.2	47.8	137.6	205.4	260.3	332.3	398.4
세전이익	14.3	48.1	148.7	216.7	277.2	351.7	420.4
지배주주순이익	11.2	38.0	120.7	168.6	224.5	281.4	336.3
적정시가총액(십억원)	167.4	570.3	1,811.1	2,528.9	3,368.0	4,220.7	5,044.4
주식수(천주)	60,873	60,873	60,873	60,873	60,873	60,873	60,873
적정주가(원)	2,750	9,369	29,752	41,543	55,329	69,336	82,867
적정PER(배)	15.0	15.0	15.0	15.0	15.0	15.0	15.0
EPS(원)	183	625	1,983	2,770	3,689	4,622	5,524
영업이익률(%)	8.6	13.9	19.9	18.4	17.7	18.5	18.6
세전이익률(%)	8.6	14.0	21.5	19.4	18.8	19.6	19.6
순이익률(%)	6.8	11.1	17.5	15.1	15.3	15.7	15.7
매출(% YoY)	26.2	107.5	101.7	61.4	31.7	22.1	19.3
유럽	87.7	1038.3	205.4	149.0	44.0	20.0	18.0
아시아	7.4	99.4	50.7	39.5	20.0	15.0	13.0
북미	31.5	170.9	69.2	4.6	28.0	20.0	15.0
중동	-	-	-	75.4	0.0	50.0	35.0
기타	38.2	-23.9	94.7	70.1	44.3	24.7	24.9
영업이익(% YoY)	62.6	235.7	187.8	49.3	26.8	27.6	19.9
세전이익(% YoY)	39.1	237.2	209.0	45.7	27.9	26.9	19.5
지배주주순이익 (% YoY)	35.3	240.7	217.6	39.6	33.2	25.3	19.5

자료: 실리콘투, 메리츠증권 리서치센터

Company Data

실리콘투 (257720)

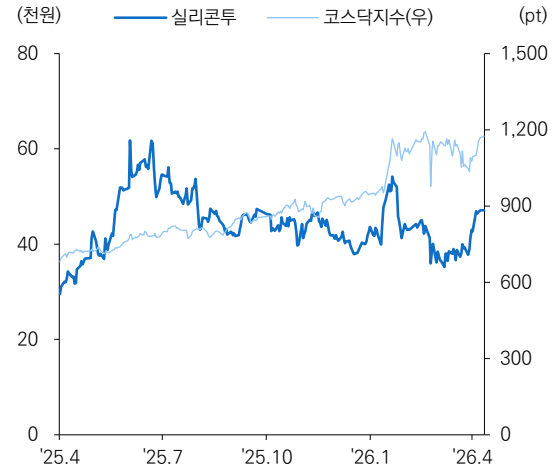
KOSDAQ	1,174.85pt
시가총액	28,843억원
발행주식수	6,117만주
유동주식비율	53.21%
외국인비중	7.67%
52주 최고/최저가	61,800원/31,750원
평균거래대금	391.0억원

주요주주

김성운 외 14 인	46.59
------------	-------

주가상승률 (%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	22.5	7.3	39.3
상대주가	21.1	-20.0	-14.9

주가그래프



Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2024	692	138	121	1,990	215.7	4,297	16.4	7.6	14.4	60.9	75.0
2025	1,116	205	169	2,769	39.1	7,515	11.2	4.1	9.1	46.9	55.1
2026E	1,471	260	225	3,689	33.2	11,203	12.8	4.2	10.5	39.4	40.7
2027E	1,796	332	281	4,622	25.3	15,826	10.2	3.0	7.8	34.2	31.2
2028E	2,142	398	336	5,524	19.5	21,350	8.5	2.2	6.0	29.7	25.1

실리콘투 (257720)

Income Statement

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	691.5	1,116.3	1,470.7	1,796.1	2,142.1
매출액증가율(%)	101.7	61.4	31.8	22.1	19.3
매출원가	458.7	769.5	1,019.2	1,235.8	1,475.9
매출총이익	232.8	346.8	451.5	560.4	666.2
판매관리비	95.3	141.4	191.2	228.1	267.8
영업이익	137.6	205.4	260.3	332.3	398.4
영업이익률(%)	19.9	18.4	17.7	18.5	18.6
금융손익	7.5	3.2	9.4	12.6	15.6
종속/관계기업손익	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3
기타영업외손익	2.3	6.9	6.2	5.6	5.0
세전계속사업이익	148.7	216.7	277.2	351.7	420.4
법인세비용	28.0	48.1	52.7	70.4	84.1
당기순이익	120.7	168.6	224.5	281.4	336.3
지배주주지분 순이익	120.7	168.6	224.5	281.4	336.3

Balance Sheet

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	297.1	552.8	791.2	1,083.6	1,433.3
현금및현금성자산	86.0	77.3	164.8	318.6	520.9
매출채권	42.2	96.1	126.6	154.6	184.3
재고자산	145.9	300.1	395.4	482.9	575.9
비유동자산	160.7	156.7	168.3	180.7	192.3
유형자산	106.5	108.3	113.5	120.0	125.2
무형자산	1.7	1.8	1.7	1.7	1.7
투자자산	25.1	21.2	27.7	33.7	40.1
자산총계	457.8	709.5	959.5	1,264.4	1,625.5
유동부채	189.3	121.6	147.0	170.4	195.2
매입채무	1.4	5.6	7.4	9.1	10.8
단기차입금	145.1	41.5	41.5	41.5	41.5
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	6.8	130.4	130.5	130.6	130.7
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	196.2	252.0	277.6	301.0	325.9
자본금	30.5	30.7	30.7	30.7	30.7
자본잉여금	30.8	57.8	57.8	57.8	57.8
기타포괄이익누계액	8.4	8.3	8.3	8.3	8.3
이익잉여금	191.5	359.8	584.3	865.7	1,202.0
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	261.6	457.4	682.0	963.4	1,299.6

