COMPANY ANALYSIS

펌텍코리아 (251970)

BUY

목표주가	110,000
현재주가	64,000
상승여력	71.9%

한번 더 나에게 질풍 같은 용기를~♬

투자의견 'Buy', 목표주가 '110,000원'

본 리서치팀은 펌텍코리아에 대해 목표주가 110,000원, 상승여력 71.9%로 매수 의견을 제시한다. 목표주가는 28E 지배순이익 907억 원에 제4공장 증설과 수출 확대가 함께 진행된 24년 6월~25년 12월의 12M Fwd P/E 평균 15배를 적용해 산출했다.

투자포인트 1. 이번 증설은 다르다

사출 병목이 해소되며 동사 생산량은 26E 7.1억 개, 27E 8.1억 개, 28E 9.5억 개로 25년 대비 51% 증가할 전망이다. 1H26 수출 중량이 24.0%, ODM 3사 생산량이 26.5% 늘어나는 동안 동사 생산량은 3.6% 느는 데 그쳤다. **수요가 아니라 생산능력이 부족했던 것이며, 병목은 공장 1층에만 설치되는 사출 공정 라인이다**. 협력사까지 풀가동 상태였던 **그 병목이 지금 풀리기 시작했다**. 26년 9월 제6공장은 사용승인 이후 당월 1층 사출을 가동했고, 건축허가를 받은 제7공장까지 더해지면 사출이 배치되는 1층 면적은 25년 대비 80% 늘어난다.

투자포인트 2. 쿠션은 마진의 쿠션

쿠션 용기인 콤팩트 매출은 26E 582억 원에서 28E 1,374억 원으로 136% 늘어날 전망이다. 로레알 CEO는 3Q26 실적 발표에서 YSL 쿠션을 미국에서의 대히트로 꼽는 등 서양권에서의 쿠션 수요가 다시 커지고 있다. **4Q26부터는 신규 글로벌 MNC향 동사 콤팩트 출고가 시작되며 본격적인 쿠션 비중 확대가 기대된다.** 1H26에는 사출 능력이 스틱 및 스포이드에 먼저 배분되며 연결 매출 내 콤팩트 비중이 2Q26 11.8%까지 낮아졌지만, 늘어난 사출 능력이 20% 이상 고마진의 콤팩트로 향하며 28E에는 20.9%로 높아진다. 이에 따라 **콤팩트가 영업이익에서 차지하는 비중은 26E 18.9%에서 28E 26.4%로 증가한다.**

투자 고려사항. 판가는 남고, 원가는 내린다

호르무즈 사태로 급등한 레진에 대응해 동사는 26년 5~6월 판가를 올렸고, 레진(합성수지 PPI)은 인상 시점 대비 11% 내려왔다. 22년에도 레진 하락 뒤 판가는 유지되고 원가 하락은 매입단가에 반영되었다는 점과 최근 브랜드사에서 판가 인상분을 소비자가에 전가한 점을 고려하였을 때 앞으로도 인상된 판가가 유지될 것으로 전망한다. 이에 따라 떨어진 현재 레진 가격 기준, P-C 스프레드로 **27E 영업이익에 106억 원, 28E에 124억 원이 더해진다**. 점차 공급망이 안정되어 만약 28년 레진 가격이 25년 평균으로 복귀하면 28E 영업이익은 128억 원이 추가로 더 늘어날 수 있게 된다.

Earnings and valuation metrics

결산기 (12월)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액 (십억원)	337.5	372.0	460.0	563.4	657.4
YoY (%)	*18.6*	*10.2*	*23.7*	*22.5*	*16.7*
영업이익 (십억원)	48.4	56.5	76.6	103.6	130.1
YoY (%)	*37.1*	*16.8*	*35.5*	*35.3*	*25.6*
영업이익률 (%)	14.3	15.2	16.6	18.4	19.8
지배순이익 (십억원)	32.7	34.4	60.5	72.0	90.7
EPS (원)	2,637	2,778	4,881	5,807	7,317
P/E (배)	24.3	23.0	13.1	11.0	8.7

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배순이익, P/E는 현재가(64,000원) 기준
자료: KUVIC 리서치 3팀

Stock Information

시가총액	7,936억원
발행 주식 수	12,400,000주
유동주식비율	40.0%
52주 최고가	73,200원
52주 최저가	31,400원
외국인 지분율	13.00%
KOSPI	5,683.80
KOSDAQ	714.95

Price Trend



KUVIC Research Team 3

메일	kuvic_korea@naver.com
팀장	45기 Senior 김범준
팀원	45기 Senior 권나현
팀원	45기 Senior 명승우
팀원	45기 Senior 왕유정
팀원	46기 Junior 손수민
팀원	46기 Junior 변현도
팀원	46기 Junior 이수현

Who We Are

KUVIC

CONTENTS

Summary 3

들어가며 4

산업분석 6

기업분석 10

투자포인트 13

- Point 1. 이번 증설은 다르다 13
- Point 2. 쿠션은 마진의 쿠션 16

투자 고려사항 19

투자리스크 20

밸류에이션 21

- 매출 추정 논리 21
- 비용 추정 논리 21
- Valuation Method 21

Summary

표 1. 주요 매출액 및 이익 테이블

(단위: 십억원)	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	**284.5**	**337.5**	**372.0**	**460.0**	**563.4**	**657.4**
YoY(%)	*20.2*	*18.6*	*10.2*	*23.7*	*22.5*	*16.7*
콤팩트	47.5	52.8	58.8	58.2	84.2	137.4
% of sales	*16.7*	*15.6*	*15.8*	*12.6*	*14.9*	*20.9*
논콤팩트	224.5	275.2	305.5	398.2	475.9	516.7
건강기능식품	12.4	9.5	7.7	3.6	3.4	3.4
영업비용	249.2	289.1	315.4	383.4	459.8	527.4
영업이익	**35.3**	**48.4**	**56.5**	**76.6**	**103.6**	**130.1**
영업이익률 (%)	12.4	14.3	15.2	16.6	18.4	19.8
지배순이익	**27.0**	**32.7**	**34.4**	**60.5**	**72.0**	**90.7**
지배순이익률 (%)	9.5	9.7	9.3	13.2	12.8	13.8

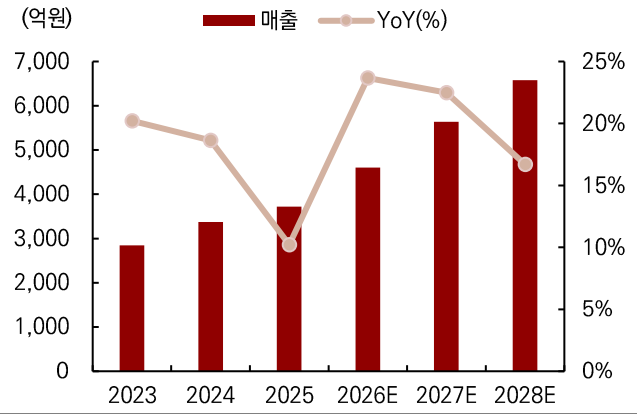
자료: KUVIC 리서치 3팀 추정

표 2. 2028E 기준 밸류에이션

구분	내용	비고
28E 지배순이익 (억원)	907	
Target P/E (배)	15	24.06~25.12 구간 12M Fwd P/E 평균
목표 시가총액 (억원)	13,640	
주식 수 (천주)	12,400	
목표 주가 (원)	**110,000**	109,754원의 조정 가액
현재 주가 (원)	64,000	
상승여력	**71.9%**	

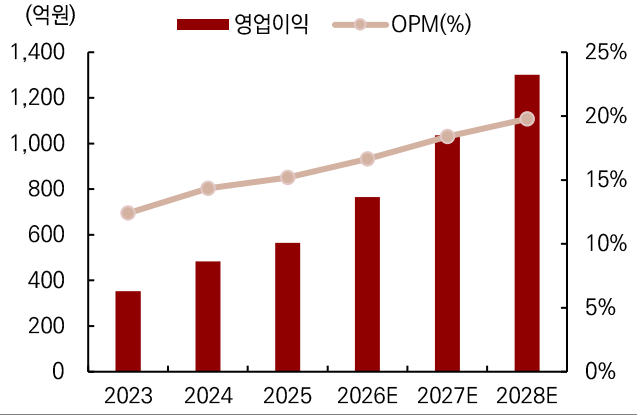
자료: KUVIC 리서치 3팀 추정

표 3. 매출액 추이 및 전망



자료: KUVIC 리서치 3팀 추정

표 4. 영업이익 추이 및 전망



자료: KUVIC 리서치 3팀 추정

들어가며

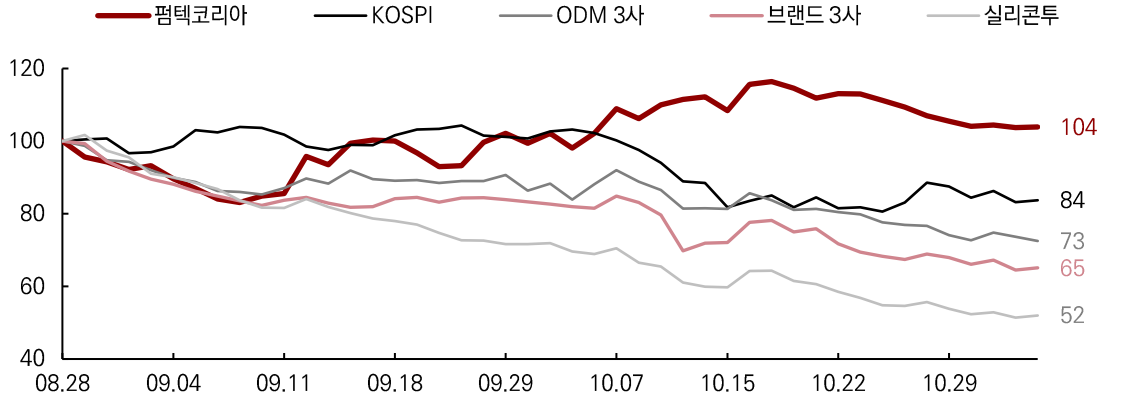
K-뷰티, 결국 너구나

매크로 불확실성과 증시 변동성이 커지면 시장은 결국 펀더멘털로 돌아온다. 꾸준히 늘어나는 이익만큼 확실한 것이 없기 때문이다. 매출이 빠르게 늘어나는 기업은 갈수록 드물어지고, 외부 자금에 기대어 성장하는 기업에는 높은 금리가 부담이 된다. 시선은 본업에서 번 돈으로 성장을 이어가는 산업으로 모일 수밖에 없다. **본 리서치팀은 그 조건에 가장 잘 맞는 산업이 화장품이라고 판단한다.** 화장품 수출은 지난 10년간 연평균 15% 가까이 성장해 왔으며 올해는 30% 가까이 증가했다.

더 큰 변화는 K-뷰티의 성장 무대가 넓어지고 있다는 점이다. 과거 K-뷰티의 인기가 중국을 비롯한 아시아에 집중됐다면, 이제는 화장품의 본고장인 서구 시장으로 확산되고 있다. 2021년 수출의 54%를 차지했던 중국 비중은 올해 14%까지 하락했다. 반면 같은 기간 **미국과 유럽의 비중은 12%에서 37%로 상승하며 중국을 넘어섰다.** 유럽향 수출은 5년 만에 8배 증가했다. 중국향 수출이 절반 이하로 줄었음에도 전체 수출은 사상 최대치를 경신하고 있으며, 한국은 프랑스와 화장품 수출 1위를 다투는 국가로 올라섰다. 그럼에도 북미와 유럽 시장에서 K-뷰티의 침투율은 아직 5%에 미치지 못한다. **K-뷰티가 가져갈 파이는 아직도 충분히 남아 있다.**

그럼 화장품 섹터 내에서 어디에 주목해야 할까? 8월 말 이후 화장품주는 시장보다 훨씬 큰 폭으로 하락했다. 브랜드도, ODM도, 유통업체도 예외는 없었다. 수출은 늘어나는데 주가는 오히려 꺾였다. 그러나 이러한 조정 속에서도 유독 견조한 주가 흐름을 보인 기업이 있다. **화장품 용기를 만드는 펌텍코리아**다. 왜 이 회사만 달랐을까.

그림 1. 8월 말 이후 주가 추이(26.08.28=100)



주: 브랜드 3사(아모레퍼시픽, 에이피알, 달바글로벌)와 ODM 3사(한국콜마, 코스맥스, 코스메카코리아)는 시가총액 가중, 11월 4일 종가까지
자료: 한국투자증권, KRX, KUVIC 리서치 3팀

금을 캘 것인가, 청바지를 팔 것인가

K-뷰티에 투자하는 가장 쉬운 방법은 잘 팔리는 브랜드를 사는 것이다. 문제는 그 인기가 얼마나 지속될지 알기 어렵다는 데 있다. 과거 화장품 호황기에 주목받았던 브랜드 가운데 인기를 2~3년 이상 이어간 곳은 드물다. 시장도 이러한 경험을 기억하고 있다. **수출이 호조를 보여도 브랜드 주가가 크게 출렁이는 이유다.**

ODM은 여러 브랜드의 제품을 대신 생산한다는 점에서 브랜드보다 안정적이다. 하지만 하나의 제품은 대개 한 ODM이 전담 생산한다. 결국 어느 고객사의 어떤 제품이 흥행하느냐에 따라 실적이 좌우된다. **브랜드든 ODM이든 결국 누가 승자가 될지를 맞혀야 하는 투자다.**

반면 용기는 맞힐 필요가 없다. **어떤 브랜드가 어느 ODM에서 제품을 만들든, 화장품은 결국 용기에 담겨 판매된다.** 기존 브랜드의 인기가 식고 새로운 브랜드가 그 자리를 차지하더라도 용기 회사는 새롭게 부상한 브랜드의 주문을 받을 수 있다. 골드러시에서 꾸준히 돈을 번 사람들은 금을 캔 사람들이 아니라 그들에게 청바지와 곡괭이를 판 사람들이었다. 화장품 산업에서 청바지를 파는 곳이 바로 용기 회사다.

올해는 이러한 구도가 더욱 선명해졌다. 화장품이 예상보다 빠르게 팔리면서 용기 공급이 부족해지기 시작했다. 주문을 확보하고도 용기가 부족해 출하를 미루는 ODM까지 등장했다. 본 리서치팀은 이러한 공급 불안이 최근 ODM 주가 조정의 배경 중 하나라고 판단한다. ODM은 용기를 공급받아야 완제품을 출하할 수 있지만, 용기 회사 입장에서 ODM은 여러 고객 중 하나일 뿐이다. 브랜드사도, 다른 ODM도 동일한 용기를 기다린다. 결국 줄을 서야 하는 쪽과 줄을 세울 수 있는 쪽의 차이다. 같은 용기 부족이 용기 회사에는 정반대의 의미를 갖는다. **생산하는 대로 판매할 수 있다는 뜻**이기 때문이다.

