

# 화장품



장한솔

hansol.jung@daishin.com

투자의견

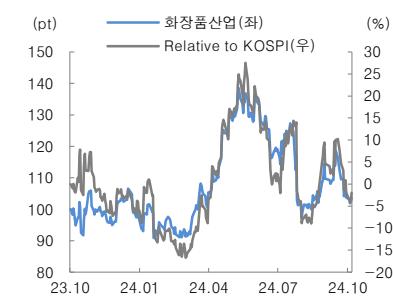
## Overweight

비중확대, 신규

## Rating &amp; Target

종목명	투자의견	목표주가
코스맥스	Buy	180,000원
한국콜마	Buy	100,000원
씨앤파티너셔널	Buy	100,000원
아모레퍼시픽	Buy	170,000원
LG생활건강	Buy	430,000원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-5.7	-15.0	-7.1	4.5
상대수익률	-6.3	-7.4	-5.6	-0.8



# K뷰티의 카테고리화

- 하나의 카테고리로 자리잡으며 K-Beauty 영향력 확대
- 수출 확대에 따른 수주 증가로 ODM사 안정적인 실적 성장 기대
- 최선후주 코스맥스, 관심종목 한국콜마 제시

### 이제는 중국에서 벗어날 때

과거 화장품 업종의 리레이팅을 이끌었던 중국. 그러나 지금은 중국 내 한국 화장품 경쟁력 약화와 소비 부진으로 이제는 실적 발목을 잡는 원인. 2024년 9월 YTD 화장품 수출액에서 중국이 차지하는 비중은 25%로 여전히 수출 1위 국가. 중국 시장이 한국 화장품 산업의 높은 비중을 차지하고 있는 점은 변하지 않는 사실이나 중국 비중이 낮아지고 있다는 점에 주목 필요. 팬데믹 이후 전세계적으로 확산된 한국 컨텐츠에 힘입어 K-Beauty는 전세계 화장품 시장의 트렌드로 자리 잡기 시작

### 글로벌해진 한국 화장품

한국은 세계 2위 화장품 수출국. 24년 YTD 화장품 수출액은 YoY 17% 성장한 62억달러. 미국, 일본 등 비중국 수출 확대 지속. 미국 화장품 시장에서 한국 화장품 침투율은 여전히 낮은 수준이나 미국 내 K-Beauty가 하나의 카테고리로 자리 잡아가며 영향력 확대. 과거와 다르게 단일 국가에서의 성장이 아닌 유럽, 중동 등 다양한 지역에서 수출 확대가 지속되고 있다는 점도 긍정적. 화장품 업종의 밸류에이션 프리미엄을 정당화할 수 있는 중요한 요소

2Q24 대형사의 지속된 중국 사업 부진, 높아진 시장 눈높이로 실적 모멘텀 약화, 수출 피크아웃 우려로 10/18 기준 화장품 업종 12개월 선행 P/E는 13 배 수준까지 하락. 연초 17배 대비 밸류에이션 매력이 높아진 상황

### 최선후주 코스맥스, 관심종목 한국콜마 제시

수출 호조로 화장품 ODM사 수주는 꾸준히 증가하며 CAPA 증설 중. 수출 호조로 기존 인디브랜드의 주문 증가와 신제품 개발 활성화로 화장품 생산 수요가 맞물렸기 때문. 인디브랜드 중심 화장품 업황 호조로 성공 브랜드 예측이 어려워졌으나, 제조사 입장에서는 특정 브랜드의 성과에 크게 의존하지 않더라도 K-뷰티 수요를 충족시키기 위해 생산을 이어가기 때문에 늘어난 생산 능력을 바탕으로 ODM사의 안정적인 실적 성장을 기대

### 코스맥스(BUY, TP 180,000원)

ODM업계 1위로 국내법인 실적 호조 지속 전망. 향후 중국 경기부양책 효과로 화장품 소비 개선 시 가격 부담이 적은 로컬 인디브랜드의 수요 회복 기대. 미국 25년 하반기 신규고객사향 매출 확대로 수익성 개선 추이 지속 예상

### 한국콜마(BUY, TP 100,000원)

고마진 선제품 수출 확대로 계절성 완화와 수익성 개선 지속 전망. 하반기 국내 CAPA 증설 효과로 견조한 매출 성장과 영업 레버지지 효과 기대



## Contents

Summary	4
Key Charts	8
I 팬데믹이 불러온 나비효과	11
화장품 업종 밸류에이션	
K-컨텐츠 확산과 K-Beauty	
화장품 수출지역 다각화	
II Americian Dream	23
미국 화장품 시장 Overview	
Amazon에서 시작하는 한국 인디브랜드	
III 화장품ODM 그저 G.O.A.T	29
기업분석	37

## Summary

### 화장품 업종 투자의견 비중확대(Overweight)로 커버리지 개시

2014~16년 화장품 업종의 리레이팅을 이끌었던 건 중국 수요이다. 폭발적으로 증가한 방한 중국인 관광객들의 필수 쇼핑리스트에 한국 화장품이 자리잡고, 중국향 수출까지 돋보이면서 화장품 업종 12MF PER은 40배까지 확대되었다. 그러나 2016년 하반기부터 THAAD 이슈로 한중 관계가 악화되고, 2017년 THAAD 보복조치로 인한 한한령, 그리고 2020년 팬데믹까지 겹치며 화장품 업종의 디레이팅이 시작됐다.

중국 시장이 한국 화장품 산업에서 많은 비중을 차지하고 있는 것은 변하지 않는 사실이다. 2024년 9월 YTD 화장품 수출액에서 중국이 차지하는 비중은 25%로 여전히 수출 1위 국가이다. 다만 중국 비중이 점차 낮아지고 있다는 점에 주목이 필요하다. K-뷰티에 대한 글로벌 수요 증가로 특정 국가에 대한 의존도가 낮아지고 있고, 국내 화장품사들의 글로벌 경쟁력이 강화되고 있다.

상반기 미국을 중심으로 화장품 수출액이 크게 증가하면서 과거 중국 시장 진입 초기와 같은 폭발적인 성장을 기대하며 화장품 업종의 리레이팅이 시작되었다. 그러나 대형사의 지속된 중국 사업 부진, 높아진 시장 눈높이로 실적 모멘텀 약화, 수출 피크아웃 우려로 10/18 기준 화장품 업종 12개월 선행 P/E는 13배 수준까지 하락했다. 연초 17배 대비 밸류에이션 매력이 높아진 상황이다.

당사는 중국 외 시장에서의 확장은 당분간 지속 가능하다고 판단한다. 미국 화장품 시장에서 한국 화장품 침투율은 여전히 낮은 수준이다. 수출액 기준 단순 계산 시 한국 화장품 침투율은 5% 미만임에도 미국 내 K-Beauty가 하나의 카테고리로 자리 잡아가며 영향력이 커지고 있다. 또한 과거와 다르게 단일 국가에서의 성장이 아닌 유럽, 중동 등 다양한 지역에서 수출 확대가 지속되고 있다는 점도 긍정적이다. 화장품 업종의 밸류에이션 프리미엄을 정당화 할 수 있는 중요한 요소라고 판단한다.

결과적으로 ODM사 수주는 꾸준히 증가하고 있고 적극적으로 생산능력(CAPA) 확대에 나서고 있다. 수출 호조로 인디브랜드의 기존 주문 증가와 신제품 개발 활성화로 화장품 생산 수요가 맞물렸기 때문이다. 인디브랜드 중심 화장품 업황 호조로 성공 브랜드 예측이 어려워졌다. 제조사 입장에서는 특정 브랜드의 성과에 크게 의존하지 않더라도 K-뷰티가 지속되는 한 수요를 충족시키기 위해 생산을 이어가기 때문에 늘어난 생산능력을 바탕으로 ODM사의 안정적인 실적 성장을 기대한다.

표 1. 종목별 실적전망 및 투자포인트 요약

종목별 실적 추정 및 투자포인트 요약									
(단위: 십억원, %)	3Q24E	YoY	컨센서스	Diff.	4Q24E	2024E	YoY	2025E	YoY
<b>★★ 코스맥스 BUY 18만원</b>	매출액	511	11.5	526	-2.9	522	2,111	18.8	2,309
	영업이익	40	20.5	43	-7.2	35	167	44.5	201
	투자포인트	<ul style="list-style-type: none"> <li>- ODM 업계 1위로 K-뷰티 글로벌 침투율 확대에 따라 인디브랜드향 수주 중심으로 국내법인 실적 호조</li> <li>- 중국/미국 법인 실적 악화 가능성 제한적           <ul style="list-style-type: none"> <li>중국: 경기부양책 효과로 화장품 소비 개선 시 가격 부담이 적은 로컬 인디브랜드의 수요 회복 기대</li> <li>미국: 고정비 절감 노력과 25년 하반기 신규고객사향 매출 확대로 수익성 개선 추이 지속</li> </ul> </li> <li>- 가파른 동남아 법인 매출 성장으로 이익 기여도 확대</li> </ul>							
<b>★ 한국콜마 BUY 10만원</b>	매출액	636	23.1	632	0.6	636	2,507	16.3	2,543
	영업이익	61	98.0	60	1.6	61	227	66.8	246
	투자포인트	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 수출 물량 확대로 고마진 선제품 계절성 완화와 수익성 개선 기대</li> <li>- 국내 CAPA 기준 3.7억 → 5.3억으로 확대되며 수주 증가에 따른 매출 성장과 영업 레버지지 효과</li> <li>- 해외법인과 자회사 체질개선 효과로 25년 이익 기여도 확대</li> </ul>							
<b>씨엔씨 인터넷내셔널 BUY 10만원</b>	매출액	82	53.1	86	-3.7	84	319	44.8	383
	영업이익	13	88.4	13	-4.2	13	48	48.2	59
	투자포인트	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 독보적인 제품 기획력으로 다각화된 고객사과 고마진 제품 중심 대량 수주로 높은 영업이익률</li> <li>- 국내 CAPA 증설 효과 본격화</li> </ul>							
<b>아모레퍼시픽 BUY 17만원</b>	매출액	966	8.7	964	0.2	1,066	3,849	4.8	4,337
	영업이익	39	127.7	41	-3.0	86	202	86.7	432
	투자포인트	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 글로벌 리밸런싱 전략에 따라 COSRX와 자체 브랜드 서구권 매출 확대 모멘텀 유효</li> <li>- 중국 구조조정 마무리 시 적자 규모 축소 전망 → 25년 하반기 턴어라운드 예상</li> </ul>							
<b>LG생활건강 BUY 43만원</b>	매출액	1,700	-2.6	1,713	-0.7	1,644	6,832	0.4	7,045
	영업이익	137	7.0	139	-1.1	86	533	9.4	578
	투자포인트	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 높은 중국 매출 의존도로 중국 경기부양책 효과로 중국 소비 회복 시 중국법인 실적 개선 기대</li> <li>- 자체 브랜드 belief/더페이스샵(TFS)/CNP 중심으로 비중국 지역 성장동력 확보 시작</li> </ul>							

자료: 대신증권 Research Center

표 2. 화장품 브랜드사 Peer Table

(단위: 십억원, 원, USD)

	LG 생활건강 051900	아모레퍼시픽 090430	L'OREAL OR FP Equity	ESTEE LAUDER EL US Equity	SHISEIDO 4911 JT Equity	LVMH MC FP Equity	ELF BEAUTY ELF US Equity
주가	347,500	124,300	395	89	22	664	113
시가총액	5,427	7,271	211,224	32,042	8,994	332,292	6,344
매출액 YoY	23A 24F 25F	-5.3 0.4 3.1	-11.1 4.8 12.7	10.5 6.4 5.8	-10.3 -1.7 5.1	-15.1 -1.8 4.8	11.7 -1.5 4.2
영업이익 YoY	23A 24F 25F	-31.5 9.4 8.5	-49.5 86.7 114.1	4.6 12.9 7.4	-52.4 16.0 30.0	-43.7 24.5 116.6	10.5 -7.4 5.6
OPM	23A 24F 25F	7.2 7.8 8.2	2.9 5.2 10.0	18.9 20.0 16.8	9.5 11.2 9.2	2.9 3.7 2.8	26.2 24.6 25.5
EPS	23A 24F 25F	8,057 16,481 18,702	2,608 9,824 5,453	12.5 13.7 15.0	2.8 2.9 3.9	0.4 0.3 1.0	32.8 30.1 31.7
PER (X)	23A 24F 25F	38.5 21.1 18.6	49.7 12.7 22.8	39.0 28.8 26.4	56.7 30.9 22.7	78.1 69.1 23.8	24.2 22.2 21.0
PBR (X)	23A 24F 25F	1.2 1.1 1.1	2.0 1.6 1.6	8.3 6.1 5.5	12.6 6.1 5.9	2.7 2.1 2.0	6.0 4.5 4.1
EV/EBITDA	23A 24F 25F	7.4 6.6 5.9	22.2 14.8 9.0	24.8 19.3 18.2	25.6 14.2 11.6	16.6 13.9 10.3	13.2 12.5 12.0
ROE (%)	23A 24F 25F	3.0 5.3 5.7	3.6 12.4 6.3	22.0 21.8 21.5	18.0 19.7 26.5	3.6 3.2 9.0	26.1 21.9 21.0
ROA (%)	23A 24F 25F	6.7 7.3 7.6	1.9 3.2 6.4	12.5 12.4 12.9	4.5 4.9 6.3	1.7 1.6 4.4	10.9 10.0 9.7

주 1: 10/22 일 기준

주 2: LG 생활건강, 아모레퍼시픽은 대신증권 추정치 기준, 피어 그룹은 Bloomberg 컨센서스 및 USD 기준

자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

표 3. 화장품 ODM 사 Peer Table

(단위: 십억원, 원, USD)

	코스맥스	한국콜마	씨엔씨인터내셔널	코스메카코리아	INTERCOS SPA ICOS IM Equity
주가	192820	161890	352480	241710	16
시가총액	1,640	1,657	725	586	1,581
매출액 yoy (%)	23A 24F 25F	11.1 18.8 9.4	15.5 16.2 12.6	68.7 44.5 19.8	16.3 14.3 15.5
영업이익 yoy (%)	23A 24F 25F	117.9 44.5 20.3	85.8 60.6 21.4	83.9 47.9 24.8	367.7 38.0 28.1
OPM	23A 24F 25F	6.5 7.9 8.7	6.3 8.7 9.4	14.6 14.9 15.5	10.4 12.6 7.9
EPS	23A 24F 25F	5,034 8,438 10,334	227 3,706 5,525	3,137 4,467 5,123	2 3 4
PER (X)	23A 24F 25F	25.1 17.1 14.0	236.2 18.9 12.7	19.9 16.2 14.1	17.4 19.3 15.6
PBR (X)	23A 24F 25F	4.0 3.7 3.7	1.9 2.3 2.3	3.6 3.3 3.3	2.3 3.8 3.0
EV/EBITDA	23A 24F 25F	10.5 8.7 7.4	12.3 10.8 9.1	15.1 13.0 10.2	8.0 11.1 9.2
ROE (%)	23A 24F 25F	9.4 22.7 22.7	1.7 7.2 9.2	20.5 22.9 21.1	14.1 21.9 21.6
ROA (%)	23A 24F 25F	7.8 10.2 11.3	4.6 7.2 8.2	14.8 15.9 15.5	5.4 10.5 10.6