Statement of Cash Flow

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
영업활동 현금흐름	60.1	1.1	122.0	189.8	239.4
당기순이익(손실)	120.7	168.6	224.5	281.4	336.3
유형자산상각비	5.7	8.8	11.9	13.5	14.8
무형자산상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본의 증감	-65.2	-191.3	-114.5	-105.1	-111.7
투자활동 현금흐름	-72.1	-42.9	-36.9	-38.2	-39.4
유형자산의증가(CAPEX)	-75.8	-6.9	-17.0	-20.0	-20.0
투자자산의감소(증가)	-6.2	5.2	-6.5	-6.0	-6.4
재무활동 현금흐름	80.8	33.6	2.4	2.2	2.3
차입금의 증감	91.4	23.9	2.4	2.2	2.3
자본의 증가	0.9	27.1	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	68.8	-8.7	87.5	153.8	202.3
기초현금	17.2	86.0	77.3	164.8	318.6
기말현금	86.0	77.3	164.8	318.6	520.9

Key Financial Data

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
주당데이터(원)					
SPS	11,399	18,338	24,160	29,506	35,189
EPS(지배주주)	1,990	2,769	3,689	4,622	5,524
CFPS	2,479	3,763	4,833	6,035	7,113
EBITDAPS	2,362	3,519	4,472	5,681	6,789
BPS	4,297	7,515	11,203	15,826	21,350
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	16.4	11.2	12.8	10.2	8.5
PCR	13.2	8.2	9.8	7.8	6.6
PSR	2.9	1.7	2.0	1.6	1.3
PBR	7.6	4.1	4.2	3.0	2.2
EBITDA(십억원)	143.3	214.2	272.2	345.8	413.2
EV/EBITDA	14.4	9.1	10.5	7.8	6.0
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	60.9	46.9	39.4	34.2	29.7
EBITDA 이익률	20.7	19.2	18.5	19.3	19.3
부채비율	75.0	55.1	40.7	31.2	25.1
금융비용부담률	0.8	0.7	0.6	0.5	0.4
이자보상배율(x)	24.7	24.5	28.8	36.4	43.1
매출채권회전율(x)	21.8	16.1	13.2	12.8	12.6
재고자산회전율(x)	6.2	5.0	4.2	4.1	4.0

생활소비재

Analyst 박종대
jdpark@meritz.co.kr

RA 김건우
gunwoo.kim@meritz.co.kr

한국콜마 (161890)

K뷰티 수출 증가율 그대로 흡수 중

1분기 영업이익 641억원(YoY 7%) 추정

1분기 연결 매출과 영업이익은 각각 전년 동기 대비 8%, 7% 증가한 7,059억원과 641억원 수준이 가능할 전망이다. 회사측이 애초 제시한 가이던스 이상을 무난히 달성할 것으로 기대한다. 국내 사업 매출 성장률이 YoY 22%에 달하면서 실적 개선을 견인할 것으로 보인다. 중국(무석) 법인 매출은 YoY 8%로 안정적인 모습이지만, 북미 지역 매출은 YoY 40% 이상 감소하고, 연우 매출도 YoY 10% 감소하는 것은 아쉬움이다. 연결 영업이익률은 9.1%로 해외 사업 부진 영향으로 YoY 0.1%p 하락할 것으로 추정한다.

Meritz Research 2026. 4. 21

Buy	(20거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)
적정주가 (12개월)	104,000 원
현재주가 (4.20)	87,000 원
상승여력	19.5%

수출 증가 실적으로 흡수 중, 2분기 예상보다 좋다

국내 사업은 K뷰티 글로벌 모멘텀을 그대로 흡수하고 있다. 1분기 화장품 수출 증가율(YoY 19%)을 그대로 투영하고 있다. 구다이글로벌/달바글로벌/올리브영 등 기존 메이저 고객사들의 발주가 크게 늘고 있다. 비플레인/셀리맥스/오브제 등 신규 고객사들의 고신정도 긍정적이다. 지금 추세라면 2분기도 YoY 20%에 근접하는 높은 성장세를 이어갈 수 있겠다. 자외선차단제 성수기이고, 전년도 이 탈했던 거래처도 회복세에 있다. 국내외 계열사들의 부진을 극복하고도 남음이 있다.

적정주가 9 → 10.4만원으로 상향 조정

실적 추정치 및 적정 밸류에이션 상향 조정에 따라 적정주가를 10.4만원으로 올린다. 10.4만원은 화장품 사업가치에 적정 PER 17배를 적용하고, HK이노엔 시가총액 지분에 대해 50% 할인 및 합산하여 산출했다. 글로벌 최대 스킨케어 ODM 역량은 기초 중심 미국/유럽 수출 증가 환경에서 더욱 긍정적이다. 국내 사업 연간 매출 가이던스 YoY 13%보다 높은 성장률을 시현할 가능성이 크다. 글로벌 럭셔리 브랜드 ODM 사업은 추가적인 실적 개선 요인이 될 수 있으며, 하반기 미국 사업 안정화를 기대한다. 국내외 불확실성 해소 구간에 있다. 현재 주가는 12MF PER 12.5배로 저가 매수가 유효하다.

