COMPANY ANALYSIS

동국제약 (086450)

BUY

목표주가	40,000원
현재주가	24,400원
상승여력	63.93%

마데카솔~드아웃

투자의견 'Buy', 목표주가 '40,000원'

본 리서치 팀은 Peer PER Method에 따라 **목표주가 40,000원**, **상승여력 63.93%로 매수 의견**을 제시한다. 동사의 2026년 매출액과 영업이익은 각각 1조 585억원, 1,214억원으로 전망하며, 2028년에는 각각 **1조 5,294억원, 2,380억원**으로 늘어날 것으로 추정한다.

투자포인트 1. 미국 아마존 히트, 오프라인까지 정복

동사는 2026년 5월 **미국 얼타(Ulta) 1,400개 매장에 일괄 입점**하며 선도 K뷰티 브랜드에 준하는 유통망을 확보했다. 이후 노드스트롬 89개, 코스트코 200개 매장으로 확장하며 오프라인 침투를 가속화하고 있다. 핵심은 초도 입점을 넘어 **실수요에 기반한 리오더 확대**다. 얼타 점포당 월 리오더 매출은 4Q26 392달러에서 4Q28 1,543달러로 약 3.9배 증가할 전망이다. 이에 **미국 오프라인 매출은 2026E 113억 원에서 2028E 490억 원으로 약 4.3배 성장**하고, 리오더 비중도 57%에서 83%로 상승할 것으로 추정한다. 아마존에서 검증된 제품력이 오프라인 반복 매출로 이어지는 선순환이 기대된다.

투자포인트 2. 아직 마케팅 초기, 더 갈 일만 남았다

마데카크림의 제품력은 입증되었지만 **브랜드 육성은 초기 단계**다. 동사는 2024년 말 해외 마케팅팀을 신설해 **#Anti-aging**과 **#PharmaBeauty** 중심의 SNS 마케팅을 강화하고, TXT 태현을 모델로 기용해 영타겟 수요도 공략 중이다. 이에 **해외 광고선전비가 2025년 79억 원에서 2028E 569억 원으로** 늘지만, 광고비 1원당 해외 매출은 3.7원에서 7.3원으로 개선될 전망이다. 또한, **해외 공헌이익은 57억 원에서 1,384억 원으로 급증하며 전사 영업이익 내 비중도 6%에서 58%로** 확대, 해외 화장품 중심의 이익 구조 전환이 기대된다.

투자포인트 3. 본업도 업그레이드, 캐파가 풀리는 ETC

동사는 약 600억원을 투자해 기존 대비 **2.5배 규모의 주사제 신공장**을 건설 중이며, 2027년 하반기 가동을 목표로 한다. 기존 공장의 생산능력 한계로 제한됐던 로렐린 수출은 신공장 가동을 통해 확대될 전망이다. 또한 **유레스코의 중남미 13개국 공급 계약(10년, 약 390억원)**을 통해 경구제까지 수출 품목을 다변화하였다. 여기에 리포좀 기술을 적용한 **암포좀주를 출시**하며 기존 로렐린 중심의 DDS 사업에 새로운 성장축을 확보했다.

Earnings and valuation metrics

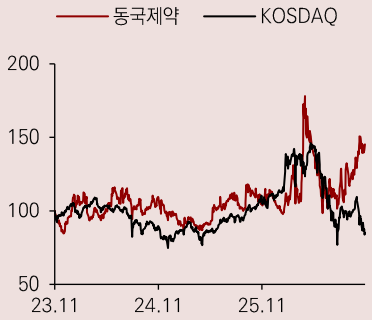
결산기 (12월)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
매출액 (억원)	8,122	9,273	10,585	12,704	15,294
YoY (%)		14.2	14.1	20.0	20.4
영업이익 (억원)	804	970	1,214	1,695	2,380
YoY (%)		20.6	25.2	39.6	40.4
영업이익률 (%)	9.9	10.5	11.5	13.3	15.6
당기순이익 (십억원)	62.3	74.4	97.1	133.8	188.6
EPS (원)	1,382	1,487	2,053	2,780	3,920
P/E (배)	12.0	11.5	11.9	8.8	6.2

주: K-IFRS 연결, EPS는 지배주주순이익 기준, P/E는 연말·현재주가 기준
자료: DART, KUVIC 리서치 2팀 추정

Stock Information

시가총액	11,036억원
발행주식수	4,523만주
유동주식비율	55.7%
52주 최고가	31,250원
52주 최저가	16,260원
최대주주 지분	43.96%
KOSDAQ	714.95

Price Trend



KUVIC Research Team 2

메일 kuvic_korea@naver.com

팀장	44기 Senior 김아연
팀원	44기 Senior 하승훈
팀원	45기 Senior 박수아
팀원	45기 Senior 오찬균
팀원	46기 Junior 권율겸
팀원	46기 Junior 정석규
팀원	46기 Junior 임세인

Who We Are

KUVIC

CONTENTS

Summary 3

산업분석 4

기업분석 8

투자포인트 11

1. 미국 아마존 히트, 오프라인까지 정복
2. 아직 마케팅 초기, 더 갈 일만 남았다
3. 본업도 업그레이드, 캐파가 풀리는 ETC

투자리스크 15

밸류에이션 16

Summary

표 1. 주요 매출액 및 이익

(단위: 억원)	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	**9,273**	**10,585**	**12,704**	**15,294**
(% YoY)	-	*14.1%*	*20.0%*	*20.4%*
OTC	1,707	1,802	1,921	2,052
ETC	2,675	2,959	3,259	3,631
내수	2,281	2,517	2,801	3,096
글로벌	394	441	458	535
헬스케어	3,165	4,156	5,653	7,605
국내 화장품	1,934	2,081	2,164	2,252
해외 화장품	293	1,076	2,379	4,140
기타(건기식, 디바이스, 생활용품 등)	938	999	1,110	1,213
기타(동국제약 기타, 자회사)	1,726	1,668	1,871	2,006
영업비용	**8,303**	**9,371**	**11,010**	**12,914**
영업이익	**970**	**1,214**	**1,695**	**2,380**
영업이익률	*10.5%*	*11.5%*	*13.3%*	*15.6%*
순이익	**744**	**971**	**1,338**	**1,886**
순이익률	*8.0%*	*9.2%*	*10.5%*	*12.3%*

주: 영업이익 = 매출액 - 영업비용(비용추정 성격별 비용 합계), 순이익 = 영업이익 + 영업외손익 - 법인세(비용추정 순이익 추정)

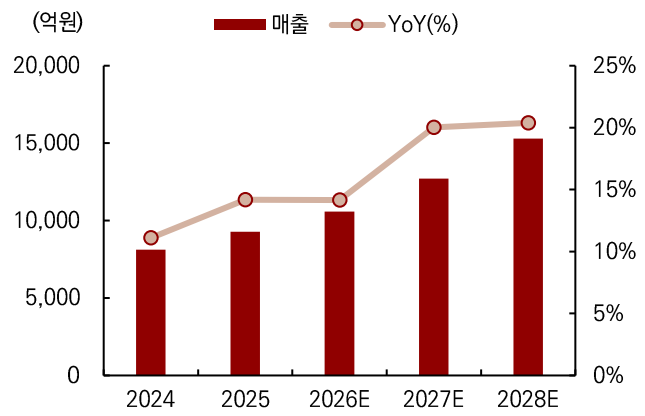
자료: DART, KUVIC 리서치 2팀 추정

표 2. 주요 밸류에이션 테이블

구분	내용	비고
28F 당기순이익 (억 원)	1,768	지배주주순이익
Target P/E (배)	10.3	Peer 28F P/E 평균
목표 시가총액 (억 원)	18,213	
유통 주식수 (주)	45,110,727	발행주식수-자기주식
목표주가 (원)	**40,000**	40,374원의 조정가액
현재주가 (원)	24,400	2026.11.05 종가
상승여력 (%)	**63.93%**	

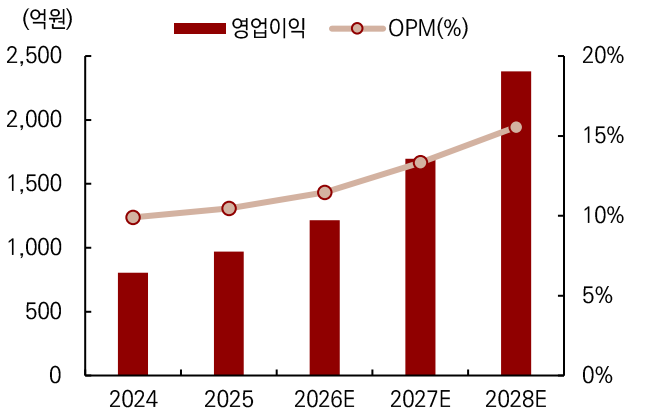
자료: KUVIC 리서치 2팀

그림 1. 매출액 추이 및 전망



자료: KUVIC 리서치 2팀 추정

그림 2. 영업이익 추이 및 전망



자료: KUVIC 리서치 2팀 추정

산업분석

K 뷰티 수출의 중심은 '스킨케어'

미국·일본이 이끄는 K뷰티 수출

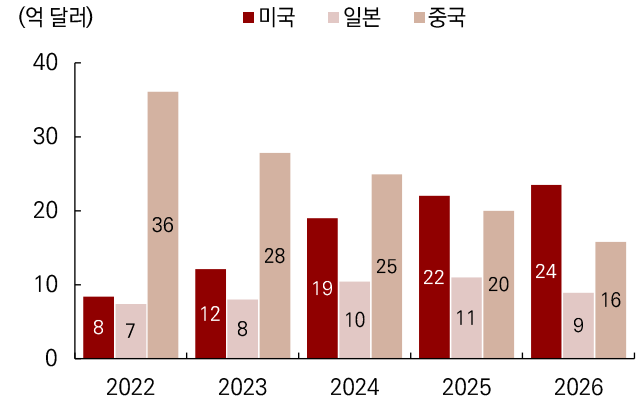
미국, 중국 제치고 K뷰티 수출 1위

2025년 한국 화장품 수출은 114억 달러로 전년 대비 12.3% 증가하며 **역대 최대치**를 기록했다. 국가별로는 **미국이 22억 달러로 처음 중국(20억 달러)을 넘어 1위에 올랐고**, 일본이 11억 달러로 3위를 차지했다. 미·중 합산 비중은 2023년 46.9%에서 2025년 36.7%로 낮아진 반면 수출국은 172개국에서 202개국으로 늘어, **특정 국가에 의존하던 구조에서 미국·일본 중심의 다변화된 구조로 전환되고 있다.**

기초화장품이 수출의 75%

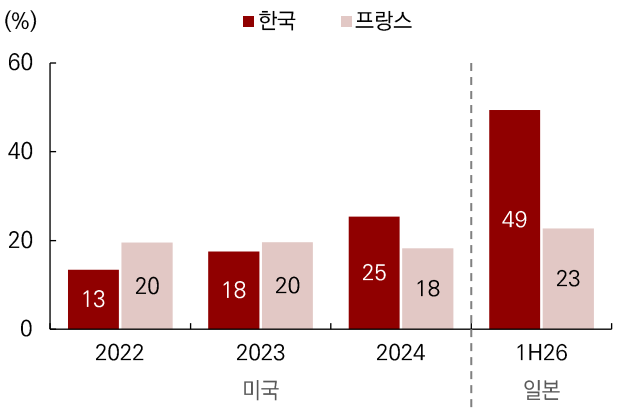
수출 증가를 이끄는 것은 기초화장품이다. 2025년 기초화장품 수출은 85억 달러로 전체의 75%를 차지했다. 미국 기초화장품 수입 시장에서 한국 점유율은 2024년 25.4%로 높아지며 프랑스를 제치고 1위에 올랐다. 2026년 상반기 일본 수입화장품 시장에서도 한국은 점유율 33.4%로 1위를 차지했으며, 특히 기초·스킨케어 부문 점유율은 49.4%로 전년 대비 24.6% 성장한 반면, 색조는 18.9% 감소했다. **해외 소비자에게 K뷰티는 이제 '메이크업'이 아니라 '스킨케어'로 인식되고 있다.**

그림 3. 더마코스메틱 국가별 시장 규모 전망



자료: 식품의약품안전처, 한국무역협회, KUVIC 리서치 2팀

그림 4. 미국·일본 수입 스킨케어 시장 내 한국 점유율



자료: KOTRA, 일본화장품수입협회, KUVIC 리서치 2팀

요즘은 성분보고 구매하거든요

미국 사용자 64%, 고효능 소수 제품 선호

스킨케어 소비는 '많이 바르는 것'에서 **'확실한 효능을 고르는 것'으로 바뀌고 있다**. 미국 스킨케어 사용자의 **64%는 더 적은 개수의, 더 효과적인 제품을 선호**한다. 소비자들은 제품 전성분을 비교해 보고 구매하며, 일본에서도 K뷰티 소비자의 68%가 성분과 기능을 구매 기준으로 꼽는다.

진정, 장벽, 재생 중심의 성분 트렌드

주목받는 성분을 보면 단발성 유행보다 **진정·장벽·재생 같은 기본 효능 성분이 오래 살아남는다.** 피부과 시술에서 알려진 **PDRN**은 미국 내 소비자 반응이 월평균 3,720만 건으로 전년 대비 609.8% 증가하며 서구 일반 제품으로 확산되고 있다. **시카(센텔라)와 판테놀**은 K뷰티의 핵심 진정·회복 성분으로 꾸준히 거론된다. 가격 측면에서도 미국 매스티지 브랜드가 프레스티지보다 6배 빠르게 성장하고 있어, 프레스티지급 효능을 매스 가격에 제공하는 K뷰티의 포지셔닝과 맞물린다.