그래서, 펌텍코리아

화장품 용기 업체 중 주식시장에서 투자할 수 있는 기업은 사실상 펌텍코리아가 유일하다. 더욱이 동사는 국내 용기 시장의 1위 기업이다. 인디 브랜드부터 대형 ODM, 글로벌 화장품 기업까지 다양한 고객사가 동사의 용기를 사용한다. **K-뷰티 시장이 성장하는 만큼 그 수혜를 폭넓게 누릴 수 있는 구조다.**

여기에 쿠션의 글로벌 확산이라는 새로운 성장 동력이 더해진다. 본 리서치팀이 인터뷰한 서구권 소비자들은 쿠션의 가장 큰 장점으로 휴대가 간편하고 언제든 수정 화장을 할 수 있다는 점을 꼽았다. 쿠션의 경쟁력이 내용물뿐 아니라 용기에서 나온다는 의미다. 쿠션에 사용되는 콤팩트 용기는 동사 제품군 가운데 수익성이 가장 높은 제품이다. 증설을 통해 판매 물량이 늘어나는 가운데, 쿠션의 성장으로 제품 믹스까지 개선될 수 있다. **물량 확대와 수익성 개선이 동시에 기대되는 이유다.**

동사의 주가는 견조했지만, 성장 가능성이 모두 반영된 것은 아니다. 본 리서치팀은 현재 주가가 생산 병목이 해소되기 시작했다는 사실까지만 반영하고 있다고 판단한다. 신규 공장과 협력사 사출 능력 확대를 통해 생산능력이 얼마나 확대될 수 있는지, 쿠션의 성장이 수익성을 얼마나 끌어올릴지는 **아직 주가에 충분히 반영되지 않았다.**

이하 산업분석에서는 K-뷰티의 성장이 왜 용기 산업으로 이어지는지를, 기업분석에서는 그 수혜가 왜 동사에 집중되는지를 살펴본다. 이어지는 투자포인트에서는 증설과 쿠션이 동사의 이익을 어떻게 변화시킬 수 있는지 구체적인 숫자로 보여준다. 본 리서치팀은 **K-뷰티 밸류체인에서 용기를, 용기 산업에서는 펌텍코리아를 Top-pick으로 제시한다.**

산업분석

세계를 점령 중인 K-뷰티

금액보다 빠르게 늘어나는 수출 물량

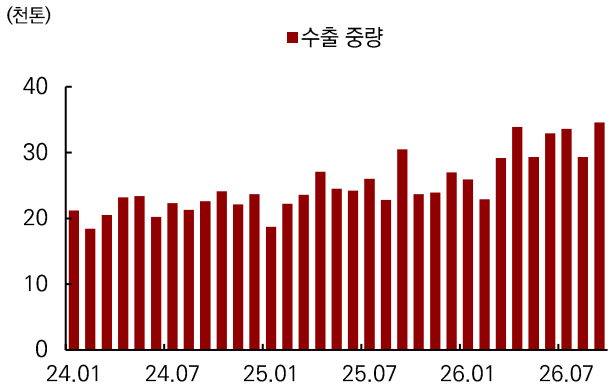
2025년 한국 화장품 수출액은 114.2억 달러로 사상 최대치를 기록했다. 2026년 9월 누적 기준으로도 전년 동기 대비 29.6% 증가하며 성장세를 이어가고 있다. 한국은 이러한 수출 확대를 바탕으로 프랑스에 이어 세계 2위 화장품 수출국에 올랐다.

선케어와 기초화장품이 수출 성장을 주도하는 가운데, **색조에서는 성장의 축이 립에서 베이스 메이크업으로 이동**하고 있다. 그동안 색조 수출을 이끈 립 메이크업은 2022년 2.3억 달러에서 2025년 6.1억 달러로 약 2.7배 늘었으나, 2026년 1~9월에는 전년 동기 대비 11.8% 감소했다. 반면 베이스 메이크업은 같은 기간 2.3% 늘어 색조 품목 중 가장 큰 증가액을 기록했고, 색조 수출 내 비중도 51.9%로 과반을 넘어섰다.

스킨케어에서 쌓인 신뢰로 확장되는 베이스 구매

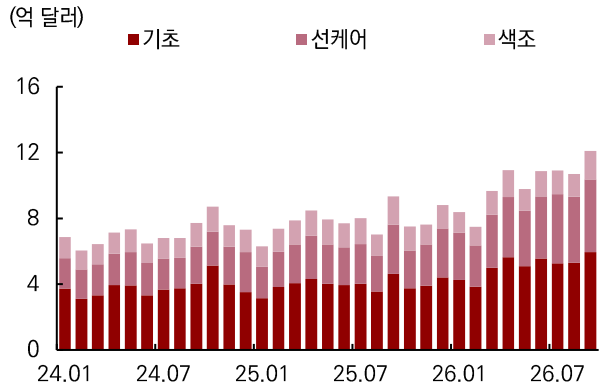
색조 중에서도 베이스 메이크업이 먼저 반응하는 것은, 스킨케어에서 쌓은 제품 경쟁력과 소비자 신뢰가 피부에 직접 바르는 베이스 제품으로 이어지고 있기 때문이다. 이러한 확장이 의미 있는 이유는 성장 여력에 있다. 2025년 글로벌 색조 시장은 910억 달러 규모로 2034년까지 연평균 5.1% 성장할 전망인 반면, 같은 해 한국의 색조화장품 생산액은 약 20억 달러로 글로벌 시장의 약 2.2%에 불과하다. **스킨케어에서 검증된 경쟁력이 색조로 이어진다면, K-뷰티가 새로 공략할 수 있는 시장은 여전히 크다.**

그림 2. 월별 화장품 수출 중량



자료: 관세청, KUVIC 리서치 3팀

그림 3. 월별 카테고리별 화장품 수출액



자료: 관세청, KUVIC 리서치 3팀

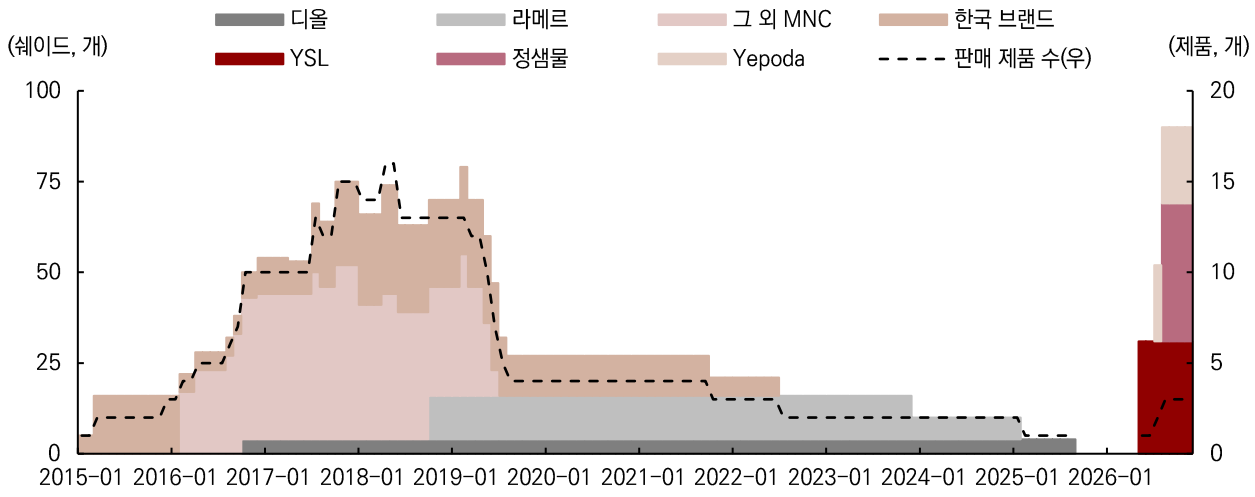
'대'쿠션의 시대

최근 서구권에서 쿠션에 대한 반응이 다시 나타나고 있다. 유통 채널, 소비자 관심, 실제 사용 행동 전반에서 쿠션 수요가 동시에 확인되고 있는 것이다. 주목할 점은 쿠션이 처음 유행하는 제품이 아니라는 것이다. 쿠션은 이미 한 차례 메가트렌드를 거쳤다가 꺾인 카테고리로, **당시 쿠션을 꺾었던 요인들이 지금 하나씩 해소되고 있다는 점에서 이번 흐름은 심상치 않다.**

소비자 관심의 귀환 여정

쿠션은 2010년대 중반 아모레퍼시픽을 중심으로 한 아시아발 메가트렌드였다. 미국 세포라에서도 랑콤, YSL 등 글로벌 MNC와 라네즈,아모레퍼시픽 등 한국 브랜드가 잇따라 쿠션을 선보이며, 쿠션 쉐이드 합계는 19년 초 79개로 정점을 찍었다.

그림 4. 세포라 미국 쿠션 파운데이션 쉐이드 수 추이



자료: KUVIC 리서치 3팀

그러나 이 흐름은 오래가지 못했다. 2010년대 후반 미국에서는 편한 옷차림과 재택근무가 확산되는 '캐주얼화'로 풀메이크업이 필요한 상황 자체가 줄었고, 이는 곧 메이크업 시장의 위축으로 이어졌다. **메이크업에서 빠져나간 지출은 스킨케어로 이동했다.** 소비자들이 '가리는 화장'보다 '건강한 피부'를 추구하면서 자연스러운 베이스 수요마저 스킨케어로 흘러갔고, 쉐이드가 적고 밝은 톤 위주였던 당시 쿠션은 다양한 피부톤의 미국 소비자를 붙잡지 못했다. 이렇게 진행되던 위축은 코로나로 더욱 심화돼, 세포라 미국의 쿠션 쉐이드 합계는 25년 10개까지 줄었다.

쿠션의 장벽이 해소되다

최근 쿠션을 꺾었던 두 가지 장벽이 동시에 해소되고 있다. 먼저 트렌드의 변화다. 컬러와 스킨케어를 결합한 '스키니피케이션'이 확산되면서, **과거 쿠션의 수요를 빼앗았던 스킨케어 트렌드는 오히려 스킨케어형 베이스인 쿠션의 강점이 됐다.**

제품의 한계였던 **쉐이드 부족도 해소되고 있다.** 26년 5월 YSL을 시작으로 신규 쿠션 3개가 미국 세포라에 입점하며, 쉐이드 합계는 반년 만에 90개로 1차 유행 정점을 넘어섰다([그림 4] 참고). 신규 제품들이 제품당 평균 30개의 쉐이드를 갖추면서, 다양한 피부톤의 서구 소비자도 맞는 색을 찾을 수 있게 된 것이다.

장벽이 해소되자 유통 채널도 빠르게 열리고 있다. 미국,영국 주요 뷰티 유통 4곳의 쿠션 SKU 중 96%가 25년 이후 출시,입점한 제품으로, 1차 유행이 럭셔리 채널에 머물렀던 것과 달리 이번에는 얼타,부츠 등 대중 채널까지 확산됐다.

화장품 업계 밸류체인

모든 제품이 거치는 용기

화장품 밸류체인은 용기, 원료, 제조(ODM/OEM), 브랜드, 유통으로 이어진다. 2025년 국내 화장품 전체 생산실적은 17조 9,382억원이며 주요 ODM 16개사의 생산실적은 5조 2,603억원이다. 용기는 완제품 생산에 필수적인 부자재로 브랜드와 ODM 모두에서 발주가 발생한다. 국내 화장품 용기 주요 14사의 매출 합계는 2021년 1조 232억원에서 2025년 1조 4,336억원으로 40.1% 증가했다. 이는 같은 해 주요 ODM 16개사 생산실적의 약 27%에 해당하는 규모다.

그림 5. 화장품 산업 밸류체인과 동사의 위치



자료: 펌텍코리아, 각 사 홈페이지, KUVIC 리서치 3팀

같은 업황에서도 갈리는 ODM 성적

화장품 수출 호황이 모든 ODM의 동일한 성장으로 이어지는 것은 아니다. **2026년 2분기 코스맥스, 한국콜마, 코스메카코리아 3사의 합산 생산량은 전년 동기 대비 27.2% 증가했으나, 업체별 증가율은 각각 33.0%, 26.1%, 7.0%로 격차가 컸다.**

SKU 단위로 묶이는 제조사

브랜드는 복수의 ODM과 거래하면서도 개별 SKU는 특정 제조사에 맡기는 경향이 있다. 제조사를 변경하려면 생산 공정 및 품질 재검증 등이 필요하며 **특히 히트 제품은 미세한 제형이나 사용감의 변화도 소비자 반응에 영향을 줄 수 있어 기존 제조사를 유지하려는 유인이 크다.**

히트 SKU가 가르는 ODM 실적

이에 따라 **ODM의 성장에는 고객사 수뿐 아니라 어떤 히트 SKU를 생산하는지가 중요하다.** 메디큐브의 대표 히트작 제로모공패드는 누적 판매량이 2023년 6월 600만 개에서 2025년 말 1,700만 개로 증가했으며 같은 기간 이를 생산하는 엔코스의 매출도 2년 만에 2.5배 늘었다. 고객사의 제품 흥행이 담당 제조사의 수주 확대로 직결된다. 립 제품 매출 비중이 68.5%인 씨앤씨인터내셔널은 2024년 상반기 립 제품 호조로 분기 최대 매출을 기록했으나 하반기에는 주력 고객사의 제품 교체 사이클과 재고 조정이 겹치며 국내 매출이 2분기 대비 약 40% 감소했다. **여러 브랜드에 공급하는 ODM도 담당 제품의 수요 사이클에서 자유롭기 어렵다는 의미다.**

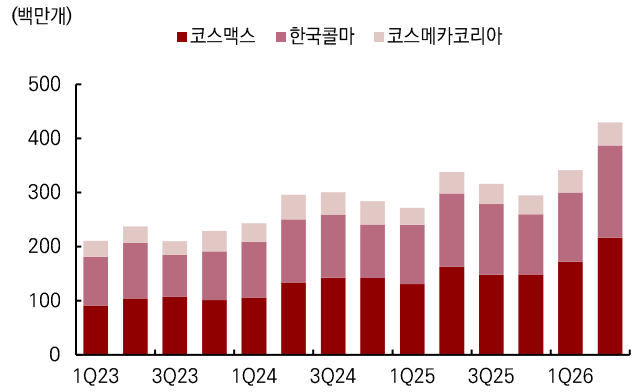
글로벌로 넓어지는 K-제조

한국 제조 인프라의 성장 기회는 K-브랜드의 해외 진출에 한정되지 않는다. 대표적으로 코스맥스는 로레알을 비롯한 글로벌 상위 20개 뷰티 기업 중 18개사와 거래하고 있다. 국내 브랜드의 생산 기반으로 성장한 한국 ODM이 글로벌 시장에서도 경쟁력을 인정받고 있으며, 쿠션은 이러한 확장을 보여주는 대표적인 제품이다. 로레알은 2026년 10월 3분기 실적 컨퍼런스콜에서 한국 업체와 협업해 출시한 YSL 쿠션 파운데이션이 미국에서 인기를 얻고 있다고 언급했다.

속도와 공급망이 만든 경쟁력

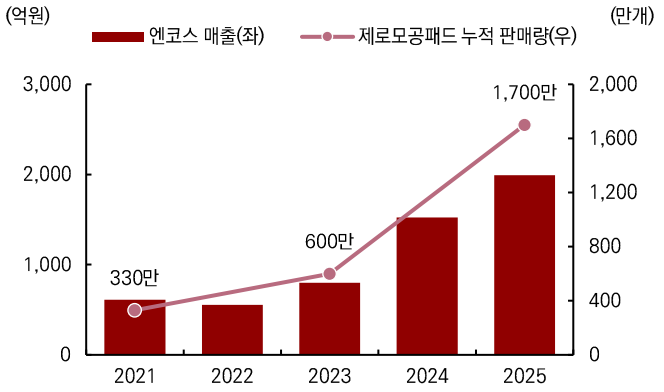
이러한 경쟁력의 기반은 개발 속도와 제형 기술, 밀집된 공급망이다. 한국 ODM의 의뢰부터 출하까지 소요 기간은 약 3~6개월로, 해외 ODM의 6~24개월 대비 짧다. 여기에 원료, 용기, 부자재 업체가 연결된 생태계가 내용물 개발부터 용기 선정, 충진, 양산 검증까지 뒷받침하고 협업과 조달을 원활하게 해, 한국 ODM의 **수주가 국내 용기 업체의 수요로 연결되는 기반이 된다.**

그림 6. ODM 3사 분기 생산량



자료: 각 사 DART, KUVIC 리서치 3팀

그림 7. 제로모공패드 누적 판매량과 생산 ODM(엔코스) 매출



자료: 각 사, KUVIC 리서치 3팀

누가 이기든 용기는 잘 나간다

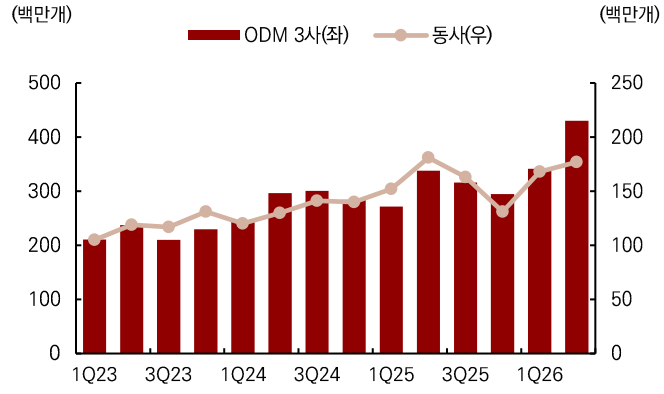
ODM 생산량과 동행하는 동사

반면, 용기는 누가 이기는지가 아닌 화장품 자체가 얼마나 팔리는지에 연동된다. 어떤 브랜드가 어느 ODM에서 성공하든 그 제품은 결국 용기에 담겨야 하기 때문이다. 실제로 2023~2025년 용기업체의 생산량은 ODM 3사 생산량의 평균 50.4% 수준에서 움직였고, 1Q23~2Q26 분기 기준으로 화장품 수출 중량과 용기업체 생산량의 상관계수는 0.85다.