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
매출	653.1	730.8	683.0	655.5	705.9	792.3	744.1	715.0	2,722.4	2,957.3	3,200.3
한국	274.3	328.1	322.0	268.3	334.7	377.4	347.7	288.0	1,192.8	1,347.8	1,505.5
중국	41.6	49.9	31.8	32.9	44.9	54.9	36.6	35.4	156.2	171.8	183.8
북미	30.4	28.4	17.3	14.7	16.1	19.6	30.1	28.1	90.8	93.9	106.1
연우	63.7	70.7	61.8	54.7	57.3	70.7	61.8	61.1	250.9	250.9	258.4
HK이노엔	247.4	263.1	260.8	291.9	261.0	278.9	276.5	310.7	1,063.2	1,127.0	1,183.3
영업이익	59.9	73.5	58.3	47.8	64.1	82.3	75.1	58.7	239.6	280.2	317.0
한국	33.9	49.0	44.3	22.3	42.5	56.6	47.3	26.1	149.5	172.5	192.7
중국	3.1	6.1	-1.6	-1.6	3.1	2.7	1.8	0.9	6.0	8.6	9.2
북미	0.2	0.1	-7.7	-11.4	-7.4	-6.1	-1.8	-2.6	-18.8	-17.9	-5.9
연우	-1.0	0.8	-0.2	0.7	-0.9	0.7	-0.6	1.3	0.3	0.5	1.8
HK이노엔	25.4	19.5	25.9	40.1	29.0	31.2	31.0	35.1	110.9	126.2	130.2
세전이익	32.4	54.0	54.2	71.1	58.7	76.8	69.6	53.3	211.7	258.4	299.6
지배주주순이익	13.2	34.9	31.8	45.1	35.1	48.5	42.9	27.9	125.1	154.5	185.3
영업이익률(%)	9.2	10.1	8.5	7.3	9.1	10.4	10.1	8.2	8.8	9.5	9.9
한국	12.4	14.9	13.8	8.3	12.7	15.0	13.6	9.1	12.5	12.8	12.8
중국	7.5	12.2	-5.0	-4.9	7.0	5.0	5.0	2.5	3.8	5.0	5.0
북미	0.7	0.4	-44.5	-77.6	-45.9	-31.3	-5.9	-9.1	-20.7	-19.0	-5.5
연우	-1.6	1.1	-0.3	1.3	-1.5	1.0	-1.0	2.1	0.1	0.2	0.7
HK이노엔	10.3	7.4	9.9	13.7	11.1	11.2	11.2	11.3	10.4	11.2	11.0
세전이익률(%)	5.0	7.4	7.9	10.8	8.3	9.7	9.4	7.4	7.8	8.7	9.4
순이익률(%)	2.0	4.8	4.7	6.9	5.0	6.1	5.8	3.9	4.6	5.2	5.8
매출(% YoY)	13.6	10.7	9.0	11.0	8.1	8.4	8.9	9.1	11.0	8.6	8.2
한국	10.7	10.5	17.7	11.2	22.0	15.0	8.0	7.4	12.6	13.0	11.7
중국	20.4	-5.2	-13.1	10.4	8.0	10.0	15.0	7.7	1.7	10.0	7.0
북미	90.6	9.1	-35.2	-48.6	-47.0	-31.0	74.0	90.9	-6.7	3.4	13.0
연우	-5.3	-4.4	-15.1	-11.1	-10.0	0.0	0.0	11.6	-8.9	0.0	3.0
HK이노엔	16.3	20.0	13.7	23.8	5.5	6.0	6.0	6.4	18.5	6.0	5.0
영업이익(% YoY)	84.8	2.4	7.0	36.2	7.0	12.0	28.7	22.7	23.6	17.0	13.1
한국	48.5	10.9	19.0	23.5	25.4	15.4	6.7	17.1	22.2	15.4	11.7
중국	74.3	-8.8	적전	적지	1.5	-55.0	흑전	흑전	-24.7	43.2	7.0
북미	흑전	흑전	적지	적지	적전	적전	적지	적지	적지	적지	적지
연우	적지	-35.5	적전	흑전	적지	-11.6	적지	76.8	-77.8	56.8	260.5
HK이노엔	47.0	-19.8	16.4	64.5	14.2	59.9	19.7	-12.6	25.7	13.8	3.1
세전이익(% YoY)	60.1	-8.9	52.9	186.8	81.1	42.3	28.4	-25.1	51.5	22.0	16.0
지배주주순이익(% YoY)	109.3	0.3	106.8	34.7	165.2	38.9	34.9	-38.0	38.9	23.5	19.9