표 3. 미국 스킨케어 주요 성분

성분	주요 효능	트렌드 위치	설명
PDRN	재생·탄력	급부상	한국 피부과 시술에서 출발, 서구 일반 제품으로 확산 전망.
펩타이드	주름·탄력	성장	비침습 안티에이징 수요 증가
세라마이드·나이아신아마이드	장벽 강화·톤 개선	성장	장벽 관리 카테고리 확대
시카(센텔라)·판테놀	진정·회복	지속	K뷰티 대표 진정 성분, 앰플·선크림 등 제형 확장

자료: Beauty Independent, Spate, KUVIC 리서치 2팀

세대마다 다른 K뷰티 소비

Z세대의 온라인 소비와 X세대의 오프라인 소비

미국 K뷰티 시장은 20억 달러를 넘어섰고, 스킨케어 전체보다 5배 빠르게 성장하고 있다. K뷰티를 구매하는 미국 가구 비중은 2020년 8%에서 25%로 늘었으며, 2030년에는 3가구 중 1가구가 K뷰티를 구매할 것으로 추정된다. 다만 미국 뷰티 시장(1,100억 달러) 대비 K뷰티 비중은 약 2%에 불과해, **아직 디지털에 익숙한 스킨케어 마니아층에서 대중으로 넘어가는 초입 단계에 있다.**

표 4. 미국 세대별 K뷰티 소비 특징

구분	Z세대	밀레니얼	X세대
K뷰티 인식	콘텐츠로 발견하는 트렌드	효율적인 루틴 조합	안티에이징 선택지 중 하나
구매 기준	유행, 후기, 단일 성분	루틴 논리, 에디터·인플루언서 추천	임상 데이터, 피부과 테스트
주요 채널	틱톡·아마존	세포라, 브랜드 자사몰	얼타·세포라·백화점·대형마트 매대
가격 민감도	높음	중상	중간
핵심 수치	연 뷰티 지출 342달러, 뷰티 콘텐츠 첫 발견 경로의 46%가 틱톡	K뷰티 구매 가능성이 타 세대 대비 35% 높음	소비자의 82%가 안티에이징 효능을 중시, 향후 10년 최대 소비 세대

자료: Numerator, Circana, NielsenIQ, KUVIC 리서치 2팀

더마코스메틱의 성장, 그리고 제약사가 유리한 이유

무슨 코스메틱? 더마코스메틱!

또 하나의 신규 테마, 더마코스메틱 성장

임상 데이터와 피부과 테스트를 확인하고 사는 소비가 확산되면서, **글로벌 화장품 시장의 성장축은 더마코스메틱으로 이동하고 있다.** 더마코스메틱(Dermocosmetics)은 피부를 뜻하는 'Derma'와 화장품을 뜻하는 'Cosmetics'의 합성어로, **피부과학에 기반해 특정 피부 고민에 대응하는 스킨케어**를 의미한다. 글로벌 더마코스메틱 시장은 2025년 590억 달러에서 2030년 904억 달러로 연평균 8.9% 성장할 전망이며, **북미(+8.7%)와 유럽(+8.0%)**이 성장을 이끌고 아시아태평양이 가장 빠르게 커지고 있다.

로레알 더마 11.6%↑, 그룹 성장률 상회

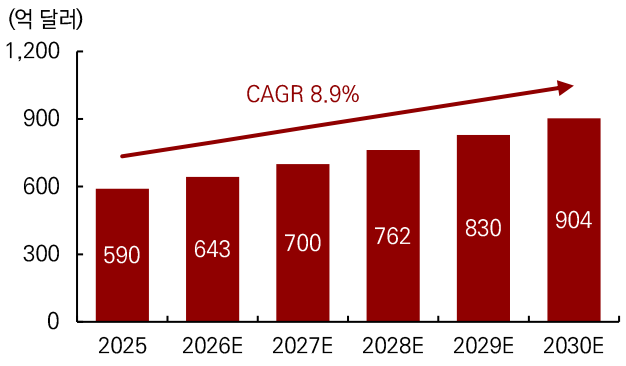
글로벌 기업의 실적에서도 더마의 성장세가 확인된다. 대표적으로 로레알의 Dermatological Beauty 사업부(라로슈포제·세라비·스킨수티컬즈 등)는 2026년 3분기 누적 매출 60.9억 유로로 **전년 대비 11.6% 성장해 그룹 전체 성장률(6.9%)을 크게 웃돌았다**.

표 5. K뷰티의 진화

시기	핵심 시장	핵심 채널	주도 플레이어	구매 기준
2014~2019	중국	면세점·따이공·백화점	대형 브랜드사	브랜드 인지도·한류
2020~2025	미국·일본·유럽	아마존·틱톡샵 등 온라인	인디 브랜드, ODM	가격 경쟁력·트렌드
2026~	글로벌 전역	글로벌 오프라인·약국·클리닉	효능형 브랜드, 디바이스	효능·임상, 전문가 추천·재구매

자료: KUVIC 리서치 2팀

그림 5. 글로벌 더마코스메틱 시장 규모 전망



자료: Mordor Intelligence, KUVIC 리서치 2팀

그림 6. 올리브영 더마코스테틱 매대 및 글로벌 더마 1위 제품



자료: 보건복지부, 각 사, KUVIC 리서치 2팀

표 6. 더마코스메틱 시장의 5가지 성장 동인

성장 동인	내용	대표 사례
① 피부장벽·효능 중심 스킨케어	세라마이드·시카·펩타이드 기반 진정·보습·탄력	라로슈포제 시카플라스트, 에스트라, 아토팜
② PDRN 등 성분 다변화	시술 성분의 화장품 전환, 고기능 성분 확대	메디큐브 PDRN 라인, 리쥬란
③ 미용 시술과 홈케어 연계	시술 전후 진정·보습·자외선 차단 수요	로레알의 갈더마 지분 20% 확대 (2026.2)
④ 슬로에이징·롱제비티	피부 상태의 장기 관리로 안티에이징 확장	랑콤 롱제비티, 스킨수티컬즈 A.G.E. 세럼
⑤ 헤어케어로 확대	민감성 두피·비듬·탈모 등 두피 관리	비쉬 데르코스, 세라비 헤어케어

자료: KUVIC 리서치 2팀

제약사의 기술이 제품 경쟁력으로

제약사의 화장품 사업 진출 환경 우호적

더마코스메틱 시장의 확대는 제약사에 새로운 성장 기회를 제공한다. 제약사는 1) 의약품급 원료를 확보하고 있고, 2) 임상과 효능 데이터를 만드는 역량을 갖췄으며, 3) 약국과 의약품에서 쌓은 소비자 신뢰를 브랜드로 옮겨올 수 있다. 여기에 4) 2026년 제네릭 기본 약가 산정률이 53.55%에서 45%로 낮아지면서, 제약사들은 가격 결정의 자율성이 있는 화장품을 새로운 성장 영역으로 키우고 있다.

글로벌 상위 더마, 제약·약국 기반

실제로 글로벌 더마 시장의 상위 기업은 대부분 제약·약국에 뿌리를 두고 있다. 약사가 창업한 피에르파브르(아벤느), 바이어스도르프(유세린·아쿠아퍼)는 2025년 두 자릿수 성장을 기록한 반면, 같은 해 주력 브랜드 니베아의 성장률은 0.9%에 그쳤다. 국내에서도 동국제약이 마데카솔의 원료(TECA)를 센텔리안24로, 대웅 계열이 DW-EGF를 이지듀로, 동아제약이 파티온을 키우고 있다. **원료 표준화와 제조·품질관리 역량을 갖춘 제약사일수록 성분 중심 소비 확대의 수혜를 누릴 것으로 판단한다.**

표 7. 국내외 주요 제약·바이오 기업의 화장품 브랜드 및 주요 포지셔닝

기업	화장품 브랜드	주요 제품 및 포지셔닝
동국제약	센텔리안24	마데카 크림, 병풀 유래 성분 기반 더마코스메틱
대웅제약	이지듀(Easydew)	EGF 기반 기미·잡티 및 피부 관리
동아제약	파티온(FATION)	노스카나인 등 트러블·민감 피부 케어
휴젤	웰라쥬(WELLAGE), 바이리즌BR	히알루론산·보습 중심 스킨케어, 메디컬 에스테틱 연계
동화약품	후시다인	후시드 성분을 활용한 피부 관리 제품
유한양행	딘시(DNCY)	프리미엄 스킨케어·비건 선케어
한미사이언스	프로-캄(PRO-CALM)	민감 피부·장벽 관리 중심 더마코스메틱
Galderma (스위스)	Cetaphil, Alastin	민감 피부 보습, 안티에이징, 피부과 전문 스킨케어
Pierre Fabre (프랑스)	Avène, Ducray, A-Derma	민감 피부, 여드름, 아토피성 피부, 두피·모발 관리
Bayer (독일)	Bepanthen	피부 장벽 관리, 보습, 피부 회복을 돕는 연고·크림

자료: 각 사, KUVIC 리서치 2팀

미국 K뷰티의 확장 공식

온앤오프 전략

온라인 중심 유통

미국 K뷰티는 온라인에서 시작해 오프라인으로 넓어지는 경로를 밟고 있다. **현재 미국 K뷰티 매출의 약 3분의 2가 온라인에서 발생하며, 채널별로는 아마존(44%), 세포라(24%), 얼타(11%) 순이다.** 아마존의 한국산 페이셜 스킨케어 매출은 2025년 상반기 4.56억 달러에서 2026년 상반기 8.18억 달러로 80% 증가해, 아마존 전체 페이셜 스킨케어 성장률(27%)을 약 3배 웃돌았다. 온라인에서 쌓인 판매량, 리뷰, 카테고리 순위는 현지 유통사가 브랜드의 시장성을 판단하는 근거가 된다.

표 8. Amazon Beauty & Personal Care 베스트셀러 랭킹 (26.11.05 기준)

순위	제품명	브랜드명	순위	제품명	브랜드명
2	메디큐브 제로 모공 패드	메디큐브	65	메디큐브 콜라겐 불륨 멀티 밤 스틱	메디큐브
14	바이오던스 콜라겐 리얼 딥 마스크	바이오던스	66	메디큐브 페이셜 클렌저 제로 포어 캡슐 폼 클렌저	메디큐브
17	메디큐브 PDRN 핑크 콜라겐 젤 마스크	메디큐브	71	아누아 PDRN 히알루론산 100 모이스처라이징 크림	아누아
22	메디큐브 PDRN 핑크 콜라겐 캡슐 크림	메디큐브	76	닥터엘시아 345 릴리프 크림	닥터엘시아
43	바이오던스 콜라겐 펩타이드 아이패치	바이오던스	90	메디큐브 제로 엑소좀 모공 앰플	메디큐브
58	메디큐브 PDRN 핑크 펩타이드 세럼	메디큐브	93	아누아 아젤라익 10+ 세럼	아누아

자료: Amazon, KUVIC 리서치 2팀

오프라인 리테일러 입점 전략 추진중

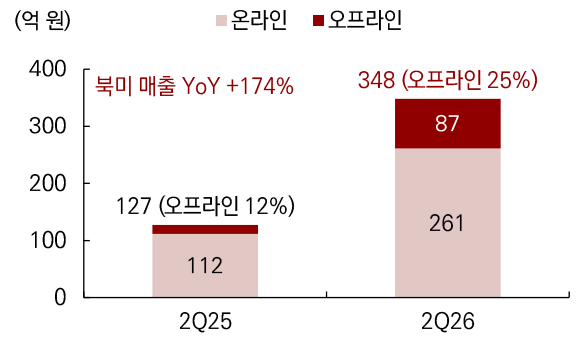
K뷰티가 니치에서 대중 시장으로 넘어가려면 오프라인이 필요하다. 구매력이 큰 소비층일수록 오프라인 매대에서 제품을 확인하고 구매하기 때문이다. 주요 K뷰티 브랜드들은 **틱톡 마케팅 → 아마존 판매 → 오프라인 입점 순서로 확장**해 왔고, 2026년에는 그 범위가 뷰티 전문점을 넘어 대형마트까지 넓어졌다. **메이저 리테일러 입점은 4분기 홀리데이 시즌 매출을 배가시키는 장치**가 된다.