내수로 잡히는 해외 수요

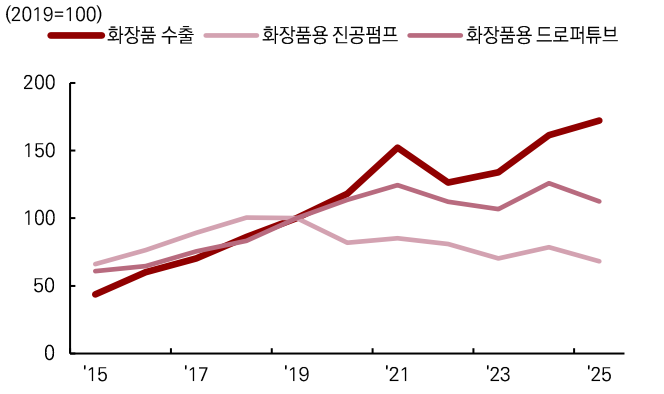
용기업체의 매출은 대부분 내수로 잡힌다. 업계 1위 용기업체도 1H26 직수출 비중이 17.1%, 나머지 83%가 내수로 인식된다. 하지만 내수로 출고된 용기의 상당 부분은 국내 ODM사와 브랜드사의 공장에서 내용물이 채워진 뒤 완제품으로 다시 수출된다. 실제로 19~25년 화장품 완제품 수출이 72.2% 늘어나는 동안 화장품용 진공펌프의 단독 수출은 31.9% 줄었다. 이는 용기가 따로 수출되는 것이 아닌 완제품에 담겨 나간다는 뜻이다. 용기업체의 매출은 내수로 잡혀도 실제로는 K-뷰티 수출 전체를 따라간다.

그림 8. ODM 3사 생산량과 동사 생산량



자료: 각 사 DART, KUVIC 리서치 3팀

그림 9. 화장품 완제품과 용기 단독 수출



자료: EPIC(관세청), KUVIC 리서치 3팀

하지만 용기업체가 화장품 업황의 수혜를 받는 방식은 금형 구조에 따라 다르다. 커스텀몰드는 특정 브랜드의 특정 SKU를 위해 만든 전용 금형으로, 해당 제품의 판매에 따라 물량이 정해진다. 이 때문에 커스텀몰드 비중이 높은 업체는 고객사의 흥행에 실적이 좌우되어 ODM과 유사한 실적 흐름을 보인다. 반면 프리몰드는 용기업체가 자체 개발한 금형으로 같은 용기를 여러 브랜드에 판매하는 방식이다. 세럼이나 크림에 쓰이는 에어리스 펌프처럼 형태가 표준화된 용기는 같은 금형에 색상과 인쇄만 바꿔 다수의 브랜드에 공급되기 때문에, 한 브랜드의 판매가 줄더라도 다른 브랜드의 주문이 그 물량을 채운다. 따라

서 프리몰드 중심의 용기업체는 어느 브랜드와 ODM이 경쟁에서 이기는지와 관계없이 K-뷰티 전체 성장의 수혜를 받는다.

수요를 따라가지 못하는 공급

문제는 K-뷰티 물량이 늘어나는 속도를 용기 공급이 따라가지 못하고 있다는 점이다. 용기는 금형, 사출, 후가공, 조립을 거쳐야 하고, 사출기는 무게 때문에 공장 1층에만 둘 수 있어 수요가 늘어도 생산능력을 단기간에 늘리기 어렵다. 이러한 공급 병목은 이미 ODM 실적에서도 확인된다. 코스메카코리아는 용기 부족으로 3Q26 매출 일부가 4분기로 이연되었고, 용기업체들의 리드타임도 1H26 품목별 6~8주까지 길어졌다. 수요가 공급을 앞서는 구간에서는 생산능력을 갖춘 용기업체로 물량이 몰릴 수밖에 없다.

수혜의 조건은 프리몰드 구조와 CAPA

종합하면, K-뷰티 성장의 수혜를 가장 크게 받는 용기업체의 조건은 두 가지로 압축된다. 첫째는 특정 고객사가 아니라 시장 전체 물량을 따라갈 수 있는 프리몰드 중심의 사업 구조이고, 둘째는 공급이 수요를 따라가지 못하는 구간에서 늘어나는 물량을 실제로 받아낼 수 있는 생산능력이다. 결국 용기 업황의 성장을 실적으로 연결할 수 있는 곳은 프리몰드 경쟁력과 생산능력을 함께 갖춘 업체다. 그 유일한 상장 업체가 바로 펌텍코리아다.

기업분석

개요

회사 소개

2023년 연우 제치고 1위

동사는 화장품 펌프와 용기를 만드는 패키징 전문 기업이다. 2001년 디스펜서, 진공용기로 출발해 펌프, 에어리스, 콤팩트, 스틱, 스포이드로 제품군을 넓혔고, 2019년 국내 최초, 최대 튜브 제조사인 부국티엔씨(지분 47%)를 편입해 튜브까지 확장하였다. 국내 주요 용기업체 가운데 **2023년 연우를 제치고 1위**에 올랐다.

펌프 75%, 튜브 24%

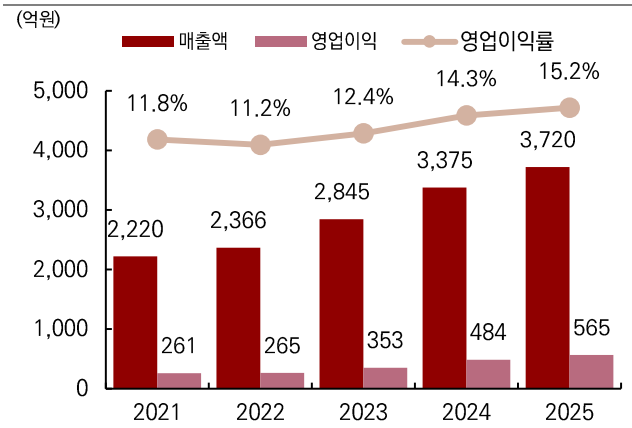
매출은 펌프사업부 75%, 튜브사업부 24%로 사실상 화장품 용기 단일 사업이다. 건강기능식품사업부는 4년 연속 영업적자이며 1H26 매출 비중은 0.9%다.

표 5. 사업부별 매출액 추이

(단위: 억원)	2021	2022	2023	2024	2025	1Q26	2Q26
매출액	**2,220**	**2,366**	**2,845**	**3,375**	**3,720**	**918**	**1,168**
YoY(%)	*12.8%*	*6.6%*	*20.2%*	*18.6%*	*10.2%*	*0.0%*	*10.8%*
펌프사업부	1,593	1,731	2,126	2,536	2,809	681	881
% of sales	*71.8%*	*73.2%*	*74.7%*	*75.1%*	*75.5%*	*74.2%*	*75.4%*
튜브(부국티엔씨)	514	527	647	781	880	240	301
% of sales	*23.1%*	*22.3%*	*22.8%*	*23.1%*	*23.6%*	*26.2%*	*25.7%*
건강기능식품	130	124	124	95	77	11	8
% of sales	*5.8%*	*5.3%*	*4.4%*	*2.8%*	*2.1%*	*1.2%*	*0.7%*

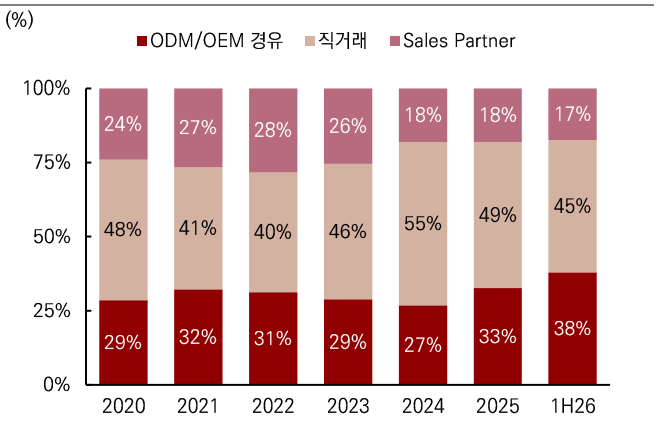
자료: DART, KUVIC 리서치 3팀

표 6. 연결 매출액과 영업이익 추이



자료: 펌텍코리아, KUVIC 리서치 3팀

표 7. 판매경로별 매출 비중



주: 화장품 용기 판매경로 기준(소비자 직판 등 제외). 자료: DART, KUVIC 리서치 3팀

사업부 분석

펌프사업부

동사 프리몰드 74%, 연우 약 50%

동사는 5,000벌 이상의 자체 금형을 보유하며, 브랜드사는 이 중 용기를 골라 색상, 인쇄, 후가공만 바꿔 채택한다. 금형 소유권이 동사에 있어 하나의 금형에 여러 고객의 주문이 쌓이고, 회사 측과 소통한 바에 따르면 수익성은 커스텀몰드의 약 두 배다.

2Q26 **프리몰드 비중은 74%**로 연우(약 50%)를 크게 웃돌며, 특허, 실용신안 202건과 디자인권 319건이 이를 뒷받침한다.

ODM 경유 27%→38%

프리몰드는 ODM의 생산 방식과 맞물린다. 여러 브랜드의 제품을 짧은 주기로 동시에 개발하는 ODM에게 브랜드마다 금형비와 개발 기간이 드는 커스텀몰드는 부담이 크다. 프리몰드는 **금형비 없이 검증된 용기를 짧은 기간 안에 소량부터** 쓸 수 있어 ODM의 출시 일정과 맞는다. 이에 따라 동사 화장품 용기 매출 중 **ODM/OEM 경유 비중은 2024년 26.8%에서 1H26 38.0%로 높아졌다**.

튜브사업부

2Q26 OPM 23.5%

튜브사업부는 1969년 설립된 국내 최초, 최대 튜브 제조사 부국티엔씨와 사출 자회사 미라텍으로 구성된다. 개당 200~300원의 저단가 품목이어서 물량과 설비 효율이 이익을 좌우한다. 2Q26에는 선케어 수출 확대, 설비 효율화, 5월 판가 인상(평균 10% 내외)이 겹치며 영업이익률이 **23.5%로 펌프를 6.0%p 웃돌았다**.

생산 공정과 생산능력

공정 구조와 병목

병목은 사출

동사는 수주 급증에 조립설비를 먼저 늘렸으나, 사출기 라인 증설이 늦어지며 병목이 생겼다. 생산능력은 2023년 6.2억 개에서 2025년 7.7억 개로 늘었고 가동률은 75.9%에서 81.6%로 올라, 증설분이 즉시 물량으로 소화되고 있다.

외주 70%, 금형은 동사 소유

동사는 사출 물량의 **약 70%를 5~10개 협력사에 맡긴다**. 협력사는 동사가 대여한 금형을 사용하므로 통제권은 동사에 있다. 업황 호조로 이들 협력사도 완전 가동 상태에서 자체 증설을 진행하고 있어, 단기 출하량은 **협력사의 증설 속도**에도 영향받는다.

납기가 늘어도 고객은 남는다

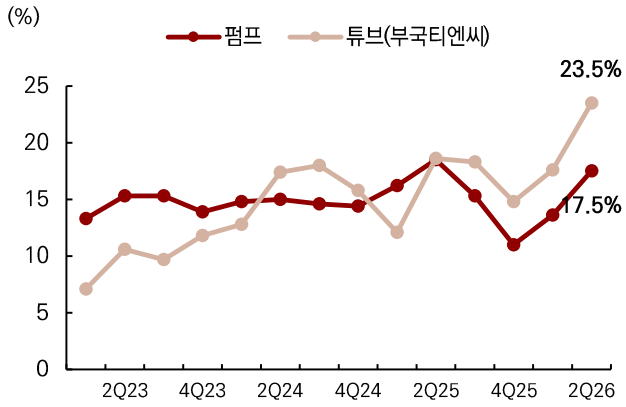
병목은 오히려 동사의 위치를 확인시켰다. 동사 제품은 수개월 앞서 발주해야 할 만큼 납기가 길어졌지만, **고객사들은 공급사를 바꾸지 않고 발주를 이어가고 있다**.

그림 10. 화장품 용기 생산 공정



자료: 펌텍코리아, KUVIC 리서치 3팀

표 8. 사업부별 영업이익률 추이



자료: 펌텍코리아, KUVIC 리서치 3팀

판매 경로 및 경쟁 구도

ODM 경유 38%, 고객 분산

1H26 화장품 용기 매출 중 브랜드사 직거래는 44.6%, ODM/OEM 경유는 38.0%, Sales Partner 경유는 17.4%다. 매출 4~5위 고객의 비중도 2~3%에 불과해 고객이 고르게 분산돼 있다.

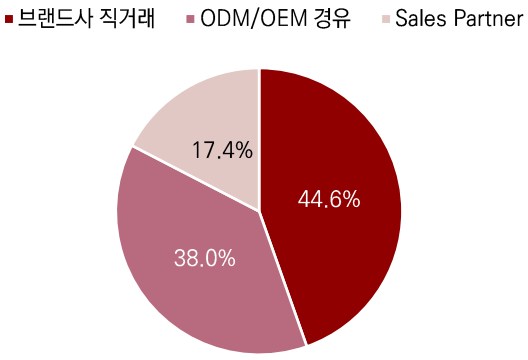
점유율 20%→25%

국내 주요 화장품 용기 14사 매출이 2021~2025년 40.1% 증가하는 동안 **동사 매출은 69.9% 증가**해 점유율이 20.2%에서 24.5%로 상승했으며, 14사 매출 증가분의 63.9%는 동사와 코코스팩이 가져갔다.

콜마 계열 연우, 고객 확장에 제약

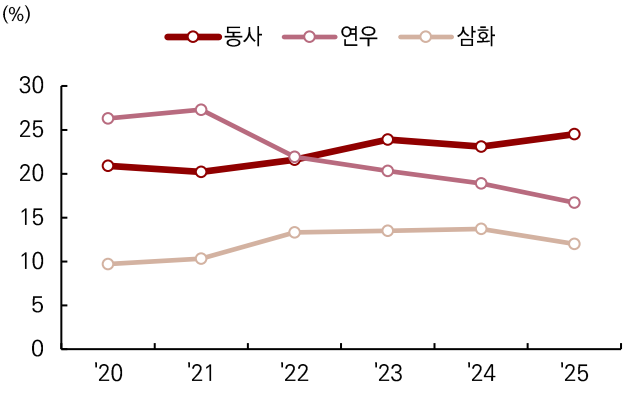
경쟁 구도에서 가장 큰 차이는 **자본 관계**다. 연우는 2022년 한국콜마에 인수된 뒤 2024년 완전자회사로 편입되었다. 용기 개발 과정에서 제형과 출시 일정을 공유해야 하므로, 콜마의 경쟁 ODM이나 그 고객 브랜드는 콜마 계열 용기업체를 꺼릴 수밖에 없다. 반면 동사는 **독립 공급자로서 코스맥스, 한국콜마 등 경쟁 관계의 ODM과 모든 브랜드를 고객으로 둘 수 있다**는 점에서 경쟁우위를 갖는다.