자료: 한국콜마, 메리츠증권 리서치센터

(십억원)	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출	1,865.7	2,155.7	2,452.1	2,722.4	2,957.3	3,200.3	3,442.7
한국	724.6	856.8	1,059.7	1,192.8	1,347.8	1,505.5	1,664.0
중국	130.7	158.1	153.6	156.2	171.8	183.8	193.0
북미	74.1	83.4	97.3	90.8	93.9	106.1	116.7
연우	105.9	236.4	275.5	250.9	250.9	258.4	266.2
HK이노엔	846.5	828.9	897.1	1,063.2	1,127.0	1,183.3	1,242.5
영업이익	73.3	136.1	193.9	239.6	280.2	317.0	345.8
한국	69.1	79.7	122.3	149.5	172.5	192.7	213.0
중국	-12.7	12.7	8.0	6.0	8.6	9.2	9.7
북미	-14.5	-11.5	-14.7	-18.8	-17.9	-5.9	-4.1
연우	-5.4	0.4	1.4	0.3	0.5	1.8	2.7
HK이노엔	52.5	65.0	88.2	110.9	126.2	130.2	136.7
세전이익	17.0	34.3	139.8	211.7	258.4	299.6	332.5
당기순이익	-4.1	25.1	125.3	168.2	205.8	239.3	266.2
화장품사업	-42.2	-21.9	63.7	92.5	115.8	144.5	164.7
HK이노엔	38.1	47.1	61.6	75.7	90.0	94.8	101.5
지배주주순이익	-22.0	5.2	90.1	125.1	154.5	185.3	208.4
적정시가총액(십억원)	1,116.6	1,228.3	1,351.1	1,876.2	2,317.6	2,778.9	3,125.6
주식수(천주)	23,605	23,605	23,605	23,605	23,605	23,605	23,605
적정주가(원)	47,304	52,035	57,238	79,482	98,182	117,723	132,412
적정PER(배)	N/A	236.6	15.0	15.0	15.0	15.0	15.0
EPS(원)	N/A	220	3,816	5,299	6,545	7,848	8,827
영업이익률(%)	3.9	6.3	7.9	8.8	9.5	9.9	10.0
세전이익률(%)	0.9	1.6	5.7	7.8	8.7	9.4	9.7
순이익률(%)	-1.2	0.2	3.7	4.6	5.2	5.8	6.1
매출(% YoY)	17.6	15.5	13.7	11.0	8.6	8.2	7.6
영업이익(% YoY)	-13.0	85.8	42.4	23.6	17.0	13.1	9.1
세전이익(% YoY)	-74.5	102.3	307.1	51.5	22.0	16.0	11.0
지배주주순이익(% YoY)	적전	흑전	398.5	34.2	22.4	16.3	11.3

자료: 한국콜마, 메리츠증권 리서치센터

구분	2026E	2027E	비고
화장품 사업가치(A)	1,968	2,457	
당기순이익(십억원)	116	145	
적정PER(배)	17.0	17.0	적정 PER 17배
HK이노엔 기업가치(B)	322	322	지분율 43%
현재 시가총액(십억원)	1,496	1,496	2026년 04월 20일
할인율	50%	50%	
적정시가총액(A+B)	2,290	2,778	
발행주식수(천주)	23,605	23,605	
적정주가(원)	97,010	117,691	
적정주가(원)	103,904		

자료: 메리츠증권 리서치센터

Company Data

한국콜마 (161890)

KOSPI	6,219.09pt
시가총액	20,536억원
발행주식수	2,361만주
유동주식비율	73.42%
외국인비중	36.58%
52주 최고/최저가	109,200원/61,100원
평균거래대금	185.4억원

주요주주

한국콜마홀딩스 외 22 인	26.58
NIHON KOLMAR	11.77
국민연금공단	10.52

주가상승률 (%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	13.4	14.2	18.4
상대주가	5.4	-30.0	-52.7

주가그래프



Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2024	2,452	194	90	3,830	1,588.1	33,579	14.4	1.6	10.3	12.5	107.7
2025	2,722	240	125	5,299	38.3	38,566	10.6	1.5	8.7	14.7	107.4
2026E	2,957	280	155	6,546	23.5	45,050	13.3	1.9	10.1	15.7	92.6
2027E	3,200	317	185	7,848	19.9	52,587	11.1	1.7	8.8	16.1	84.5
2028E	3,443	346	208	8,828	12.5	60,973	9.9	1.4	7.8	15.5	77.2

한국콜마 (161890)

Income Statement

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	2,452.1	2,722.4	2,957.3	3,200.3	3,442.7
매출액증가율(%)	13.7	11.0	8.6	8.2	7.6
매출원가	1,753.1	1,931.0	2,091.3	2,256.3	2,420.0
매출총이익	698.9	791.5	866.0	944.0	1,022.8
판매관리비	505.1	551.9	585.8	627.0	677.0
영업이익	193.9	239.6	280.2	317.0	345.8
영업이익률(%)	7.9	8.8	9.5	9.9	10.0
금융손익	-24.0	-26.1	-21.4	-18.2	-15.3
종속/관계기업손익	12.2	0.6	0.6	0.6	0.6
기타영업외손익	-42.3	-2.4	-1.0	0.2	1.4
세전계속사업이익	139.8	211.7	258.4	299.6	332.5
법인세비용	14.5	43.5	52.6	60.3	66.3
당기순이익	125.3	168.2	205.8	239.3	266.2
지배주주지분 순이익	90.1	125.1	154.5	185.3	208.4