표 9. 주요 K뷰티 브랜드의 미국 오프라인 확장

브랜드	온라인 기반	오프라인 입점	규모
아누아	틱톡 누적 조회 24억 회, 아마존	얼타 (2025.02)	약 1,400개 매장
메디큐브	프라임데이 매출 히트	얼타 (2025.08)	전 매장, 20종
조선미녀	아마존 선케어 히트	세포라	640개 매장
마녀공장	아마존	타깃, 코스트코	타깃 1,788개 매장
달바	아마존	코스트코, 얼타 (2026.05)	코스트코 150→450개, 얼타 1,400개

자료: 각 사, 언론 보도, KUVIC 리서치 2팀

그림 7. 달바글로벌 미국 분기 매출 및 오프라인 비중



자료: 달바글로벌, KUVIC 리서치 2팀

그림 8. 연중 주요 쇼핑 이벤트 캘린더

월	미국	일본	기타
3월	아마존 빅 스프링 세일, 얼타 '21 Days of Beauty'	큐텐 메가와리, 라쿠텐 슈퍼세일	올영세일
6월	아마존 프라임데이	큐텐 메가와리, 라쿠텐 슈퍼세일	올영세일
9월	얼타 '21 Days of Beauty'	큐텐 메가와리, 라쿠텐 슈퍼세일	올영세일
10월	아마존 프라임 빅딜데이, 월마트 딜데이, 타깃 서클 위크	-	얼타 얼리 블랙프라이데이
11월	블랙프라이데이, 사이버먼데이, 세포라 홀리데이 세이빙스	큐텐 메가와리, 블랙프라이데이	11.11 광군제 (중국)
12월	홀리데이 시즌	라쿠텐 슈퍼세일, 연말 선물 수요	올영세일

자료: 각 사, KUVIC 리서치 2팀

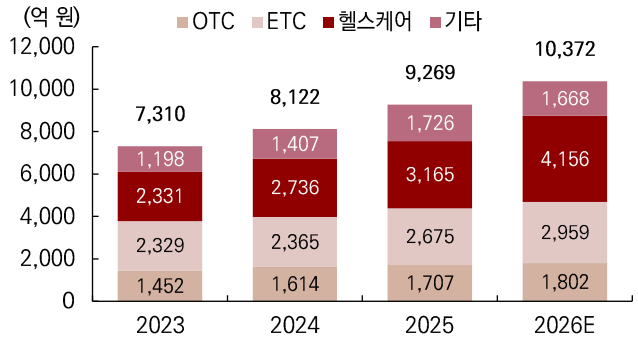
기업분석

기업개요

1968년 설립,
3개 사업부 영위

동사는 1968년 설립된 제약사로 일반의약품(OTC), 전문의약품(ETC), 헬스케어 세 부문을 영위한다. 의약품에서 쌓은 브랜드와 원료 기술을 화장품·건강기능식품으로 확장해 왔으며, 사명을 동국제약에서 DK 센텔리안으로 변경을 추진하고 있다.

그림 9. 사업부별 매출 비중



자료: 동국제약, KUVIC 리서치 2팀

그림 10. 기타 매출에 포함되는 동국제약 자회사 현황

회사명	주요 사업	지분율	2025년 매출액
동국생명과학	조영제, 의료기기, 진단장비 판매업	45.3%	1,303억
헬스케어성장지원창업벤처 전문사모투자 합자회사	투자업	91.2%	-
위드닉스	미용기기, 중소형 가전제품 판매업	50.91%	83억
리봄화장품	화장품, 의약외품 제조 및 판매업	60.00%	390억

자료: 동국제약, KUVIC 리서치 2팀

본업, 약국을 장악한 OTC와 장기지속형 주사제 ETC

OTC, 전국 약국 3곳 중 2곳과 직거래하는 유통력

OTC
(Over The Counter)
처방전 없이 사는
일반의약품

동사 OTC의 경쟁력은 **시장을 지배하는 대표 브랜드와 약국 직거래 유통망**이다. 갱년기 치료제 **훼라민Q**와 정맥순환 개선제 **센시아**는 각 시장의 과반을, 잇몸약 인사돌과 상처치료제 **마데카솔**은 30% 이상을 점유한다. 동사는 전국 약국 2만 5,497곳 중 약 66%와 도매상을 거치지 않고 직접 거래하며, OTC 매출의 약 86%가 직거래에서 발생한다. 이러한 유통망은 신제품의 빠른 입점으로 이어져, 약국 전용 화장품 마데카파마시아는 2026년 8월 기준 약 6,000개 약국에 입점했다.

ETC, 한 번 맞으면 3개월 가는 장기지속형 주사제

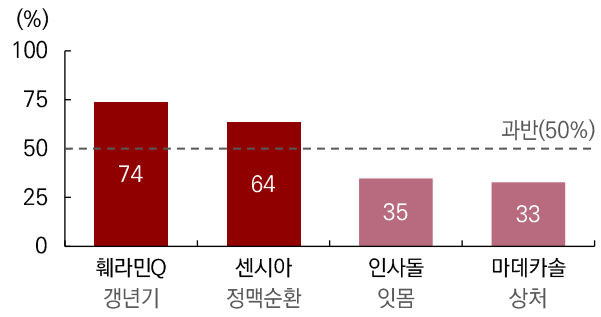
ETC
(Ethical Drug)
의사 처방이 필요한
전문의약품

동사 ETC는 전신마취제 포폴, 관절 주사제 히아론 등 주사제 중심으로 구성되며, 그중 핵심은 약효를 수개월간 유지시키는 장기지속형 주사제다. 대표 제품은 1999년 국내 최초로 제품화한 전립선암 치료제 로렐린데포 1개월 제형이다. 동사는 약물을 생분해성 미립구에 담아 체내에서 서서히 방출시키는 자체 플랫폼 **DK-LADs**를 보유하고 있다. 투여 간격을 3개월로 늘린 제형은 2026년 2월 임상 3상을 완료하고 9월 품목허가 심사에 진입해 2027년 출시를 목표로 한다. 약 800억 원 규모의 국내 류프로렐린 시장에서 **동일 용량의 3개월 제형은 다케다 1개 품목뿐**이다. 리포좀 기술로는 2025년 10월 진균감염 치료제 암포좀주를 출시했다.

미립구 대량생산
기술 검증

미립구 주사제의 진입장벽인 대량생산 기술도 검증했다. 동사는 2026년 10월 미국 약학회 AAPS에서 1개월 제형이 실험실·파일럿·상업 생산 규모 모두에서 동일한 약물 방출 특성을 보였고, 오리지널 대비 생물학적 동등성 기준을 충족했다고 발표했다. 기존 주사제 라인의 가동률이 한계에 이르러 **DDS 주사제까지 생산하는 신규 주사제 라인을 증설 중이며, 2027년 가동 예정**이다. 신규 라인은 유럽 인증 기준에 맞춘 설비를 갖췄다. 또한, 유럽 최대 제약 전시회 CPHI에 5년 연속 단독 부스를 열어 기술수출과 공급 계약을 모색하고 있다.

그림 11. OTC 대표 브랜드 시장점유율(2025)



자료: 동국제약, KUVIC 리서치 2팀

그림 12. DK-LADs 플랫폼별 제품·파이프라인

플랫폼	제품·과제(적응증)	현황
마이크로스피어	로렐린데포 1개월(전립선암)	1999년 국내 최초 제품화, 2026.10 대량생산 검증
	로렐린데포 3개월(전립선암)	2026.2 3상 완료, 2026.9 허가 심사, 2027년 출시 목표
	세마글루타이드(비만)	장기지속형, 비임상
리포좀	암포좀주(진균감염)	2025.10 국내 출시
생산	신규 주사제 라인(DDS 포함)	유럽 인증 기준, 2027년 가동 예정

자료: 동국제약, 메디코파마뉴스, 약사공론, KUVIC 리서치 2팀

센텔리안24, 마데카솔 원료로 만든 더마 화장품

50년 의약품 원료를 그대로 쓰는 원료 경쟁력

50년 마데카솔 원료 TECA를 화장품에 그대로 적용

센텔리안24의 차별점은 의약품 마데카솔의 핵심 원료를 화장품에 활용한다는 점이다. 동사는 마데카솔 출시 이후 50년 넘게 병풀 유효 성분의 정량추출물 TECA를 생산해 왔으며, 2015년 이를 담은 마데카크림으로 화장품 시장에 진출했다. **글로벌 스킨케어 시장에서 CICA**는 피부 진정·회복을 연상시키는 대표 키워드로, **TECA는 그 핵심 유효 성분을 표준화한 원료**다. 동사는 CICA의 대중적 인지도에 TECA의 기술력을 더하고, 원료부터 완제품까지 직접 관리한다. 또한 국내 소비자에게 마데카는 이미 효능을 경험한 상처 연고로, 별도 설명 없이도 신뢰도를 확보할 수 있다. 이지듀(EGF), 아토팜(MLE) 등도 자체 기술 성분을 내세우지만, 마데카크림은 **50년간 축적된 의약품 인지도를 활용한다는 점에서 차별화**된다.

1억 개 팔린 마데카크림, 다음 주자는 PDRN

누적 1억 개 돌파 최근 4천만 개는 2년 만에 판매

마데카크림 판매 속도는 빨라지고 있다. **누적 판매량은 2026년 7월 1억 개를 돌파했다.** 6,000만 개까지 9년이 걸렸으나 이후 4,000만 개는 약 2년 만에 판매됐다. 연간 판매량은 2025년 1,900만 개, 2026년에는 상반기에만 1,200만 개를 기록했다. 국내 평가 플랫폼 화해와 글로우픽에서 안티에이징 크림 상위 5위 안에, 해외 K뷰티 쇼핑몰 YesStyle에서 보습제 4위에 올라 국내외에서 고르게 판매되고 있다.

PDRN 아이크림 아마존 아이크림 카테고리 1위

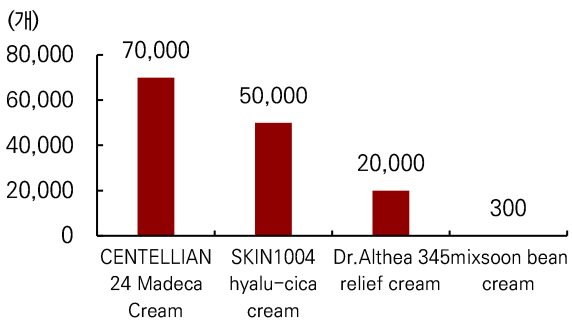
2025년부터는 효능을 달리한 제품으로 라인업을 확장하고 있다. 시즌 7까지 마데카크림을 업그레이드하는 방식이었다면, 시즌 8부터는 TECA에 PDRN·레티놀·나이아신아마이드 등을 조합해 앰플, 아이크림, 미백 라인으로 넓혔다. **PDRN 아이크림**은 2026년 6월 아마존 프라임데이와 10월 빅딜데이에서 모두 아이크림 카테고리 1위에 오르며 **차기 대표 제품으로 자리 잡고 있다.**

그림 13. 마데카크림 주요 SKU 라인업



자료: 동국제약, KUVIC 리서치 2팀

그림 14. 경쟁사 아마존 최근 한 달 판매량 (2026.11.05 기준)



자료: Amazon, KUVIC 리서치 2팀 (단품 및 묶음 상품 포함하여 계산)

판매망은 해외 매장으로, 제품은 건기식·디바이스로

홈쇼핑에서 해외 매장 2,500곳으로 판매망 확장

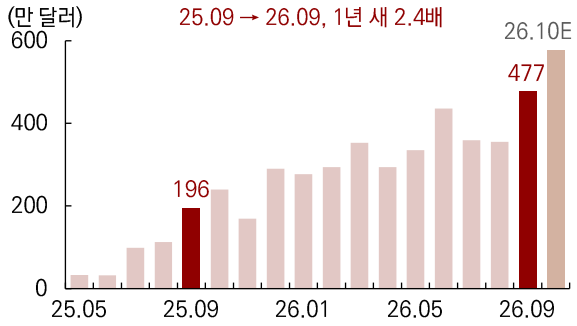
홈쇼핑 비중
50% → 20% 초반

센텔리안24는 **홈쇼핑으로 인지도를 확보한 뒤 판매 채널을 빠르게 다변화**했다. 2023년까지 화장품 매출의 약 50%를 차지하던 홈쇼핑 비중을 현재 20% 초반까지 낮추고, **자사몰·쿠팡 등 온라인과 올리브영·다이소 등 오프라인으로 판매를 넓혔다**. OTC 약국망을 활용한 **약국 전용 브랜드**도 더했다. 수수료 부담이 큰 홈쇼핑 비중이 줄면서 헬스케어 매출 대비 판매수수료는 2023년 45.2%에서 2024년 36.6%로 하락했다.

미국 온라인 월매출
1년 새 2.4배

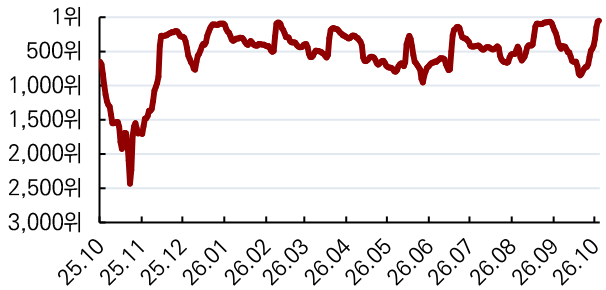
해외에서는 미국 온라인 채널을 중심으로 판매가 빠르게 늘고 있다. 2024년 말 해외 마케팅 조직을 신설한 이후 미국 아마존과 틱톡샵 합산 월매출은 2025년 9월 약 200만 달러에서 2026년 9월 약 480만 달러로 1년 만에 2.4배 늘었다. 같은 기간 **아마존 뷰티 순위는 1,000위 밖에서 첫 페이지인 37위까지** 올라섰고, 틱톡샵 월 판매액도 2025년 블랙프라이데이 이후 **이전의 2배가 넘는 수준을 유지**하고 있다.