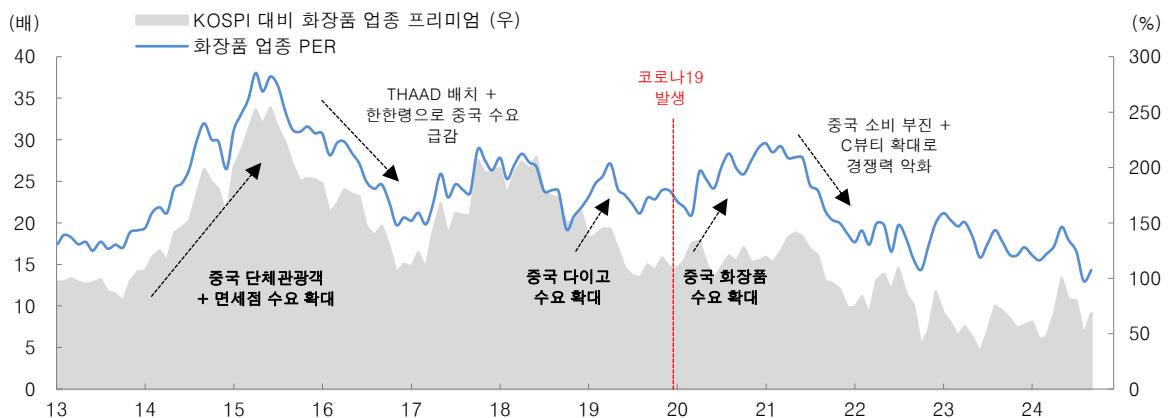
주 1: 10/22 일 기준

주 2: 코스맥스, 한국콜마, 씨엔씨인터내셔널은 대신증권 추정치 기준, 피어 그룹은 Bloomberg 컨센서스 및 USD 기준

자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

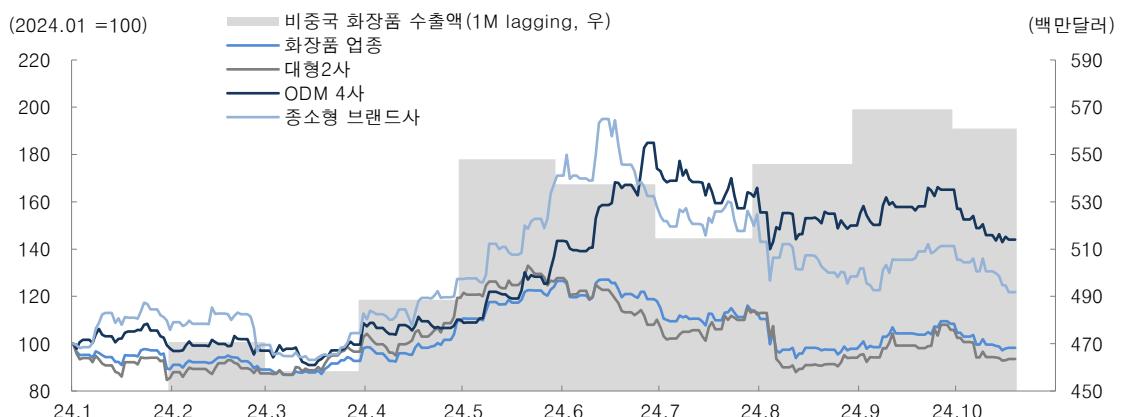
## Key Charts

그림 1. 화장품 업종 및 KOSPI 12MF P/E 밸류에이션 추이



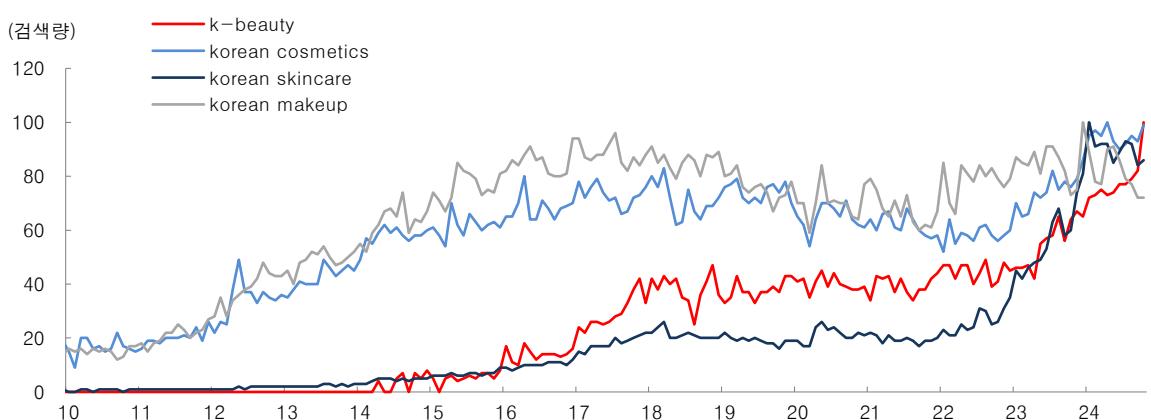
자료: Quantwise, 대신증권 Research Center

그림 2. 2024년 화장품 업종 주가 및 비중국향 화장품 수출액 추이



자료: Quantwise, Trass, 대신증권 Research Center

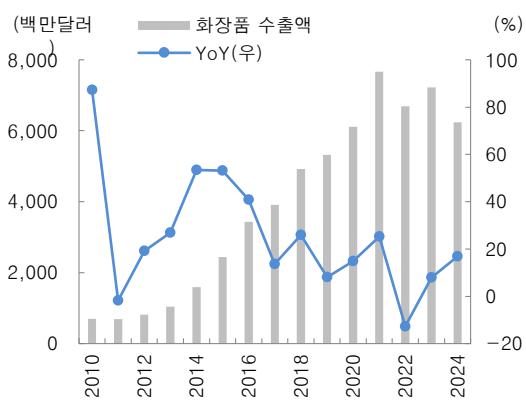
그림 3. 구글 검색 트렌드



주: 검색량이 많을수록 숫자가 100에 가까워지고, 관심도가 없는 경우 0

자료: Google, 대신증권 Research Center

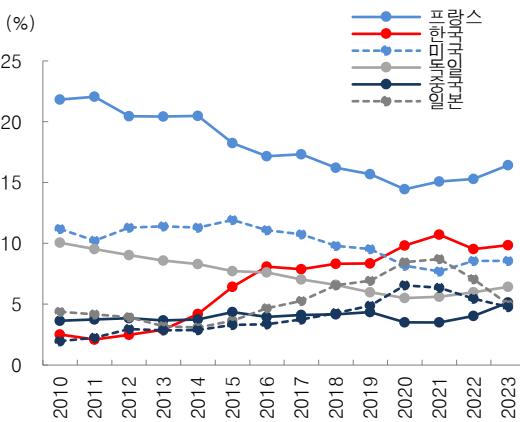
그림 4. 한국 화장품 연간 수출액 추이



주: 2024년은 9월 누적 기준

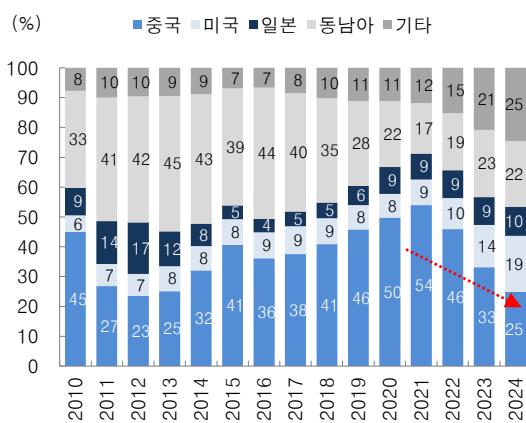
자료: Trass, 대신증권 Research Center

그림 5. 글로벌 화장품 수출국 비중



자료: ITC, 대신증권 Research Center

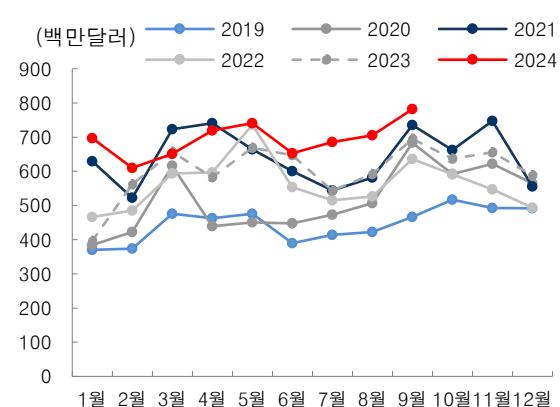
그림 6. 한국 화장품 수출액 주요 국가별 비중 추이



주: 2024년은 9월 누적 기준

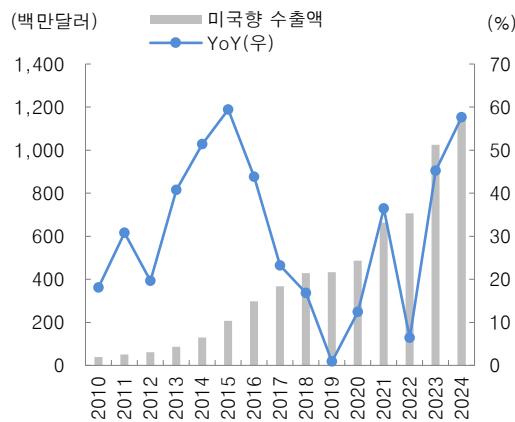
자료: Trass, 대신증권 Research Center

그림 7. 한국 화장품 수출액 월별 추이



자료: Trass, 대신증권 Research Center

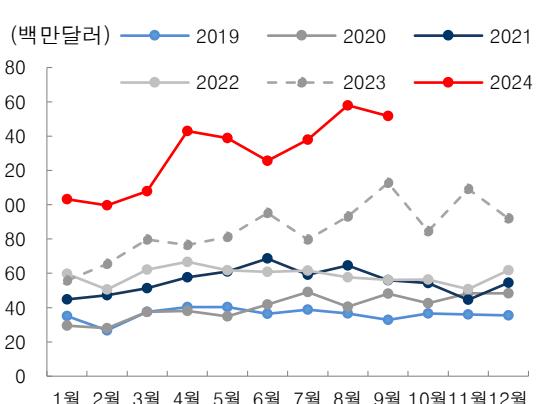
그림 8. 미국향 화장품 수출액



주1: HS Code 3304 기준, 2024년은 9월 누적 기준

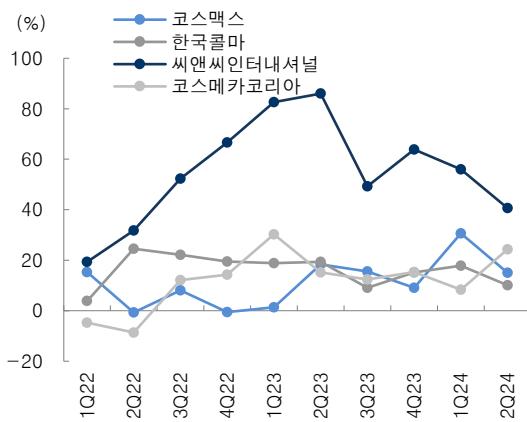
자료: TRASS, 대신증권 Research Center

그림 9. 미국향 한국 화장품 수출액 월별 추이



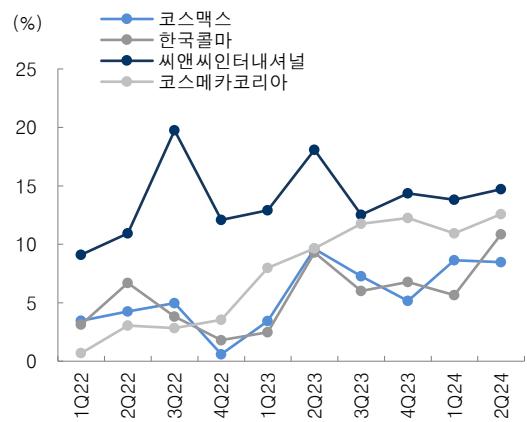
자료: Trass, 대신증권 Research Center

그림 10. 국내 ODM 4사 매출 성장을 추이



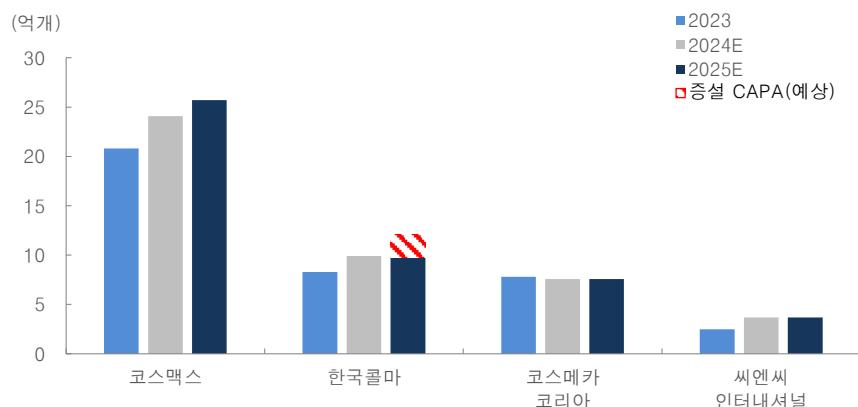
자료: Quantwise, 대신증권 Research Center

그림 11. 국내 ODM 4사 영업이익률 추이



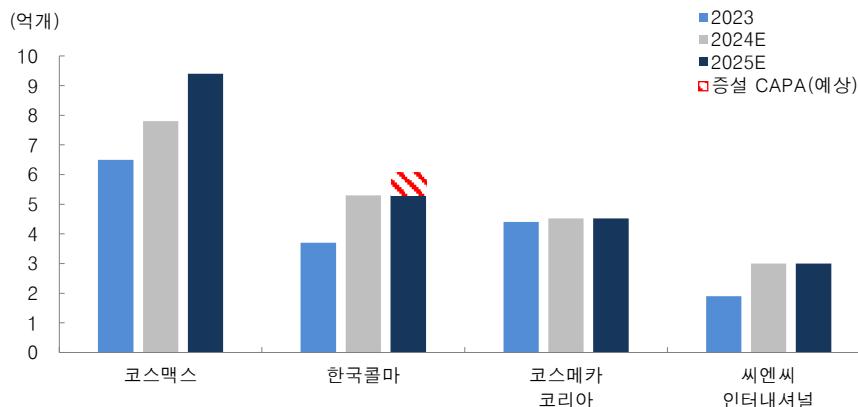
자료: Quantwise, 대신증권 Research Center

그림 12. 국내 ODM 4사 합산 CAPA



자료: 각사, 대신증권 Research Center

그림 13. 국내 ODM 4사 국내 CAPA



자료: 각사, 대신증권 Research Center

## I. 팬데믹이 불러온 나비효과

### 화장품 업종 밸류에이션

2014~15년  
중국 수요 확대로  
화장품 12MF PER  
40배까지 확대

과거 화장품 업종지수의 12MF PER 밸류에이션 흐름을 살펴보면 2014~16년 re-rating 시기를 경험했다. 당시 리레이팅을 이끌었던 건 중국 수요이다.

2013년 월평균 36만명 수준이던 방한 중국인 관광객수는 2014년 월평균 51만명 → 2016년 월평균 67만명까지 증가했다. 폭발적으로 증가한 방한 중국인 관광객들의 필수 쇼핑리스트에 한국 화장품이 자리잡으면서 내수와 면세점 채널에서 화장품 성장이 이어졌다. 한국 화장품 이미지 제고로 중국향 수출까지 돋보이면서 화장품 업종 12MF PER은 40배까지 확대되었다. 그러나 2016년 하반기부터 THAAD 이슈로 한중 관계가 악화되고, 2017년 THAAD 보복조치로 인한 한한령, 그리고 2020년 팬데믹까지 겹치며 화장품 업종의 디레이팅이 시작됐다.

### 과거 화장품 리레이팅을 이끌었던 중국 → 이제는 글로벌 수요

중국 시장 부진 vs  
비중국 성장 모멘텀

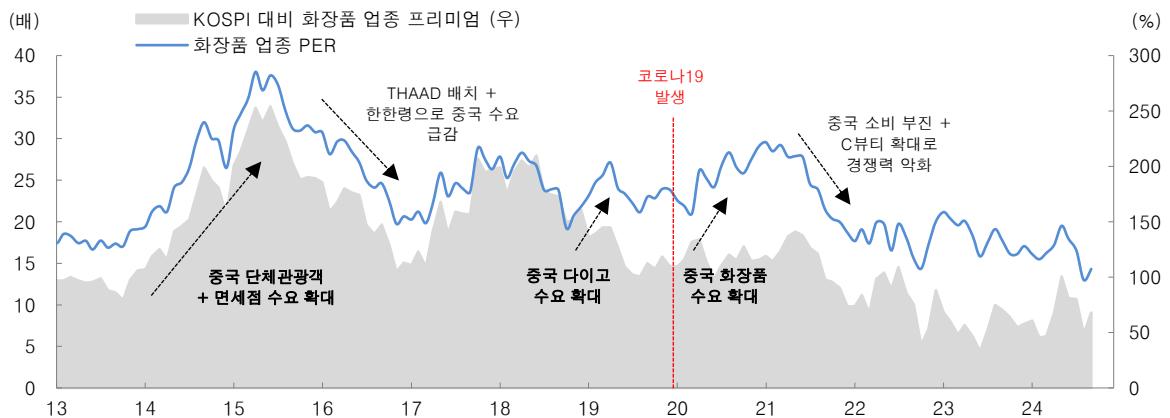
중국 시장이 한국 화장품 산업에서 많은 비중을 차지하고 있는 것은 변하지 않는 사실이다. 2024년 9월 YTD 화장품 수출액에서 중국이 차지하는 비중은 25%로 여전히 수출 1위 국가이다. 다만, 과거 국내 화장품 수출에서 중국 비중은 평균적으로 40%를 상회했다는 점 고려 시 중국 비중은 점차 낮아지고 있다. 주요 화장품사들의 중국 매출 의존도는 과거 대비 50% 이상 감소했고, 중소형사들의 경우 중국보다는 미국, 일본 등 다양한 국가에서 매출 성장이 돋보이고 있다.

K-뷰티에 대한 글로벌 수요 증가로 특정 국가에 대한 의존도가 낮아지고 있고, 국내 화장품사들의 글로벌 경쟁력이 강화되면서 비중국향 모멘텀이 부각되고 있다. 미국을 중심으로 화장품 수출액이 크게 증가하면서 과거 중국 시장 진입 초기와 같은 폭발적인 성장을 기대하며 상반기 화장품 업종의 리레이팅이 시작되었다. 그러나 대형사의 중국 사업 부진 지속, 높아진 시장 눈높이로 실적 모멘텀 약화, 수출 피크아웃 우려로 10/18 기준 화장품 업종 12개월 선행 P/E는 13배 수준까지 하락했다.

연초 17배 대비 밸류에이션 매력이 높아진 상황이다. 당시는 중국 외 시장에서의 확장은 당분간 지속 가능하다고 판단한다. 미국 화장품 시장에서 한국 화장품 침투율은 여전히 낮은 수준이다. 수출액 기준 단순 계산 시 전체 미국 시장 대비 한국 화장품 침투율이 5% 미만임에도 미국 내 K-Beauty가 하나의 카테고리로 자리 잡아가며 영향력이 커지고 있다. 또한 과거와 다르게 단일 국가에서의 성장이 아닌 유럽, 중동 등 다양한 지역에서 수출 확대가 지속되고 있다는 점도 긍정적이다. 화장품 업종의 밸류에이션 프리미엄을 정당화 할 수 있는 중요한 요소이다.