표 9. 동사 판매경로별 매출 비중(1H26)



자료: DART, KUVIC 리서치 3팀

표 10. 국내 주요 화장품 용기 업체 매출 점유율



자료: DART, KUVIC 리서치 3팀

투자포인트

Point 1. 이번 증설은 다르다

1H26 동사의 생산 부진은 수요가 아닌 생산능력 부족에 기인하며, 그 **병목은 공장 1층에만 설치되는 사출 공정에 있다.** 제6, 7공장이 더해지면 사출이 배치되는 1층 면적은 25년 대비 80% 늘어나고, **동사 생산량은 26E 7.1억 개, 27E 8.1억 개, 28E 9.5억 개로 25년 대비 51% 증가할 전망**이다.

1) 병목은 1층에 있다

놓친 물량 15%

1H26 수출 중량은 전년 대비 24.0%, ODM 3사 생산량은 26.5% 증가했으나 동사의 생산량은 3.6% 증가에 그쳤으며, 2Q26에는 전년 대비 2.2% 감소했다. 이에 따라 ODM 3사 대비 동사의 생산 비율은 25년 51.4%에서 2Q26 41.2%까지 낮아졌다. 본 리서치팀이 25년 비율을 1H26 ODM 3사 생산량에 적용한 결과, 동사는 약 0.5억 개, 1H26 생산량의 15%에 해당하는 물량을 생산하지 못한 것으로 추정된다. **이는 1H26의 부진이 수요 부족보다 생산능력 부족에 기인한 것으로 판단된다.**

외주까지 풀가동
1층 면적=사출 능력

동사는 사출품의 70%를 외부 협력사에서 조달하는데, **1H26에는 협력사도 기존 설비와 인력으로 낼 수 있는 물량의 한계에 도달한 것으로 파악된다.** DART 원재료 매입 현황을 바탕으로 역산한 사출품 매입 수량은 24년 10.5억 개, 25년 11.2억 개에서 1H26 6.7억 개(연환산 13.4억 개)로 25년 대비 19.6% 늘어난 것으로 추정된다. 사출품 매입 단가는 24년 46원에서 1H26 51원으로 올랐고, 연결 기준 외주용역비도 23년 71억 원에서 25년 158억 원으로 증가했다. **협력사 역시 공급을 이미 크게 늘린 상태에서 한계에 닿았다는 의미다.**

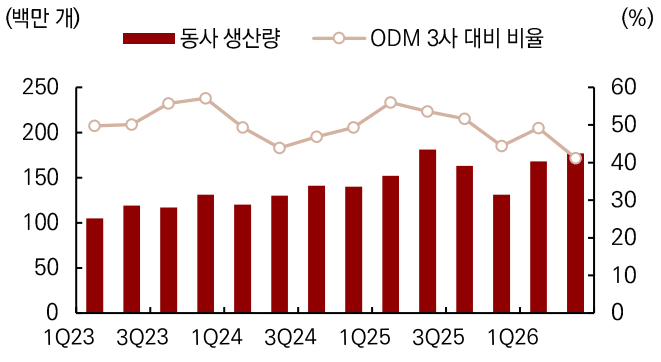
동사 공장의 사정도 같다. 공시 가동률 83.3%는 조립 라인을 1교대, 주 52시간 기준으로 환산한 값으로, 실제 사출기는 주야 2교대와 특근으로 이미 풀가동 상태이며 조립 라인에 여유가 남아 공시 수치가 80%대로 나타나는 것으로 추정된다. 본 리서치팀이 11월 동사 공장을 방문했을 당시에도 조립동은 야간까지 가동 중이었으며, 공장 인근 관계자들 역시 인력이 크게 늘어 주간조와 야간조로 상시 가동하고 있다고 전했다.

사출기는 하중 문제로 공장 1층에만 설치할 수 있다. 협력사가 동사 공장 1층에 입주해 돌리는 사출기도 외주로 집계되므로, 자체와 외주를 합한 사출 능력은 결국 1층 면적이 좌우한다. 사출이 배치된 1층 면적은 제4공장 준공으로 24년 2,057㎡에서 5,785㎡로 늘었고, 제6공장(2,075㎡)과 제7공장(2,569㎡)이 더해지면 10,429㎡로 25년 대비 80% 확대된다.

외주 증산 +7.5%

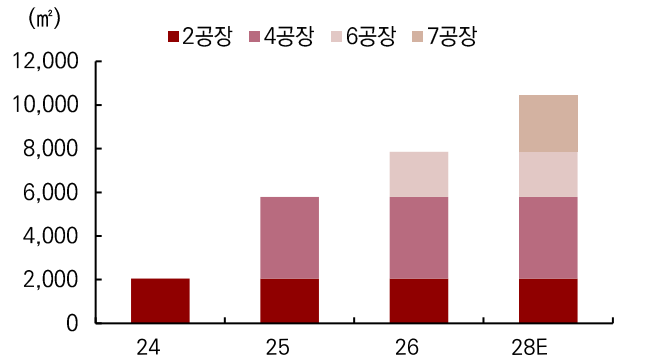
한계에 닿은 협력사들은 인원과 가동시간을 늘려 대응하고 있다. 확인 가능한 사출 협력사 2곳의 국민연금 가입 인원은 26년 9월 기준 전년 대비 각각 7%, 8% 늘었고, 협력사가 밀집한 시흥시 고무, 플라스틱 업종의 전력 사용량도 26년 6~8월 전년 대비 6% 증가했다. 동사와 협력사를 합한 사출기 대수 역시 연초 대비 20% 늘어난 것으로 파악된다. 이에 따라 제6, 7공장 증설과 함께 외주 사출 능력도 확대되며 생산량 증가를 뒷받침할 전망이다. 협력사 인원 **증가율의 평균인 7.5%를 4Q26부터 외주 사출 능력에 반영했다.**

표 11. 동사 생산량과 ODM 3사 대비 생산 비율



자료: 펌텍코리아, 각 사 DART, KUVIC 리서치 3팀

표 12. 사출이 배치되는 1층 면적



자료: 건축물대장, 건축인허가(국토교통부), 펌텍코리아 IR, KUVIC 리서치 3팀

2) 서류와 현장에서 확인한 증설

7개 공장 전수 확인

본 리서치팀은 제1~7공장의 건축물대장, 건축인허가, 등기사항전부증명서를 모두 확인하고 공장 현장을 직접 방문했다. **7개 공장의 합산 연면적은 76,317㎡**이다.

반복돼 온 증설 지연

다만 동사의 증설은 그동안 공시된 일정보다 연기된 사례가 존재한다. 제4공장의 준공 목표는 24년 반기보고서의 25년 7월에서 1Q25 9월, 3Q25 11월로 두 차례 늦춰졌으며, 준공 이후에도 조립 라인을 먼저 들인 뒤 사출 설비를 뒤늦게 보강하는 과정에서 후속 공정이 지연되며 4Q25 생산량은 1.3억 개로 전 분기 대비 19.6% 감소했다. 제6공장 역시 25년 사업보고서의 26년 5월 목표가 2Q26 8월로 조정됐고, 실제 사용승인은 9월 7일로 최초 목표 대비 약 4개월 늦어졌다.

표 13. 제1~7공장 현황

공장	지번(청천동)	구조, 층수	연면적(㎡)	1층(㎡)	주요 공정	착공 → 사용승인
제1공장(본사)	427-7	철근콘크리트 4층	16,544	4,348	콤팩트, 스포이드, 펌프 조립, 완조립	14.06 → 15.04
제2공장	416-4	철근콘크리트 6층	9,769	2,057	1층 펌프엔진 사출, 엔진, 미스트 조립	18.11 → 19.11
제3공장	416-5	철골 5층	5,592	1,217	펌프튜브, 스틱 조립(26.05 매각, 임차)	16.04 → 16.10
제4공장	427-4	철근콘크리트 5층	18,645	3,728	1층 사출, 후가공, 금형, 스틱 조립	24.06 → 25.10
제5공장	426-5	철골 5층	4,962	1,129	라벨링, 물류	23.09 건물 매입
제6공장	415-5	철골 5층	9,374	2,075	1층 사출(협력사 도급), 2층 튜브	25.12 → 26.09
제7공장(신3공장)	427-2 외 2필지	철근콘크리트 5층	11,431	2,569	1층 사출(계획)	26.11 → 27.11(계획)

자료: 건축물대장, 건축인허가(국토교통부), 등기사항전부증명서, 펌텍코리아, KUVIC 리서치 3팀 현장 방문

표 14. 공시상 준공 목표 변경 이력

공장	공시상 준공 목표 변경	실제	지연
제4공장	25.07(24.06) → 25.09(25.03) → 25.11(25.09)	25.10 사용승인, 25.11 준공	4개월
제6공장	26.05(25.12) → 26.08(26.06)	26.09.07 사용승인, 9월 1층 사출 가동	4개월
제7공장	27.11.30(공사안내판, 착공 26.11.10 예정)	-	1~3개월(가정)

자료: DART, 건축물대장, KUVIC 리서치 3팀

표 15. 증설 공장 공사 일정

공장	1층 용도	착공	사용승인	1H24	2H24	1H25	2H25	1H26	2H26	1H27	2H27
4공장	사출, 후가공, 금형	24.06	25.10								
6공장	사출(협력사 도급)	25.12	26.09								
7공장	사출(계획)	26.11	27.11(E)								

자료: 건축물대장, 건축인허가, 펌텍코리아, KUVIC 리서치 3팀

과거와 다른 세 가지

그러나 **본 리서치팀은 이번 증설이 과거와 다르다고 판단한다**. 이는 **1)** 제4공장은 25년 10월 사용승인 이후 조립 라인을 먼저 들이고 사출 설비를 뒤늦게 보강했으나 **제6공장은 26년 9월 7일 사용승인 직후 동월 1층 사출 라인부터 가동**했고, **2) 사출 협력사가 공장 안에 도급 형태로 입주하는 방식을 제2공장에 이어 제6공장으로 확대**해 사출품을 같은 건물 안에서 곧바로 조립 라인으로 넘기는 구조를 갖췄다. 2층 튜브 라인 설비는 11월 중 반입될 예정이며, **3) 제6공장 표지가 제7공장 부지로 그대로 옮겨져 있어 같은 현장 조직이 제7공장으로 이어진 것으로 파악**된다는 것에 기인한다.

3) 제7공장, 착공만 남았다

인허가 완료

제7공장(신3공장) 부지는 청천동 427-2 외 2필지, 3,616.8㎡ 규모다. 동사는 26년 4월 2일 매매계약을 체결했으며, 427-2 필지는 7월 21일 근저당 해지 후 9월 16일 소유권 이전이 완료됐다. 이어 9월 23일 건축허가를 받았으며, 착공은 11월 10일 전후로 예정돼 있다.

허가표지판 확인

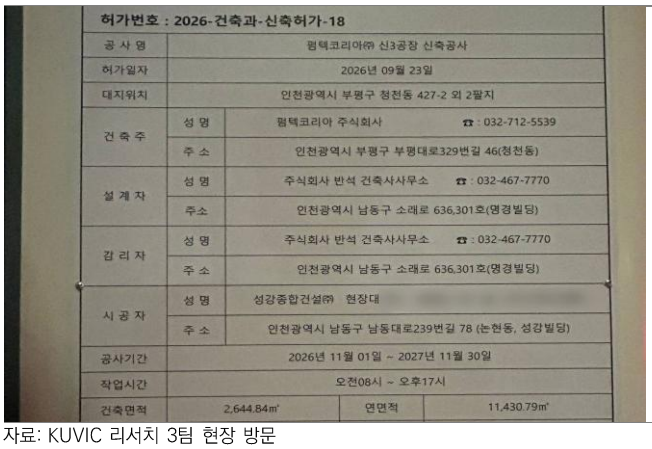
11월 현장 방문에서 제7공장 부지에 게시된 건축허가표지판과 공사안내판을 확인했다. **건축면적은 2,644.8㎡, 연면적은 11,430.8㎡로 연면적은 제6공장의 1.22배, 제1~5공장 합계의 21%**에 해당한다. 공사기간은 26년 11월 1일부터 27년 11월 30일까지 13개월로 표기돼 있는 상황이다.

그림 11. 제7공장 진행 현황



자료: 등기사항전부증명서, 건축인허가, 펌텍코리아, KUVIC 리서치 3팀

그림 12. 제7공장 건축허가표지판(26.11)



자료: KUVIC 리서치 3팀 현장 방문

그림 13. 제7공장 공사안내판(26.11)



자료: KUVIC 리서치 3팀 현장 방문

준공 가정

공사안내판상 준공일(27년 11월 30일)보다 1~3개월 늦은 28년 1~2월 준공을 가정하고, 제4공장의 실제 램프업 속도(38%, 66%, 94%, 100%)를 적용해 1Q28부터 반영하고 완전 가동을 4Q28로 고려했다. 이는 **제6공장이 사용승인 직후 같은 달 1층 사출을 가동한 방식이 제7공장에서도 반복될 것으로 판단했기 때문**이다.

4) 증설 효과 추정

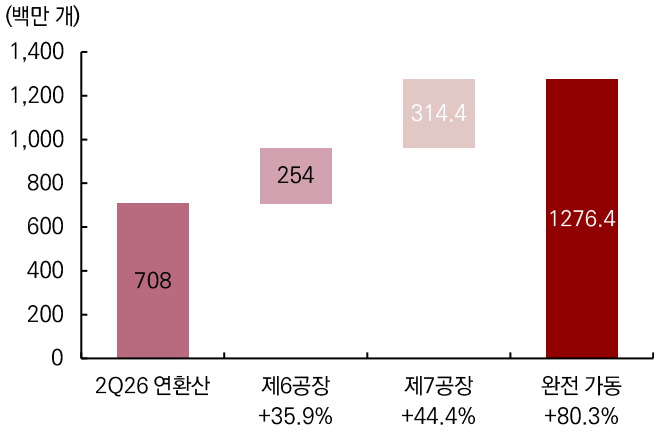
28E 생산량 9.5억 개 25년 대비 +51%

동사의 생산량은 26E 7.1억 개에서 27E 8.1억 개, 28E 9.5억 개로 늘어 25년 대비 51% 증가할 것으로 추정된다. 제7공장이 완전 가동되는 4Q28E의 연환산 생산량은 10.1억 개로, 2Q26 연환산(7.1억 개)보다 43% 많다.

1층 면적 기준 생산 상한 12.8억 개

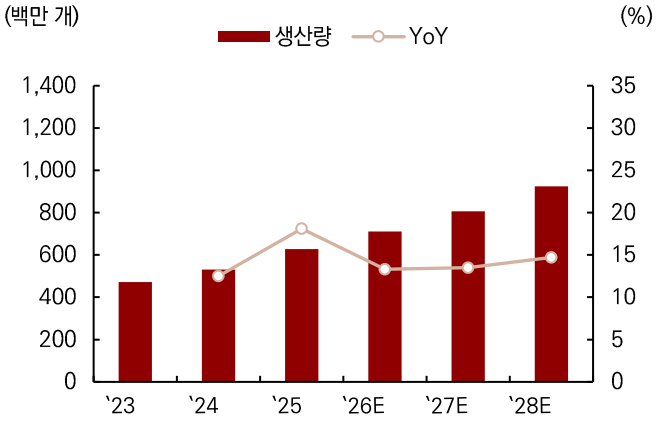
공시 CAPA는 조립 라인을 1교대 기준으로 환산한 값이기에 2교대 가동 시 실제 조립 능력은 이를 웃돌며, 실제로 제4공장 1층(3,728㎡)이 더해진 뒤 공시 CAPA도 24년 6.5억 개에서 1H26 연환산 8.3억 개로 1.8억 개 증가했다. 2Q26 생산량 1.77억 개를 연환산해 당시 사출 면적 5,785㎡로 나누면 1㎡당 연 12.2만 개이며, 2Q26에도 병목이 남아 있었던 만큼 보수적인 원단위로 판단된다. 이를 적용하면 제6공장(2,075㎡)은 연 2.5억 개, 제7공장(2,569㎡)은 연 3.1억 개의 생산 능력을 더해, 1층 면적 기준 생산 상한은 연 12.8억 개로 2Q26 연환산 대비 80% 확대된다. 4Q28E 연환산 생산량(10.1억 개)은 이 상한의 79%에 도달할 것으로 추정된다.