Balance Sheet

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	858.7	1,009.7	1,064.1	1,270.2	1,515.9
현금및현금성자산	141.9	225.3	212.1	348.2	524.1
매출채권	284.2	333.2	361.9	391.6	421.3
재고자산	327.7	324.8	352.8	381.8	410.7
비유동자산	2,268.0	2,448.1	2,544.0	2,628.2	2,699.6
유형자산	811.1	901.8	999.5	1,085.4	1,158.5
무형자산	1,249.3	1,243.5	1,239.9	1,236.4	1,232.9
투자자산	54.5	134.5	136.3	138.1	139.9
자산총계	3,126.7	3,457.8	3,608.0	3,898.3	4,215.5
유동부채	1,215.0	1,360.1	1,299.3	1,344.9	1,390.4
매입채무	187.5	230.8	250.7	271.3	291.8
단기차입금	666.8	639.2	639.2	639.2	639.2
유동성장기부채	60.0	104.9	0.0	0.0	0.0
비유동부채	405.9	430.3	435.6	441.0	446.4
사채	249.4	244.6	244.6	244.6	244.6
장기차입금	59.5	85.8	85.8	85.8	85.8
부채총계	1,621.0	1,790.4	1,734.8	1,785.9	1,836.8
자본금	11.8	11.8	11.8	11.8	11.8
자본잉여금	294.7	301.0	301.0	301.0	301.0
기타포괄이익누계액	-2.2	4.5	4.5	4.5	4.5
이익잉여금	487.9	592.7	745.7	923.6	1,121.6
비지배주주지분	713.1	757.0	809.8	871.2	939.4
자본총계	1,505.7	1,667.4	1,873.2	2,112.5	2,378.7

Statement of Cash Flow

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
영업활동 현금흐름	215.4	291.4	278.0	318.8	352.5
당기순이익(손실)	125.3	168.2	205.8	239.3	266.2
유형자산상각비	69.3	80.6	80.3	88.1	95.0
무형자산상각비	22.7	23.6	3.6	3.5	3.4
운전자본의 증감	-40.4	0.1	-11.7	-12.1	-12.1
투자활동 현금흐름	-205.3	-247.7	-187.6	-183.9	-177.9
유형자산의증가(CAPEX)	-247.2	-164.0	-178.0	-174.0	-168.0
투자자산의감소(증가)	-1.1	-80.0	-1.7	-1.8	-1.8
재무활동 현금흐름	-43.2	40.3	-103.7	1.3	1.3
차입금의 증감	47.6	82.3	-103.6	1.3	1.3
자본의 증가	32.8	6.3	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-29.0	83.5	-13.2	136.1	175.9
기초현금	170.8	141.9	225.3	212.1	348.2
기말현금	141.9	225.3	212.1	348.2	524.2

Key Financial Data

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
주당데이터(원)					
SPS	104,272	115,332	125,281	135,576	145,847
EPS(지배주주)	3,830	5,299	6,546	7,848	8,828
CFPS	13,611	15,708	15,794	17,722	19,233
EBITDAPS	12,154	14,561	15,426	17,307	18,818
BPS	33,579	38,566	45,050	52,587	60,973
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	14.4	10.6	13.3	11.1	9.9
PCR	4.0	3.6	5.5	4.9	4.5
PSR	0.5	0.5	0.7	0.6	0.6
PBR	1.6	1.5	1.9	1.7	1.4
EBITDA(십억원)	285.8	343.7	364.1	408.5	444.2
EV/EBITDA	10.3	8.7	10.1	8.8	7.8
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	12.5	14.7	15.7	16.1	15.5
EBITDA 이익률	11.7	12.6	12.3	12.8	12.9
부채비율	107.7	107.4	92.6	84.5	77.2
금융비용부담률	1.9	1.4	1.3	1.1	1.1
이자보상배율(x)	4.2	6.2	7.3	8.6	9.4
매출채권회전율(x)	8.1	8.8	8.5	8.5	8.5
재고자산회전율(x)	8.1	8.3	8.7	8.7	8.7

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에서 해당 추천 종목을 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2023년 8월 4일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 3등급	Buy 추천기준일 직전 1개월(20거래일)간 평균종가대비 +20% 이상 Hold 추천기준일 직전 1개월(20거래일)간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만 Sell 추천기준일 직전 1개월(20거래일)간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)