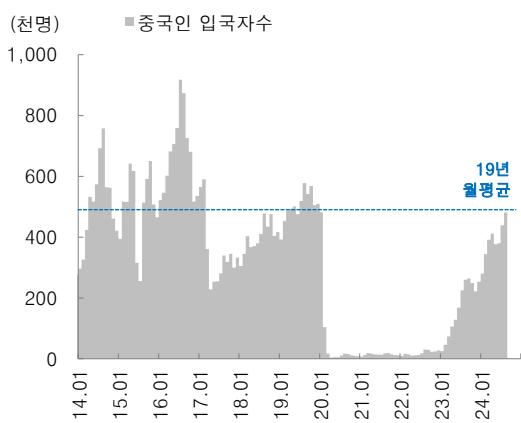
## 화장품

그림 14. 화장품 업종 및 KOSPI 12MF P/E 밸류에이션 추이



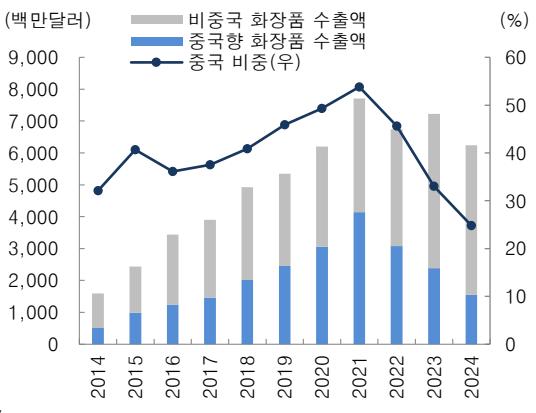
자료: Quantwise, 대신증권 Research Center

그림 15. 방한 중국인 추이



자료: 한국관광공사, 대신증권 Research Center

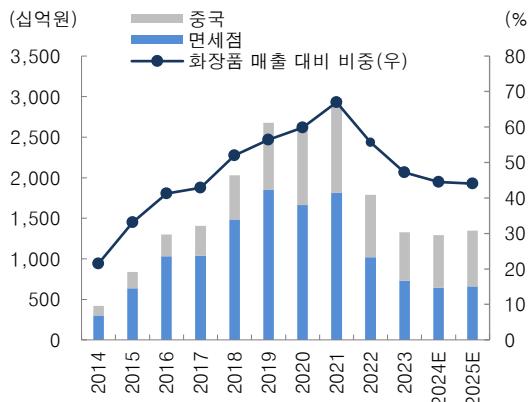
그림 16. 연간 화장품 수출액 추이(중국/비중국)



주: HS Code 3304 기준, 2024년은 9월 누적 기준

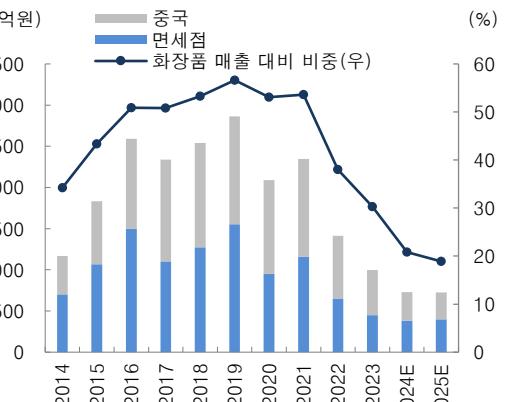
자료: Trass, 대신증권 Research Center

그림 17. LG생활건강 중국향 매출 추이



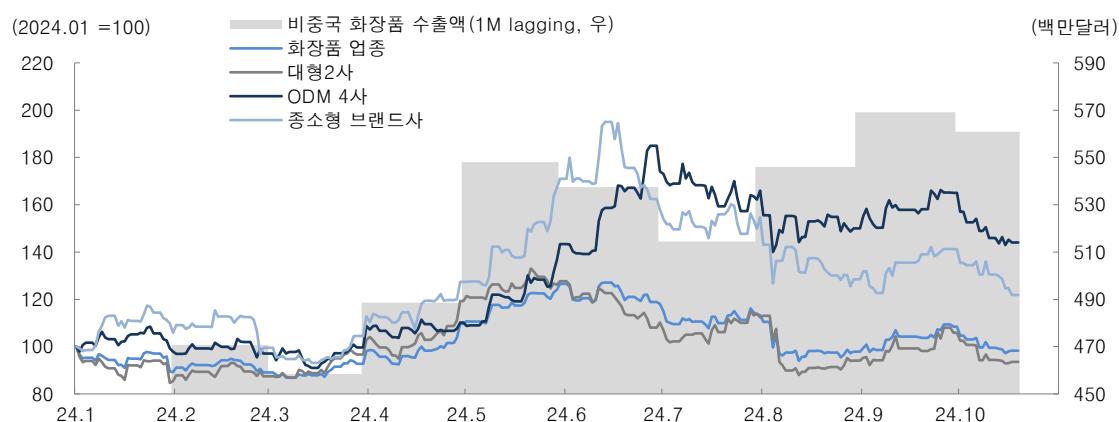
자료: LG생활건강, 대신증권 Research Center

그림 18. 아모레퍼시픽 중국향 매출 추이



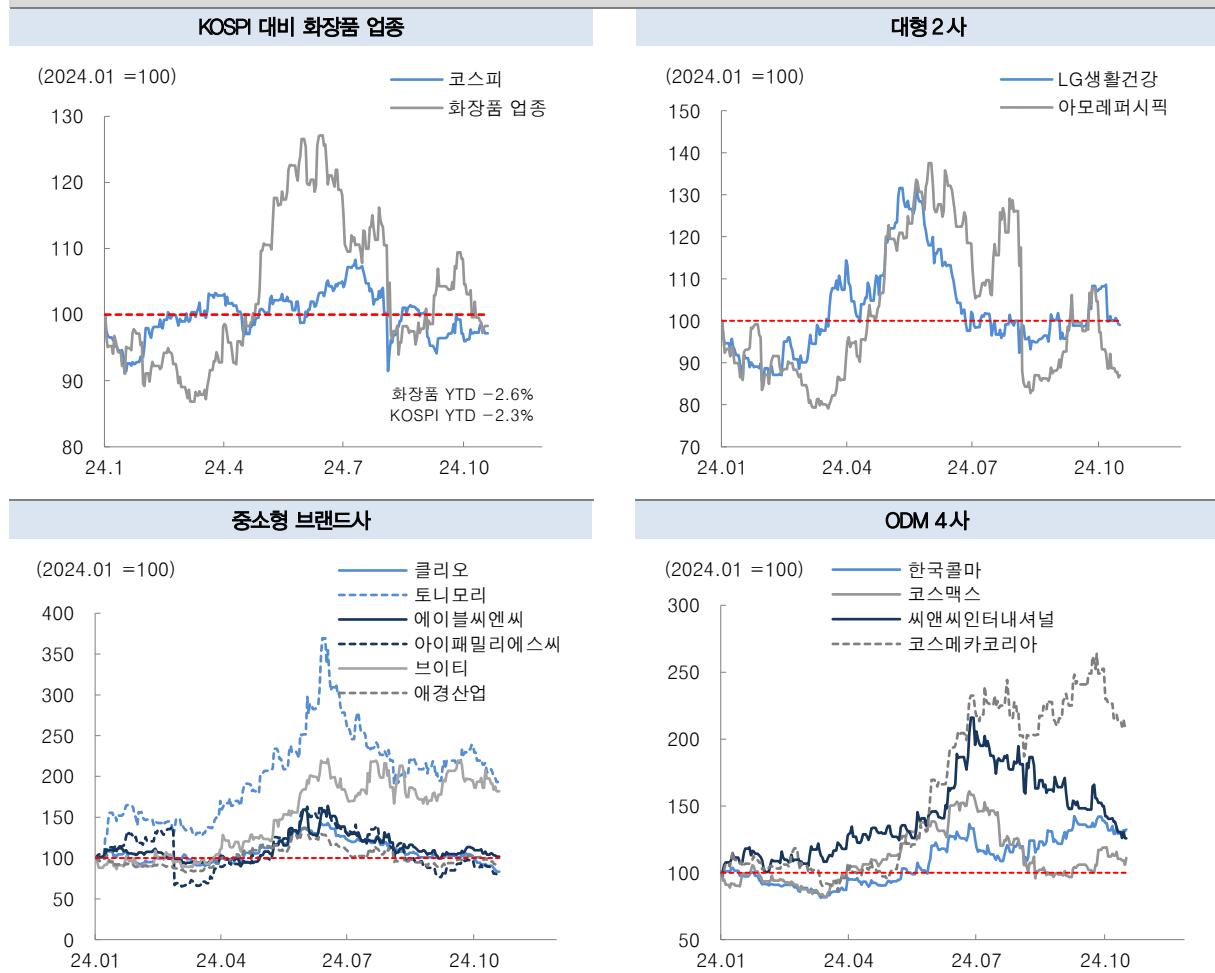
자료: 아모레퍼시픽, 대신증권 Research Center

그림 19. 2024년 화장품 업종 주가 및 비중국향 화장품 수출액 추이



자료: Quantwise, Trass, 대신증권 Research Center

그림 20. 2024년 화장품 업종 주가 및 주가 추이 → ODM &gt; 중소형사 &gt; 대형사



자료: Quantwise 대신증권 Research Center

## K-컨텐츠 확산과 K-Beauty

K-Beauty

검색빈도 우상향 ↑

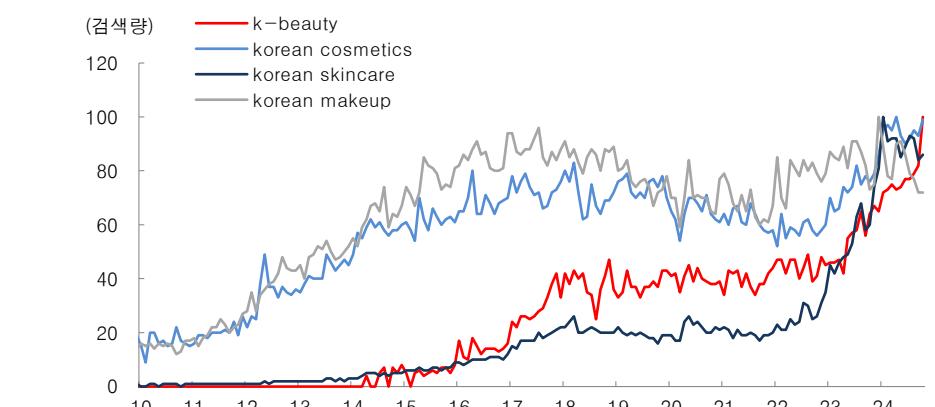
팬데믹 이후 한국 화장품 산업은 새로운 국면을 맞이했다. 팬데믹 기간동안 확산된 K-컨텐츠, 변화한 소비트렌드, 그리고 SNS 디지털 마케팅 확대가 맞물리면서 중국 이외의 미국, 동남아, 유럽 등 비중국 성장이 돋보이고 있다. 글로벌 팬덤을 보유한 K-POP 아이돌 및 글로벌 OTT 내 K컨텐츠 인기로 전 세계적으로 한국 문화콘텐츠의 위상이 높아졌고, 해외에서 “한국식 메이크업”에 대한 관심으로 이어졌기 때문이다.

2022년부터 “K-Beauty” 검색빈도는 우상향 하고 있다.Youtube, 틱톡 등에서 한국식 메이크업을 타국가와 비교하는 영상, 한국식 메이크업 튜토리얼, 한국 화장품 추천 영상 등 한국 화장품 관련 영상을 쉽게 찾아볼 수 있다. 이러한 영상은 단순히 한국 메이크업의 깨끗하고 자연스러운 특징을 소개하고 있을뿐만 아니라 한국 화장품의 높은 품질도 강조하고 있어 한국 화장품에 대한 전세계 관심을 증가시키는데 기여하고 있다.

방한외국인 증가

한국문화관광연구원의 2Q24 방한외국인 설문조사에 따르면 외국인들이 한국 여행에 관심을 가지게 된 가장 큰 이유는 '한류 콘텐츠를 접하고 나서'였다. 한국 문화콘텐츠로 전 세계적으로 한국에 대한 관심이 커지면서, 2024년 상반기동안 한국을 찾은 외국인 관광객수는 2020년 팬데믹 이후 최대치를 기록 하는 등 방한외국인 증가로 직결되고 있다. 과거 한국을 방문하는 외국인 관광객의 대부분은 중국인들이 차지했으나, 최근에는 중국 비중이 낮아지고 미국, 유럽 등 다양한 국가에서 한국을 방문하고 있다. 이러한 국적의 다양화는 한국의 뷰티, 패션, 식품 등 여러 산업에 긍정적인 영향을 미치고 있으며, 특히 화장품 시장에서 그 효과가 두드러지고 있다.

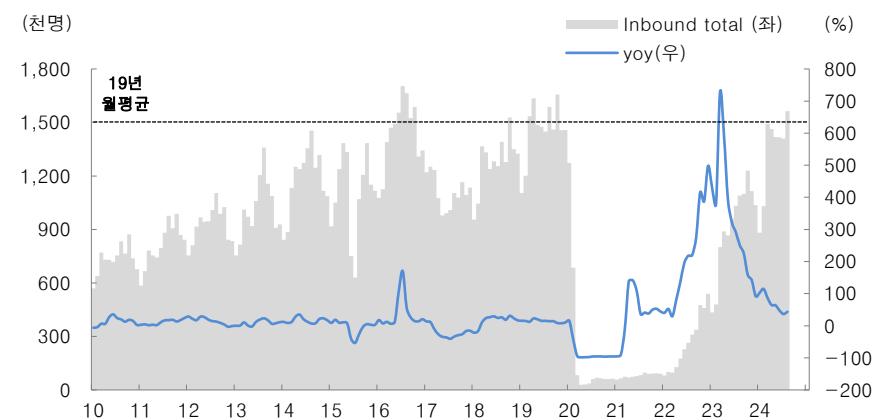
그림 21. 구글 검색 트렌드



주: 검색량이 많을수록 숫자가 100에 가까워지고, 관심도가 없는 경우 0

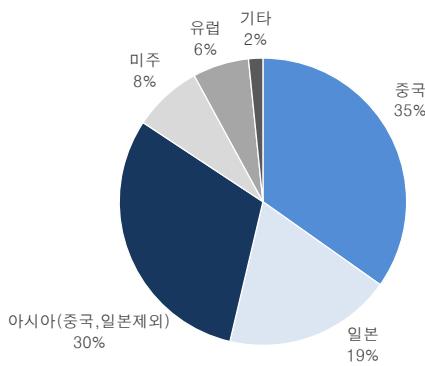
자료: Google, 대신증권 Research Center

그림 22. 인바운드 추이



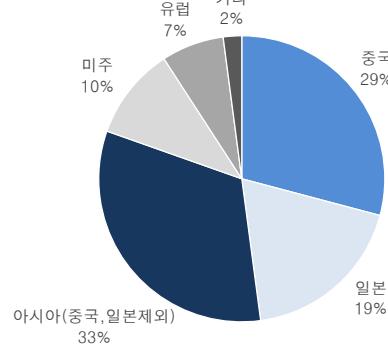
자료: 한국관광공사, 대신증권 Research Center

그림 23. 2019년 인바운드 국가별 비중



자료: 한국관광공사, 대신증권 Research Center

그림 24. 2024년 인바운드 국가별 비중

주: 2024년 8월 누계 기준  
자료: 한국관광공사, 대신증권 Research Center

## 화장품

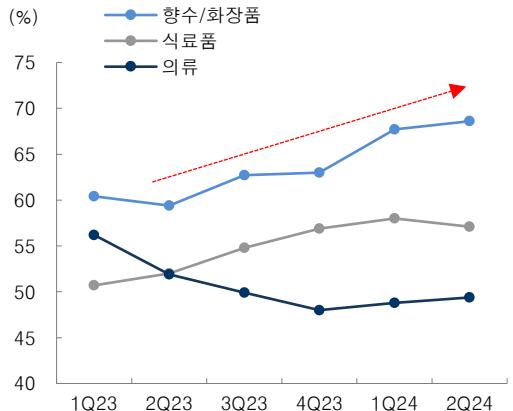
올리브영 =  
K-뷰티의 성지

화장품·향수은 외국인 관광객의 쇼핑 품목으로 그 비중은 2Q24 약 70%로 파악된다. 즉, 외국인 관광객 10명 중 7명은 한국 화장품을 구매한다는 뜻이다. 외국인들이 화장품을 구매하는 주요 구입처는 로드샵이다. 특히, 올리브영은 K-뷰티의 성지로 알려지면서 틱톡/인스타그램 등에서 올리브영 명동타운과 홍대타운은 한국 여행 필수 관광지로 손꼽히고 있다.

올리브영의 전체 상품 중 70~80%가 중저가 브랜드로 구성되어 있어 합리적인 가격대에 국내 대표적인 뷰티 브랜드 제품을 한 곳에서 쉽게 구매할 수 있다는 장점이 있다. 외국인 관광객의 유입이 가속화되며 2024년 상반기 올리브영 오프라인 매장의 외국인 매출은 YoY 189% 증가 하는 등 올리브영 매출액은 매분기 최대 매출액을 기록하고 있다. 올리브영 매출 확대는 결국 올리브영 입점 브랜드사들의 매출 확대를 의미하기 때문에 올리브영에서 높은 인기를 보이고 있는 브랜드에 주목할 필요가 있다.

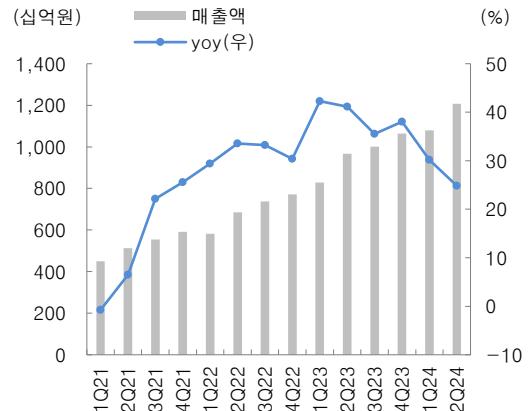
다양한 국가에서 외국인 입국자 증가는 단순히 내수 화장품 수요 증가에 그치는 것이 아니라, 한국 화장품의 글로벌 인지도와 시장 확대로 이어질 수 있다. K-뷰티 제품을 체험하고, 자국으로 돌아가 해당 제품을 재구매하는 경향이 있고, 이러한 소비 패턴은 자연스럽게 해외 역직구 플랫폼이나 현지 이커머스 채널을 통한 판매 증가로 연결되는 선순환 구조를 가지고 있다. 올리브영에 따르면 2024년 상반기 기준으로 올리브영 글로벌몰(역직구몰)의 회원 수는 전년 동기 대비 50% 증가했고, 매출은 81% 증가했다. 이는 K-뷰티 제품에 대한 해외 소비자들의 관심이 계속해서 높아지고 있음을 보여주는 지표라고 판단한다.