표 16. 1층 사출 면적 기준 연간 생산 능력



자료: 펌텍코리아, 건축물대장, KUVIC 리서치 3팀 추정

표 17. 동사 생산량 추이 및 전망



자료: 펌텍코리아, KUVIC 리서치 3팀 추정

콤팩트 여력 확대

1H26에는 제한된 사출 능력이 스틱과 스포이드에 우선 배분되면서 콤팩트의 펌프사업부 내 비중이 16.9%까지 낮아졌던 만큼, **제6, 7공장 가동으로 사출 병목이 완화되면 늘어난 사출 능력은 점진적으로 콤팩트로 향할 여지가 생길 것으로 추정**된다.

Point 2. 쿠션은 마진의 쿠션

1) 톡톡 두드릴수록 두 배 콤팩트, 2년 뒤 1,374억

콤팩트 매출 +136%
26E 582억 → 28E 1,374억

본 리서치팀은 동사 콤팩트 매출이 26E 582억 원에서 28E 1,374억 원으로 2년간 136% 늘어날 것으로 전망한다. 27~28E 판매량에 1차 쿠션 호황기(14~15년) 쿠션 용기 업체의 매출 증가율을 적용한 결과로, 이 경우 전체 매출 내 콤팩트 비중은 26E 12.6%에서 28E 20.9%로 높아져, 튜브를 제외한 17년 매출 비중 수준에 도달한다(표 18).

콤팩트 영업이익
26E 145억 → 28E 344억

콤팩트 영업이익률은 23~25%로, 그 외 용기의 추정 영업이익률보다 약 7%p 정도 높다. 마진 25%를 적용하면 콤팩트 영업이익은 26E 145억 원에서 28E 344억 원으로 2.4배 늘어, 26E 대비 28E 전사 영업이익 증가분(535억 원)의 37%를 차지한다. 콤팩트 비중 확대에 따른 믹스 효과만으로 전사 영업이익률은 약 1%p 개선될 전망이다.

표 18. 동사 콤팩트 매출 및 영업이익 추정

(단위: 억원)	2025	2026E	2027E	2028E
연결 매출	3,720	4,600	5,634	6,574
콤팩트 비중(연결)	15.8%	12.6%	14.9%	20.9%
콤팩트 비중(펌프사업부)	20.9%	16.9%	19.9%	27.8%
판매량(백만 개)	15.1	14.5	21.0	34.4
콤팩트 매출	588	582	842	1,374
YoY(%)	11.4%	-1.0%	44.7%	63.2%
콤팩트 영업이익	147	145	210	344
전사 영업이익	565	766	1,036	1,301
콤팩트 영업이익 비중	26.0%	18.9%	20.3%	26.4%

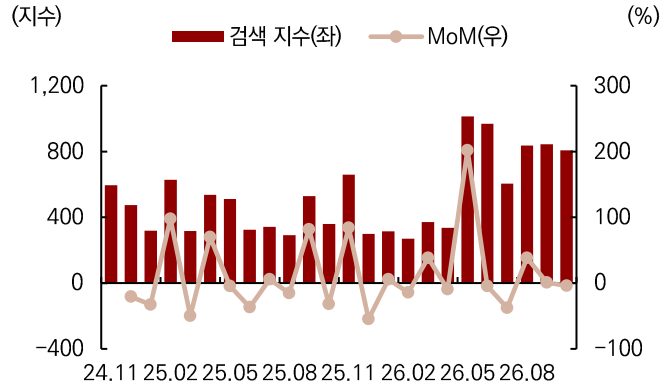
주: 판매량 = 콤팩트 매출 ÷ 판가(26년 4,000원, 이전 연도는 소비자물가로 환산), 콤팩트 영업이익률 25% 가정(23~25%, 10월 탐방)
자료: 펌텍코리아, KUVIC 리서치 3팀 추정

2) 쿠션, 10년 만에 다시 서구로

최근 검색 지수 TikTok 전년比 +125%

쿠션에 대한 수요는 최근 검색 지수에서 먼저 확인되었다. TikTok의 cushion foundation 검색 지수는 25년 월평균 426에서 26년 5월 1,014로 급등했고, 10월에도 808로 전년 동월 대비 125% 높은 수준을 유지하고 있다. 특히 10월 말에는 한국 인디(티르티르), 한국 대형(헤라), 글로벌 MNC(YSL)의 쿠션이 동시에 최근 2년 내 최고치를 기록했다. **특정 브랜드의 흥행이 아니라 쿠션이라는 카테고리 전체가 커지고 있다는 뜻이다.** 미국 구글 검색 지수도 26년 4월 1차 유행기 고점을 넘어섰고, 10월에도 전년 동월의 1.9배를 기록하고 있다.

그림 14. TikTok cushion foundation 검색 지수



자료: TickerTrends(TikTok), KUVIC 리서치 3팀

그림 15. 미국 구글 cushion foundation 검색 지수

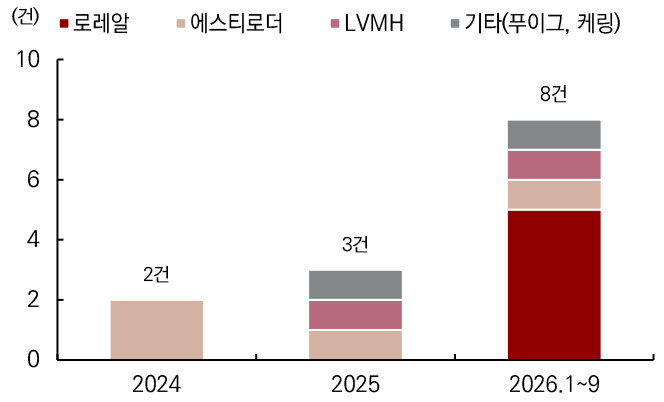


자료: Google Trends, KUVIC 리서치 3팀

글로벌 쿠션 출시 1~3Q26 8건, 16년 이후 최다

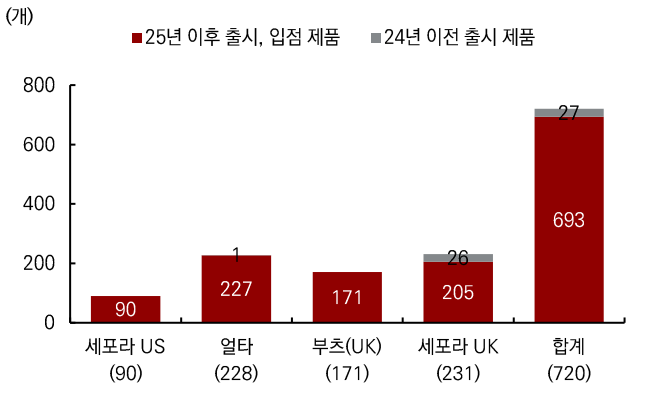
소비자의 관심이 커지자 브랜드의 쿠션 출시도 최근 분기에 몰리고 있다. 글로벌 브랜드의 쿠션 신제품 출시는 24년 2건, 25년 3건에서 1~3Q26 8건으로 늘어 16년(10건) 이후 가장 많았고, 이 중 5건이 로레알 그룹에서 나왔다. **1차 유행기에는 럭셔리 브랜드 위주였다면, 이번에는 럭셔리와 매스 브랜드가 같은 해에 함께 진입했다.** 유통 매대도 빠르게 채워지고 있다. 미국, 영국 주요 뷰티 유통 4곳의 쿠션 파운데이션 720개 SKU 가운데 96%가 25년 이후 출시되거나 새로 입점한 제품이다.

그림 16. 글로벌 브랜드 쿠션 신제품 출시 건수



자료: 각 사, KUVIC 리서치 3팀

그림 17. 서구 주요 뷰티 유통 4곳의 쿠션 파운데이션 SKU 수



자료: Sephora, Ulta, Boots, KUVIC 리서치 3팀

판매로 확인 "YSL 쿠션, 미국서 대히트"

여기에 더해 로레알 CEO는 3Q26 실적 발표에서 "YSL 쿠션은 미국에서 대히트다. 서구는 지금까지 쿠션에 관심이 없었다는 점에서 흥미롭다"고 밝혔다. 이 제품은 49달러의 고가에도 미국 세포라 출시 5개월 만에 리뷰 1,088개를 모았다. 소비자가 쿠션을 고르는 이유도 브랜드보다 용기에 있다. 본 리서치팀이 방한 서구권 소비자 53명을 대상으로 조사한 결과, 응답자의 92%가 휴대, 수정(58%)과 콤팩트 디자인(34%)을 사용 이유로 꼽았고, 브랜드를 꼽은 응답자는 2%에 그쳤다. 생산도 한국으로 모이고 있다. 로레알은 YSL 쿠션을 한국 벤더와 만들었고 코스맥스와 MOU를 체결했다. 따라서 브랜드 국적과 관계없

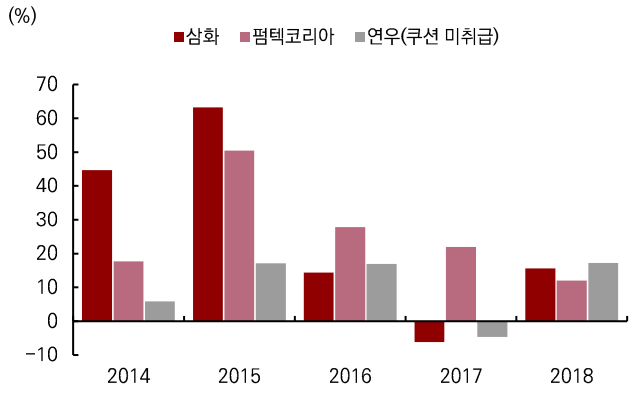
이 서구 쿠션 시장이 커질수록 국내 콤팩트 물량으로 이어질 수 있다.

3) 쿠션을 갖는 자여, 매출을 얻을지니

14~15년 쿠션 붐 삼화 +63% vs 연우 +17%

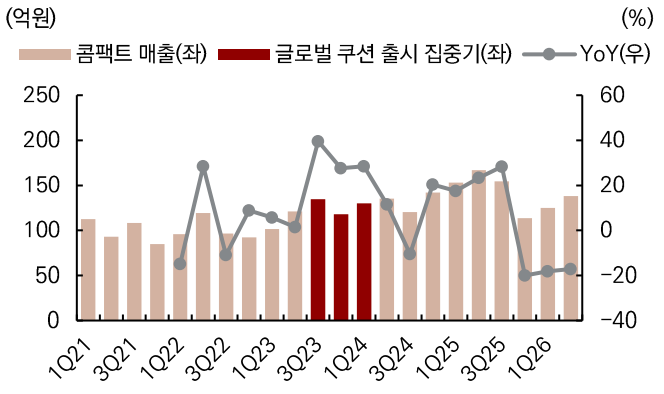
1차 유행기의 사례를 살펴보면 쿠션 사이클이 용기 업체에서 더 크게 나타난다는 점을 보여준다. 당시 쿠션 콤팩트가 주력이던 삼화의 별도 매출은 물가 상승분을 제외한 실질 기준으로 14년 +44.7%, 15년 +63.2% 늘었고, 동사의 별도 매출도 15년 +50.5% 늘었다. 반면 쿠션을 취급하지 않던 연우는 14년 +5.9%, 15년 +17.1%에 그쳤다. **같은 업황에서도 쿠션 취급 여부가 용기 업체의 성장률을 가른 것이다.** 1)에서 27~28E 콤팩트 판매량 증가율에 삼화의 1차 사이클 성장률을 적용한 것도 이 때문이다.

그림 18. 1차 호황기 용기 업체 매출 증가율



자료: KUVIC 리서치 3팀

그림 19. 콤팩트 분기 매출과 YoY



자료: 펌텍코리아, 각 사, KUVIC 리서치 3팀

4) 쿠션은 브랜드가 팔고, 마진은 펌텍이 챙긴다

콤팩트는 단가와 마진 모두 1위

쿠션 사이클이 용기 업체에 중요한 이유는 콤팩트가 가장 비싸고, 마진이 가장 많이 남는 용기이기 때문이다. 쿠션 콤팩트 용기의 단가는 3,000~8,000원으로 튜브(200~300원)의 10~40배이며, 동사가 밝힌 품목별 마진도 콤팩트가 가장 높고 프리몰드 콤팩트의 마진은 20%를 넘는다. 같은 개수를 팔더라도 콤팩트 비중이 높아질수록 매출과 이익이 함께 커지는 구조다.

콤팩트 조립 라인은 여유

이러한 콤팩트 매출을 끌어올려 온 것은 글로벌 브랜드의 쿠션 출시다. 23년 7월~24년 3월 디올, 메이크업포에버, 에스티로더, 바비브라운이 쿠션을 잇달아 출시하자 동사 콤팩트 매출은 3Q23 +40%, 4Q23 +28%, 1Q24 +28%(YoY)로 3개 분기 연속 크게 늘었고, 동사도 24년 6월 컨퍼런스콜에서 에스티로더, LVMH향 초도 및 리오더 매출을 언급했다. 현재 펌프사업부 내 콤팩트 비중은 21년 25.0%에서 1H26 16.9%로 낮아졌지만, 이는 수요 감소가 아니라 상반기 몰린 스틱, 스포이드 수주에 사출 CAPA를 먼저 배정한 결과다. 동사는 콤팩트 조립 라인에 여유가 있다고 밝혔다. 따라서 글로벌 쿠션 수요가 다시 늘어남에 따라, 제6, 7공장으로 늘어나는 사출 능력 위에서 콤팩트를 위한 별도의 설비 투자 없이 곧바로 공급을 늘릴 수 있다.

4Q26 신규 MNC 콤팩트 출고

동사에 따르면 4Q26부터 신규 글로벌 MNC향 콤팩트 출고가 예정되어 있으며, 리오더가 이어지면 펌프사업부 내 콤팩트 비중이 20%를 넘을 수 있다고 언급했다. 이번 출고는 과거 커스텀 금형 위주의 프레스티지 브랜드가 아니라 프리몰드 위주의 매스 브랜드로 넓어지고 있다는 점에서 중요하다. 매스 브랜드의 쿠션은 SKU당 물량이 커서, 같은 금형으로 대량 생산하는 프리몰드의 원가 우위가 가장 크게 발휘되는 영역이다. 쿠션은 브랜드가 팔지만, 그 물량과 마진은 고단가,고마진의 프리몰드 콤팩트를 가진 동사가 가져갈 것이다.

투자 고려사항

P-C 스프레드: 올린 판가는 유지되고, 원가는 낮아져 이익 개선으로

전쟁發 레진 급등 5~6월 판가 인상

이란 전쟁發 호르무즈 해협 통제의 여파로 레진 가격이 급등했고 이에 대응해 동사는 26년 5~6월 판가를 인상했다. 레진 가격은 동사가 국내 유통상을 거쳐 국내산 레진을 매입하는 점을 감안해 국내 내수가인 한국은행 합성수지 생산자물가지수(PPI)를 대표 지수로 분석했다. **PPI는 25년 평균 117.5에서 전쟁 이후 2Q26 평균 157.2로 34% 급등했고, 판가 인상은 이 시점에 이뤄졌다. 이후 3Q26 평균 139.4로 인상 시점 대비 11% 내려왔다.** 중요한 점은, **인상된 판가가 유지된다면 이후 낮아진 원가로 그 차이가 이익으로 남는 구조라는 것이다.**

판가 유지의 근거

판가 유지가 합리적인 이유는 다음과 같다. 첫째, 선례다. 동사는 22년 원재료 급등 때 판가를 올렸고, 레진이 9% 하락한 23년에도 펌프 평균판가(ASP)는 463원에서 467원으로 유지됐다. 외주 사출품 매입단가는 22년 49원에서 24년 46원으로 낮아져, **원가 하락은 판가가 아니라 매입단가에 반영됐다.** 둘째, 동사의 판가 인상은 20년간 이번을 포함해 세 차례뿐으로, 원가가 구조적으로 바뀔 때만 신중하게 올리고 한 번 정한 판가는 오래 유지해왔다. 셋째, **브랜드사가 이미 소비자가를 올려 용기 판가 인상분을 흡수**했기 때문에 인하 압력도 크지 않다.