그림 15. 미국 온라인 월매출 (아마존·틱톡샵)



자료: Jungle Scout, FastMoss, KUVIC 리서치 2팀

그림 16. 마데카크림 아마존 뷰티 순위 (25년 10월~26년 10월)



자료: Hellium10, KUVIC 리서치 2팀

해외 매출 확대에
따른 수익성 개선

동사는 온라인 채널에서의 성과를 바탕으로 **해외 오프라인 유통망을 확대하며 수출 비중을 높이고 있다.** 미국 현지 매장에서는 초도 물량 소진 이후 재주문이 발생하고 있으며, 입점 품목 수도 점진적으로 증가하고 있다. 해외 매출 확대는 외형 성장뿐 아니라 수익성 개선으로 이어질 전망이다. 우선 해외 판매가격이 국내 대비 높게 형성되어 있어 **제품 믹스 개선에 따른 ASP 상승이 기대된다.** 마데카크림 50ml의 국내 판매가격은 약 1만 6천 원인 반면, **미국 현지 판매가격은 국내 대비 약 2.5~3배 수준**이다. 또한, 단위당 제조원가 부담 완화되면서 2027년 이후 화장품 사업부의 수익성 개선이 가속화될 전망이다.

건기식·디바이스, 화장품 고객에게 하나 더 판다

개별인정 원료로
건기식 차별화

동사 건기식의 차별점은 **의약품처럼 원료를 직접 개발해 기능성을 인정받는다는 점**이다. 대부분의 건기식이 식약처가 미리 정한 고시형 원료를 쓰는 것과 달리, 동사는 자체 시험으로 효능을 입증해 개별 인정을 받은 원료로 제품을 만든다. 관절 건강 원료 DKB-131을 2026년 3분기 출시하고, 근력 개선 등 4개 원료를 2028~2029년 순차 출시할 계획이다. **대표 브랜드 마이핏**과 **혈행 개선 제품 아르기닌마스터**를 앞세운 건기식 매출은 2026년 상반기 40% 이상 증가했다.

디바이스는
화장품 고객 대상
교차판매 수단

뷰티 디바이스는 센텔리안24 브랜드를 공유해 기존 화장품 고객에게 판매한다. 마데카프라임은 센텔리안24 이름을 그대로 쓴 홈 뷰티 디바이스이며, 동사는 2024년 4월 미용기기 제조사 위드닉스를 인수해 개발과 생산을 내재화했다. 다만 국내 뷰티 디바이스 시장의 경쟁 심화로 위드닉스 매출은 2026년 상반기 14.5% 감소했다. 디바이스는 단독 성장 사업보다 화장품 고객 기반 위에서 객단가를 높이는 교차판매 수단이다.

투자포인트

Point 1. 미국 아마존 히트, 오프라인까지 정복

미국 오프라인 진출 본격화

글로벌 더마코스메틱의 핵심 시장인 미국에서 오프라인 진출은 브랜드의 본격적인 외형 성장을 위한 필수 단계다. 미국 스킨케어 소비는 여전히 오프라인 중심인 반면, 북미 K뷰티 매출의 76%는 온라인에 집중되어 있어 **오프라인 침투 여력이 크다.** 2026년이 아마존을 통해 미국 시장에 안착한 해라면, **2027~28년은 주요 유통망 확보를 바탕으로 오프라인 반복 매출이 본격화되는 시기**다. 이에 동사의 미국 오프라인 매출이 2026E 113억 원에서 2027E 285억 원, 2028E 490억 원으로 증가하며, 미국 전체 매출 내 비중도 13%에서 14%로 확대될 것으로 전망된다.

규모는 작아도 지위는 이 정도 급?!

얼타 1,400개 일괄 입점, 3개월 만에 채널 3곳

동사는 2026년 5월 미국 최대 뷰티 전문점 중 하나인 **얼타(Ulta) 1,400개 매장에 일괄 입점**했다. **메디큐브·아누아 등 선도 K뷰티 브랜드와 유사한 규모**로, 중소 브랜드들이 200~600개 매장에서 점진적으로 확장하는 것과 대조적이다. 특히 동사의 **당시 미국 매출은 연 550억 원 수준으로 메디큐브의 약 1/7**에 불과했으나, 초기 입점 규모는 유사했다. 이는 현재 아마존에서 검증된 판매력과 향후 성장 가능성이 유통망 확보에 긍정적으로 작용했음을 시사한다.

노드스트롬·코스트코 판매처 확대

유통망 확장 속도 역시 빠르다. 얼타 입점 이후 3개월 만에 노드스트롬(89개), 코스트코(200개)로 판매처를 확대했으며, 8월에는 얼타 매장에서 PDRN·마데카 말차 등 12개 SKU로 취급 품목을 늘렸다. 뷰티 전문점·백화점·창고형 할인점으로 판매 채널을 다변화하며 미국 소비자와의 접점을 빠르게 넓히고 있다.

표 10. K뷰티 브랜드 미국 뷰티 전문점 첫 입점 시기

브랜드	유통사 · 시점	첫 입점 매장 수	입점 직전 미국 매출
메디큐브	얼타 · 2025.8	1,400	약 3,850억 원
아누아	얼타 · 2025.2	1,400	2024년 해외 매출 3,644억 원, 아마존 '2024 톱 브랜드'
달바	얼타 · 4Q25	200	북미 매출 연 약 620억 원, 아마존 선크림 카테고리 4위
닥터엘시아	얼타 · 2025.10	109	345 릴리프 크림 틱톡 바이럴, 누적 1,500만 개 판매
클리오 힐링버드	얼타 · 2026.4	600	-
네오팜	H마트 · TJX · 2025.7	얼타 미입점	-
동국제약	얼타 · 2026.5	1,400	마데카 크림 국내 누적 9,000만 개 이상, 아마존 월 5만 개 수준

자료: KUVIC 리서치 2팀

초도 입점을 넘어 리오더 진행 중

리오더 비중 57% → 83%

오프라인 성장의 핵심은 점포당 판매 속도와 리오더 확대에 있다. 초도 주문이 신규 매대 확보에 따른 일회성 매출이라면, 리오더는 실제 소비자 판매와 재고 소진을 바탕으로 발생하는 반복 매출이다. 따라서 리오더 확대는 **오프라인 채널에서의 실수요와 매출 지속성을 가늠할 수 있는 핵심 지표**다.

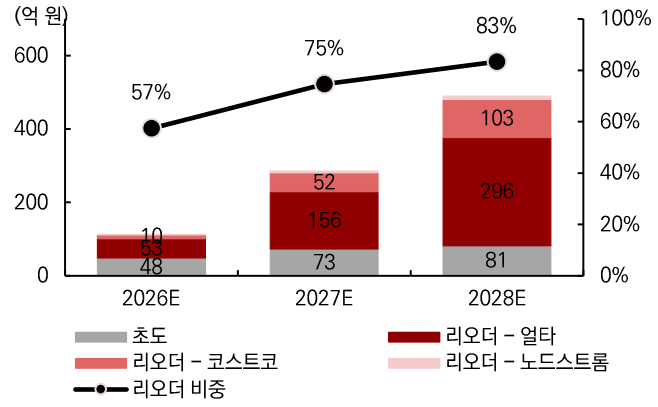
얼타 점포당 리오더 약 3.9배 증가 추정

본 리서치 팀은 동사의 **얼타 점포당 월 리오더 매출**이 4Q26 392달러에서 4Q28 1,543달러로 약 3.9배 **증가할 것으로 추정**한다. 달바의 얼타 점포당 월매출(783달러)을 기준으로 양사의 미국 온라인 매출 규모를 반영한 결과다. 동사의 미국 온라인 매출이 2026E 748억 원에서 2028E 2,944억 원으로 증가하는 가운데, 온라인에서 축적된 브랜드 인지도와 소비자 수요가 오프라인 매대 회전율 상승으로 이어질 것으로 판단한다. 코스트코 역시 입점 점포 수가 200개에서 600개로, 취급 SKU가 1개에서 3개로 확대되며 매출 성장을 뒷받침할 전망이다.

리오더 매출
65억 → 408억원

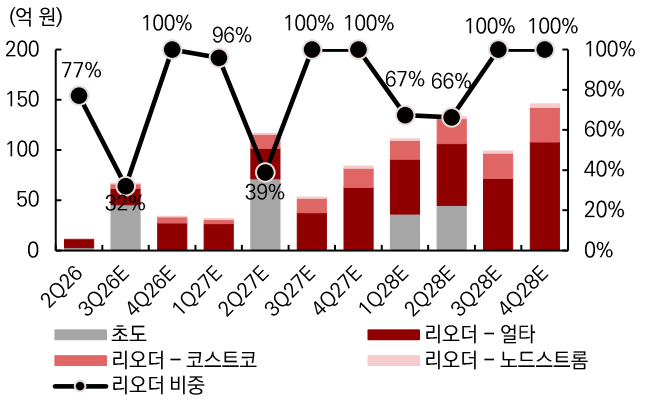
이에 따라 **미국 오프라인 리오더 매출**은 **2026E 65억 원에서 2027E 213억 원, 2028E 408억 원**으로 증가할 것으로 추정한다. 전체 오프라인 매출에서 리오더가 차지하는 비중 역시 **57%에서 83%로** 상승할 전망이다. 실수요 기반의 반복 매출 구조가 자리잡는 가운데, 온라인 흥행이 오프라인 판매 속도를 높이는 선순환이 2027~28년 미국 성장의 핵심 동력이다.

그림 17. 미국 오프라인 연간 초도 및 리오더 매출



자료: KUVIC 리서치 2팀

그림 18. 미국 오프라인 분기별 초도 및 리오더 매출



자료: KUVIC 리서치 2팀

Point 2. 아직 마케팅 초기, 더 갈 일만 남았다

아직 브랜드가 아니라 제품으로 팔리는 단계

해외 마케팅 조직
2024년 말 신설

화장품 산업에서 브랜드 인지도는 구매를 좌우하는 핵심 요인으로, 주요 K뷰티 브랜드는 매출의 17~23%를 광고에 투자한다. 동사는 타임리버스의 아마존 평점 4.6점·월 판매량 5만 개, PDRN 아이크림의 프라임데이 카테고리 1위 등 미국 시장에서 제품 경쟁력을 입증했다. 반면 해외 마케팅 조직은 2024년 말 신설돼 브랜드 육성은 아직 초기 단계다. 현재의 성과가 히어로 제품 중심이라는 점에서, **브랜드 인지도 확대에 따른 제품군 전반의 성장 여력이 크다**고 판단한다.

마케팅이 강력해질 수밖에 없는 이유

틱톡 영상 51%↑,
TXT 태현 앰버서더

동사의 글로벌 틱톡 계정 영상 업로드 수는 2024년 9~12월 154개(24년 9월 계정 오픈)에서 2025년 동기 232개로 51% 증가했다. 2026년에는 11월 4일까지 708개를 게시해 전년 동기(572개) 수치를 훌쩍 넘어섰다. 주목할 점은 **콘텐츠 양적 확대와 함께 소비자 반응이 검증된 마케팅 방식을 확보**했다는 것이다.

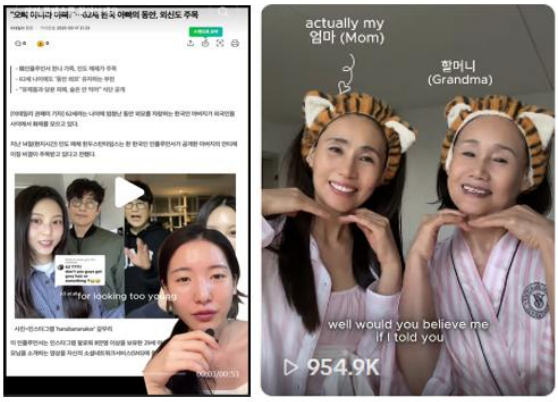
제약사 신뢰도가
콘텐츠 경쟁력으로

조회수 상위 30개 영상 중 15개가 2025년 5~8월에 집중됐으며, 이 시기 미국 매출도 2Q25 15억 원에서 3Q25 58억 원으로 약 4배 증가했다. '동안 아빠', '약사가 추천하는 성분' 등 인기 콘텐츠는 30대를 주 타겟으로 실제 피부 상태와 성분 전문성을 강조한다. **안티에이징 효능과 제약사 기반의 신뢰도라는 동사의 강점이 콘텐츠 경쟁력으로 이어지고 있다.**

TXT 영상 9개,
조회수 상위 30위 내

2026년 2월에는 하이브 소속 TXT 태현을 글로벌 앰버서더로 기용하며 **젊은 소비자층으로 접점을 확대**했다. 관련 영상은 2~4월 조회수 상위 30위 내 9개를 차지했고, 이후에도 상위권에 꾸준히 포함됐다. 효능 중심의 제품 마케팅에 **팬덤 기반의 브랜드 노출이 더해지며 인지도 확산이 본격화**되고 있다.

그림 19. Centellian24 Global 틱톡 최상위 조회수 영상



자료: TikTok, KUVIC 리서치 2팀

그림 20. 투모로우바이투게더(TXT) 글로벌 시장 성과

항목	내용
글로벌 투어	4개 투어 누적 관객 241만 명, 회당 관객 0.6만 → 2.6만 명으로 4배 / 2026.11 새 투어 33회(아시아·북미·유럽)
글로벌 앨범	2025.7 정규 4집 초동 176만 장, 6연속 초동 밀리언셀러
미국 시장	미국 빌보드200 2023.2 1위 (K팝 역대 다섯 번째), 2026.4 신보 3위로 통산 8번째 톱10
일본 시장	일본 오리콘 2026.4 합산 앨범 랭킹 통산 14번째 1위 (일본·해외 아티스트 통틀어 역대 최다 타이)

자료: KUVIC 리서치 2팀

광고비 6배 확대, 더욱 가파르진 해외 이익 기여

영업이익 내 해외 비중 6% → 58%

해외 진출 초기의 광고비는 단기 비용인 동시에 브랜드 인지도를 축적하는 투자다. 인지도 확대가 재구매와 자연 유입, 오프라인 판매로 연결되면 매출 증가에 따른 광고비 부담 완화도 기대할 수 있다. 동사는 **안정적인 OTC·ETC 사업을 기반으로 이러한 투자를 지속할 여력**을 갖췄다.