그림 25. 방한관광객 쇼핑 품목



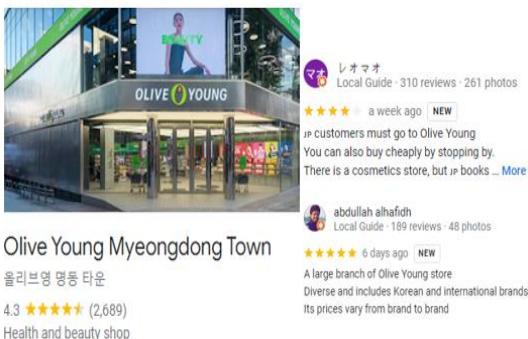
자료: 한류실태조사, 대신증권 Research Center

그림 26. 올리브영 매출 추이



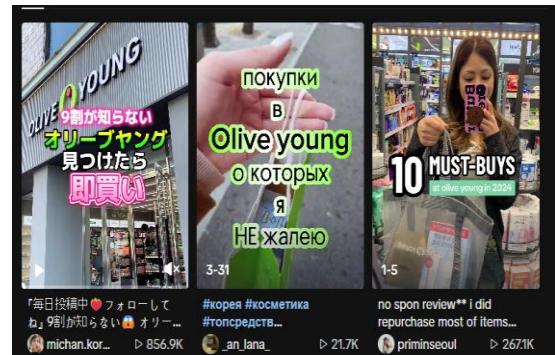
자료: CJ 대신증권 Research Center

그림 27. Google Map 내 올리브영 리뷰



자료: Google, 대신증권 Research Center

그림 28. Tiktok 내 올리브영 구매추천 영상



자료: 틱톡, 대신증권 Research Center

#### 표 4. 올리브영에 베스트셀러 → 미국 아마존 베스트셀러에서도 확인 가능

올리브영	Amazon US	올리브영	Amazon US	올리브영	Amazon US	올리브영	Amazon US
전체 랭킹	Beauty & Personal Care	스킨케어	Skin Care Products	클렌징	Makeup Remover	클렌징	Makeup Remover
바이오피스 70+ 콜라겐 리얼 딥 마스크 28,900원	BIODERMA Hydrabio H2O 31,900원	이노이 70+ 콜라겐 리얼 딥 마스크 31,900원	Anya 10% Niacinamide + 2% Transepidermic Acid Serum 17,000원	하누리 24k Gold Collagen Oil 17,000원	A'PIEU Moisture Deep Cleansing Oil 14,800원	비닐라크 디너스 클렌징 오일 20,000원	Clean It Zero 14,800원
19 11	91 11	17 10	44 10	16 11	16 11	16 11	16 11

자료: 대신증권 Research Center

## 화장품 수출지역 다각화

### 한국: 세계 2위 화장품 수출국

한국 화장품 수출액은 2010년~2023년 연평균 20% 성장하며 우리나라 10대 수출품목으로 자리잡았다. 2023년 한국은 프랑스에 이어 전세계 2번째 화장품 수출국으로 올라서며, 지난해 화장품 수출액은 72억달러(YoY 7%, 약 9.4조원)를 기록했다. 카테고리별로는 기초화장품(HS Code: 3304991000) 52%, 색조화장품(HS Code: 3304992000) 9%로 스킨케어 비중이 높고, 상위 10개 수출국은 중국, 미국, 일본, 베트남, 홍콩, 러시아, 대만, 태국, 아랍에미리트연합, 캐나다로 중화권 및 아시아 권역 국가가 다수로 나타난다. 2024년 9월 YTD 한국 화장품 수출액은 YoY 17% 성장한 62억달러를 기록하며 견조한 성장을 이어가고 있다. 기초와 색조화장품 YoY 각각 16%, 24% 증가했다.

과거 화장품업종의 리레이팅을 이끌었던 중국 시장은 높은 비중을 차지하고 있다는 것은 변하지 않는 사실이다. 2024년 9월 YTD 수출액에서 중국이 차지하는 비중은 25%로 여전히 수출 1위 국가이다. 다만, 과거 국내 화장품 수출에서 중국 비중은 평균적으로 40%를 상회했다는 점 고려시, 중국 비중이 낮아지고 있다는 점에 주목이 필요하다.

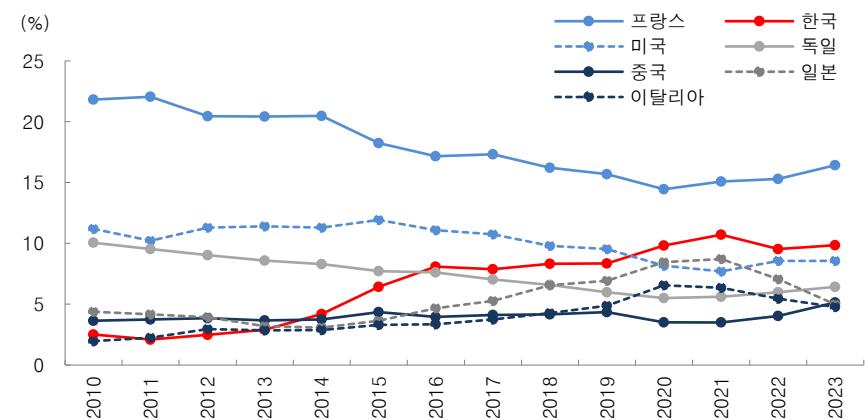
### 비중국 수출 증가

비중국 국가 수출 증가에 있어 미국과 일본향 수출 확대가 주효했다. 미국향 화장품 수출은 2015년 2억 달러에서 2023년 처음으로 10억 달러를 넘어섰고, 일본향 수출은 같은 시기 1억 달러에서 7억 달러로 증가했다. 해당 국가들의 화장품 수입액 비중에서 한국이 차지하는 비중 또한 높아졌다. 미국 화장품 수입국 가운데 한국이 차지하는 비중은 2015년 6%에서 2023년 17%로 수입국 6위에서 2위까지 상승했다. 미국의 한국 화장품 수입의 70%가 스킨케어이며, 2024년 YTD 미국향 화장품 수출액은 11.6억달러(YoY 58%)로 고성장을 이어가는 중이다.

일본의 경우 한국은 2015년 8%에서 2021년 부동의 1위 프랑스를 제치고 수입국 1위로 올라섰다. 일본 내 K-컨텐츠 재화산으로 한국 소비재에 대한 선호도가 높아지고, 특히 일본 젊은 세대들 사이에서 합리적인 가격에 뛰어난 품질의 ‘쁘띠프라(쁘띠 프라이스)’ 제품들이 각광받으면서 한국 화장품 선호도가 증가했다. 2023년 화장품 수입액 내 한국 비중은 39%를 기록하며 압도적으로 높아졌다. 2024년 YTD 일본향 화장품 수출액은 6억 달러(YoY 20%) 수준을 기록하고 있다.

미국과 일본 외에도 유럽과 중동 등 기타 신흥 시장에서도 성장이 뒷받침되며 수출 다변화 흐름이 명확해졌다. 중국 시장 의존도를 줄이고 글로벌 시장으로 한국 화장품 영향력이 확대되고 있어, 한국 화장품 수출의 지속적인 성장이 기대된다.

그림 29. 글로벌 화장품 수출국 비중



자료: ITC, 대신증권 Research Center

그림 30. 한국 화장품 연간 수출액 추이

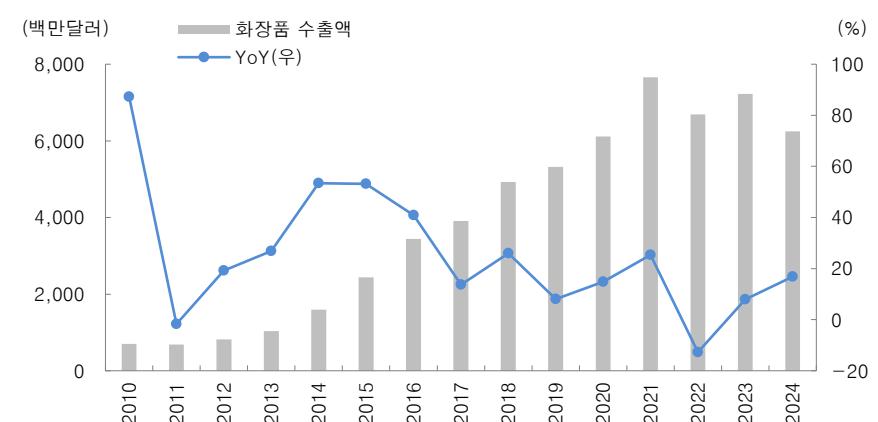
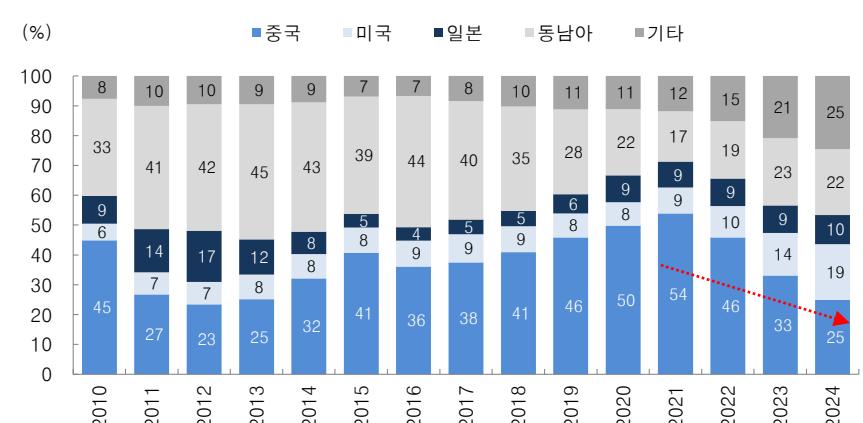
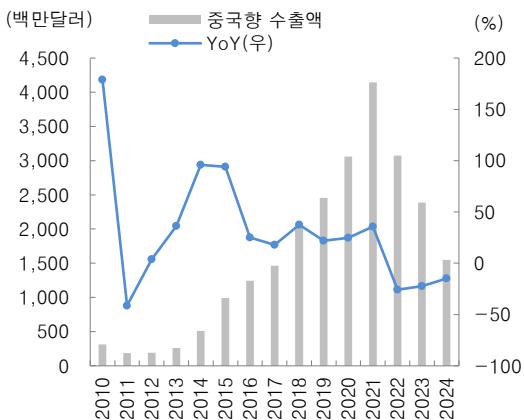
주: 2024년은 9월 누적 기준  
자료: Trass, 대신증권 Research Center

그림 31. 한국 화장품 수출액 주요 국가별 비중 추이

주: 2024년은 9월 누적 기준  
자료: Trass, 대신증권 Research Center

## 화장품

그림 32. 중국향 화장품 수출액

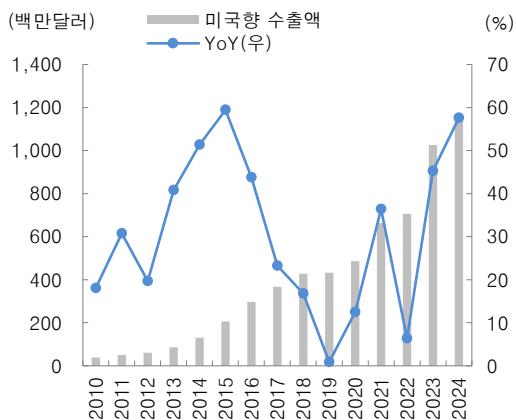


주1: HS Code 3304 기준, 2024년은 9월 누적 기준

주2: 20~23년 CAGR -8%

자료: TRASS, 대신증권 Research Center

그림 33. 미국향 화장품 수출액

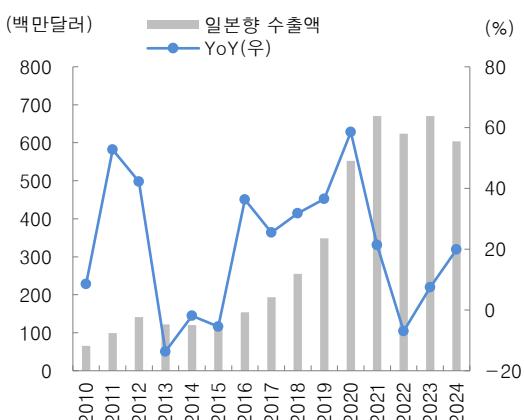


주1: HS Code 3304 기준, 2024년은 9월 누적 기준

주2: 20~23년 CAGR 28%

자료: TRASS, 대신증권 Research Center

그림 34. 일본향 화장품 수출액

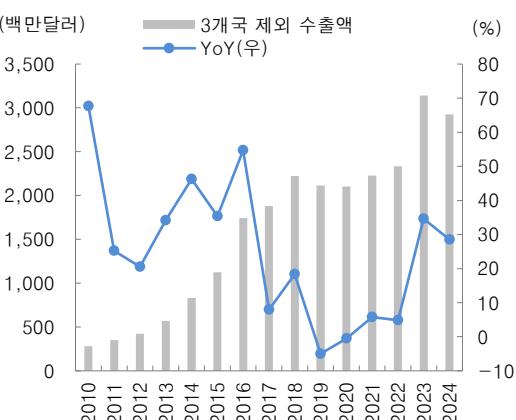


주1: HS Code 3304 기준, 2024년은 9월 누적 기준

주2: 20~23년 CAGR 7%

자료: TRASS, 대신증권 Research Center

그림 35. 기타 국가향 화장품 수출액

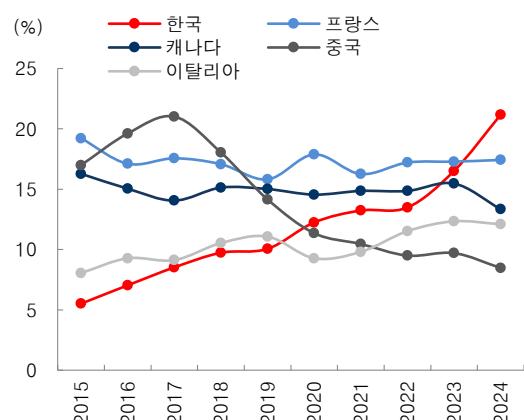


주1: HS Code 3304 기준, 2024년은 9월 누적 기준

주2: 20~23년 CAGR 14%

자료: TRASS, 대신증권 Research Center

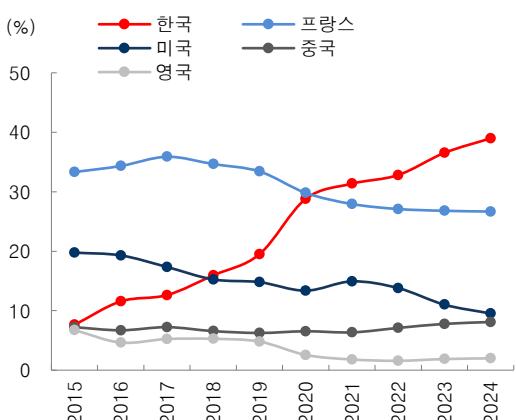
그림 36. 미국 화장품 수입국 점유율



주: HS Code 3304 기준, 2024년은 8월 누적기준

자료: KITA, 대신증권 Research Center

그림 37. 일본 화장품 수입국 점유율



주: HS Code 3304 기준, 2024년은 8월 누적기준

자료: KITA, 대신증권 Research Center

## 신흥시장의 부상

### 잠재력 높은 ASEAN

2024년 9월 YTD 한국 화장품 수출 15개국 중 ASEAN 국가는 베트남(5위), 태국(8위), 싱가포르(11위), 인도네시아(12위), 말레이시아(14위)로 총 5개국이다. 아세안향 화장품 수출액 매년 최고치를 간신히 기록하며 지난해 10억달러(YoY 29%)를 기록했다. 2024년 YTD 수출액은 8.7억달러(YoY 22%)로 올해도 역대 최고치를 경신할 전망이다.

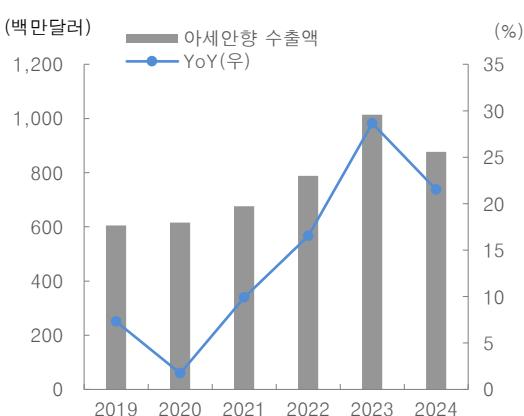
과거 글로벌 화장품 업체들이 중국 시장에 집중했던 이유는 성장성이다. 초기 성장 단계에서 높은 매출 성장을 확보할 수 있기 때문이다. 유로모니터에 따르면 아세안 국가들의 소득 증가로 향후 3년간 아세안 지역의 1인당 화장품 소비액이 연평균 10% 이상의 성장률을 기록 할 것으로 전망된다. 소득 증가, 화장품 시장에 우호적인 인구 구조, SNS 플랫폼 확산으로 한국 소비재에 접근성 확대되고 있다. 특히 아세안 지역은 덥고 습한 기후 때문에 트러블이 나기 쉬워 화장품 성분과 스킨케어에 기본적으로 관심이 높고, 연중 선크림에 대한 수요가 높은 것으로 파악된다. K-컨텐츠 선호, 온라인 유통의 활성화, 스킨케어 중심의 화장품 소비 패턴은 한국 화장품 브랜드가 아세안 시장에 진출하기에 유리한 조건이다. 아세안 지역은 한국 화장품의 성장 잠재력이 높은 시장이라 판단한다.

### 가파른 성장의 중동

중동향 화장품 수출액은 2015년부터 매년 증가했으나, 최근 그 성장세가 가파르다. 중동 지역 뷰티 시장 규모는 2024년 453억달러로 YoY 13% 성장이 전망된다. 중동 시장 규모는 미국, 일본, 중국에 이어 네 번째로 큰 시장이다. 경제력이 있는 중동 여성들은 유럽산 명품 브랜드를 선호해서 진입장벽이 높은 편이었다. 그러나 K-컨텐츠 확산으로 중동에서 K-뷰티에 대한 관심이 높아졌고, 가성비 제품으로 소문이 나기 시작하면서 수요가 빠르게 증가하고 있다. 특히 한국 화장품은 저자극성 기초화장품의 비중이 높아 할랄 규제가 있는 중동 시장에서 유리한 경쟁력을 확보할 것으로 기대한다.

2024년 상반기에 사우디아라비아, UAE, 쿠웨이트, 카타르, 바레인, 오만 등 중동 6개국이 속한 걸프협력회의(GCC)와 한국이 CEPA(포괄적경제동반자협정)을 체결하면서, 기존에 부과되던 5%의 관세가 향후 10년 내에 철폐 예정이다. 점진적 관세 인하는 한국 화장품 수출 확대에 긍정적일 전망이다.