베어 가능성은 낮음 베이스로 추정

레진이 2Q26 수준으로 재상승할 가능성은 낮다. 레진 급등은 나프타 가격 상승에 4월 나프타 수입과 정유사 생산이 동시에 꺾인 물량 공백이 겹친 결과였다. 지금은 원유 수입이 우회로를 거쳐 평소의 95%까지 회복됐고, 국내 정유사가 나프타 생산을 평소의 104~109%로 늘려 수입 부족을 메우고 있다. **따라서 레진이 3Q26 수준에 머무는 경우를 기본 시나리오로 두고 스프레드를 추정했다.**

노출도 14.6% 시차 1분기

1H26 공시 매입액(원료, 외주 사출품, 코팅 및 증착품)에 항목별 레진 비중을 적용한 레진 연동 원가는 305억 원, **이를 매출 2,086억 원으로 나눈 14.6%가 레진 노출도다.** PPI가 전 분기 대비 32% 뛴 2Q26에도 원재료 매입 비율은 0.5%p만 올라, 시차는 1분기로 가정했다. 이에 따라 4Q26E부터 3Q의 낮아진 가격이 원가에 반영돼 분기 약 25억 원의 영업이익 개선 효과가 나타난다.

28E 스프레드 효과 +124억 원

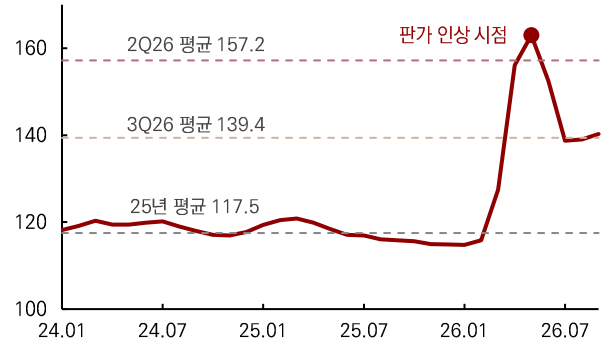
26년 판가 인상으로 27E 매출에 더해지는 금액은 253억 원이다. 레진이 25년 평균보다 19% 높은 수준에 머물면서 늘어나는 원가 147억 원을 빼면, **27E 영업이익은 106억 원(영업이익률 +1.9%p) 개선된다.** 28E에는 물량이 늘어 이 효과가 124억 원으로 커져, 스프레드가 없을 때의 1,177억 원보다 영업이익이 1,301억 원으로 높아진다. 레진이 더 내리지 않아도 올린 판가를 지키는 것만으로 이익이 늘어나는 셈이다.

레진 복귀 시 영업이익 +128억 원

레진의 추가 하락은 기본 추정에 포함하지 않은 상방 요인이다. **27년까지 레진이 3Q26 수준에 머물다가 28년부터 전쟁 이전인 25년 평균으로 복귀하는 상방 시나리오를 가정하면, 1분기의 원가 반영 시차를 감안해도 28E 영업이익은 기본 추정 대비 128억 원 늘어난 1,429억 원(영업이익률 21.7%)이다.**

표 19. 레진 가격(PPI 합성수지)과 판가 인상 시점

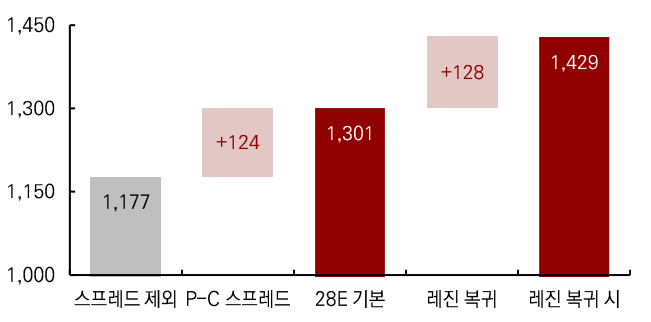
(단위: 2020=100)



자료: 한국은행 ECOS, 동사, KUVIC 리서치 3팀

표 20. 28E 영업이익에 남는 P-C 스프레드

(단위: 억원)



주: 레진 복귀 = 28년부터 25년 평균으로 복귀(시차 1분기 적용)

자료: KUVIC 리서치 3팀 추정

투자리스크

본 리서치팀은 동사의 투자리스크로 증설 지연, 외주 원가 상승, 섹터 조정을 꼽는다. 세 가지 모두 28E 지배순이익 907억 원과 맞닿아 있으나, 각각을 상쇄하는 근거가 데이터로 확인되기에 **투자 판단을 바꿀 리스크는 아니라고 판단한다.**

1) 제7공장, 또 늦어질까

지연 이력 각 4개월

동사의 증설은 공시 일정보다 늦어져 왔다. 제4, 6공장은 모두 최초 공시 목표보다 4개월 늦게 완공됐고, 제4공장은 사출 보강이 늦어지며 4Q25 생산량이 전 분기 대비 19.6% 감소했다. 다만 제6공장은 사용승인 당월 1층 사출을 가동했고, 제7공장은 소유권 이전과 건축허가를 마쳤다. 본 리서치팀은 제7공장이 공사안내판 목표일(27년 11월 30일) 이후 1Q28부터 가동된다고 가정하고, 제4공장의 실제 가동 속도에 맞춰 1Q28 반영률을 38%로 두었다. 준공이 늦어져 가동 일정 전체가 한 분기 밀리더라도 28E 매출 감소는 약 245억 원(3.7%)으로 제한적이다. 따라서 제7공장 일정은 투자 판단을 바꿀 리스크는 아니라고 판단한다.

2) 외주 단가가 오른다

단가 46원→51원

동사는 사출품의 70%를 외부 협력사에서 조달하며, 협력사까지 풀가동에 이르면서 사출품 매입 단가는 24년 46원에서 1H26 51원으로, 연결 외주용역비는 23년 71억 원에서 25년 158억 원으로 늘었다. 외주 의존이 길어지면 마진이 희석될 수 있다. 다만 연결 영업이익률은 24년 14.3%에서 25년 15.2%로 오히려 높아졌고, 튜브사업부는 26년 5월 판가 인상으로 2Q26 영업이익률 23.5%를 기록해 원가 상승분을 전가했다. 제6공장 1층에 사출 협력사가 동사의 부지와 사출기를 기반으로 한 사급 모델로 입주하면서, 동사의 높은 협상력이 적용된 외주 물량 비중이 증대되고 있다는 점도 부담을 줄인다. **원가 상승분은 판가 인상과 사출 내재화로 흡수되고 있어 마진을 훼손하는 리스크로 보기 어렵다.**

3) 섹터 조정이 번질까

ODM 3사 -26%

26년 8월 말 이후 ODM 3사 주가가 26% 하락하는 섹터 조정이 이어지고 있다. 그러나 같은 기간 동사 주가는 제6공장 사출 가동에 힘입어 3% 상승했고, 26년 1~10월 수출 중량은 전년 동기 대비 25.1%, 10월은 41.3% 늘어 물량은 꺾이지 않았다. 또한 현재 27E P/E는 11.0배로 이익 정체기 평균(11배) 수준까지 낮아져, 섹터 조정은 이미 주가에 반영돼 있다. **물량이 꺾이지 않은 상황에서 밸류에이션이 정체기 수준에 머무는 만큼, 섹터 조정은 추가 하락 리스크보다 매수 기회에 가깝다고 판단한다.**

밸류에이션

매출 추정 논리

물량 × 판가
콤팩트는 별도 추정

동사의 매출은 사출 생산능력으로 추정한 생산량에 판가를 곱해 분기별로 산출했다. 수주가 생산능력을 웃도는 현재 국면에서는 수요보다 사출 능력이 출하량을 제약하기 때문이다. 생산량은 2Q26 생산실적 1.77억 개를 기준으로 제6공장(+17%, 제1~5공장 대비 연면적 비율), 제7공장(+20.7%, 제6공장 × 연면적 비율), 4Q26부터의 외주 증산(+7.5%)과 계절성을 반영했다. 제7공장 가동률은 제4공장의 램프업 속도를 따라 1Q28 38%에서 4Q28 100%로 가정했다.

콤팩트는 판매량 × 판가 4,000원으로 추정했다. 판매량은 **27E +44.7%, 28E +63.2% 늘어나는 것으로 가정**했으며, 이는 쿠션 호황기였던 2014~2015년 쿠션 콤팩트 주력 업체 삼화의 매출 증가율을 참고했다. 이에 따라 4Q28E 콤팩트 비중은 펌프사업부 내 30.1%로 과거 최고인 2017년(27.3%)과 비슷해질 것으로 전망한다. 사업부별로는 튜브(부국티엔씨)와 연결조정의 연결 매출 대비 비중을 1H26 수준으로 유지하고, 건강기능식품은 2Q26 수준을 유지했다. **그 결과 매출액은 26E 4,600억 원(+23.7%), 27E 5,634억 원(+22.5%), 28E 6,574억 원(+16.7%)으로 추정**한다.

분기 생산량 = 직전 분기 생산량 × (1 + 계절성 QoQ) × (1 + 생산능력 증가 QoQ)

분기 매출 = 콤팩트 판매량 × 4,000원 + (생산량 − 콤팩트 판매량) × 논콤팩트 판가 + 건강기능식품

표 21. 펌텍코리아 매출 추정

(억 원, 백만 개)	24	25	26E	27E	28E
매출액	**3,375**	**3,720**	**4,600**	**5,634**	**6,574**
YoY	*18.6%*	*10.2%*	*23.7%*	*22.5%*	*16.7%*
펌프사업부	2,536	2,809	3,451	4,237	4,950
튜브(부국티엔씨)	781	880	1,193	1,462	1,705
건강기능식품	95	77	36	34	34
연결조정	-37	-46	-80	-98	-115
콤팩트 매출	**528**	**588**	**582**	**842**	**1,374**
% of sales	*15.6%*	*15.8%*	*12.6%*	*14.9%*	*20.9%*
생산량 (백만 개)	531	627	711	811	947

자료: DART, 펌텍코리아, KUVIC 리서치 3팀 추정

비용 추정 논리

OPM 28E 19.8%

비용은 **원재료비, 그 외 변동비, 고정비로 나눠 추정**했다. 원재료 매입은 레진 가격(합성수지 PPI)을 1분기 시차로 반영하고 26년 5~6월 판가 인상분이 유지된다고 가정해, 매출 대비 매입 비율이 2H26E 46.1%에서 27E, 28E 45.1%로 낮아진다. 여기에 콤팩트 비중 확대에 따른 마진 개선을 더했고, 그 외 변동비는 최근 3개년 매출 대비 평균 비중을 적용했다. 고정비 중 인건비는 생산실적에 연동한 인원(25년 682명 → 28E 849명)과 1인당 급여 증가율로, 감가상각비는 기존 자산 상각비 144.8억 원에 제6, 7공장 증설분을 더해 28E 171억 원으로 산출했다. 판관비는 고정 항목 비중이 높아 매출 대비 25년 7.4%에서 28E 6.0%로 낮아진다. 그 **결과 영업이익률은 26E 16.7%, 27E 18.4%, 28E 19.8%로 높아진다**.

Valuation Method

Historical P/E 적용

밸류에이션은 동사의 Historical P/E를 적용했으며 **28E 지배순이익 907억 원에 Target P/E 15배를 적용**해 목표 시가총액 1조 3,640억 원, **목표주가 110,000원(상승 여력 71.9%)**을 제시한다.

국내 용기업체 가운데 동사만이 유일하게 상장돼 있어 Peer P/E는 적용하기 어렵다고 판단했다. 이에 본 리서치팀은 동사가 **현재와 같은 기대 아래에서 시장으로부터 받았던 멀티플을 기준**으로 삼았다.

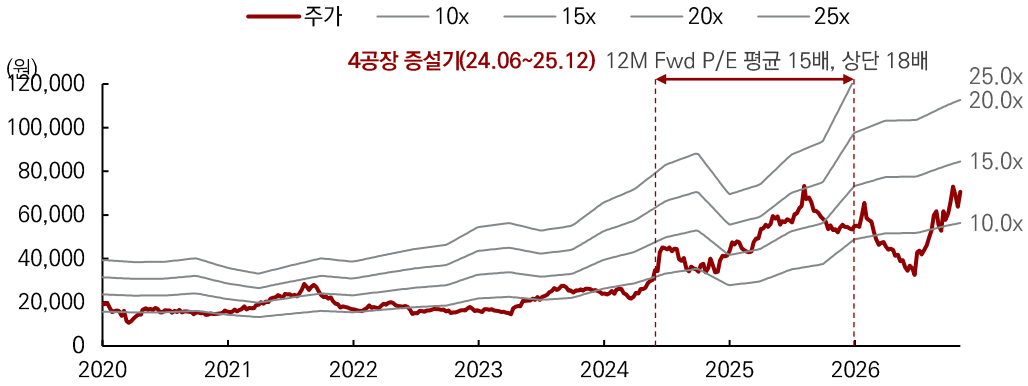
정체기 12M Fwd 11배

동사의 멀티플은 이익 국면에 따라 뚜렷하게 갈렸다. 지배순이익이 19년 205억 원에서 22년 191억 원으로 정체됐던 20~23년 정체기에 동사의 **12M Fwd P/E는 평균 11배**, Trailing P/E도 평균 11배에 머물렀다.

증설, 수출 확대 구간 15배

반면 제4공장 증설과 수출 확대가 함께 진행된 24~25년 증설기에는 **12M Fwd P/E 평균이 15배로 올라섰다**. 24년 지배순이익이 327억 원으로 전년 대비 21.2% 늘며 이익 성장이 확인되자, 시장은 동사의 증설을 성장의 근거로 평가했다.

표 22. 12M Forward P/E 밴드



자료: KRX, KUVIC 리서치 3팀

본 리서치팀은 27~28E에도 동사가 같은 구간에 있다고 판단한다. 이는 **1) 제6, 7공장으로 1층 사출 면적이 25년 대비 80% 늘며 생산량이 28E 9.5억 개로 25년 대비 51% 증가**하고, **2) 26년 1~10월 수출 중량이 전년 동기 대비 25.1% 늘며 수출 확대**가 이어지는 가운데 4Q26부터 글로벌 MNC향 쿠션 콤팩트 출고가 더해지며, **3) 28E 지배순이익이 907억 원으로 전년 대비 26.0% 늘어 24년(+21.2%)을 웃도는 이익 성장이 이어질 전망**인 데 기인한다.

Target P/E는 24~25년 증설기의 12M Fwd P/E 평균인 15배를 적용하였다. 15배는 같은 구간 12M Fwd P/E 상단(18배)과 Trailing P/E 평균(18배)보다 낮고 Trailing P/E 최저치(15배)와 같은 수준이다.

27E P/E 11배, 정체기 수준

현재 동사의 시가총액은 7,936억 원으로 27E 기준 P/E 11배, 28E 기준 8.7배에 거래되고 있다. 27E 기준으로도 이익이 정체됐던 20~23년의 12M Fwd P/E 평균(11배)과 같은 수준이다. 제6공장은 사용승인 당월에 사출을 가동했고 제7공장은 인허가를 마쳤다. 증설과 **글로벌 고객 확대라는 투자포인트가 존재하기에, 동사가 성장 구간 멀티플에서 할인받을 이유는 없다고 판단한다.**

본 리서치팀은 목표주가 산정 기준 연도를 28E로 정했다. 이는 **1) 26년 11월 착공 예정인 제7공장이 28년 초 준공돼 증설 효과가 처음 이익에 반영**되고, **2) 지배순이익이 907억 원으로 전년 대비 26.0% 늘어 27E(+19.0%)보다 이익 성장**이 가팔라지며, **3) 쿠션 콤팩트 매출이 1,374억 원으로 늘며 연결 매출 내 비중 상승폭(+6.0%p)도 가장 큰 해**이기 때문이다. 투자포인트가 이익으로 확인되는 시점이 28E인 만큼, **동사의 적정가치도 28E 이익을 기준으로 판단하는 것이 타당하다고 판단**한다.