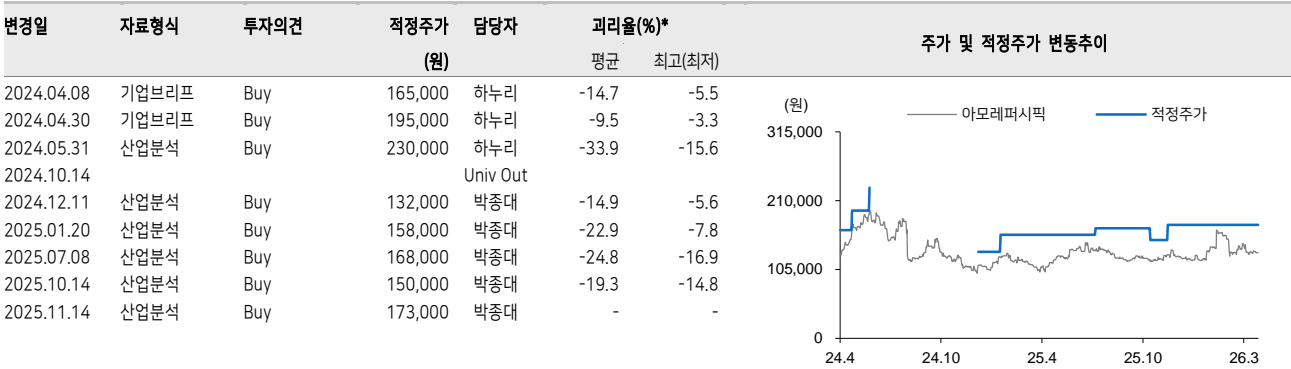
투자 의견 비율

투자 의견	비율
매수	89.1%
중립	10.3%
매도	0.5%

2026년 3월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

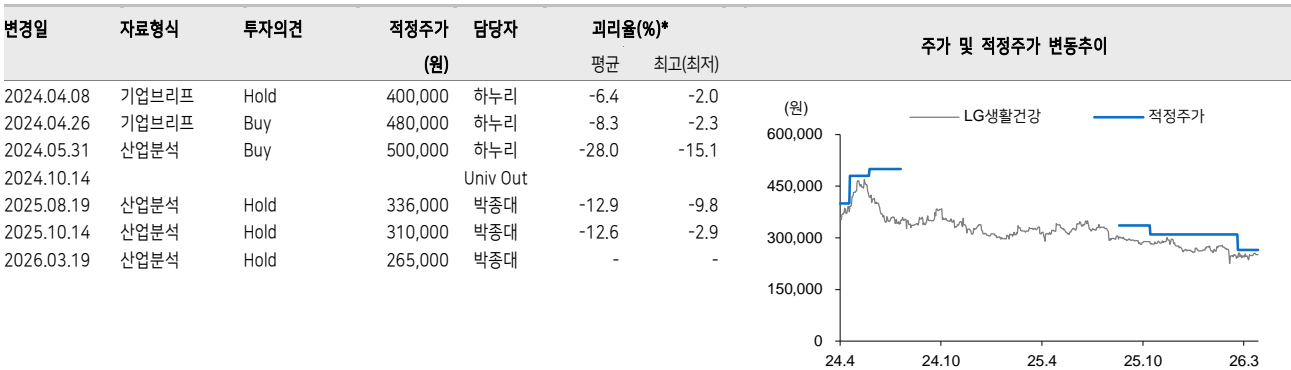
아모레퍼시픽 (090430) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



LG 생활건강 (051900) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



코스맥스 (192820) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2024.04.12	기업브리프	Buy	160,000	하누리	-14.5	-1.4	
2024.05.14	기업브리프	Buy	190,000	하누리	-12.7	-9.3	
2024.05.31	산업분석	Buy	230,000	하누리	-34.5	-14.0	
2024.10.14				Univ Out			
2024.11.26	산업분석	Buy	195,000	박종대	-24.8	-14.1	
2025.01.20	산업분석	Buy	230,000	박종대	-25.2	-7.0	
2025.05.22	산업분석	Buy	258,000	박종대	-5.3	9.3	
2025.07.08	산업분석	Buy	340,000	박종대	-32.9	-21.8	
2025.10.14	산업분석	Buy	280,000	박종대	-30.1	-25.2	
2025.11.14	산업분석	Buy	230,000	박종대	-21.4	-7.2	
2026.04.21	산업분석	Buy	270,000	박종대	-	-	

한국콜마 (161890) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2024.04.11	기업브리프	Buy	63,000	하누리	-17.8	-6.3	
2024.05.31	산업분석	Buy	75,000	하누리	-14.8	-2.7	
2024.08.12	기업브리프	Buy	85,000	하누리	-18.0	-10.4	
2024.10.14				Univ Out			
2024.11.26	산업분석	Buy	70,000	박종대	-21.2	-13.7	
2025.01.20	산업분석	Buy	76,000	박종대	-21.2	-16.6	
2025.03.11	산업분석	Buy	78,000	박종대	-15.2	-6.4	
2025.04.16	산업분석	Buy	90,000	박종대	-16.2	-7.1	
2025.05.12	기업브리프	Buy	106,000	박종대	-16.6	-5.6	
2025.07.08	산업분석	Buy	126,000	박종대	-23.9	-13.3	
2025.08.19	산업분석	Buy	102,000	박종대	-26.5	-20.9	
2025.11.26	산업분석	Buy	83,000	박종대	-19.2	-8.1	
2026.03.19	산업분석	Buy	90,000	박종대	-13.0	-3.6	
2026.04.21	산업분석	Buy	104,000	박종대	-	-	

펄텍코리아 (251970) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2024.11.26	산업분석	Buy	47,000	박종대	-12.3	1.1	
2025.01.20	산업분석	Buy	55,000	박종대	-15.6	-1.5	
2025.04.16	산업분석	Buy	61,000	박종대	-7.2	-1.8	
2025.05.22	산업분석	Buy	70,000	박종대	-14.3	1.7	
2025.08.07	기업브리프	Buy	80,000	박종대	-28.9	-8.4	
2026.03.19	산업분석	Buy	65,000	박종대	-30.1	-26.8	
2026.04.21	산업분석	Buy	55,000	박종대	-	-	