그림 38. 아세안향 화장품 수출액

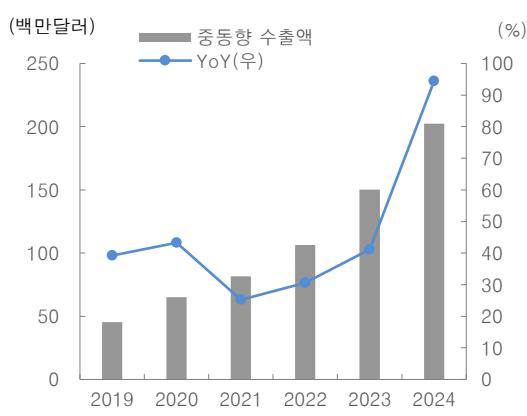


주1: HS Code 3304 기준, 2024년은 9월 누적 기준

주2: 20~23년 CAGR 18%

자료: TRASS, 대신증권 Research Center

그림 39. 중동향 화장품 수출액



주1: HS Code 3304 기준, 2024년은 9월 누적 기준

주2: 20~23년 CAGR 32%

자료: TRASS, 대신증권 Research Center

표 5. 주요 국가별 화장품 수출액

(단위: 백만달러, %)

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
전체 수출액	2,439	3,437	3,907	4,923	5,322	6,112	7,661	6,687	7,182	6,213
YOY	53.1	40.9	13.7	26.0	8.1	14.8	25.3	-12.7	7.4	16.8
아시아										
중국	993	1,242	1,466	2,014	2,440	3,045	4,132	3,069	2,377	1,547
YOY	94.1	25.1	18.0	37.4	21.2	24.8	35.7	-25.7	-22.6	-14.9
비중	40.7	36.2	37.5	40.9	45.8	49.8	53.9	45.9	33.1	24.9
일본	113	154	194	255	343	548	665	622	667	604
YOY	-5.5	36.3	25.5	31.8	34.3	59.8	21.4	-6.4	7.2	20.6
비중	4.6	4.5	5.0	5.2	6.4	9.0	8.7	9.3	9.3	9.7
베트남	44	59	123	146	193	227	264	327	445	340
YOY	21.8	34.9	109.6	18.4	32.4	17.6	16.0	24.1	36.0	11.6
비중	1.8	1.7	3.2	3.0	3.6	3.7	3.4	4.9	6.2	5.5
홍콩	606	1,078	963	1,035	789	614	490	339	438	341
YOY	60.8	78.0	-10.6	7.4	-23.7	-22.2	-20.2	-30.8	29.3	4.2
비중	24.8	31.4	24.7	21.0	14.8	10.0	6.4	5.1	6.1	5.5
대만	107	100	125	124	119	126	126	151	166	155
YOY	8.2	-5.9	24.1	-0.1	-4.1	5.2	0.3	20.0	10.1	38.0
비중	4.4	2.9	3.2	2.5	2.2	2.1	1.6	2.3	2.3	2.5
태국	76	96	132	139	117	107	112	130	166	138
YOY	1.3	27.1	36.9	5.5	-15.6	-9.2	5.1	16.1	27.3	11.1
비중	3.1	2.8	3.4	2.8	2.2	1.7	1.5	1.9	2.3	2.2
인도네시아	11	12	22	45	54	53	61	48	68	87
YOY	-3.1	17.3	74.0	107.6	20.8	-2.1	15.0	-21.2	42.4	80.0
비중	0.4	0.4	0.6	0.9	1.0	0.9	0.8	0.7	1.0	1.4
말레이시아	36	46	53	65	66	63	73	82	89	81
YOY	1.0	27.9	14.7	24.2	0.8	-5.1	16.6	12.5	8.3	25.7
비중	1.5	1.3	1.3	1.3	1.2	1.0	1.0	1.2	1.2	1.3
미주										
미국	207	298	367	429	430	483	662	699	1,023	1,165
YOY	59.4	43.8	23.2	16.8	0.4	12.2	37.1	5.6	46.4	57.8
비중	8.5	8.7	9.4	8.7	8.1	7.9	8.6	10.5	14.2	18.8
캐나다	8	13	21	24	26	31	33	50	67	77
YOY	-14.5	54.8	67.3	15.8	5.9	19.1	7.4	52.6	33.2	66.7
비중	0.3	0.4	0.5	0.5	0.5	0.5	0.4	0.7	0.9	1.2
유럽										
러시아	29	40	81	134	181	196	229	221	316	231
YOY	4.1	38.1	102.5	66.3	34.5	8.5	16.7	-3.2	42.8	-5.3
비중	1.2	1.2	2.1	2.7	3.4	3.2	3.0	3.3	4.4	3.7
영국	7	10	18	31	35	45	56	57	91	98
YOY	27.4	36.3	77.2	76.1	11.9	28.4	25.1	1.4	59.1	53.8
비중	0.3	0.3	0.5	0.6	0.7	0.7	0.7	0.9	1.3	1.6
프랑스	13	28	40	63	40	39	50	54	66	44
YOY	169.3	117.9	43.3	56.7	-36.2	-1.6	26.3	8.5	23.4	-10.1
비중	0.5	0.8	1.0	1.3	0.8	0.6	0.6	0.8	0.9	0.7
폴란드	4	6	11	15	19	21	27	30	44	83
YOY	59.4	38.9	91.4	39.4	23.4	10.9	31.0	12.0	45.9	145.4
비중	0.2	0.2	0.3	0.3	0.4	0.3	0.4	0.5	0.6	1.3
네덜란드	1	2	2	5	6	8	16	20	56	60
YOY	100.7	62.7	3.2	155.5	21.1	38.5	93.3	29.8	174.2	49.7
비중	0.0	0.1	0.0	0.1	0.1	0.2	0.3	0.8	1.0	1.0
기타										
아랍에미리트	6	7	8	12	14	27	39	54	85	113
YOY	0.6	20.4	16.6	39.1	16.6	95.8	44.1	39.4	56.4	89.6
비중	0.2	0.2	0.2	0.2	0.3	0.4	0.5	0.8	1.2	1.8
사우디아라비아	5	5	6	5	9	19	16	21	27	39
YOY	19.3	8.4	12.6	-2.0	59.0	120.0	-14.8	32.3	25.5	120.9
비중	0.2	0.1	0.1	0.1	0.2	0.3	0.2	0.3	0.4	0.6
호주	15	16	19	26	28	32	37	42	61	70
YOY	-1.7	8.3	17.9	36.1	6.6	16.2	15.3	13.3	46.8	63.6
비중	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.6	0.9	1.1

주: 2024년은 9월 누적 기준, YOY 비중 확대 기업은 음영처리, 자료: KITA, 대신증권 Research Center

## II. Amercian Dream

### 미국 화장품 시장 Overview

스킨케어  
성장하는 1위 시장

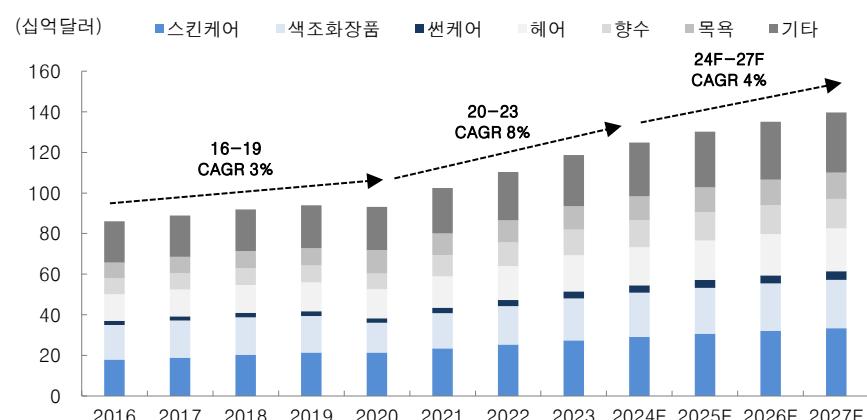
전세계 1위 화장품 시장인 미국의 2023년 화장품(생활용품 포함) 시장은 1,187억 달러 약 160조원로 추산된다. 지난 3년간 향수와 스킨케어 시장이 연평균 각각 18%, 9% 견조한 성장을 이어가면서 화장품 시장은 연평균 8% 성장했다. 2024년 미국 화장품 시장은 1,249억달러(YoY 5%)로, 향후 3년간 연평균 4% 성장할 것으로 전망된다.

카테고리 비중은 스킨케어 23%, 색조 화장품 17%, 헤어케어 15%, 향수 11%, 목욕 10%, 선크림 3%, 기타 21%이다. 글로벌 화장품 시장 대비 미국은 상대적으로 높은 색조 비중과 낮은 스킨케어 비중이 특징이다. 하지만 팬데믹 기간동안 마스크 사용 등으로 민감해진 피부 관리를 위해 스킨케어 관심도가 높아지면서 최근 미국 시장에서 스킨케어 시장의 성장이 돋보이고 있다. 구글 트렌드에 따르면 2020년부터 스킨케어 구글 검색빈도가 빠르게 늘어나고 있는 것으로 나타났다. 올해 미국 스킨케어 화장품 시장은 291억 달러(YoY 6%), 향후 3년간 연평균 5% 성장하며 전체 화장품 성장률(4%)을 상회 할 것으로 전망된다.

높아진  
온라인 침투율

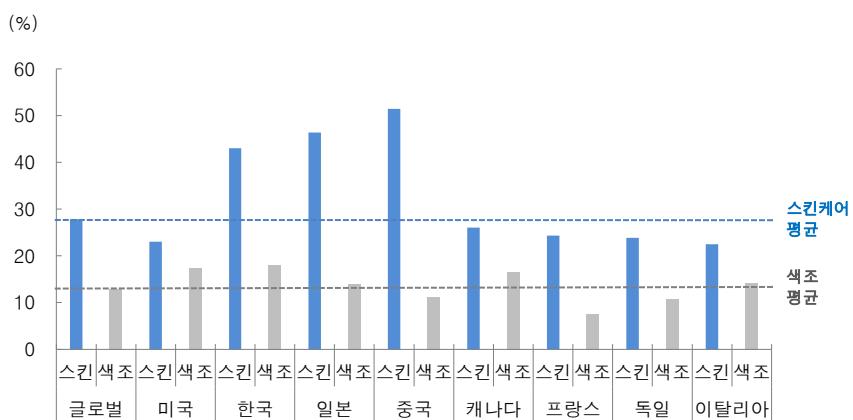
스킨케어 외에도 팬데믹 이후 주목할 만한 변화점은 높아진 온라인 침투율이다. 팬데믹 이전인 2019년 온라인 비중은 17%였으나, 팬데믹이 시작된 2020년 27%로 1년만에 10%p 확대됐다. 온라인 소비가 익숙해진 소비자들로 인해 온라인 비중은 꾸준히 확대되며 지난해 30%를 기록했다.

그림 40. 미국 화장품 시장 규모 및 전망



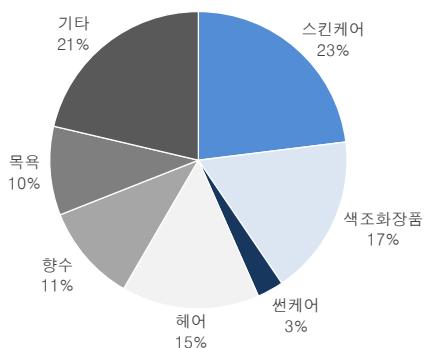
자료: Euromonitor, 대신증권 Research Center

그림 41. 주요 국가별 스킨케어/색조화장품 비중



자료: Euromonitor, 대신증권 Research Center

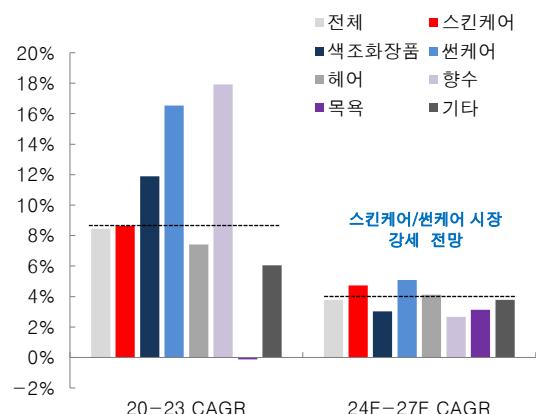
그림 42. 미국 화장품 카테고리별 비중



주: 2023년 기준

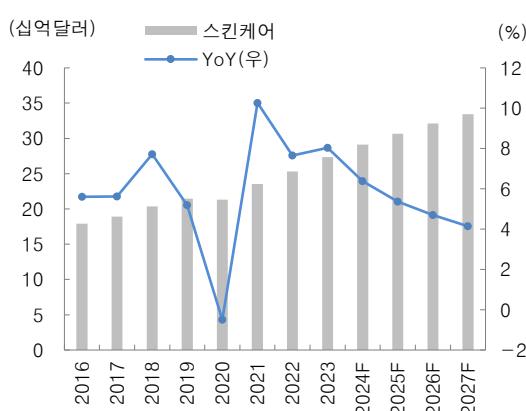
자료: Euromonitor, 대신증권 Research Center

그림 43. 미국 화장품 카테고리별 성장률



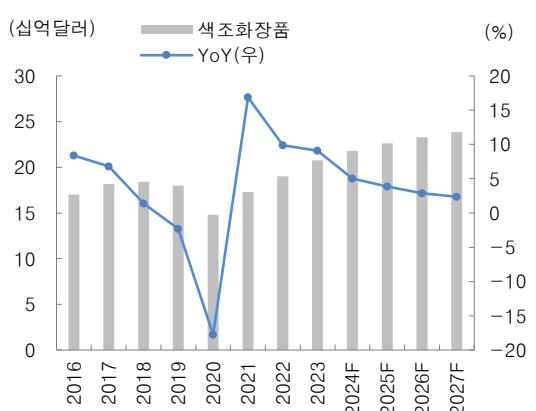
자료: Euromonitor, 대신증권 Research Center

그림 44. 미국 스킨케어 시장 규모 및 전망



자료: Euromonitor, 대신증권 Research Center

그림 45. 미국 색조화장품 시장 규모 및 전망



자료: Euromonitor, 대신증권 Research Center

## Amazon에서 시작하는 한국 인디브랜드

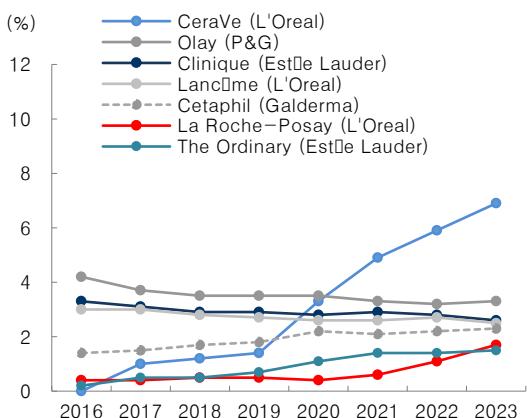
### 인디브랜드를 위한 최적의 조건

아마존에서 특정 브랜드나 제품이 아닌 다수 한국 제품이 광범위하게 인기를 얻고 있다. 미국 스킨케어 시장 성장과 높아진 온라인 침투율, 그리고 앞서 언급한 한국 컨텐츠 확산으로 미국에서 한국 화장품이 두각을 나타낼 수 있는 환경이 조성되었기 때문이다.

미국은 다인종국가로 한국인과 다른 피부색으로 인해 색조의 경우 범용적으로 사용하기엔 한계가 있다. 그러나 스킨케어의 경우 피부색과 별개로 모두 사용 가능하기 때문에 스킨케어는 색조 대비 국내 브랜드사들이 진출하기 용이하다. 또한 미국 스킨케어 시장은 상위 10개 기업의 점유율이 50% 수준으로 파악된다. 반면 색조는 상위 10개사의 점유율이 약 80% 수준으로 상대적으로 스킨케어 시장이 파편화 되어 있어 신규 브랜드가 비교적 진입하기 쉬운 시장이다.

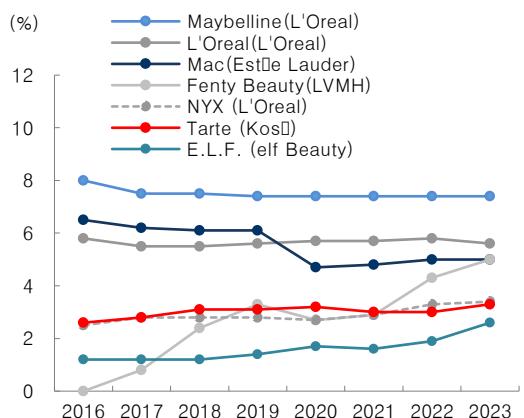
지난 3년간 미국 스킨케어 시장에서 점유율이 확대되고 있는 CeraVe, The Ordinary, La Roche Posay와 같은 브랜드사들을 살펴보면 클린뷰티, 더마, 비건 등 성분 중심 브랜드 사들이다. 미국 소비자들이 성분에 대한 관심이 커지면서 보습을 위한 히알루론산, 피부 장벽 강화를 위한 CICA, 트러블 개선을 위한 어성초 등 가능성과 성분에 초점이 맞춰진 한국 스킨케어 제품들이 돋보일 수 밖에 없다. 아마존 스킨케어 부문에서 한국 화장품이 강세를 보이는 이유라고 판단한다.