광고비 1원당 매출 3.7원 → 7.3원

동사는 **해외 광고선전비가 2025년 79억 원에서 2028E 569억 원으로 약 7배 증가**하는 동안, **광고비 1원당 해외 매출은 3.7원에서 7.3원으로 개선될 것**으로 추정된다. 해외 매출 확대에 따른 광고 효율 개선이 비용 증가를 상쇄할 것이라는 판단이다.

영업이익률 10.5% → 15.6%

이에 따라 **해외 공헌이익은 2025년 57억 원에서 2028E 1,384억 원으로 증가**하며, 전사 영업이익 내 비중도 6%에서 58%로 확대될 전망이다. 전사 영업이익률 역시 10.5%에서 2028E 15.6%로 상승할 것으로 추정한다. **안정적인 제약사업에 의존하던 이익 구조가 해외 화장품 중심의 성장형 구조로 전환되는 시점이다.**

표 11. 해외 마케팅 투자 및 해외 화장품 손익 추정

구분	2025	2026E	2027E	2028E
해외 화장품 매출(억 원)	293	1,076	2,379	4,140
해외 광고선전비(억 원)	**79**	**247**	**413**	**569**
해외 광고비 1원당 해외 매출(원)	3.7	4.4	5.8	7.3
해외 공헌이익(억 원)	57	260	706	1,384
전사 영업이익 대비	6%	21%	42%	58%
전사 영업이익률	10.5%	11.5%	13.3%	15.6%

자료: KUVIC 리서치 2팀

Point 3. 본업도 업그레이드, 캐파가 풀리는 ETC

주사제 증설, 생산능력 2.5배 확대

진천 신공장 600억, 2027년 하반기 가동

동사는 기존 주사제 공장의 생산능력 한계를 해소하기 위해 **충북 진천에 약 600억원을 투자해 신공장을 건설**하고 있다. 신공장은 기존 대비 약 **2.5배 규모**로 2027년 하반기 가동을 목표로 하며, 일반 주사제와 DDS 주사제 생산라인을 갖출 예정이다. 특히 유럽 인증 기준에 부합하는 설비를 통해 국내 수요 증가에 대응하는 동시에 해외 수출 확대를 위한 생산 기반을 확보할 전망이다.

수출 확대, 경구제와 유럽으로 판로 다변화

수출 제약은 수요 아닌 생산능력

글로벌 사업부 매출은 2024년 354억원으로 저점을 기록한 뒤 2025년 394억원(+11%), 1H26 233억원(+12%)으로 회복세를 보이고 있다. 특히 1H26 주사제 수출은 전년 동기 대비 14.9% 증가하며 회복을 이끌고 있다. 다만 **수출 확대를 제약하는 것은 수요가 아니라 생산능력**이다. 동사는 기존 주사제 공장의 캐파가 거의 찼다고 밝혔다. 로렐린은 국내와 해외에 같은 라인으로 공급되므로, 국내 처방이 늘어날수록 수출에 쓸 수 있는 물량은 줄어든다. **2027년 하반기 진천 신공장이 가동되면 이 제약이 풀려**, 늘어나는 수출 수요에 대응할 수 있게 된다.

유레스코 중남미 약 390억원 계약

신공장 가동 이후에는 판로도 넓어진다. 동사는 2026년 7월 스페인 제약사 FAES FARMA와 전립선비대증 치료제 **유레스코의 중남미 13개국 라이선스 및 공급 계약(10년, 약 390억원)**을 체결했다. 주사제와 원료의약품 중심이던 수출 품목이 경구제까지 넓어지는 계약이다. 또한 신공장에는 유럽 인증 기준에 맞춘 설비가 들어간다. 동사는 반기보고서에서 유럽과 일본 수출을 위한 서류 작업을 진행 중이라고 밝혔다. 유럽 최대 제약 전시회 CPHI에도 5년 연속 단독 부스로 참가해 2026년 약 300건의 상담을 진행했다. 신공장이 가동되면 **그동안 진출하지 못했던 유럽 시장에서 공급 계약을 맺을 기반**이 마련된다.

암포좀, 새로운 DDS 성장축 확보

암포좀, 188억원 시장 공략

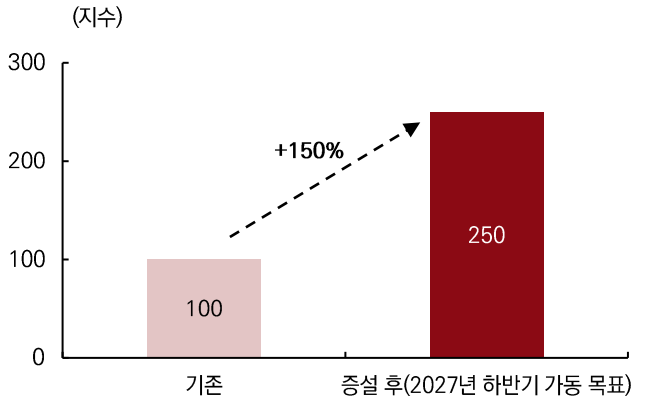
동사는 2025년 10월 진균감염 치료제 암포좀주를 출시했다. 암포좀주는 리포좀 암포테리신B 성분의 오리지널 의약품인 **암비솜의 국내 첫 제네릭**으로, 2023년 생산실적 기준 188억원 규모의 시장을 공략한다. 기존 DDS 매출의 대부분을 차지하던 로렐린은 마이크로스피어 기술을 기반으로 하지만, 암포좀은 리포좀 기술을 적용한 첫 상업 제품이라는 점에서 차별화된다. 별도의 생산라인을 사용하기 때문에 **로렐린 생산라인의 가동률과 무관하게 매출을 확대**할 수 있는 새로운 성장동력을 확보했다.

그림 21. ETC 글로벌 수출 네트워크



자료: 동국제약, KUVIC 리서치 2팀

그림 22. 주사제 생산능력 지수 (기존=100)



자료: KUVIC 리서치 2팀

투자리스크

1. 원화 강세 부담, but 해외 판매량으로 상쇄

환산 감소 100억원 〈 해외 증가 357억원

원/달러 환율이 7월 초 1,551원에서 10월 말 1,335원으로 약 14% 하락하면서 화장품 업종의 12개월 선행 PER도 17배에서 12.9배로 낮아졌다. 동국제약 역시 상반기 해외 매출 비중이 14.4%에 달해, **수출 확대에 따른 환산 부담이 커질 수 있다.**

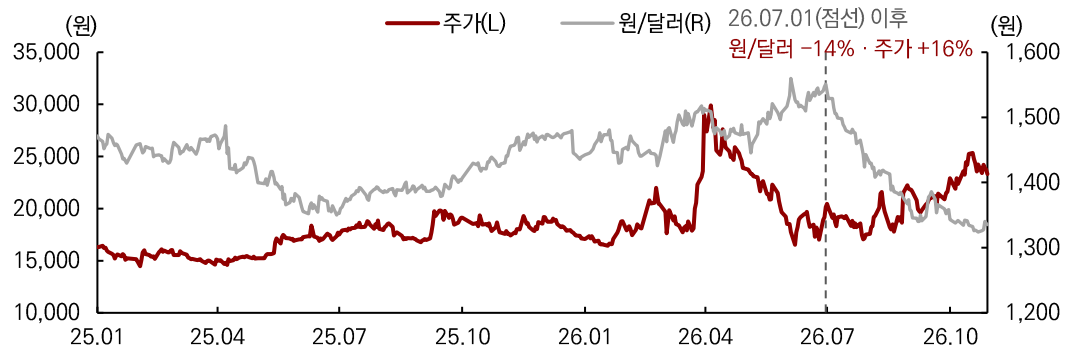
10월 아마존 행사 매출 12배 증가

다만 해외 매출 성장세가 환율 하락의 영향을 상쇄할 것으로 판단한다. 상반기 해외 매출 733억 원에 환율 하락률 14%를 일괄 적용한 환산 감소분은 약 100억 원으로, 전년 대비 해외 매출 증가분 357억 원의 1/3에 못 미친다. 원화 강세가 이어진 10월에도 아마존 행사 매출은 전년 대비 12배 증가했으며, 마데카크림의 미국 판매가는 국내 대비 2.5~3배로 가격 측면의 완충 여력도 존재한다.

업종 PER, 고환율 평균 대비 23% 낮아

현재 업종 PER은 과거 고환율 구간 평균인 16.8배 대비 약 23% 낮아 환율 우려가 상당 부분 반영된 것으로 판단한다. 향후 해외 판매 확대에 따른 실적 방어와 환율 반등 시 밸류에이션 회복을 기대할 수 있다.

그림 23. 동사 주가와 원/달러 환율 추이



자료: ValutaFX, Pound Sterling Live, Banque de France, KUVIC 리서치 2팀

2. 지배구조 및 시장 신뢰 리스크

오너 일가 지분 44%, 주주환원 미흡

동국제약은 **오너 일가가 약 44%의 지분을 보유한 오너 경영 체제**다. 최대주주 **디케이앤컴**은 오너 일가가 100% 소유한 비상장사로 동국제약 지분 20.6%를 보유하고 있다. 이사회는 권기범 회장·대표이사·사외이사 각 1명으로 구성돼 경영진 견제 기능이 제한적이라는 우려가 있다.

RCPS 콜옵션 이해상충 논란

과거 오너 일가의 지분 확대 과정에서도 이해상충 논란이 제기됐다. 2018년 발행한 100억 원 규모 RCPS의 콜옵션을 회사가 아닌 오너 일가 법인에 부여했으며, 이를 활용한 디케이앤컴은 2020년 최대주주에 올랐다. 동국생명과학 역시 물적분할 이후 오너 일가가 약 22%의 지분을 직접 확보한 반면, 동국제약의 지분율은 상장 당시 39.5%로 낮아지며 논란이 이어졌다.

배당성향 10%대, 승계 우려 제기

주주환원도 미흡하다. 배당성향은 10%대 초반에 머물고 있으며, 2025년 12월에는 발행주식의 0.82%에 해당하는 자사주를 소각 대신 환인제약 주식과 교환했다. 최근에는 디케이앤컴의 지주회사 기능 강화와 권병훈 씨의 재무기획실장 승진으로 승계 관련 우려도 제기된다. **향후 승계 과정의 투명성과 주주환원 확대 여부는 지속적인 확인이 필요하다.**

밸류에이션

매출 추정 논리

1. OTC 사업부

8대 브랜드별 바텀업 추정

OTC 사업부 매출은 **8대 핵심 브랜드**(인사돌·마데카솔·센시아·판시딜·치센·카리토포텐·훼라민큐·오라메디)**와 기타 OTC로 구분해 브랜드별 성장률을 적용하는 바텀업 방식으로 추정**하였다. 2025년 기준 매출은 IR에 공개된 사업부 매출과 인사돌·마데카솔의 매출 비중을 활용했으며, 나머지 브랜드는 식약처 생산액 비중을 매출 비중으로 환산해 산출하였다. 이를 2026년 상반기까지의 실적에 배분하고, 2026년 3분기부터는 전년 동기 대비 성장률을 적용했다.

성장률 공시 기준 3가지로 구분

성장률은 공시 자료에 따라 세 가지로 구분했다. 인사돌·마데카솔·훼라민큐·오라메디는 생산수량 증가율(3개년 이동평균)과 공시 판매가격 상승률을 곱해 추정하였다. 센시아·판시딜·치센·카리토포텐은 심평원 일반의약품 공급액 증가율을 적용했으며, 기타 OTC는 동사 OTC 사업부의 과거 연평균 성장률을 적용하였다. 2027년 이후에는 2026년 성장률 가정을 유지했다.

표 12. OTC 사업부 분기별 매출 추정

(단위: 억 원)	3Q26E	4Q26E	1Q27E	2Q27E	3Q27E	4Q27E	1Q28E	2Q28E	3Q28E	4Q28E	2026E	2027E	2028E
OTC 매출	453	441	474	493	483	471	506	526	516	503	1,802	1,921	2,052
YoY	*6.6%*	*6.5%*	*6.5%*	*6.5%*	*6.6%*	*6.8%*	*6.8%*	*6.7%*	*6.8%*	*6.8%*	*5.6%*	*6.6%*	*6.8%*
핵심 브랜드(8개)	387	377	405	421	414	403	433	451	444	432	1,536	1,643	1,760
기타	66	65	69	72	69	68	73	76	73	71	266	278	291

자료: 동국제약 IR, 식품의약품안전처, 건강보험심사평가원, KUVIC 리서치 2팀 추정

2. ETC 사업

주사제 중심의 국내외 성장

동사의 ETC 매출은 2025년 2,675억원에서 2028E 3,631억원으로 연평균 10.7% 성장할 전망이다. **성장은 주사제가 주도할 것으로 예상**된다. 국내에서는 **암포좀 등 DDS 신제품이 매출 확대를 이끌고**, 해외에서는 2028년 **진천 신공장 가동으로 생산능력 제약이 완화되면서 로렐린 수출이 증가**할 전망이다. 여기에 **유레스코 중남미 라이선스 매출**이 더해지면서 주사제와 원료의약품 중심이던 수출 품목이 경구제까지 넓어질 것으로 예상된다.