27E로도 +36%

보수적으로 제7공장 효과가 반영되지 않은 27E만을 기준으로 해도 상승 여력은 충분하다. 28E가 제7공장 가동과 쿠션 콤팩트 비중 확대가 이익에 반영되는 해라면, 27E는 26년 9월 사출을 가동한 제6공장이 단계적으로 가동되며 생산량이 전년 대비 1.0억 개 늘어나는 해다. **두 해 모두 증설 효과가 이익으로 반영되는 증설기에 해당하는 만큼 27E에도 같은 15배를 적용했으며**, 27E 지배순이익 720억 원 기준 **적정 주가는 87,000원, 상승 여력은 35.9%**다.

Appendix

요약 손익계산서

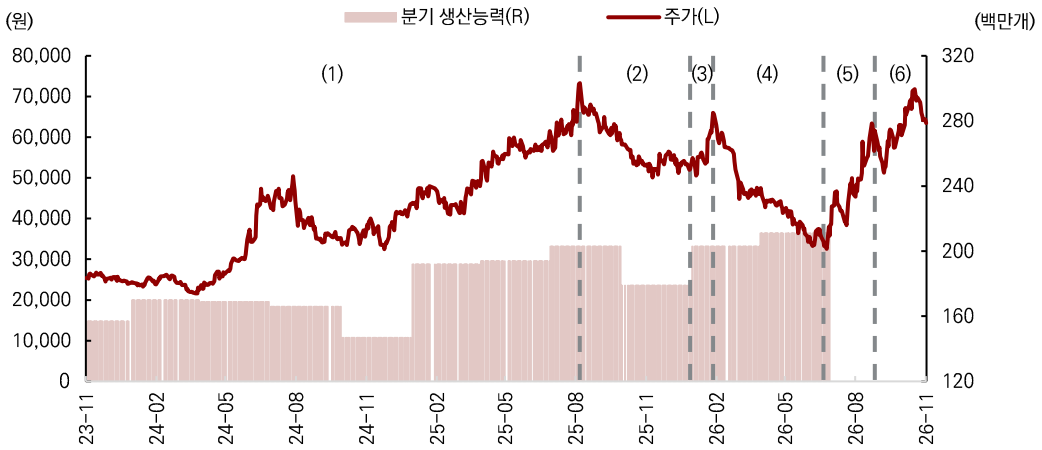
표 23. 요약 손익계산서

(단위: 억원)	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	**2,845**	**3,375**	**3,720**	**4,600**	**5,634**	**6,574**
YoY	*20.2%*	*18.6%*	*10.2%*	*23.7%*	*22.5%*	*16.7%*
펌프사업부	2,126	2,536	2,809	3,451	4,237	4,950
튜브사업부(부국티엔씨)	647	781	880	1,193	1,462	1,705
건강기능식품	124	95	77	36	34	34
연결조정	-53	-37	-46	-80	-98	-115
콤팩트 매출	475	528	588	582	842	1,374
콤팩트 비중(전체 매출 대비)	*16.7%*	*15.6%*	*15.8%*	*12.6%*	*14.9%*	*20.9%*
매출원가	2,234	2,617	2,881	3,499	4,239	4,880
매출총이익	610	758	839	1,101	1,395	1,695
GPM	*21.5%*	*22.5%*	*22.6%*	*23.9%*	*24.8%*	*25.8%*
판매비와관리비	258	274	274	335	359	394
영업이익	**353**	**484**	**565**	**766**	**1,036**	**1,301**
OPM	*12.4%*	*14.3%*	*15.2%*	*16.7%*	*18.4%*	*19.8%*
영업외손익	21	-3	-29	187	30	30
법인세비용차감전순이익	374	481	536	953	1,066	1,330
법인세비용	83	98	136	205	230	289
당기순이익	291	383	401	747	835	1,042
지배주주순이익	**270**	**327**	**344**	**605**	**720**	**907**
지배 비율	*92.7%*	*85.3%*	*86.0%*	*81.0%*	*86.2%*	*87.1%*
EPS (원)	2,177	2,637	2,778	4,881	5,807	7,317
PER (배)	29.4	24.3	23.0	13.1	11.0	8.7
생산량 (백만 개)	472	531	627	711	811	947

주: K-IFRS 연결 기준, EPS는 지배주주순이익 기준(발행주식 수 1,240만주), PER은 2026.11.04 종가(64,000원) 기준
자료: DART, KUVIC 리서치 3팀 추정

주가추이

그림 20. 펌텍코리아 주가 추이



자료: DART, KUVIC 리서치 3팀

동사의 주가는 크게 두 가지 변수에 따라 움직인다. 첫째는 K-뷰티 수출과 화장품 업황이다. 화장품 수출이 늘고 업황이 좋아지는 국면에서는 ODM, 브랜드사와 함께 오른다. 둘째는 생산능력이다. 수주가 생산능력을 웃도는 현재 구조에서는 증설과 가동 여부가 곧 매출과 이익을 결정한다.

(1) 2023년 11월~2025년 8월, 인디 브랜드의 비중국 수출 확대와 증설로 생산능력이 6.2억 개에서 7.7억 개로 늘며 사상 최고가(종가 73,300원)까지 182% 상승하였다.

(2) 2025년 8월~12월, 화장품 업종 조정과 4공장 이전 부담이 겹치며 29% 하락하였다. 4Q25 생산량은 전 분기 대비 19.6% 감소하였다.

(3) 2026년 1월, K-뷰티 수출 호조로 업종 전반이 강세를 보이며 ODM 3사와 함께 27% 상승하였다.

(4) 2026년 1월 말~6월, 사출 병목으로 1Q26 영업이익이 3.5% 감소하며 48% 하락하였다. ODM 3사(-7%)와 달리 생산능력 자체 요인으로 인한 주가 변동이었다.

(5) 2026년 6월 말~8월, 사출 보강으로 2Q26 분기 최대 영업이익(217억원)과 사상 최대 생산능력을 기록하며 79% 반등하였다.

(6) 2026년 8월 말 이후, ODM 3사가 26% 하락하는 동안 6공장 사출 라인 가동으로 3% 상승하였다.

외국인의 화장품 쿠션 사용 실태조사

설문조사

표 24. 외국인 쿠션 사용 경험

응답 항목	전체	오프라인	온라인
최근 2년 내 시작	20명	12명(38%)	8명(38%)
2년 이상	9명	6명(19%)	3명(14%)
사용 중단	8명	4명(13%)	4명(19%)
사용 경험 없음	16명	10명(31%)	6명(29%)
응답자 수	**53명**	**32명**	**21명**

자료: KUVIC 리서치 3팀

표 25. 쿠션을 쓰는 이유

응답 항목	전체	오프라인	온라인
휴대, 수정	31명	18명(56%)	13명(62%)
콤팩트 디자인	18명	12명(38%)	6명(29%)
가격	3명	2명(6%)	1명(5%)
브랜드	1명	0명(0%)	1명(5%)
응답자 수	**53명**	**32명**	**21명**

자료: KUVIC 리서치 3팀 설문조사

표 26. 쿠션 사용 의향

응답 항목	전체	오프라인	온라인
있음	42명	25명(78%)	17명(81%)
없음	11명	7명(22%)	4명(19%)
응답자 수	**53명**	**32명**	**21명**

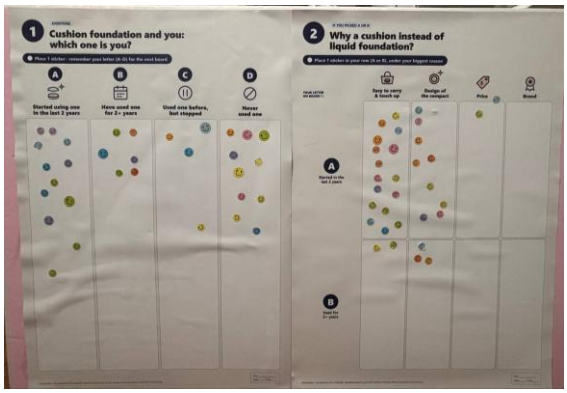
자료: KUVIC 리서치 3팀 설문조사

표 27. 쿠션을 쓰지 않는 이유

응답 항목	전체	오프라인	온라인
필요성을 못 느낌	16명	11명(34%)	5명(24%)
맞는 쉐이드 없음	22명	13명(41%)	9명(43%)
퍼프 위생	9명	6명(19%)	3명(14%)
커버력	6명	2명(6%)	4명(19%)
응답자 수	**53명**	**32명**	**21명**

자료: KUVIC 리서치 3팀 설문조사

그림 21. 오프라인 설문조사 결과



자료: KUVIC 리서치 3팀

그림 22. 오프라인 설문조사 결과



자료: KUVIC 리서치 3팀

명동 K-뷰티 매장 탐방 직원 인터뷰

Q. 외국인 고객은 어떤 방식으로 제품을 구매하는지?

대부분 틱톡이나 유튜브 등 SNS를 보고 구매할 제품을 미리 정해서 방문한다. 기초화장품을 기본으로 구매하며, 쿠션 역시 SNS에서 본 제품을 정해 와서 여러 개를 한꺼번에 구매하는 경우가 많다. 주 고객은 서양인이다.

Q. 어떤 쿠션이 가장 많이 팔리는지?

방문한 매장 3곳 모두 정샘물 쿠션이 가장 많이 팔린다고 답했다. 쉐이드가 다양해 피부색이 다른 외국인 고객층을 폭넓게 커버하기 때문인 것으로 보인다.

Q. 고객 국적별로 쿠션 구매에 차이가 있는지?

서양 고객이 고르는 브랜드는 다양하다. 반면 중동 고객은 피부색에 맞는 제품이 적어 쿠션을 거의 구매하지 않는다.

Q. 인기 제품이 얼마나 자주 바뀌는지?

과거에는 트렌드가 느려 인기 제품을 특정하기 쉬웠지만, 최근에는 트렌드가 빨라져 빠르면 3개월 안에 인기 브랜드가 바뀐다. 그중 정샘물이 비교적 꾸준히 팔리는 편이다.

Q. 외국인 고객의 화장품 선택 기준은?

기초화장품은 효능을 기준으로 미리 정해 온 제품을 구매하고, 쿠션 등 베이스 제품은 매장에서 직접 테스트해 본 뒤 구매한다. 대부분 효능을 가장 중시하며, 그중 리프팅에 대한 관심이 가장 높다. 연예인 모델 여부는 구매에 거의 영향을 주지 않는다.

명동 방문 외국인 소비자 대상 개별 심층 인터뷰

Q. 쿠션을 어떤 경로로 구매하게 됐는지?

스킨케어 제품을 사러 매장에 왔다가 직원 추천으로 쿠션까지 함께 구매한 사례가 있었다.

Q. 가격에 얼마나 민감한지?

연령대에 따라 차이가 컸다. 젊은 층은 가격에 민감해 케이스 디자인이 예뻐도 비싸면 구매하지 않으며, 서양 브랜드보다 K-뷰티를 선호한다. 반면 30~40대는 쿠션 자체뿐 아니라 케이스 등으로 가격이 높아져도 크게 개의치 않는다.

Q. 맞는 쉐이드를 찾기 어려운지?

중동 응답자는 쉐이드가 다양하다는 이유로 로레알 쿠션을 사용해 본 경험이 있었다. 반면 러시아계 응답자는 피부가 매우 밝아 맞는 색이 없어 파운데이션 자체를 사용하지 않는다고 답했다.

Q. 지역, 기후에 따라 불편한 점이 있는지?

히잡을 착용하는 인도네시아 응답자는 더운 날씨에 베이스 메이크업이 쉽게 무너진다는 점을 불편으로 꼽았다.

그림 23. 설문조사



자료: KUVIC 리서치 3팀 현장 방문

그림 24. 명동 올리브영 매장 내부



자료: KUVIC 리서치 3팀 현장 방문

국내 주요 용기업체 비교

표 28. 국내 주요 용기업체 비교(2025)

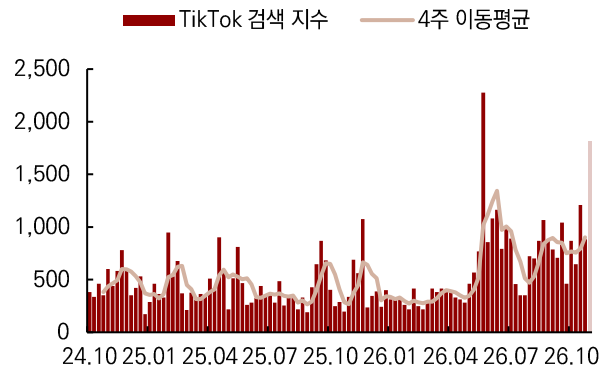
업체	매출액	점유율	영업이익률	최대주주	펌프, 보틀	콤팩트	튜브	스포이드	스틱	블로우
펌텍코리아	3,516	24.5%	15.7%	오너	○	○	○	○	○	-
연우	2,400	16.7%	-0.1%	한국콜마	○	○	-	-	-	○
삼화	1,725	12.0%	14.3%	KKR	○	○	-	○	○	○
코코스팩	1,382	9.6%	11.4%	-	○	○	n/a	n/a	n/a	n/a

자료: DART, 언론보도, KUVIC 리서치 3팀

TikTok 검색 트렌드

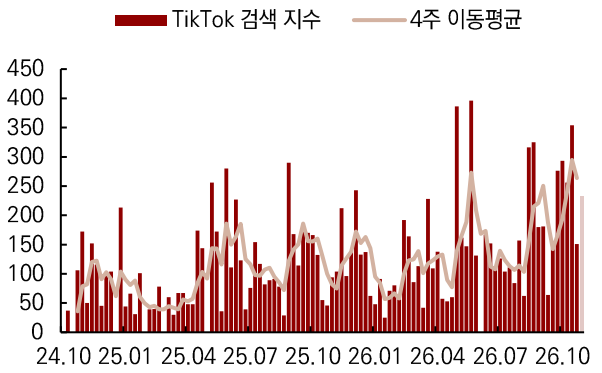
쿠션 관련 키워드의 TikTok 주간 검색 지수(24.10.13~26.11.08, 주말 기준)를 정리했다. 26년 10월 말 TIRTIR, HERA 블랙쿠션, YSL 쿠션이 동시에 최근 2년 내 최고치를 기록했으며, 6월 이전에는 거의 잡히지 않던 YSL Skin Affair 쿠션도 134까지 상승했다. 막대의 마지막 주(26.11.08)는 집계가 끝나지 않은 부분 값이다.