그림 46. 미국 스킨케어 브랜드 점유율



자료: Euromonitor, 대신증권 Research Center

그림 47. 미국 색조화장품 브랜드 점유율



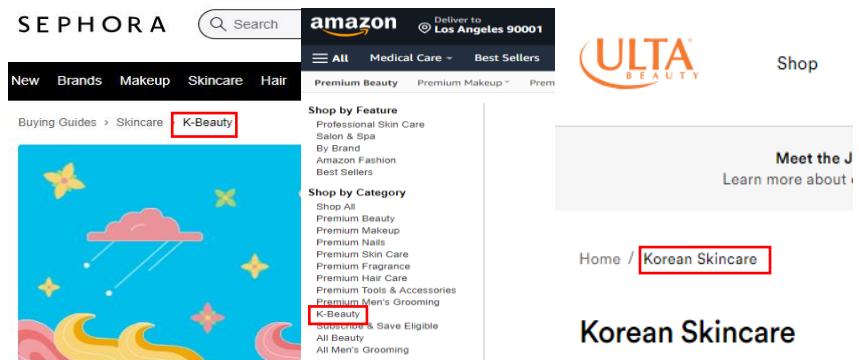
자료: Euromonitor, 대신증권 Research Center

## 입점이 쉬운 온라인 채널과 MZ세대의 소비

팬데믹 이전인 2019년 온라인 비중은 17%였으나, 팬데믹이 시작된 2020년 27%로 1년 만에 10%p 확대됐다. 온라인 소비가 익숙해진 소비자들로 온라인 비중은 꾸준히 확대되며 지난해 30%를 기록했다. 오프라인 채널보다 온라인 채널은 비교적 입점이 쉬운 편이다. 아마존의 경우 판매 계정 생성 이후 제품 등록이 가능하고, FBA(Fulfillment by Amazon) 서비스를 통해 상품 주문처리 과정 전반을 아마존에 일임 할 수 있다. 우리나라 인디브랜드사들이 진출 하기 쉬워진 것이다. 특히, 미국 MZ세대들은 온라인 구매에 익숙하고 가성비 소비를 추구하는 경향이 높다. 또한 SNS 활동이나 마케팅에 굉장히 관심도 많고 즉각적으로 반응하는 편인데, 한국 인디 제품들이 이 틈새를 잘 파고들면서 높은 판매 실적을 보이고 있다.

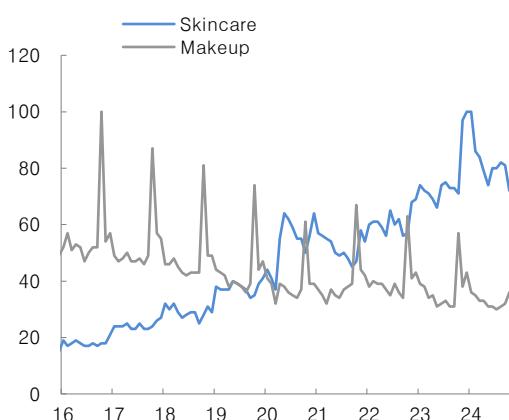
온라인 침투율이 높아졌으나, 여전히 주요 화장품 구매 채널은 대형마트나 세포라, 얼터뷰티 등의 MBS(멀티 브랜드숍)로 오프라인 중심으로 화장품 소비가 이뤄지고 있다. 아직 오프라인 채널에 진출하지 못한 브랜드가 대다수다. 오프라인 채널 입점된 브랜드는 아모레퍼시픽의 라네즈, 이니스프리 정도이다. 아마존에서 쌓은 레퍼런스를 바탕으로 한국 브랜드들의 오프라인 확장을 통해 지속적인 성장을 기대한다.

그림 48. 미국 온라인 채널에서 하나의 카테고리로 자리잡은 K-Beauty



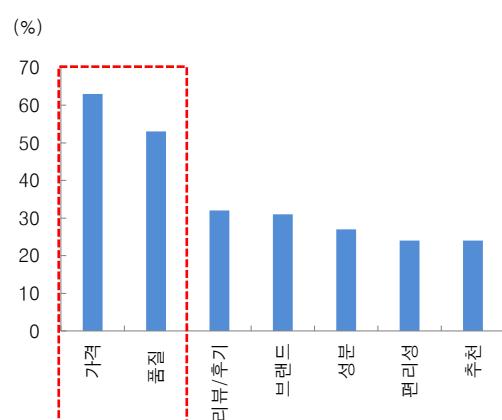
자료: 대신증권 Research Center

그림 49. 미국 스킨케어/메이크업 검색 빈도



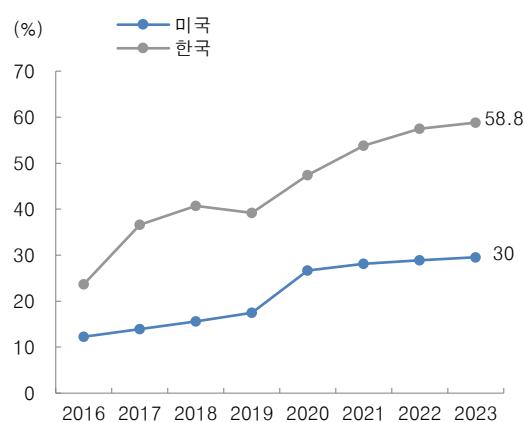
자료: Google, 대신증권 Research Center

그림 50. 미국 Gen-Z들의 화장품 구매 결정 요인



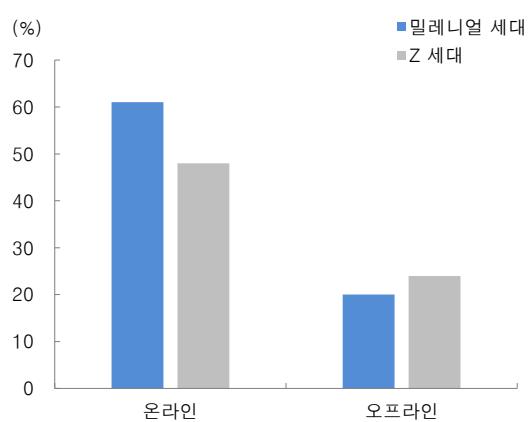
자료: Statista, 대신증권 Research Center

그림 51. 화장품 온라인 침투율



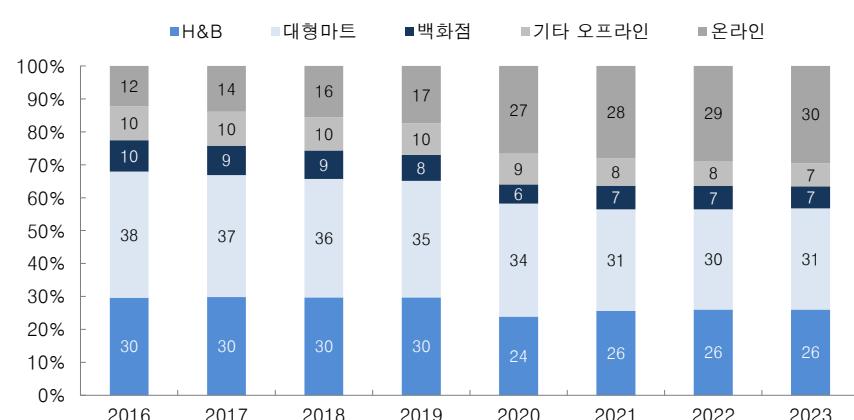
자료: Euromonitor, 대신증권 Research Center

그림 52. 미국 소비자별 구매채널 선호도



자료: Statista, 대신증권 Research Center

그림 53. 미국 화장품 구매 채널 추이



자료: Euromonitor, 대신증권 Research Center

표 6. 아마존 베스트셀러 50 위 내 한국 제품

순위	제품명	브랜드사	제조사
<b>Best Sellers in Beauty &amp; Personal Care</b>			
1	Mighty Patch™ Original patch	Mighty Patch	티앤엘
2	LANEIGE Lip Glow Balm	라네즈(아모레퍼시픽)	아모레퍼시픽
3	BIODANCE Bio-Collagen Real Deep Mask	뷰티셀렉션	엔코스/제닉
5	COSRX Snail Mucin 96% Power Repairing Essence	COSRX(아모레퍼시픽)	한국기능성화장품연구센터
7	LANEIGE Lip Sleeping Mask	라네즈(아모레퍼시픽)	아모레퍼시픽
27	TIRTIR Mask Fit Red Cushion Foundation   Full coverage	티르티르(구다이글로벌)	코스맥스
29	COSRX Snail Mucin 92% Repair Cream	COSRX(아모레퍼시픽)	한국기능성화장품연구센터
33	Medicube Zero Pore Pads	메디큐브(에이피알)	엔코스
37	Anua Heartleaf Pore Control Cleansing Oil	아누아(더파운더즈)	코스메카코리아
42	SUNGBOON EDITOR Deep Collagen Overnight Mask	성분에디터	이미인
49	Beauty of Joseon Revive Eye Serum	조선미녀(구다이글로벌)	그린코스
<b>Best Sellers in Skin Care Products</b>			
1	Mighty Patch™ Original patch	Mighty Patch	티앤엘
2	LANEIGE Lip Glow Balm	라네즈(아모레퍼시픽)	아모레퍼시픽
3	BIODANCE Bio-Collagen Real Deep Mask	뷰티셀렉션	엔코스/제닉
4	COSRX Snail Mucin 96% Power Repairing Essence	COSRX(아모레퍼시픽)	한국기능성화장품연구센터
6	LANEIGE Lip Sleeping Mask	라네즈(아모레퍼시픽)	아모레퍼시픽
17	COSRX Snail Mucin 92% Repair Cream	COSRX(아모레퍼시픽)	한국기능성화장품연구센터
19	Medicube Zero Pore Pads	메디큐브(에이피알)	엔코스/제닉
23	SUNGBOON EDITOR Deep Collagen Overnight Mask	성분에디터	이미인
25	Beauty of Joseon Revive Eye Serum	조선미녀(구다이글로벌)	그린코스
38	ANUA Heartleaf Quercetinol Pore Deep Cleansing Foam	아누아(더파운더즈)	엔코스
<b>Best Sellers in Facial Skin Care Products</b>			
1	Mighty Patch™ Original patch	Mighty Patch	티앤엘
2	BIODANCE Bio-Collagen Real Deep Mask	뷰티셀렉션	엔코스/제닉
3	COSRX Snail Mucin 96% Power Repairing Essence	COSRX(아모레퍼시픽)	한국기능성화장품연구센터
12	COSRX Snail Mucin 92% Repair Cream	COSRX(아모레퍼시픽)	한국기능성화장품연구센터
13	Medicube Zero Pore Pads	메디큐브(에이피알)	엔코스/제닉
14	SUNGBOON EDITOR Deep Collagen Overnight Mask	성분에디터	이미인
19	LANEIGE Lip Sleeping Mask	라네즈(아모레퍼시픽)	아모레퍼시픽
25	ANUA Heartleaf Quercetinol Pore Deep Cleansing Foam	아누아(더파운더즈)	엔코스
29	Anua 10% Niacinamide+ 4% Tranexamic Acid Serum	아누아(더파운더즈)	코스맥스
34	d'alba Piedmont Italian White Truffle First Spray Serum,	달바(비메뉴먼트)	비앤비코리아
36	Medicube Collagen Overnight Wrapping Peel Off Facial Mask Pack	메디큐브(에이피알)	
39	COSRX Acne Pimple Patch	COSRX(아모레퍼시픽)	영케미칼
41	VT COSMETICS CICA Readle Shot 100 Essence	브이티	이앤씨
45	MEDIHEAL Madecassoside Cotton Facial Pad	메디힐	한국콜마
48	Hero Cosmetics Mighty Patch™ Invisible+ Patch	Mighty Patch	티앤엘
49	AESTURA ATOBARRIER365 Cream with Ceramide,	라네즈(아모레퍼시픽)	코스비전
<b>Best Sellers in Skin Sun Protection</b>			
9	innisfree Daily UV Defense Sunscreen Broad Spectrum SPF 36	이니스프리(아모레퍼시픽)	아모레퍼시픽
11	Beauty of Joseon Daily Relief Sunscreen for face	조선미녀(구다이글로벌)	한국콜마
12	COSRX Daily SPF 50 Vitamin E Vitalizing Sunscreen for Face	COSRX(아모레퍼시픽)	
14	Supergoop! Unseen Sunscreen –	Supergoop	잉글우드랩
29	Abib Quick Sunstick Protection Bar SPF50+	Abib(포컴퍼니)	코스맥스
34	Haruharu Wonder Black Rice Moisture Airyfit Daily Sunscreen	하루하루원더(디에프에스컴퍼니)	한국콜마
<b>Best Sellers in Makeup</b>			
6	TIRTIR Mask Fit Red Cushion Foundation   Full coverage	티르티르(구다이글로벌)	코스맥스
11	Anua Heartleaf Pore Control Cleansing Oil	아누아(더파운더즈)	코스메카코리아
28	Peripera Ink the Velvet Lip Tint, High Pigment Color,	페리페리(클리오)	씨엔씨인터네셔널

주: 10/14 기준

자료: Amazon, 대신증권 Research Center

### III. 화장품ODM 그저 G.O.A.T

#### ODM 사의 넘사벽 경쟁력

국내 ODM사 경쟁력:

- 1) 빠른 생산
- 2) 높은 품질
- 3) R&D 기술

한국 화장품 시장은 생산과 판매가 분리된 구조를 가지고 있다. LG생활건강, 아모레피시피과 같은 대형 브랜드사는 생산시설을 보유하고 있으나, 인디브랜드사는 대부분 ODM사에게 위탁 생산하며 마케팅과 판매에 집중한다. 최근 인디브랜드 인가가 높아진 이유는 빠른 시장 트렌드 대응과 가격 대비 높은 품질 때문이라 판단한다. 이를 가능하게 한 것으로 ODM사의 기술력을 꼽을 수 있다.

국내 ODM사들은 제품 개발과 생산에 집중하며 빠른 제품 개발과 생산 속도(Short lead time), 높은 품질(High quality), 그리고 연구개발(R&D) 경쟁력을 강화했다. 빠르게 변화하는 뷰티 시장에서 ODM사는 빠른 제품 디자인, 생산, 출하 프로세스를 통해 유연하게 시장 트렌드에 대응하고 있다. 코스맥스와 한국콜마 같은 주요 ODM사는 연간 매출의 약 5~6%를 연구개발에 투자하고 있는 것으로 파악된다. 이를 통해 지속적으로 새로운 원료를 개발하고 신제품 출시가 가능했다. 과거부터 한국 소비자들은 성분 분석 어플리케이션 '화해'나 성분 분석 유튜버 등을 통해 화장품 성분에 대한 높은 관심도를 보였는데, 이러한 소비자 요구에 맞춰 ODM사는 성분과 품질에 대한 높은 기준을 유지 할 수 밖에 없었다. 또한 비건, 할랄 인증 등 다양한 국제 인증을 완료하여 미국, 유럽 등 주요 글로벌 시장의 규제에도 철저히 대응할 수 있는 역량을 보유하며, 국내 시장뿐만 아니라 글로벌 시장에서도 경쟁력을 강화했다. 결과적으로 국내 브랜드사는 큰 제약 없이 글로벌 시장에 진출할 수 있게 되었다.

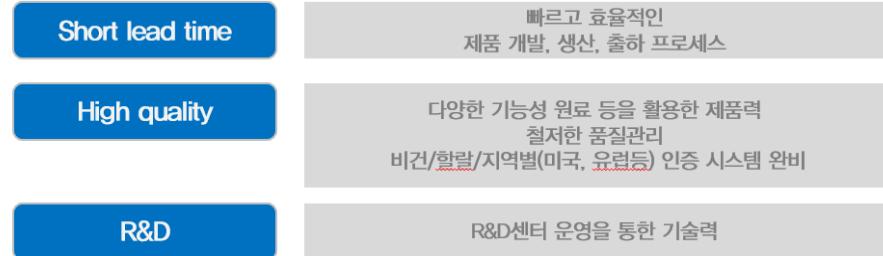
#### 수주 Up, 가동률 Up, 생산 효율 Up

수주 증가에 따른  
가동률 상승과  
영업 레버리지

ODM사의 뛰어난 제품력을 바탕으로 인디브랜드사 판매 호조가 이어지고 있다. 인디브랜드사들은 ODM사의 고품질의 제품을 기반으로 국내외 소비자들 사이에서 높은 인기를 얻고 있고, 매출 호조는 다시 ODM사의 수주 증가로 이어지는 선순환의 일어나고 있다.

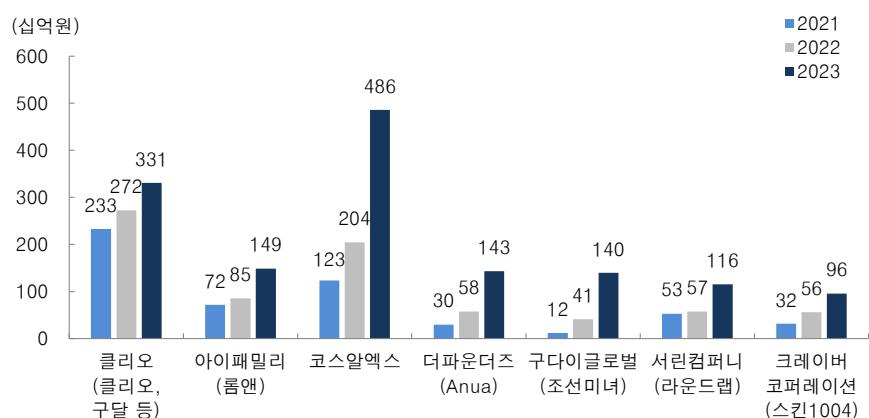
상반기 ODM사 매출 성장률은 코스맥스 YoY 22%, 한국콜마 YoY 14%, 씨앤팟인티내셔널 YoY 48%, 코스메카코리아 YoY 16%로 역대 최대 매출을 달성하며 호실적을 기록했다. 지속된 외형성장으로 대다수의 ODM사는 폴캐파에 가깝게 공장이 가동중인 것으로 파악된다. 대량 수주와 높은 가동률로 생산 효율 개선 되면서 영업 레버리지 효과가 나타나고 있다는 점도 긍정적이다. 하반기 미국의 블랙프라이데이, 홀리데이 시즌 등 주요 쇼핑 이벤트가 집중되어 있어 미국향 수출 물량 대응을 위한 수주 증가세 지속될 것으로 예상된다.