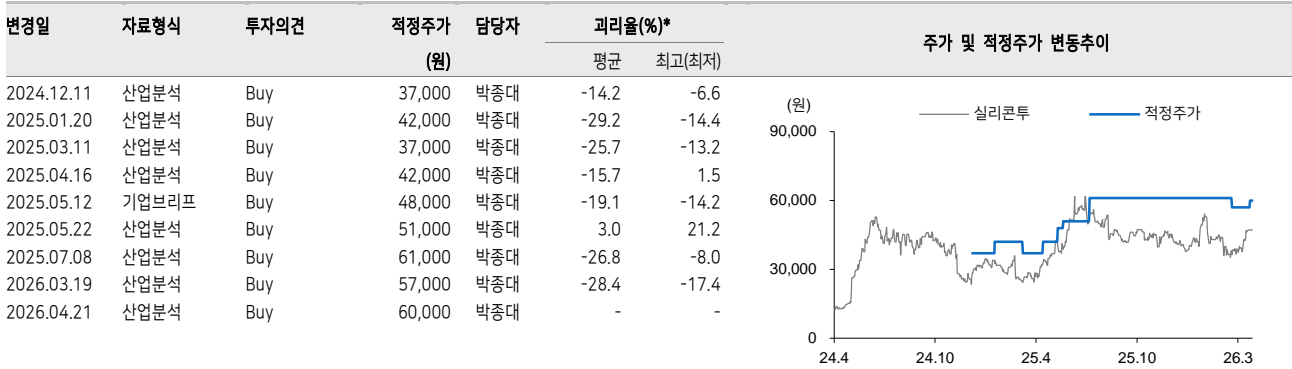
코스메카코리아 (241710) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2024.04.03	기업브리프	Buy	53,000	하누리	-28.9	-12.6	
2024.05.13	기업브리프	Buy	63,000	하누리	-25.0	-9.4	
2024.05.31	산업분석	Buy	90,000	하누리	-12.0	6.6	
2024.10.14				Univ Out			
2025.05.22	산업분석	Buy	63,000	박종대	-11.3	0.6	
2025.07.08	산업분석	Buy	71,000	박종대	-7.2	-1.1	
2025.08.19	산업분석	Buy	75,000	박종대	-13.0	-0.8	
2025.10.14	산업분석	Buy	82,000	박종대	-15.7	-6.2	
2025.11.26	산업분석	Buy	94,000	박종대	-17.2	9.6	
2026.04.21	산업분석	Buy	104,000	박종대	-	-	

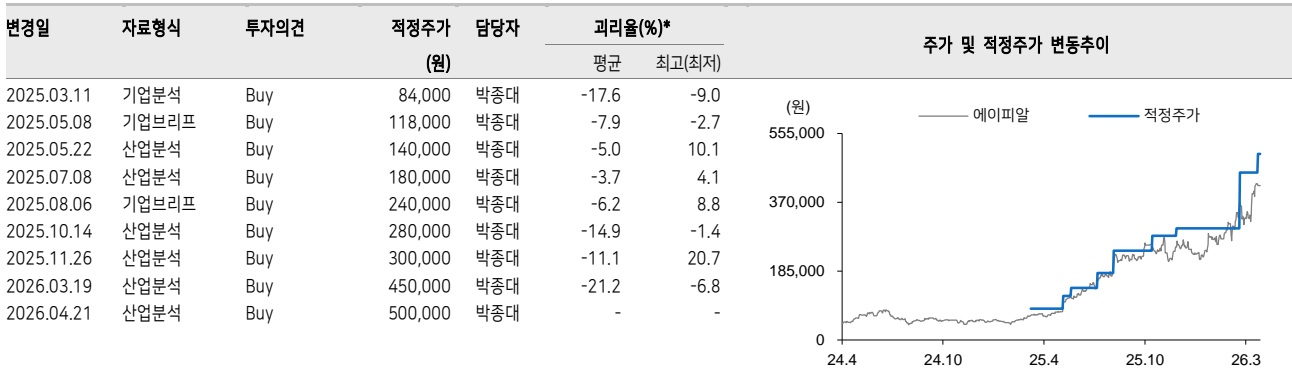
실리콘투 (257720) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



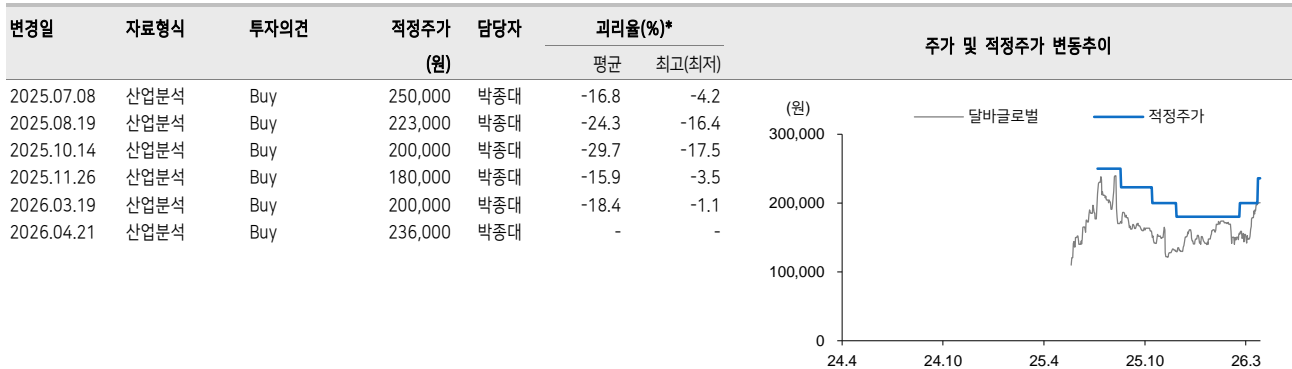
에이피알 (278470) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



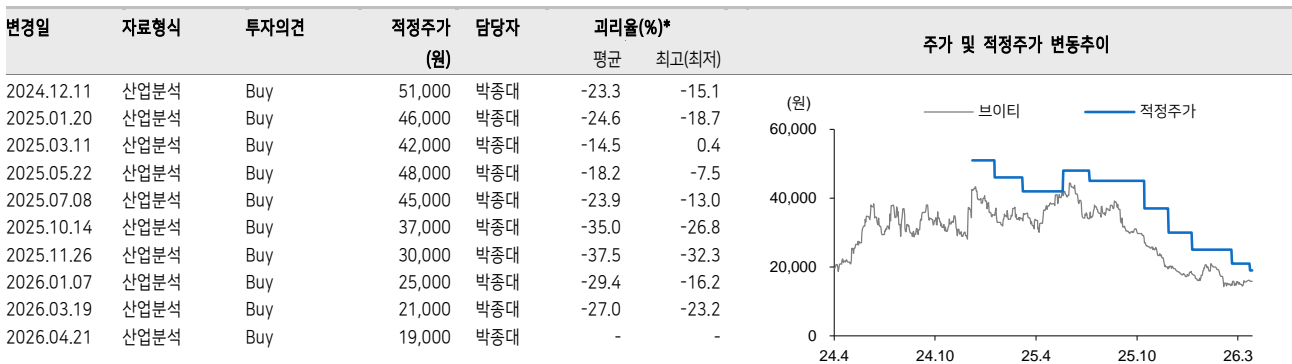
달바글로벌 (483650) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