제품별 Bottom-up 추정

ETC 매출은 국내와 글로벌로 구분해 추정하였다. 이 중 **국내 DDS 주사제와 일반 주사제, 글로벌 매출은 주요 제품의 판매량과 단가, 생산능력 등을 반영해 개별적으로 추정하는 Bottom-up 방식**을 적용하였다.

(1) 국내 DDS 주사제

DDS 신제품 효과 반영

국내 DDS 주사제는 **로렐린 1개월 제형의 기존 성장과 3개월 제형 출시, 암포좀의 신규 시장 진입을 반영**해 2025년 232억원에서 2028E 321억원으로 증가할 전망이다. 로렐린 1개월은 기존 처방 증가세를 유지하지만, 3Q27 3개월 제형이 출시되면 기존 환자의 23%가 2년에 걸쳐 옮겨 간다고 가정하였다. 3개월 제형은 약가가 높지만 투여 횟수가 3분의 1로 줄어, 전환 환자의 매출은 오히려 감소한다. 대신 국내 유일의 3개월 제형인 오리지널 시장 일부를 대체하며 매출을 보완한다. 암포좀은 국내 첫 암비솜 제네릭으로, 후발 제네릭 사례를 참고해 2년에 걸쳐 시장의 30%를 확보한다고 가정하였다. 이에 2026~27년에는 암포좀의 시장 점유율 확대가 성장을 이끌지만, 2028년에는 로렐린 3개월 제형이 기존 1개월 제형 수요를 일부 대체하면서 성장률이 +5.2%로 둔화된다.

(2) 국내 일반 주사제

신공장 가동에 따른 성장

국내 일반 주사제는 **신공장 가동으로 공급 제약이 풀리며** 2025년 529억원에서 2028E 746억원으로 성장할 전망이다. 포폴과 히야론류는 기존 처방 증가세를 이어 간다. 그 외 일반 주사제는 회사가 기존 공장 캐파가 거의 찼다고 밝힌 만큼 신공장 가동 전까지 성장이 제한된다. 3Q27 이후에는 캐파 제약이 없던 과거 수준의 성장률로 회복된다고 보았다. 이에 따라 매출 성장률은 2026E +9.5%에서 2028E +13.7%로 높아진다.

(3) 글로벌

수출 확대와 품목 다변화

글로벌 ETC는 **로렐린 수출과 유레스코 라이선스 매출을 중심**으로 2025년 394억원에서 2028E 535억원으로 성장할 전망이다. 로렐린 수출은 국내 수요를 우선 배분함에 따라 생산능력 제약으로 2027년까지 성장이 제한되지만, 진천 신공장이 2027년 하반기부터 가동되면서 이월 물량과 중남미 시장 성장이 반영되어 2025년 71억원에서 2028E 124억원으로 증가할 것으로 추정하였다. 유레스코는 스페인 FAES FARMA와 체결한 중남미 13개국 라이선스 계약에 따라 2027년 2분기부터 공급을 시작해 2028E 27억원의 매출을 기록할 것으로 예상된다. 이를 통해 기존 주사제와 원료의약품 중심이던 수출 품목이 경구제까지 확대될 전망이다. 테이코플라닌 등 원료의약품과 기타 완제의약품은 기존 수출 추세를 반영해 완만한 성장을 가정하였다.

표 13. ETC 사업부 매출 추정

(단위: 억원)	1Q26	2Q26	3Q26E	4Q26E	1Q27E	2Q27E	3Q27E	4Q27E	1Q28E	2Q28E	3Q28E	4Q28E	2026E	2027E	2028E
ETC 매출	652	733	753	820	715	806	833	905	800	898	927	1,006	2,959	3,259	3,631
YoY	*7.8%*	*11.6%*	*11.4%*	*11.3%*	*9.7%*	*10.0%*	*10.6%*	*10.3%*	*11.9%*	*11.5%*	*11.3%*	*11.2%*	*10.6%*	*10.1%*	*11.4%*
내수	537	615	662	703	598	684	738	781	663	757	815	862	2,517	2,801	3,096
DDS	58	66	70	75	66	76	79	83	73	81	82	86	268	305	321
일반주사제	121	139	156	164	137	156	177	186	155	178	201	211	579	656	746
경구제	358	410	437	464	395	452	482	512	435	498	532	565	1,670	1,840	2,029
글로벌	115	118	91	118	117	122	95	124	137	142	112	144	441	458	535
원료	38	39	30	39	38	39	30	39	40	41	31	41	147	147	152
DDS	21	22	17	22	21	22	17	22	32	33	26	33	81	82	124
기타	55	57	44	57	58	60	46	59	60	62	48	61	213	222	231
유레스코						1	2	4	5	6	7	9		7	27

자료: KUVIC 리서치 2팀

3. 헬스케어 사업부

매출 3,165억원, 전사의 약 34%

동사의 2025년 헬스케어 사업부 매출은 3,165억원으로 **전체 매출의 약 34%**를 차지한다. 화장품을 중심으로 건기식, 미용기기, 생활용품으로 다각화되어 있으며, **국내와 해외로 나누어 추정**했다.

3.1 국내

국내 화장품 채널: 홈쇼핑·온라인·오프라인

국내 화장품 판매 채널은 **홈쇼핑 중심에서 온라인·오프라인으로 빠르게 재편**되고 있다. 홈쇼핑 비중은 2023년 약 50%에서 2026년 상반기 20% 초반까지 낮아졌고, 헬스케어 매출 대비 판매수수료 비중도 2024년 36.6%에서 2Q26 28.0%로 하락하였다. 채널별 성장 속도와 수익 구조가 달라, 국내 화장품은 홈쇼핑·온라인·오프라인으로 나누고 화장품 외 매출은 기타로 묶어 추정하였다.

표 14. 국내 화장품 분기별 매출 추정

(단위: 억 원)	1Q26	2Q26	3Q26E	4Q26E	1Q27E	2Q27E	3Q27E	4Q27E	1Q28E	2Q28E	3Q28E	4Q28E	2026E	2027E	2028E
총 매출	574	582	407	517	600	607	422	535	621	631	441	559	2,081	2,164	2,252
YoY (%)	*8.5%*	*12.7%*	*3.8%*	*4.4%*	*4.5%*	*4.2%*	*3.7%*	*3.4%*	*3.5%*	*4.0%*	*4.3%*	*4.5%*	*7.6%*	*4.0%*	*4.1%*
홈쇼핑	195	187	118	134	186	178	112	127	180	173	109	123	634	602	584
온라인	237	228	173	227	258	249	188	247	280	271	204	267	866	942	1023
자사 운영몰	125	112	90	123	130	116	93	128	135	121	97	133	450	467	485
쿠팡	90	96	68	84	104	110	78	97	119	126	89	110	338	389	444
기타 플랫폼	22	21	16	21	23	23	17	22	25	25	19	24	79	86	93
오프라인	141	167	116	156	157	180	122	161	162	187	128	168	581	620	645
올리브영	49	59	48	65	62	70	54	70	66	75	57	75	221	255	273
다이소	13	16	12	15	15	17	12	16	15	19	13	17	56	60	65
대형마트	22	25	18	23	21	24	17	22	20	23	16	21	88	84	79
기타	56	67	39	53	58	68	40	54	60	70	41	56	215	221	227

자료: KUVIC 리서치 2팀

(1) 홈쇼핑

방송 1회당 약 2.8억, 방송 횟수 감소 가정

홈쇼핑 매출은 **월 방송 횟수 × 방송 1회당 매출(약 2.8억 원)**로 추정하였다. 1회당 매출은 2026년 1월 GS샵 마데카크림 론칭 방송(6억 원)을 기준으로 평상시 판매 수준과 부가세를 반영해 산출하였다. 방송 횟수는 2026년 하반기 -15%에서, 홈쇼핑 비중을 10% 이상 유지하겠다는 회사 계획을 반영해 2027년 -5%, 2028년 -3%로 감소 폭이 줄어든다고 가정하였다. 그 결과 홈쇼핑 매출은 2025년 713억 원에서 2028년 584억 원으로 감소한다.

표 15. 홈쇼핑 매출 추정

구분	2025	2026E	2027E	2028E
월 방송 횟수	21	18	17	16
홈쇼핑 매출 (억 원)	713	634	602	584

자료: KUVIC 리서치 2팀

(2) 온라인

구매 후기 수로 주문 수 역산

온라인 매출은 **자사몰·쿠팡·기타 플랫폼별로 구매 후기 수에서 주문 수를 역산해 추정**하였다. 자사몰은 후기 증가율 연 4%를, 쿠팡은 마데카크림 16%를 유지하되 앰플·세럼과 기타는 2028년 각각 11%, 6%로 둔화한다고 가정하였으며, 직매입 구조인 쿠팡은 소비자가의 65%만 매출로 인식하였다. 그 결과 온라인 매출은 2025년 770억 원에서 2028년 1,023억 원으로 연평균 10% 성장한다.

표 16. 국내 온라인 매출 추정

구분	2025	2026E	2027E	2028E
자사 운영몰	419	449	467	485
쿠팡	280	337	389	444
기타 플랫폼	70	79	85	93
국내 온라인 매출 (억 원)	770	866	942	1,023

자료: KUVIC 리서치 2팀

(3) 오프라인

올리브영 667곳 조사 재고 보유율 89%

오프라인 매출은 **올리브영·다이소(오프라인의 약 40%), 대형마트, 기타로 구분**하였다. 올리브영은 2026년 11월 매장 667곳을 직접 조사한 결과 96~98%가 센텔리안24를 취급하고 89%가 실제 재고를 보유해, **입점 확대는 사실상 마무리된 것으로 보고 매장당 판매액 증가만 반영**하였다. 다이소는 다이소몰 실측 판매량을 매장 판매분까지 환산하였고, 대형마트는 연 -5%, 기타 채널은 연 1~4% 성장을 적용하였다. 그 결과 오프라인 매출은 연 4~7%로 성장해 2028년 645억 원에 이른다.

표 17. 국내 오프라인 매출 추정

구분	2025	2026E	2027E	2028E
올리브영	142	221	255	273
다이소	36	56	60	65
대형마트	89	88	84	79
기타(면세·약국·백화점 등)	178	215	221	227
국내 오프라인 매출 (억 원)	446	581	620	645

자료: KUVIC 리서치 2팀

(4) 기타

기타 매출
938억 → 1,213억원

기타 매출은 **건강기능식품, 생활용품·의약외품, 미용기기로 구성**된다. 건강기능식품은 2026년 상반기 성장세(+40%)와 3분기 관절 건강기능식품 출시를 반영해 2026년 40%, 2027년 20%, 2028년 15% 성장을, 생활용품·의약외품은 OTC 사업부 과거 5년 평균 성장률(4.6%)을 적용하였다. 미용기기는 경쟁 심화로 2026년 절반 수준으로 감소한 뒤 정체된다고 보았다.

표 18. 헬스케어 기타 매출 추정

구분	2025	2026E	2027E	2028E
건기식	317	443	532	611
생활용품·의약외품	474	484	506	530
미용기기	148	72	72	72
헬스케어 기타 매출 (억 원)	938	999	1,110	1,213

자료: KUVIC 리서치 2팀

3.2 해외

해외 화장품
국가·채널별 바텀업

동사의 해외 화장품 매출은 국가(미국·일본)와 채널(온라인·오프라인)별로 bottom-up 방식으로 추정하였다. 미국이 2026E 기준 해외 화장품 매출의 약 80%를 차지하며, 그중에서도 아마존이 단일 최대 드라이버(60%)다.

표 19. 해외 화장품 분기별 매출 추정

(단위: 억 원)	1Q26	2Q26	3Q26E	4Q26E	1Q27E	2Q27E	3Q27E	4Q27E	1Q28E	2Q28E	3Q28E	4Q28E	2026E	2027E	2028E
미국 온라인	137	161	170	281	338	371	409	588	657	689	727	870	748	1,707	2,944
아마존	118	141	152	239	300	333	368	517	590	622	656	777	651	1,518	2,645
틱톡샵	19	19	18	42	38	38	42	71	68	68	71	93	97	189	299
일본 온라인	50	32	25	27	62	40	33	37	79	50	41	46	134	171	217
미국 오프라인	-	12	67	34	32	117	53	84	111	133	99	146	113	285	490
초도	-	3	45	-	1	71	-	-	36	45	-	-	48	73	81
리오더	-	9	21	34	30	45	53	84	75	88	99	146	65	213	408
일본 오프라인	-	18	19	19	25	29	39	44	55	63	71	80	56	137	268
기타 해외	3	5	7	11	11	15	20	33	38	49	57	78	25	79	222
해외 화장품 합계	189	228	287	372	468	572	553	786	941	985	995	1,220	1,076	2,379	4,140
YoY	*351%*	*603%*	*236%*	*179%*	*147%*	*151%*	*93%*	*111%*	*101%*	*72%*	*80%*	*55%*	*267%*	*121%*	*74%*

자료: KUVIC 리서치 2팀

(1) 온라인

미국 온라인
아마존 월매출 + 행사

동사의 **미국 온라인 매출은 아마존과 틱톡샵으로 구분하여 추정**하였다. 아마존은 실적 구간(2025년~2026년 10월)에 판매 분석 도구의 브랜드 월 매출을 사용하였고, 추정 구간은 **'전월 매출 × (1 + 작년 같은 달의 전월 대비 변화율 × 반영 비율)'**로 산출하였다. 프라임데이·블랙프라이데이 등 동사가 이미 보여 준 월별 흐름을 반복하되, 브랜드가 커질수록 같은 행사의 효과는 줄어든다고 보고 피어 4개사의 성장률 감속 폭 평균에 맞춰 반영 비율을 2027년 62.9%, 2028년 29.8%로 낮췄다.