그림 54. 국내 ODM 사 경쟁력



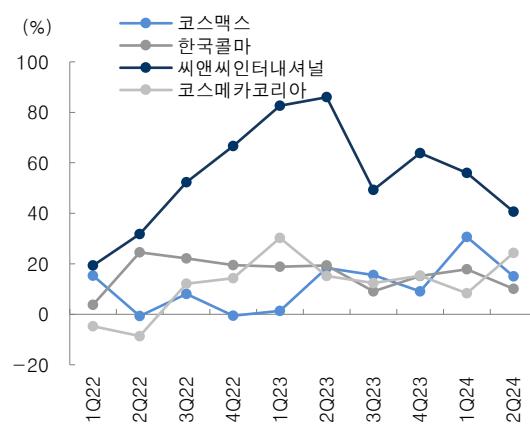
자료: 대신증권 Research Center

그림 55. 국내 주요 인디브랜드 보유 기업 매출액 추이



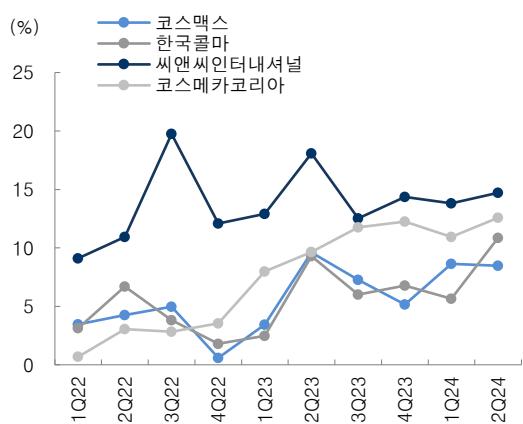
자료: 각사, 대신증권 Research Center

그림 56. 국내 ODM 4사 매출 성장을 추이



자료: Quantwise, 대신증권 Research Center

그림 57. 국내 ODM 4사 영업이익률 추이



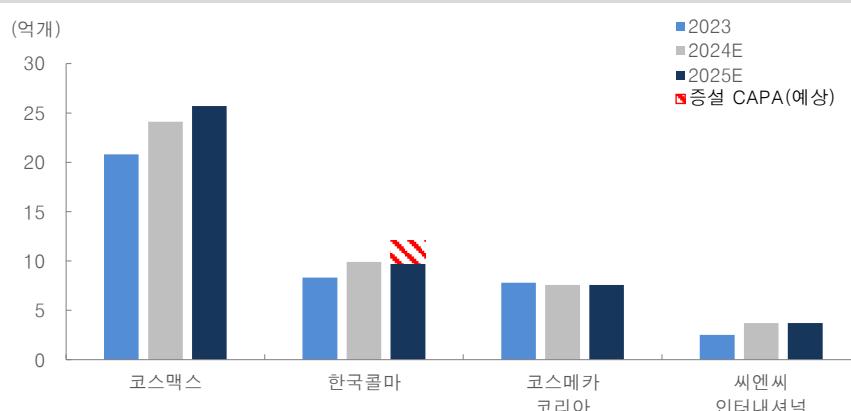
자료: Quantwise, 대신증권 Research Center

## 적극적 CAPA 증설

K-뷰티 수요 확대로 증가하는 수주 대응을 위해 ODM사의 가동률이 높은 상황이다. 2Q24 국내 가동률은 코스맥스 70%, 한국콜마 100%, 씨엔씨인터내셔널 60%, 코스메카 코리아 40%이다. 코스메카코리아를 제외한 ODM 3사는 풀 가동상태로, 적극적으로 생산능력(CAPA) 확대에 나서고 있다.

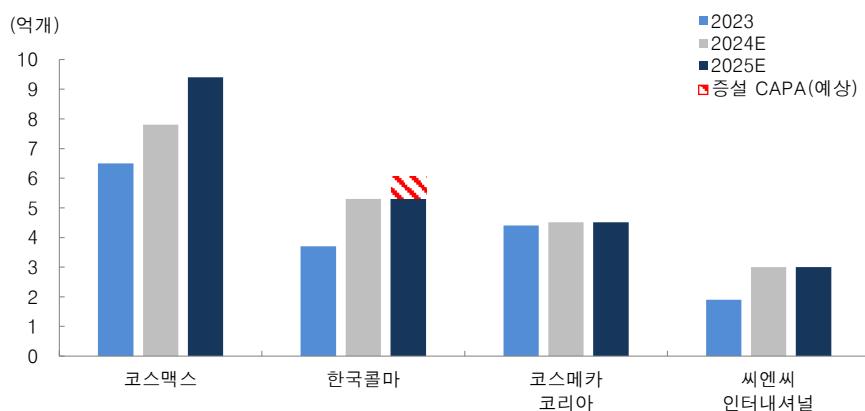
화장품 ODM사가 적극적으로 생산능력 확대에 나선 이유는 K-뷰티 확산에 따라 인디 브랜드의 수출 증가로 기존 주문이 늘어나고, 신제품 개발 활성화에 따른 신규 화장품 생산 수요가 맞물렸기 때문이다. 인디브랜드는 히트 제품을 통해 시장에서 인지도를 쌓은 후 SKU 확대를 통해 라인업을 다각화하는 경향이 있다. 이러한 과정에서 다시 ODM사를 찾아 신규 제품 생산을 의뢰하고 수주로 이어지는 구조가 형성된다. 또한 인디브랜드 중심 K-뷰티 확산은 어느 브랜드가 성공할지 예측하기 어렵다. 특정 브랜드의 성과에 크게 의존하지 않더라도 제조사 입장에서는 K-뷰티가 지속되는 한 수요를 충족시키기 위해 생산을 이어가기 때문에 늘어난 생산능력을 바탕으로 ODM사의 안정적인 실적 성장을 기대한다.

그림 58. 국내 ODM 4사 합산 CAPA



자료: 각사, 대신증권 Research Center

그림 59. 국내 ODM 4사 국내 CAPA



자료: 각사, 대신증권 Research Center

코스맥스

한국을 비롯해 중국, 미국, 인도네시아, 태국에 생산공장을 운영하고 있다. 평택2공장(색조전용, 1.3억개)과 중국 잇센JV(2억개, 최대 4억개) 가동으로 2024년 연간 생산능력이 기준 21억개에서 24억개로 확대됐다.

인디브랜드 수주 확대 기조가 이어지면서 코스맥스는 평택1공장의 유휴부지를 활용한 추가 증설 계획을 보유중이다. 증설 효과는 2025년에 가시화될 것으로 예상되며, 기존 생산 능력 대비 20% 증가할 전망이다. 2025년 국내 생산능력은 약 9.4억개로 예상한다. 공장 증설 외에도 자동화 설비 도입을 통해 생산성을 지속적으로 향상시키고 있어 증가하는 수주 소화 여력은 충분할 것으로 예상된다.

동남아 매출이 고성장하며(1H24 태국 매출액 YoY 66%, 인도네시아 YoY 24%) 해외 증설도 진행중이다. 태국은 2026년 상반기 가동을 목표로 2024년 10월 신규 공장 착공 예정이다. 기존 생산능력인 1억개 대비 20% 증설 계획이다. 인도네시아에서는 2025년에 증설이 예정되어 있다.

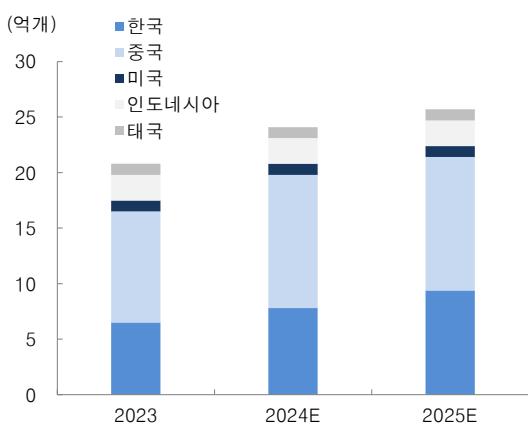
표 7. 코스맥스 CAPA 추이 및 전망

(단위: 억개, %)

	2023	2024E	2025E	2026E	비고
한국	6.5	7.8	9.4	9.4	25년 평택 1 공장 증설 예정
중국	10.0	12.0	12.0	12.0	
상해	6.9	7.0	7.0	7.0	
광저우	3.1	3.0	3.0	3.0	
잇센JV	–	2.0	2.0	2.0	최대 4억개까지 확대 가능
미국	1.0	1.0	1.0	1.0	
인도네시아	2.3	2.3	2.3	2.3	26년 신공장 착공 예정
태국	1.0	1.0	1.0	1.2	25/10월 신공장 착공 예정
합계	20.8	24.1	25.7	25.9	

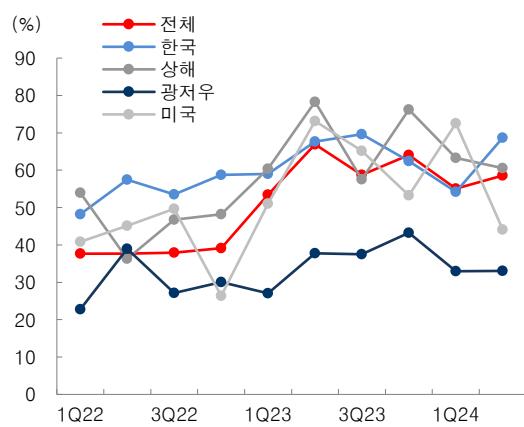
자료: 코스맥스, 대신증권 Research Center

그림 60. 지역별 CAPA 추이



자료: 코스맥스, 대신증권 Research Center

그림 61. 분기별 가동률 추이



자료: 코스맥스, 대신증권 Research Center

### 한국콜마

한국을 비롯해 중국, 미국, 캐나다에 생산공장을 운영하고 있다. 연중 국내 CAPA 증설 효과가 나타나면서 2024년 연간 생산능력이 기존 8.3억개에서 약 10억개로 확대될 전망이다.

국내의 경우 2024년 생산능력이 증가중이다. 2023년말 3.7억개 → 2Q24 기준 공장 효율성 개선을 통해 4.3억개 → 세종1공장 추가 설비 도입으로 1억개가 증가해 2024년 연말까지 국내 캐파는 5.3억개까지 확대될 것으로 예상된다. 2Q24 썬제품이 계절적 성수기에 진입하면서 가동률이 100%를 상회한 것으로 파악된다. 밀려드는 수주 대응을 위해 콜마그룹 계열사 CAPA 흡수를 통해 연간 생산능력 1억개를 추가적으로 확보해서 활용하고 있는 것으로 파악된다. 추가 증설을 위해 세종2공장과 부천 색조공장 부지 인수를 완료했다. 아직 구체적인 캐파 증설 계획은 공유되지 않았으나, 2026년까지 추가적인 생산능력 확대가 예상된다.

해외의 경우 2024년말 미국 2공장 완공 예정으로 OTC 썬제품과 스킨케어 제품을 주력 생산 할 예정이다. 참고로 현재 미국1공장 연간 CAPA는 0.7억개 수준이다.

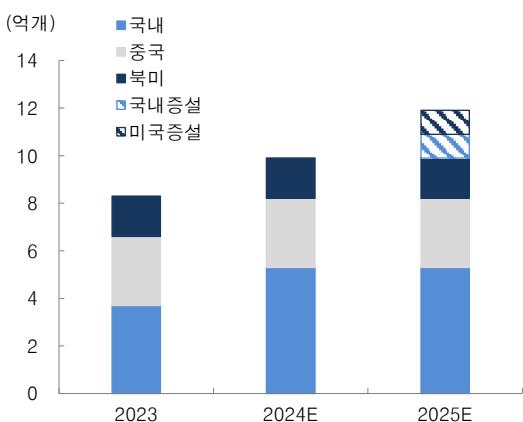
표 8. 한국콜마 CAPA 추이

(단위: 억개)

	2023	2024E	2025E	2026E	비고
국내	3.7	5.3	5.3	5.3	25E-26E 세종 및 부천 공장 추가 증설 예정
중국	2.9	2.9	2.9	2.9	
무석	2.2	2.2	2.2	2.2	
북경	0.7	0.7	0.7	0.7	24/4월 생산 중단
북미	1.7	1.7	1.7	1.7	
미국	0.7	0.7	0.7	0.7	24년말 미국2공장 완공 예정
캐나다	1.0	1.0	1.0	1.0	
합계	8.3	9.9	9.9	9.9	

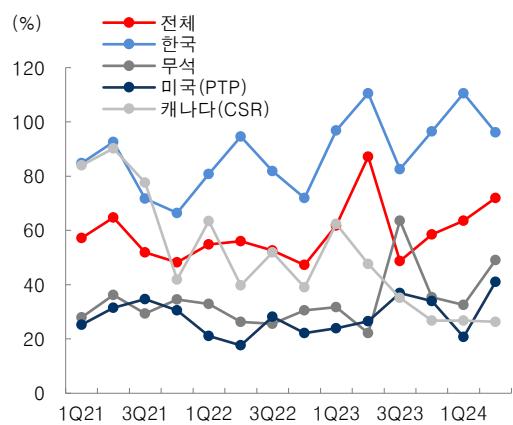
자료: 한국콜마, 대신증권 Research Center

그림 62. 지역별 CAPA 추이



주: 증설 CAPA는 대신증권 추정치  
자료: 한국콜마, 대신증권 Research Center

그림 63. 분기별 가동률 추이



자료: 한국콜마, 대신증권 Research Center

### 씨앤씨인터네셔널

한국과 중국에 생산공장을 운영하고 있다. 2024년 연간 생산능력이 기존 2.4억개에서 3.6억개로 확대될 전망이다.

폭증하는 수주 대응을 위해 국내는 적극적으로 증설중이다. 4월 임대공장(0.6억개) 추가 가동에 이어 4분기부터 2공장(1억개) 증설이 반영될 예정이다. 현재 2공장은 사용승인 이후 설비 도입중으로 파악되며, 4분기부터 점진적으로 가동될 것으로 예상된다. 24년말 국내 연간캐파는 기존 1.8억개에서 3억개로 확대되며, 2025년 2공장 증설 효과가 본격적으로 반영됨에 따라 2025년에도 높은 매출 성장을 기대한다.

2027년 상반기 가동을 목표로 청주에 신공장도 예정되어 있다. 270억원을 투입하여 부지 매입을 완료했고, 현재 설계단계이다. 설계 이후 CAPEX 및 CAPA 규모가 결정될 전망이다.

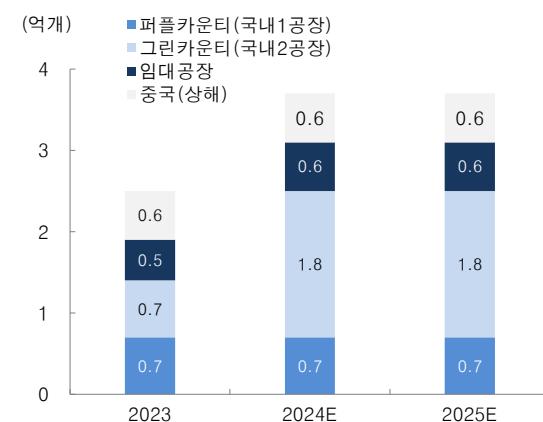
표 9. 씨앤씨인터네셔널 CAPA 추이 및 전망

(단위: 억개)

	2023	2024E	2025E	2026E
국내	1.9	3.0	3.0	3.0
퍼플카운티(1 공장)	0.7	0.7	0.7	0.7
그린카운티(2 공장)	0.7	1.8	1.8	1.8
임대공장	0.5	0.6	0.6	0.6
중국(상해)	0.6	0.6	0.6	0.6
합계	2.4	3.6	3.6	3.6

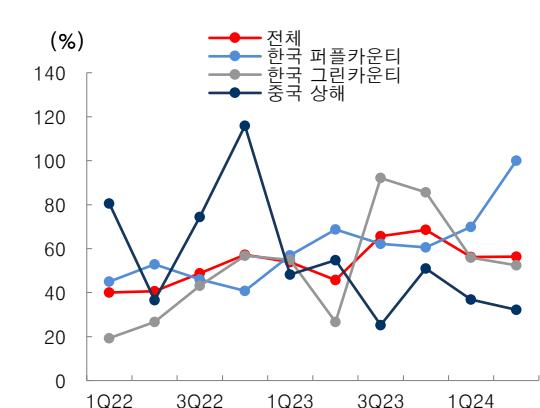
자료: 씨앤씨인터네셔널, 대신증권 Research Center

그림 64. 지역별 CAPA 추이



자료: 씨앤씨인터네셔널, 대신증권 Research Center

그림 65. 분기별 가동률 추이



자료: 씨앤씨인터네셔널, 대신증권 Research Center

## 코스메카코리아

한국, 중국, 미국에 생산공장을 운영하고 있다. 2024년 연간 생산능력은 한국 4.5억개, 중국 1.4억개, 미국 1.6억개로 추산된다. 2Q24 지역별 가동률은 국내 40%, 중국 37%, 미국 35% 수준으로, 상대적으로 생산여력은 여유롭다. 따라서 현재 추가 CAPA 확대 계획은 없는 것으로 파악되며, 향후 수주 증가는 가동률 상승으로 이어지면서 이의 레버리지 구간이다. 팬데믹 이전부터 꾸준히 진행한 증설이 우호적인 업황과 맞물리며 본격적으로 성과를 내고 있다는 판단이다.