그림 25. TikTok 'cushion foundation' 주간 검색 지수



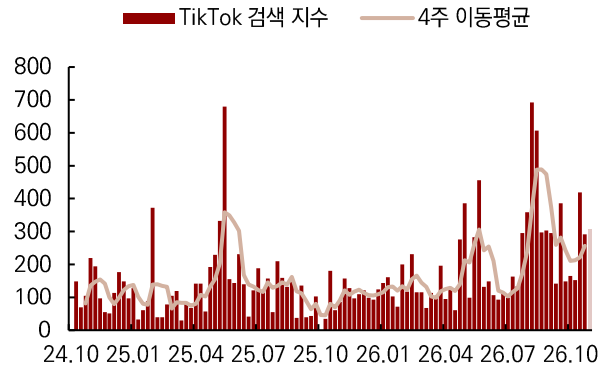
자료: TickerTrends(TikTok), KUVIC 리서치 3팀

그림 26. TikTok 'base makeup' 주간 검색 지수



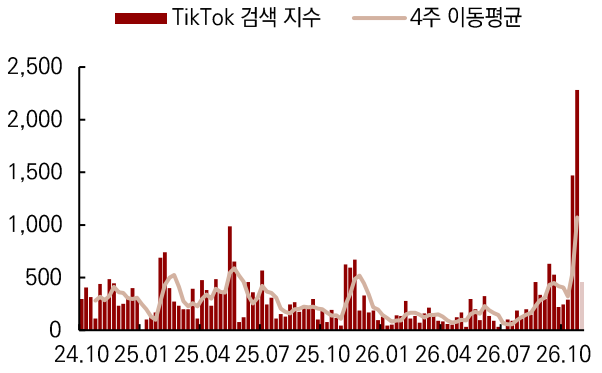
자료: TickerTrends(TikTok), KUVIC 리서치 3팀

그림 27. TikTok 'liquid foundation' 주간 검색 지수



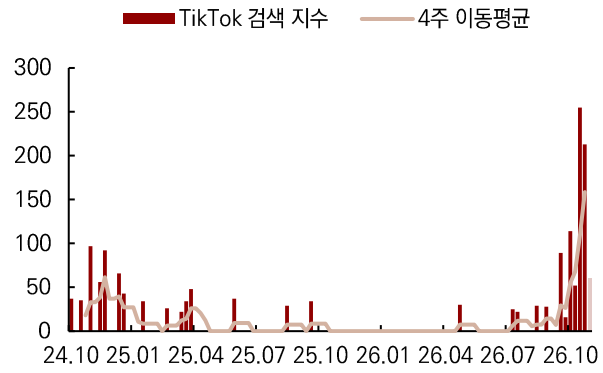
자료: TickerTrends(TikTok), KUVIC 리서치 3팀

그림 28. TikTok 'TIRTIR' 주간 검색 지수



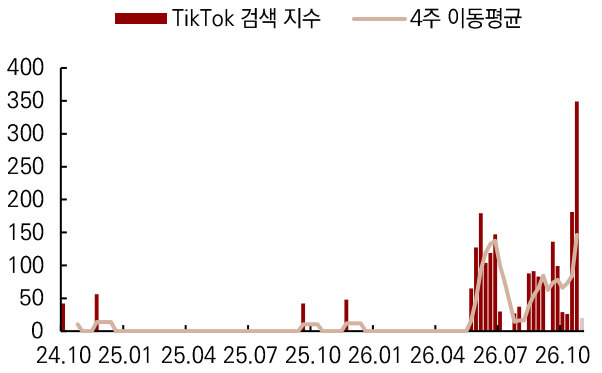
자료: TickerTrends(TikTok), KUVIC 리서치 3팀

그림 29. TikTok 'HERA black cushion' 주간 검색 지수



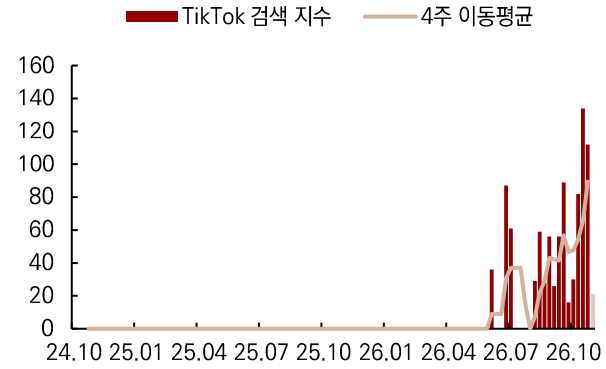
자료: TickerTrends(TikTok), KUVIC 리서치 3팀

그림 30. TikTok 'YSL cushion' 주간 검색 지수



자료: TickerTrends(TikTok), KUVIC 리서치 3팀

그림 31. TikTok 'YSL Skin Affair Soft Glow Cushion Foundation' 주간 검색 지수



자료: TickerTrends(TikTok), KUVIC 리서치 3팀

매출 추정 상세

1) 물량: 증설과 외주 증산을 반영

제6공장 +17%
제7공장 +20.7%

생산능력 증가율은 2Q26 생산능력 대비 증가분으로, 기존 자체 사출 30%, 외주 사출 70%에 증설 효과를 더해 산출했다. 제6공장은 연면적(9,374㎡)이 기존 제1~5공장 합계의 약 17%라는 점을 기준으로 완전 가동 시 전체 생산능력 증가율을 17%로 추정했다. 증설 효과 반영률은 26년 9월 사출 가동과 27년 초 조립설비 가동 일정에 맞춰 3Q26 5%에서 4Q27 100%까지 단계적으로 높였다. **제6공장만 반영한 27년 연평균 생산능력은 전년 대비 11.8% 증가한다.**

제7공장은 연면적이 제6공장의 1.22배라는 점을 기준으로 전체 생산능력 증가율을 20.7%로 추정했다. 공사안내판의 준공 목표일(27년 11월 30일) 이후 1Q28부터 가동한다고 가정하고, 제4공장의 실제 가동 속도를 첫 분기부터 적용했다. 증설 효과 반영률은 1Q28 38%, 2Q28 66%, 3Q28 94%, 4Q28 100%다.

외주 증산율은 사출 협력사의 국민연금 가입 인원이 2Q26 평균 182.4명에서 3Q26 평균 196.3명으로 7.6% 늘어난 점을 근거로 4Q26부터 7.5%로 가정했다. **이들 가정을 합산한 생산능력 증가율(2Q26 대비)은 4Q26E 7.8%, 4Q27E 22.3%, 4Q28E 43.0%이다.**

계절성은 물량에 반영

분기별 계절성은 평균판가가 아닌 물량에 반영했다. 21~24년 생산실적의 평균 분기 비중은 1Q 23.2%, 2Q 25.8%, 3Q 25.2%, 4Q 25.8%다. 25년은 제4공장 이전으로 평균에서 뺐고, 이 비중끼리 나눈 전 분기 대비 변화(1Q -10.2%, 2Q +11.2%, 3Q -2.1%, 4Q +2.2%)를 분기별 계절성으로 적용했다. 예를 들어 3Q는 생산능력이 그대로면 계절적으로 2Q보다 물량이 2.1% 적다. **연간 총물량은 26E 7.11억 개(+13.4%), 27E 8.11억 개(+14.1%), 28E 9.47억 개(+16.7%)다.**

표 29. 생산능력 증가율과 분기 물량, 매출 추정

(%, 백만 개, 억 원)	3Q26E	4Q26E	1Q27E	2Q27E	3Q27E	4Q27E	1Q28E	2Q28E	3Q28E	4Q28E
6공장 반영률	5%	15%	35%	70%	95%	100%	100%	100%	100%	100%
7공장 반영률	-	-	-	-	-	-	38%	66%	94%	100%
외주 증산율	-	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%
생산능력 (2Q26 대비)	0.9%	7.8%	11.2%	17.2%	21.4%	22.3%	30.1%	35.9%	41.7%	43.0%
계절성 (QoQ)	-2.1%	2.2%	-10.2%	11.2%	-2.1%	2.2%	-10.2%	11.2%	-2.1%	2.2%
총물량	175	191	177	207	210	217	207	241	246	253
매출액	**1,206**	**1,308**	**1,260**	**1,440**	**1,452**	**1,483**	**1,474**	**1,670**	**1,695**	**1,735**
YoY(%)	*23.5%*	*69.6%*	*37.3%*	*23.2%*	*20.4%*	*13.4%*	*17.0%*	*16.0%*	*16.8%*	*17.0%*

자료: DART, 펌텍코리아, 국민연금 사업장 가입 현황, KUVIC 리서치 3팀 추정

2) 판가: 3Q26 추정 평균판가를 유지

기준 평균판가
개당 690원

기준 평균판가는 3Q26 매출 1,206억 원을 추정 물량 1.75억 개로 나눈 개당 690원이다. 이는 개별 제품의 실제 판매가격이 아니라 총매출 추정에 사용하는 전 품목 평균판가다. 품목별 물량 환산에는 회사가 설명한 단가 범위를 참고해 콤팩트 4,000원을 가정했고, 논콤팩트는 3Q26 매출에서 역산한 약 611원을 사용했다.

4Q26E 이후에는 기준 평균판가를 연간 기준으로 일정하게 유지하되, 분기별 판가 계절성(21~25년 평균, 전 분기 대비 1Q +4.0%, 2Q -2.5%, 3Q -0.6%, 4Q -0.8%)만 반영했다. 26년 인상분은 유지하되 추가 인상은 가정하지 않았고, 콤팩트 비중 확대에 따른 평균판가 상승 효과도 총매출에 더하지 않았다. 이에 따라 27E 매출 증가율 22.5%는 물량 증가와 판가 인상분의 연간 반영 효과를 함께 포함하지만, **28E에는 매출 증가율과 물량 증가율이 16.7%로 같아진다.**

3) 믹스: 콤팩트 비중 확대를 이익에 반영

4Q28E 콤팩트 비중
연결 매출의 22.6%

콤팩트 매출은 판매량에 개당 4,000원을 곱해 추정했다. 3Q까지 기존 수준이 유지된다는 회사 설명에 따라 1H26 비중 12.6%를 3Q26E까지 적용하고, 신규 글로벌 MNC향 출고가 시작되는 4Q26E 판매량은 전사 물량 증가율(전 분기 대비 +9.3%)만큼 늘렸다. **27E와 28E 판매량은 전년 동기 대비 각각 44.7%, 63.2% 증가를 가정했으며, 이는 쿠션 호황기였던 14~15년 삼화의 별도 매출 실질 증가율이다. 그 결과 콤팩트 비중은 4Q28E 연결 매출의 22.6%(펌프사업부 기준 30.1%)로, 21년(연결 기준 18.0%, 품목 6종 합계 기준 18.8%)을 웃도는 수준이다.**

이에 따라 콤팩트 매출은 26E 582억 원에서 27E 842억 원(+44.7%), 28E 1,374억 원(+63.2%)으로 늘어난다. 연간 증가율은 과거 최고치인 17년 약 34%를 웃돌고 연결 매출 내 비중 상승폭도 27E 2.3%p, 28E 6.0%p로 커지는데, 이는 신규 MNC 물량과 증설로 늘어난 사출 능력이 콤팩트에 배분되는 효과를 반영한 것이다. 콤팩트의 높은 수익성은 원재료 매입 비율을 차등 적용하는 방식으로 이익 추정에 반영했다. 즉 증설은 매출을 늘리고, 콤팩트 비중 확대는 같은 매출에서 더 많은 이익을 남기는 구조다.

비용 추정 상세

표 30. 비용 추정 테이블(BASE)

(단위: 억원)		2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액		3,375	3,720	4,600	5,634	6,574
	YoY	*19%*	*10%*	*24%*	*22%*	*17%*
매출원가		**2,617**	**2,881**	**3,499**	**4,239**	**4,880**
	변동비	1,989	2,198	2,713	3,332	3,859
	고정비	628	683	786	907	1,021
매출총이익		**758**	**839**	**1,101**	**1,395**	**1,695**
	GPM	*22%*	*23%*	*24%*	*25%*	*26%*
판매비와관리비		**274**	**274**	**335**	**359**	**394**
	변동비	51	58	70	88	103
	고정비	224	216	265	271	291
영업이익		**484**	**565**	**766**	**1,036**	1,301
	OPM	*14%*	*15%*	*17%*	*18%*	*20%*
	기타이익	24	16	167	19	19
	기타비용	52	66	7	11	11
	금융수익	38	35	43	40	40
	금융비용	13	15	16	18	18

법인세비용차감전순이익	**481**	**536**	**953**	**1,066**	**1,330**
법인세비용	98	136	205	230	289
당기순이익	**383**	**401**	**747**	**835**	1,042
NPM	*11%*	*11%*	*16%*	*15%*	*16%*

자료: KUVIC 리서치 3팀 추정

1. 매출원가

1-1. 변동비: 원재료, 재고자산 변동, 외주, 금형 등

콤팩트 비중 12.6%→20.9%

원재료 매입액은 **레진 가격과 판가의 시차(P-C 스프레드)를 반영해 추정**했으며 26년 5~6월 판가 인상분은 유지된다고 가정했다. 콤팩트와 논콤팩트의 마진 격차는 원재료 매입 비율에 배분해 콤팩트 비중이 26E 12.6%에서 28E 20.9%로 높아지는 만큼 변동비율이 낮아지도록 했다. 그 외 변동비는 최근 3개년 매출 대비 평균 비중을 적용했다.

1-2. 고정비: 종업원급여, 상각비

종업원급여는 인원 × 1인당 급여 × 지급률로 산출하고 특근 할증(3.1%)은 2H26~1H27에만 반영했다. 감가상각비는 기존 자산(144.8억 원)에 6, 7공장 증설분을 준공 시점부터 더했다.

2. 판매비와 관리비

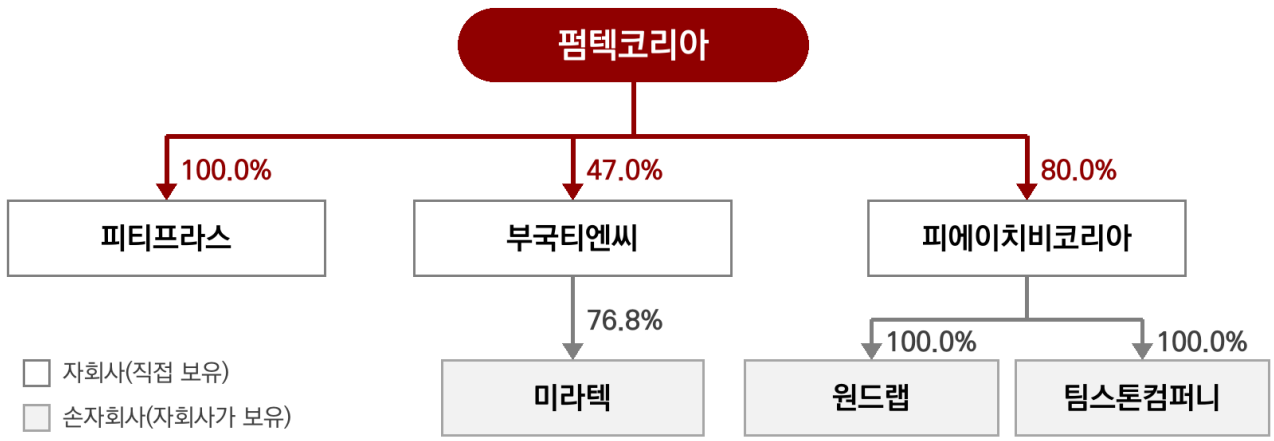
운반비, 수출제비용 등 5개 항목은 매출 대비 평균 비중을 적용하고, 지급수수료, 광고선전비 등 고정비는 최근 3개년 평균을 플랫하게 적용했다. 영업외비용에서 재분류된 잡손실(연 4.6억 원)은 판관비에 더했다.

3. 영업외손익 및 법인세

반복 항목은 최근 3개년 평균을 적용했으며 26E 기타이익 급증은 일회성 처분이익 140억 원 때문으로 27년부터 정상화했다. 법인세는 1%p 인상된 누진세율을 적용했다.

펌텍코리아 지배구조

그림 32. 펌텍코리아 지배구조(1H26 기준)



자료: DART, KUVIC 리서치 3팀

Compliance Notice

- 본 보고서는 고려대학교 가치투자동아리 KUVIC의 리서치 결과를 토대로 한 분석 보고서입니다.
- 본 보고서에 사용된 자료들은 고려대학교 가치투자동아리 KUVIC이 신뢰할 수 있는 출처 및 정보로부터 얻어진 것이나 그 정확성이나 완전성을 보장하지 못합니다.
- 본 보고서는 투자 권유 목적으로 작성된 것이 아닌 고려대학교 가치투자동아리 KUVIC의 스터디 목적으로 작성되었습니다.
- 따라서 투자자 자신의 판단과 책임 하에 종목선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다.

- 본 보고서에 대한 지적재산권은 고려대학교 가치투자동아리 KUVIC에 있으며 어떠한 경우에도 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.