틱톡샵은 연중 평탄하다가 하반기 행사 때 계단식으로 오르는 실측 패턴을 같은 반영 비율로 반복하여, 아마존 매출의 12% 안팎으로 추정하였다.

피어의 성장률 감속은 해외 매출이 급증한 해 이후 다음 해 성장률이 직전 해의 몇 배로 줄었는지로 측정하였다. 아누아·스킨1004·조선미녀·달바 4개사의 1년차 감속 배율은 0.23~0.63배(평균 0.49배, 중앙값 0.52배)였고, 2년차는 비교 가능한 2개사 기준 0.33~0.67배(평균 0.50배)였다. 동사 아마존 매출 성장률은 2026E +303%에서 2027E +148%, 2028E +74%로 직전 해의 0.49배, 0.50배씩 줄도록 설정해 피어 평균 수준에 맞추었다. 일부 피어의 최근 연도 수치는 추정치를 사용하였다.

표 20. 미국 온라인 매출 추정

구분	2025	2026E	2027E	2028E
미국 온라인 합계 (억 원)	188	748	1,707	2,944
아마존	163	651	1,518	2,645
타임리버스 판매량 (만 개)	35.4	81.8	203.2	354.3
틱톡샵	25	97	189	299
타임리버스 판매량 (만 개)	5.4	12.3	25.2	40.1

자료: KUVIC 리서치 2팀

일본 온라인
큐텐 리뷰로 역산

동사의 일본 온라인 매출은 매출의 99%를 차지하는 큐텐의 리뷰 증가분으로 판매량을 역산하였다. 분기별 타임리버스 리뷰 증가 수를 리뷰 작성률(3%)로 나눠 판매량을 구하고, 평균 판매가(2,400엔)를 곱한 뒤 큐텐 내 타임리버스 매출 비중(60%)으로 나눠 전체 매출을 산출하였다. 리뷰 증가율은 2026년 실측(+49%)에서 2027년 +35%, 2028년 +25%로 점차 둔화한다고 가정하였다.

표 21. 일본 온라인 매출 추정

구분	2025	2026E	2027E	2028E
일본 온라인 합계 (억 원)	95	134	171	217
큐텐 리뷰 증가 YoY	-	*49%*	*35%*	*25%*
타임리버스 판매량 (만 개)	24.6	36.6	49.4	61.7

자료: KUVIC 리서치 2팀

(2) 오프라인

미국 오프라인
초도 + 리오더

동사의 미국 오프라인 매출은 진열대를 처음 채우는 **초도와** 소비자 판매만큼 다시 들어오는 **리오더로 구분하여 추정**하였다. 얼타 리오더는 매장 수(1,400개)에 점포당 월 리오더를 곱해 산출하였다. 점포당 월 리오더는 **달바의 얼타 점포당 월매출 중 리오더 비중(58%)에, 동사의 미국 온라인 규모를 달바와 비교한 배수를 곱해 온라인 판매 속도에 연동**하였다. 코스트코는 달바의 초도 공급계약(점포당 1,500만 원)을 초도로 적용하고, 매장 수가 200개에서 600개로, SKU가 1개에서 3개로 늘어난다고 가정하였다.

표 22. 미국 오프라인 매출 추정

구분	2026E	2027E	2028E
미국 오프라인 합계	113	285	490
얼타 매출 (억 원)	**71**	**158**	**298**
매장 수 (개)	1,400	1,400	1,400
점포당 월매출 ($, 4분기)	392	895	1,543
코스트코 매출 (억 원)	**40**	**123**	**182**
매장 수 (개)	200	450	600
점포당 월매출 ($, 4분기)	574	862	1,149
노드스트롬 매출 (억 원)	**2**	**5**	**9**
매장 수 (개)	89	89	89
점포당 월매출 ($, 4분기)	196	447	772

자료: KUVIC 리서치 2팀

일본 매장
1,000개 → 2,707개

동사의 일본 오프라인 매출은 **매장 수에 점포당 월매출을 곱해 추정**하였다. 점포당 월매출은 일본 오프라인을 먼저 확장한 **달바의 점포당 월매출(20.4만 엔)에, 동사의 일본 온라인 규모를 달바와 비교한 배수(0.3배 → 0.6배)를 곱해 산출**하였다. 매장은 2026년 2분기 돈키호테·로프트·마츠모토키요시 등 약 1,000개로 시작해, 드럭스토어 중심으로 2028년 말 2,707개까지 늘어난다고 가정하였다. 달바가 일본 매장을 600개에서 3,000개로 넓힌 전적을 참고하였다.

비용 추정 논리

비용을 성격별
매출에 연동 추정

동사의 영업비용은 기존 사업과 해외 화장품으로 분리하여, 각 비용을 성격에 맞는 매출에 연동해 추정하였다. 그 결과 해외 화장품이 커질수록 광고비와 물류비는 늘어나지만, 원가율 하락과 인건비 등 **고정비 레버리지가 이를 상쇄하며 마진이 확대되는 구조**다.

표 23. 비용추정 Table

(단위: 억원)	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	**9,273**	**10,585**	**12,704**	**15,294**
YoY		*14.1%*	*20.0%*	*20.4%*
매출원가	4,273	4,652	5,332	6,143
매출총이익	5,000	5,933	7,373	9,152
GPM	53.9%	56.0%	58.0%	59.8%
판매비와관리비	4,030	4,718	5,678	6,772
영업이익	**970**	**1,214**	**1,695**	**2,380**
OPM	10.5%	11.5%	13.3%	15.6%
금융손익	-23	31	35	35
기타손익	21	-31	-34	-34
지분법손익	-37	-10	-23	-23
법인세비용차감전순이익	931	1,204	1,672	2,358
법인세비용	187	234	334	472
당기순이익	**744**	**971**	**1,338**	**1,886**
NPM	8.0%	9.2%	10.5%	12.3%
지배주주순이익	665	926	1,254	1,768

자료: KUVIC 리서치 2팀

1. 매출원가

연결 원가율
46.1% → 40.2%

해외 화장품 원가율은 소비자에게 직접 판매하는 온라인 20%, 공급가로 판매하는 오프라인(B2B) 40%를 적용하였다. 이는 기존 사업 원가율 36.3%(3Q25·1Q26·2Q26 평균, 4Q25 일회성 제외)보다 낮아, 해외 화장품 비중이 2025년 3.2%에서 2028E 27.1%로 커질수록 **연결 원가율은 46.1%에서 40.2%로 개선된다.** 재고변동·원재료·외주가공은 판매 기준 원가 총액을 먼저 산출한 뒤 배분하여, 4분기 재고 소진의 계절성이 총원가를 왜곡하지 않도록 하였다. 종업원급여와 감가상각비는 고정비로 보고 1H26 실측 증가율(+8.7%, +11.8%)을 적용하였다.

2. 판매비와 관리비

해외 광고비 비율
28% → 18%

판매수수료는 채널별로 나눠 홈쇼핑 27.7%(공정위 실질수수료율), 해외 온라인 13.5~13.9%(아마존 15%·틱톡샵 7%·일본 11% 가중평균), 그 외 기존 매출 10.9%를 적용하였다. **광고선전비**는 국내(기존 매출의 8.5%)와 해외로 나눴으며, 해외는 해외 온라인 매출 대비 2026E 28%에서 2027E 22%, 2028E 18%로 낮췄다. **해외 온라인 매출 증가율(2027E +113%)이 광고비 증가율(+67%)보다 커** 브랜드가 쌓일수록 광고 효율이 개선된다는 판단이다. 해외 온라인에는 아마존 물류비를 반영한 운반비 12%와 운영 대행 수수료 3%를, 해외 전체에는 샘플 1%와 수출제비용 5%를 더하였다. 인건비는 고정비로 증가해 매출 대비 비중이 14.5%에서 11.3%로 낮아진다.

3. 영업외손익 및 법인세

지배주주순이익
926억 → 1,768억원

기타·금융·지분법손익은 영업활동과의 연관성이 낮아 2027~2028E에는 2026E 수준으로 동결하였다. 법인세율은 2025년 실적(20.1%)을 반영한 20%, 비지배지분은 최근 4분기 평균 6.3%를 적용하였다. 그 결과 **지배주주순이익은 2026E 926억 원에서 2028E 1,768억 원으로** 늘어난다.

표 24. 주요 비용 지표

(단위: 억원)	2025	2026E	2027E	2028E
해외 화장품 매출 비중	3.2%	10.2%	18.7%	27.1%
매출원가율	46.1%	44.0%	42.0%	40.2%
판매수수료 ÷ 매출	11.7%	11.8%	11.7%	11.5%
광고선전비 ÷ 매출	9.1%	10.0%	10.1%	9.9%
해외 광고선전비 (억원)	79	247	413	569
해외 광고비 ÷ 해외 온라인 매출	28.0%	28.0%	22.0%	18.0%
판관비율	43.5%	44.6%	44.7%	44.3%

자료: KUVIC 리서치 2팀

Valuation Method

목표주가 40,000원
Target PER 10.3배

동사에 대해 목표주가 40,000원을 제시한다. 목표주가는 2028F EPS 3,920원에 **Peer 3개사(로토제약, 달바글로벌, 대웅제약)의 2028F PER 평균 10.3배**를 Target PER로 적용해 산출하였다. 2028년을 기준연도로 삼은 것은 미국·일본 오프라인 입점 효과와 해외 화장품 매출 확대가 실적에 온전히 반영되는 시점이기 때문이며, Peer 역시 같은 연도의 PER을 적용해 이익과 멀티플의 기준을 맞췄다.

Peer: 로토제약·
달바글로벌·대웅제약

Peer는 제약사로서의 사업 기반과 화장품 브랜드로서의 성장성을 함께 반영할 수 있도록 구성하였다. 국내에는 제약사가 키운 화장품 브랜드로 해외 시장을 개척하는 상장사가 드물어, 비슷한 길을 먼저 걸어온 해외 기업을 함께 포함하였다. **로토제약**은 OTC 제약사가 스킨케어 브랜드를 키운 대표 사례로, 동사 **화장품 사업이 지향하는 모습**을 보여준다. **달바글로벌**은 홈쇼핑에서 온라인과 해외로 채널을 옮겨 온 국내 브랜드로, 동사와 **성장 단계가 가장 가깝다. 대웅제약**은 OTC와 ETC를 함께 운영하는 전통 제약사로, 동사의 **제약 사업 가치**를 반영한다.

오프라인 성장 확인 시
멀티플 재평가 가능

결국 동사의 밸류에이션은 안정적인 제약 사업의 이익 위에 화장품 사업의 성장이 얼마나 더해지는지에 달려 있다. 미국·일본 오프라인 입점이 실제 매출 성장으로 이어지는 것이 확인될수록, 동사의 멀티플도 **제약사보다 더마 브랜드 기업에 가까운 수준으로 재평가될 수 있을 것**으로 판단한다.

표 25. Peer Valuation

기업	시가총액	28F PER	선정 이유
로토제약 (일본)	약 5.2조원	16.1배	OTC 제약사(안약)가 하다라보 등 스킨케어 브랜드를 키운, 동사와 가장 닮은 사업 모델
달바글로벌 (한국)	약 1.8조원	8.25배	홈쇼핑에서 온라인·해외로 채널을 전환했고, 미국·일본 오프라인 입점을 넓히는 단계가 동사와 같음
대웅제약 (한국)	약 1.3조원	6.56배	OTC·ETC를 함께 운영하는 전통 제약사로, 나보타를 통해 해외 미용 시장에서 성장
평균		**10.3배**	

자료: KUVIC 리서치 2팀

표 26. 목표주가 산정

구분	내용	비고
28F 당기순이익 (억 원)	1,768	지배주주순이익
Target P/E (배)	10.3	글로벌 PEER 28F P/E 평균
목표 시가총액 (억 원)	18,213	
유통 주식수 (주)	45,110,727	발행주식수-자기주식

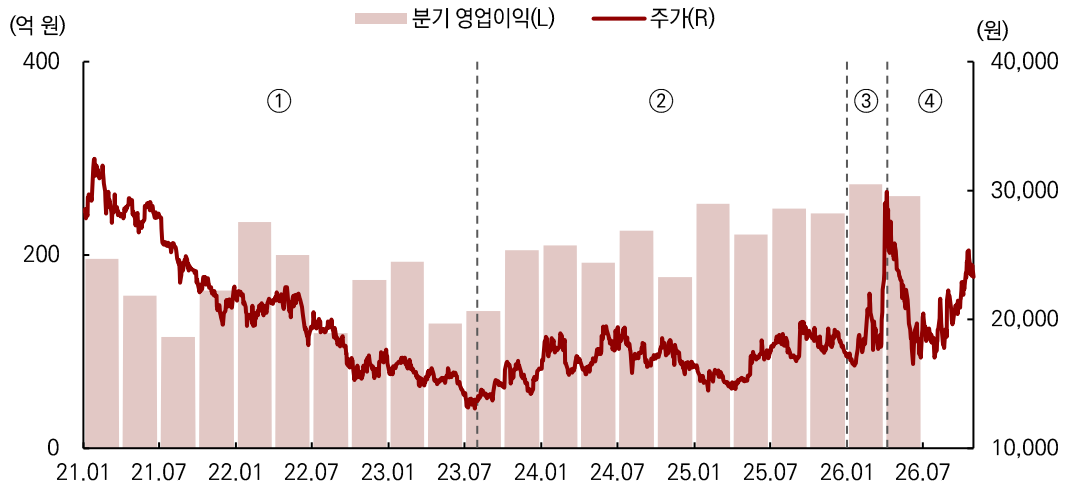
목표 주가 (원)	40,000	40,374원의 조정가액
현재 주가 (원)	24,400	2026.11.05 종가
상승여력 (%)	63.93%	

자료: KUVIC 리서치 2팀

Appendix

주가추이 분석

그림 24. 주가 추이



자료: KUVIC 리서치 2팀

① 2021.01~2023.07: 수익성 둔화에 따른 디레이팅

영업이익 정체, 주가 60% 하락

코로나19 이후 OTC·헬스케어 성장 둔화와 동국생명과학의 공장 이전 비용으로 **3Q21 영업이익은 115억 원(YoY -54.3%)**을 기록했다. 2022년에도 광고선전비 증가로 수익성 개선이 제한되며 영업이익은 632억~727억 원 수준에 정체됐다. 이에 주가는 2021년 1월 32,450원에서 2023년 7월 13,070원으로 **60% 하락**했다.