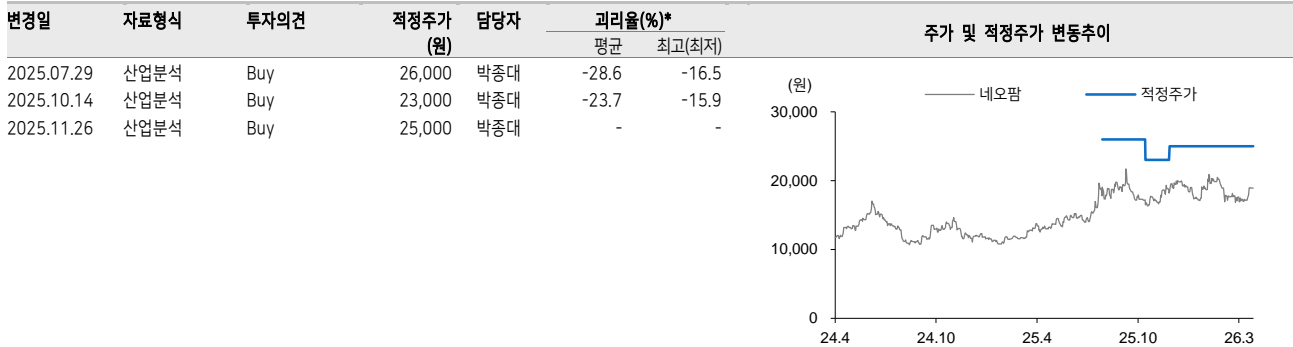
브이티 (018290) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



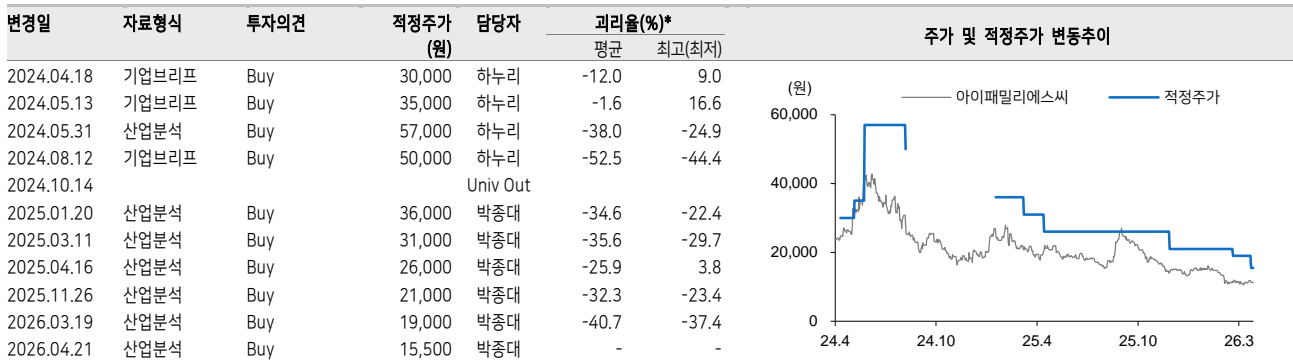
네오팜 (092730) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



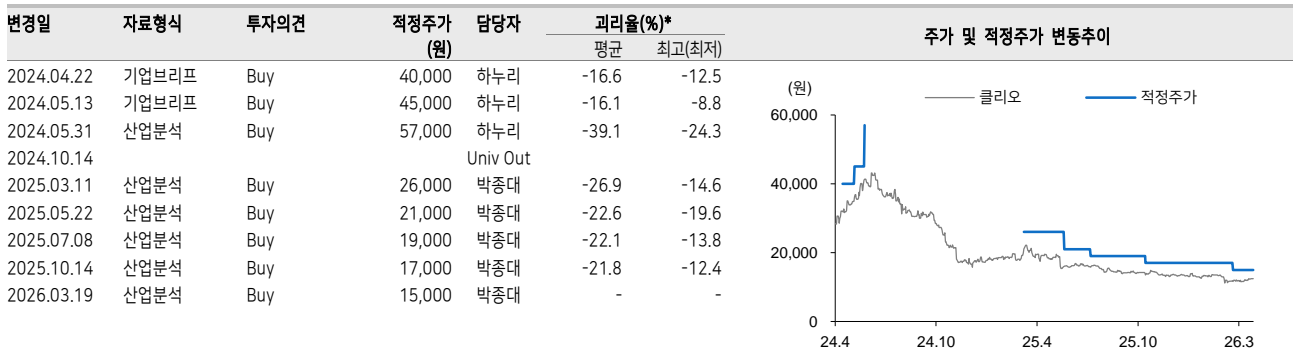
아이패밀리에스씨 (114840) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



클리오 (237880) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



동국제약 (086450) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