② 2023.08~2025.12: 실적 개선에도 이어진 박스권

이익 44% 증가에도 박스권 지속

ETC 신제품 출시와 OTC·헬스케어 성장으로 영업이익은 2023년 669억 원에서 2025년 970억 원으로 45% 증가했다. 그러나 국내 의약품 중심의 사업구조와 초기 단계인 화장품 수출(2025년 293억 원)로 **성장성이 부각되지 못했다**. 주가는 1만 4천~2만 원 박스권에 머물며 2025년 말 17,150원을 기록했다.

③ 2026.01~2026.04.06: 화장품 수출·DDS 기대감에 리레이팅

화장품 수출 급증, 주가 82% 상승

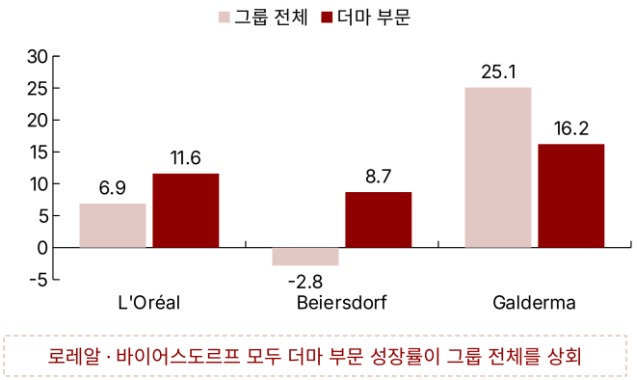
화장품 수출이 2024년 163억 원에서 2025년 293억 원으로 급증하며 **더마코스메틱 수출 기업으로 재평가**받기 시작했다. 2월 로렐린데포 3개월 제형 임상 3상 완료와 3월 사상 최대 영업이익(970억원, YoY +20.6%) 발표도 상승을 뒷받침했다. 주가는 4월 6일 29,900원으로 1월 저점 대비 82% 상승했다.

④ 2026.04.07~현재: 과열 해소 후 오프라인 확장 가시화

고점 대비 45% 하락, 저점 대비 41% 반등

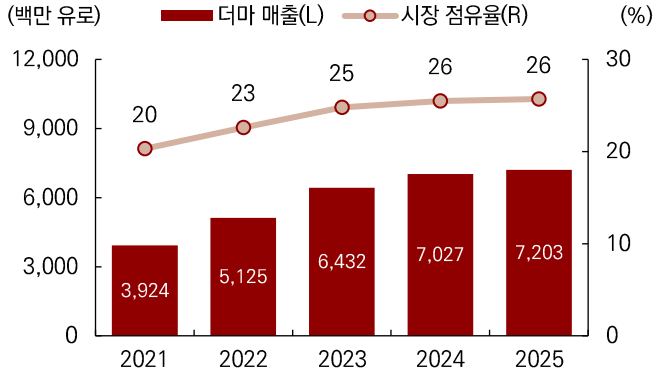
단기 차익실현과 1Q26 영업이익 증가율(+7.9%) 둔화로 주가는 6월 8일 16,540원까지 고점 대비 45% 하락했다. 이후 얼타·코스트코 등 **북미 오프라인 진출과 2Q26 해외 매출 급증(YoY +566%)**, 영업이익 성장(+17.9%)이 확인됐다. 10월 DK센텔리안 사명 변경 결의까지 더해지며 주가는 10월 30일 23,300원으로 저점 대비 41% 반등했다.

그림 25. 글로벌 주요 기업 더마부문 성장률 (9M26, %)



자료: L'Oréal, Beiersdorf, Galderma, KUVIC 리서치 2팀

그림 26. 로레알 더마 사업부 매출 및 글로벌 더마 시장 점유율



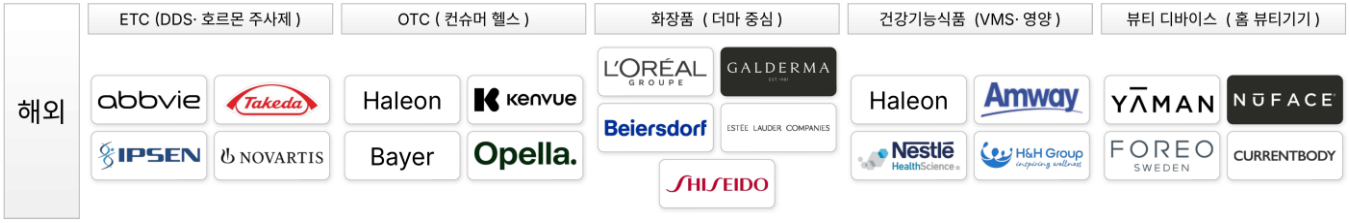
자료: KUVIC 리서치 2팀

그림 27. BM별 국내 경쟁사: 5개 BM을 모두 영위하는 상장사는 동국제약이 유일



자료: 각 사 IR, KUVIC 리서치 2팀

그림 28. BM별 해외 경쟁사: BM마다 글로벌 선도 기업이 상이



자료: 각 사 IR, KUVIC 리서치 2팀

표 29. 동국제약과 네오팜 화장품 사업 비교

항목	동국제약	네오팜
핵심 기술	TECA(마데카솔 원료), 특허 5개 결합	MLE 세라마이드 전달 특허
대표 카테고리	안티에이징 크림	장벽·아토피·영유아 보습
화장품 매출	2,227억(2025) → 3,157억(2026E, +41.8%)	전사 1,321억(2025), 2Q26 +36.2%
수익성	전사 OPM 10.5%(2025) → 11.5%(2026E), 해외 화장품 공헌이익률 24.2%(2026E)	OPM 21.8%(2025), 원가율 34.6%
해외	해외 비중 13%(2025) → 34%(2026E), 해외 매출 +267%(2026E)	수출 비중 약 20%(수출 +50%)
미국 채널	아마존·틱톡샵 + 얼타·코스트코 등	아마존 중심
아마존 순위	Beauty 50~500위권(마데카크림, 최근 1개월)	Beauty 2만~6만위권(익스트림 크림, 최근 1개월)
앰배서더	TXT 태현(2026.2)	미국 앰배서더 확인 안 됨

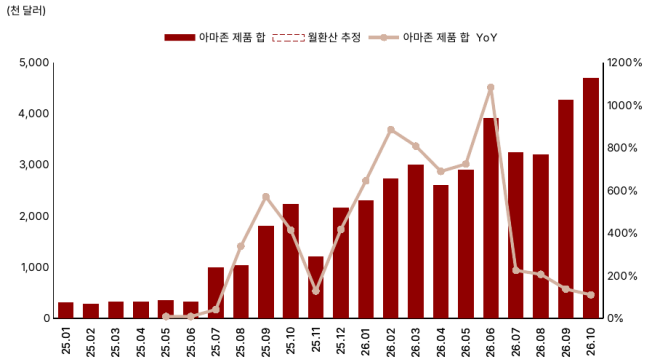
자료: 각 사 IR, Amazon, KUVIC 리서치 2팀

그림 30. 네오팜 리얼베리어 미국 아마존 주요 제품



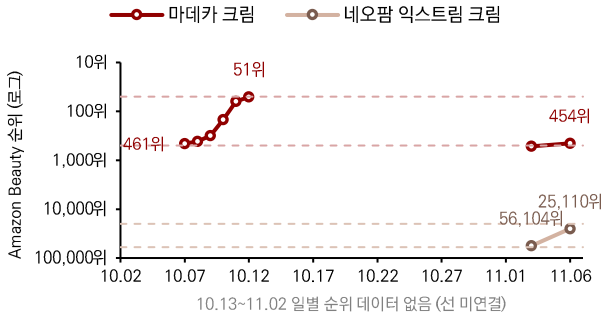
자료: Amazon(2026.11.6 캡처), KUVIC 리서치 2팀

그림 31. Centellian24 아마존 매출 추이



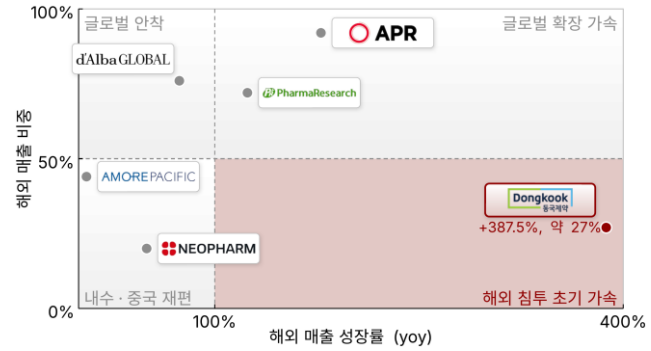
자료: Amazon, KUVIC 리서치 2팀

그림 32. 마데카 크림 아마존 뷰티 순위 추이



자료: Amazon, Helium 10, KUVIC 리서치 2팀

그림 33. 해외 성장률과 해외 비중 (뷰티, 2Q26)



자료: 각 사 IR, KUVIC 리서치 2팀

그림 34. 마데카 크림 바이럴 3요인



자료: Amazon, Ulta Beauty, TikTok, KUVIC 리서치 2팀

그림 35. 브랜드별 바이럴 엔진 비교

브랜드	핵심 서사	확산 방식
센텔리안 24	약국 출신 더마(TECA)	이벤트형 시딩·파트너 해시태그
메디큐브	셀럽이 쓰는 디바이스	셀럽·틱톡샵 라이브커머스
달바	이탈리아 트러플·승무원 미스트	에이전시 월 약 60명 상시 시딩
리얼베리어·아토팜	장벽·아토피 보습(MLE)	Picky 무료 제공, 일본 인플루언서

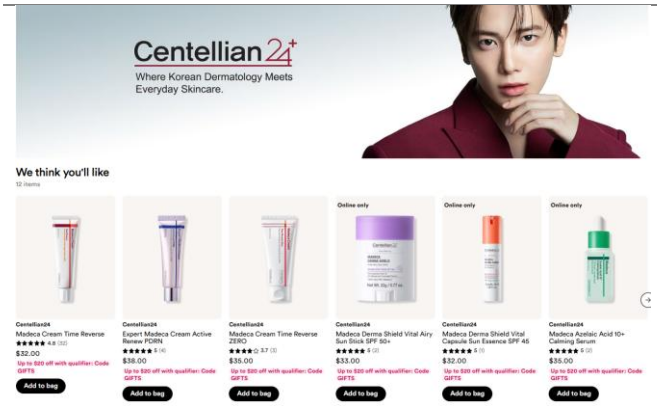
자료: 각 사 발표, TikTok, KUVIC 리서치 2팀

그림 36. 더마 브랜드 글로벌 SNS 계정 지표

브랜드	인스타그램 팔로워	틱톡 팔로워	틱톡 누적 좋아요	팔로워당 좋아요
센텔리안 24	23.7만	9.9만	76.8만	7.8배
메디큐브	200만	88.1만	830만	9.4배
달바	27.7만	16.6만	28.1만	1.7배
리얼베리어	2.2만	0.6만	5.8만	10.1배

자료: Instagram, TikTok, KUVIC 리서치 2팀

그림 37. 앰버서더 TXT 태현 배너를 활용한 얼타 브랜드관



자료: Ulta Beauty(2026.11.6 캡처), KUVIC 리서치 2팀

그림 38. 남자 아이돌 앰버서더 기용 이후 실적 변화

브랜드 × 앰배서더	발탁	핵심 수치	발탁 이후 실적 변화
센텔리안 24 × 태현(TXT)	2026.2	+566%	1Q26 화장품 수출 +332%, 2Q26 해외 매출 YoY +566%
라네즈 × 진(BTS)	2024 가을	+30% 이상	4Q24 매출 YoY +30% 이상, 아마존 BFCM +127%, 세포라 스킨케어 3위(2024)
헤라 × 필릭스(SKZ)	2025.8	약 +50%	리플렉션 라인 글로벌 매출 YoY 약 +50%(26.1), 日 한큐 1호점 첫날 브랜드 최고 매출
믹순 × 엔하이픈	2025.2	+88%	매출 약 480억(2024) → 약 900억 원(2025)

자료: 각 사, KUVIC 리서치 2팀

- 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.