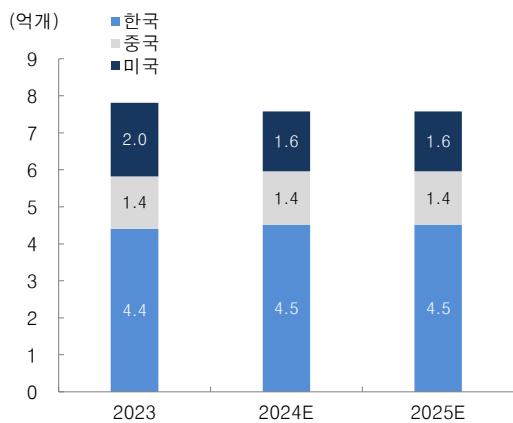
표 10. 코스메카코리아 CAPA 추이 및 전망

(단위: 억개, %)

	2023	2024E	2025E	2026E	비고
한국	4.4	4.5	4.5	4.5	
중국	1.4	1.4	1.4	1.4	
미국	2.0	1.6	1.6	1.6	
합계	7.8	7.6	7.6	7.6	

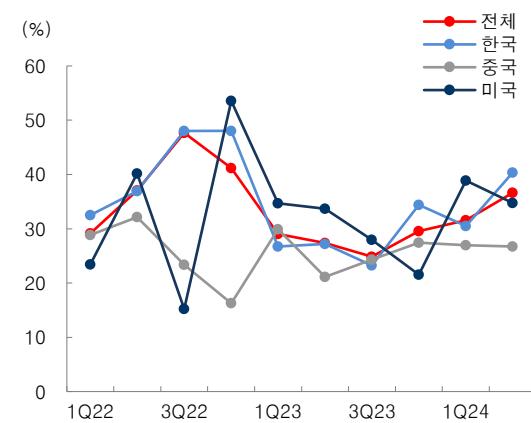
자료: 코스메카코리아, 대신증권 Research Center

그림 66. 지역별 CAPA 추이



자료: 코스메카코리아, 대신증권 Research Center

그림 67. 분기별 가동률 추이



자료: 코스메카코리아, 대신증권 Research Center

화장품

# 기업분석

# 코스맥스 (192820)

정한솔 hansol.jung@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 신규

6개월  
목표주가

180,000

신규

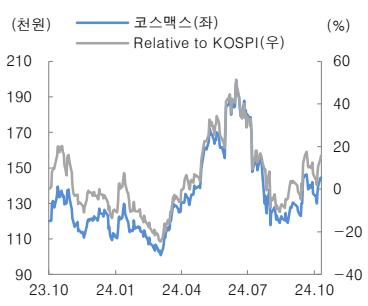
현재주가  
(24.10.22)

144,500

화장품업종

KOSPI	2,570.70
시가총액	1,640십억원
시가총액비중	0.08%
자본금(보통주)	6십억원
52주 최고/최저	197,800원 / 100,800원
120일 평균거래대금	257억원
외국인지분율	31.25%
주요주주	코스맥스비티아이 외 12 인 27.53% 국민연금공단 11.08%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	15.1	-5.5	9.1	13.2
상대수익률	16.2	1.6	11.5	4.6



Initiation

## 지나친 걱정

- ODM 업계 호황으로 국내법인 매출 고성장 지속
- 총당금 리스크는 존재하나 최근 낙폭 과대로 밸류에이션 매력 확대
- 업종 내 최선호주 제시

### 투자의견 BUY, 목표주가 180,000원 제시

목표주가는 12MF EPS 10,022원에 Target PER 18배를 적용. 국내 화장품 ODM 업계 호황으로 국내법인 매출 고성장은 긍정적. 그러나 예측하기 어려운 대손총당금 리스크와 중국 및 미국 법인 부진으로 Target PER은 글로벌 Peer 12MF 평균 P/E 20배에 20% 할인

### 2025년 해외법인 영업환경 악화 가능성은 제한적

K-뷰티 글로벌 침투율 확대에 따라 국내법인 실적 호조 지속 전망. 최근 발표된 중국 경기부양책으로 중국 화장품 소비가 개선될 것으로 확신하기 어려우나, 고가의 브랜드 보다는 가격 부담이 적은 로컬 인디브랜드의 수요 회복 기대됨에 따라 동사 실적 개선 가능성 증가. 미국 진출 이후 적자를 지속해오던 미국 법인도 오하이오 공장 철수 이후 ODM 중심 생산을 통해 수익성 개선 흐름. 3Q24 LA 영업사무소 오픈을 통해 미국 신규 고객사 확보 노력중. 리드 타임 감안 시 내년 하반기 신규 고객사향 매출 확대로 수익성 개선 흐름 기속화 예상. 25년 해외법인 영업환경 악화 가능성은 제한적으로 실적 개선 가능화 시 밸류에이션 할인 폭 축소 예상. 업종 내 Top-pick 제시

### 3Q24 Preview

3Q24 매출액 5,109억원(YoY 12%), 영업이익 401억원(YoY 21%, OPM 7.9%) 전망 [국내] 중저가 브랜드 수출 수요 강세가 이어지면서 전분기와 유사한 매출 성장 예상. 영업 레버리지 효과로 수익성 개선 전망 [해외] 잇센JV 연결 효과로 전체 광저우 매출은 증가가 예상되나 중국 경기 부진 영향으로 상해/광저우(JV제외) 매출이 역성장하며 영업이익 적자전환 예상. 미국 매출 성장은 제한적이나, 수익성은 고정비 절감 효과로 개선 흐름으로 파악. 동남아는 인도네시아/태국 고성장세 지속되며 영업이익 기여 확대 예상

### 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	1,600	1,777	2,111	2,309	2,478
영업이익	53	116	167	201	237
세전순이익	6	84	140	174	214
총당기순이익	-16	38	91	113	139
지배지분순이익	21	57	96	117	143
EPS	1,838	5,036	8,441	10,338	12,615
PER	40.3	25.1	16.6	13.5	11.1
BPS	51,203	31,941	39,503	49,065	60,978
PBR	1.4	4.0	3.5	2.8	2.3
ROE	3.6	12.1	23.6	23.3	22.9

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출

자료: 코스맥스, 대신증권 Research Center

## 투자포인트

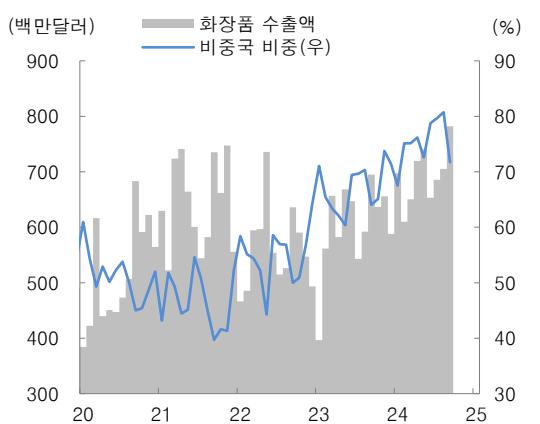
### 더할 나위 없는 별도법인

#### 인디브랜드 중심 수주 증가 지속 예상

상반기 별도법인 매출액은 높은 기저부담에도 6,636억원(YoY 27%)을 기록하며 높은 성장률을 보였다. 인디브랜드 중심으로 수출 호조와 국내 H&B채널 매출 확대가 주효했다. ODM 업계 1위답게 높아진 한국 화장품 인기로 당분간 국내 법인의 수주 증가세가 이어질 것으로 전망한다. 하반기에는 미국 아마존 블랙프라이데이, 홀리데이 시즌 등 주요 쇼핑 이벤트가 집중되어 있기 때문에 하반기도 이를 대응하기 위한 수주가 기대된다.

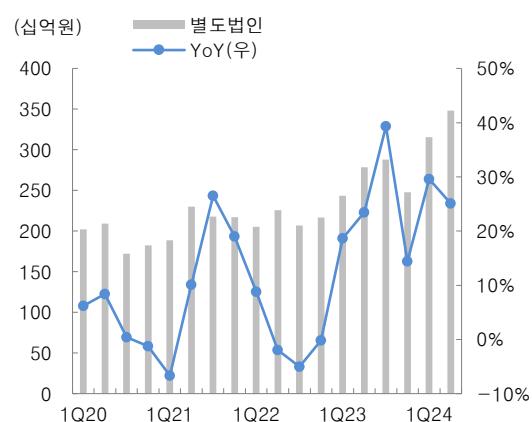
인디브랜드가 비중국 시장에서 빠르게 침투할 수 있었던 이유는 빠른 트렌드 대응과 가격 대비 높은 품질에 있다. R&D 및 제조에 있어 풍부한 경험을 보유하고 있는 코스맥스의 높은 제품경쟁력과 짧은 lead time은 의심의 여지가 없다. 코스맥스는 중소형 브랜드 사의 자금력을 고려해 최소주문수량(MOQ)을 기준 1만개에서 3,000개 이하로 낮추는 등 적극적으로 인디브랜드 유입에 나서고 있다. 현재 코스맥스를 통해 제품을 개발·생산 중인 국내 인디고객사는 총 1,000여곳으로 파악된다. 인디브랜드는 별도법인의 매출 상위 20곳 중 절반 이상을 차지하며 전체 매출의 50~60% 비중을 차지하고 있다. 미국/일본/동남아 등 다양한 지역에서 한국 화장품 침투율이 높아지면서 수출 비중 높은 인디고객사 중심으로 수주 증가를 기대한다.

그림 68. 한국 화장품 수출 추이



자료: 코스맥스, 대신증권 Research Center

그림 69. 코스맥스 별도법인 분기별 매출 추이



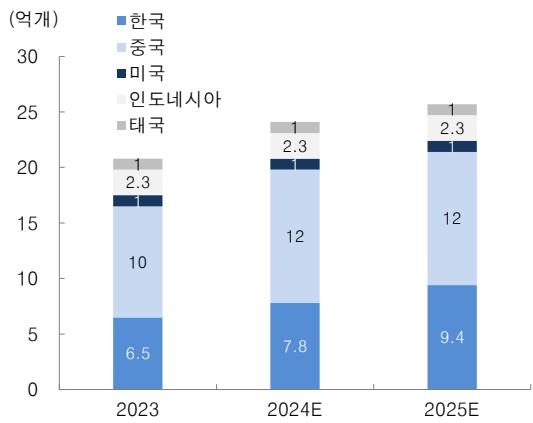
자료: 코스맥스, 대신증권 Research Center

## CAPA 준비 완료!

증가하는 수주에 대응 가능한 생산능력도 준비되어 있다. 국내 생산시설의 경우 올해 평택2공장을 신규로 가동하면서 연간 국내 생산능력이 기존 6.5억개에서 7.8억개로 증가했다. 2Q24 공시기준 국내 가동률은 70%이나, 실질 가동률은 이를 상회하는 것으로 파악된다.

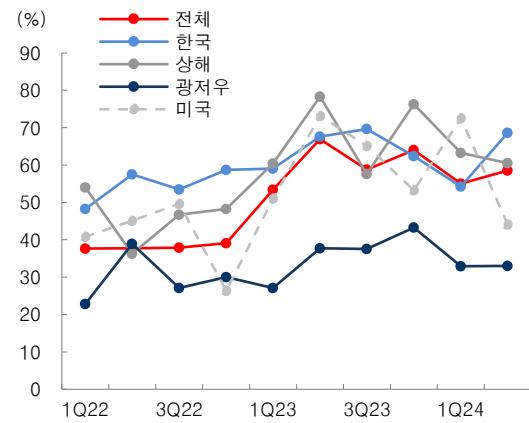
인디브랜드 수주 확대 기조가 이어지면서 코스맥스는 평택1공장의 유휴부지를 활용한 추가 증설 계획을 보유중이다. 증설효과는 2025년에 나타날 전망이며, 기존 생산능력 대비 20% 증가를 예상한다. 2025년 국내 생산능력은 9.4억개로 추산된다. 공장 증설 외에도 자동화 설비 도입을 통해 생산성을 지속적으로 향상시키고 있는 중으로 수주 소화 여력은 충분할 것으로 예상된다.

그림 70. 지역별 CAPA 추이



자료: 코스맥스, 대신증권 Research Center

그림 71. 분기별 가동률 추이



자료: 코스맥스, 대신증권 Research Center

## 과도한 충당금 우려

### 과도한 충당금 우려

2Q24 대손상각비가 증가하면서 매출 성장 대비 레버리지 효과가 부진했다. 통상 40~50 억원 수준이던 분기 대손상각비가 118억원으로 확대된 영향이다. 중국 경기 부진에 따라 중국법인 충당금 설정률이 높아진 부분도 있으나, 특수관계자향 설정률이 높아지면서 대 손상각비가 증가했다. 연결 기준 2Q24 매출채권 기대손실률은 21%로 YoY 6%p 상승했다. 특수관계자 설정률은 59%, 일반 고객사는 12%였다. 특수관계자향 충당금이 지난해 하반기부터 높아졌고, 2분기말 기준 특수관계자향 매출채권 잔액은 300억원 수준으로 절 반 이상 대손 처리 되었다는 점 고려시 하반기 대손충당금 영향은 2분기 대비 제한적일 것으로 예상한다. 과도한 우려라고 판단한다.

### 중국 회복 기대감

2Q24 중국 경기둔화로 온라인 인디브랜드 중심으로 주문이 감소하며 2Q24 중국법인은 순손실 11억원을 기록하며 적자전환했다. 3분기도 비슷한 분위기가 이어지며 매출 역 성장(상해 YoY -25%, 잇센 제외 광저우 YoY -40%)과 QoQ 적자 확대를 예상한다.

중국 경기 회복 시기 지연으로 중국법인 부진 우려가 커지고 있던 상황에서 최근 중국 정부가 발표한 경기부양책으로 동사 중국법인 실적 개선 가능성이 높아졌다. 부양책 효과가 화장품 소비로 이어질지 당장 확신하기 어려우나, 중국 정부의 의지대로 소비가 개 선된다면 고가의 브랜드 보다는 가격 부담이 적은 로컬 인디브랜드의 수요가 더 빠르게 회복될 것이다. 중국 내 1위 ODM사로 중국 실적 개선을 기대할 수 있는 요소로 판단 한다. 또한 그동안 중국 경기 부진으로 보수적으로 설정했던 중국법인의 대손충당금이 낮아질 수 있다는 점도 염두해 둘 필요가 있다.

표 11. 코스맥스 매출채권 및 대손충당금 추이

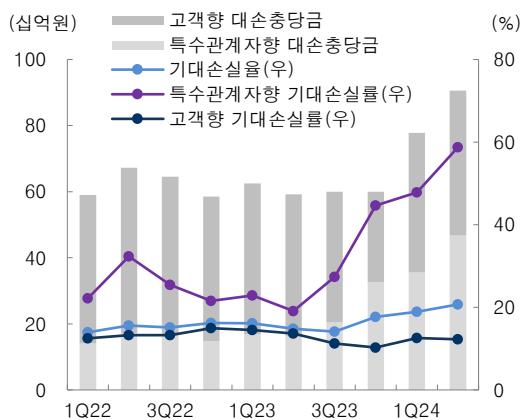
(단위: 십억원. %)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24
매출채권	422.4	430.7	426.2	361.3	387.7	400.8	425.6	339.7	411.5	437.4
특수관계자	63.4	53.1	64.4	68.2	73.8	84.6	74.7	73.0	74.3	79.5
일반 고객	359.0	377.6	361.8	293.1	313.9	316.1	350.9	266.6	337.3	357.9
대손충당금	59.0	67.2	64.5	58.5	62.5	59.2	60.0	60.0	77.8	90.6
특수관계자	14.1	17.2	16.4	14.7	16.9	16.2	20.4	32.6	35.5	46.7
일반 고객	44.9	50.1	48.1	43.8	45.6	43.1	39.6	27.4	42.3	43.8
대손충당금 비중(%)										
특수관계자	23.9	25.5	25.4	25.1	27.0	27.3	34.0	54.4	45.7	51.6
일반 고객	76.1	74.5	74.6	74.9	73.0	72.7	66.0	45.6	54.3	48.4
기대손실률(%)	14.0	15.6	15.1	16.2	16.1	14.8	14.1	17.7	18.9	20.7
특수관계자	22.2	32.3	25.4	21.6	22.9	19.1	27.4	44.7	47.8	58.8
일반 고객	12.5	13.3	13.3	15.0	14.5	13.6	11.3	10.3	12.5	12.2
대손상각비	5.3	7.8	-3.8	-1.9	3.8	-2.2	5.0	12.7	6.9	11.8
특수관계자	4.4	3.1	-0.8	-1.7	2.2	-0.7	4.3	12.2	2.9	11.2
일반 고객	0.8	4.7	-3.0	-0.2	1.6	-1.5	0.7	0.5	4.0	0.6
매출채권 잔액	363.4	363.5	361.7	302.8	325.2	341.5	365.6	279.7	333.7	346.8
특수관계자	49.3	35.9	48.1	53.5	57.0	68.5	54.2	40.4	38.7	32.8
일반 고객	314.1	327.5	313.6	249.3	268.3	273.1	311.3	239.3	295.0	314.0

자료: 코스맥스, 대신증권 Research Center

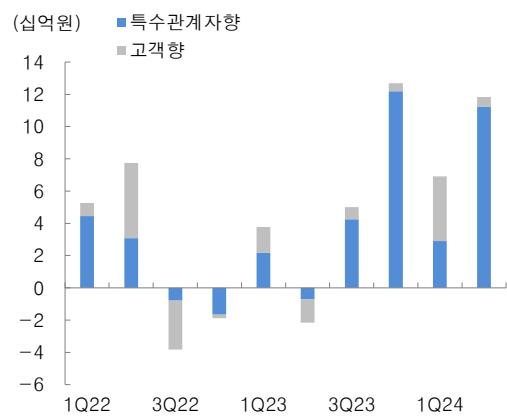
## 화장품

그림 72. 대손총당금 및 기대손실률 추이



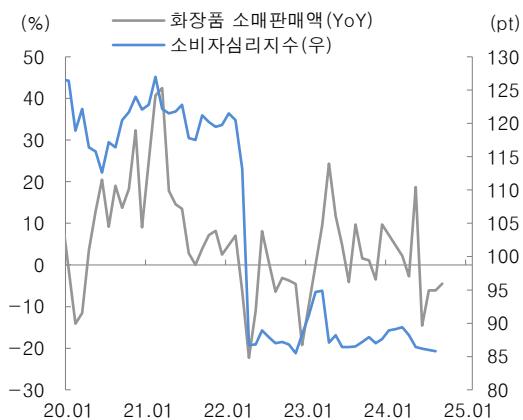
자료: 코스맥스, 대신증권 Research Center

그림 73. 대손상각비 추이



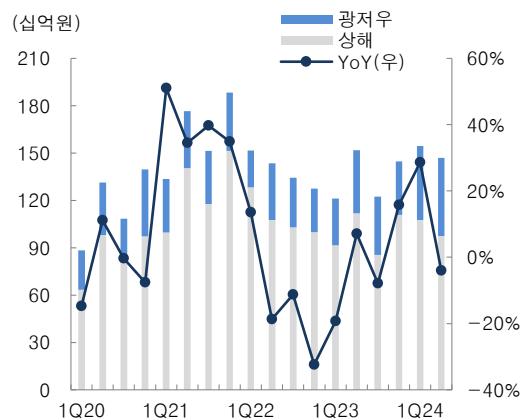
자료: 코스맥스, 대신증권 Research Center

그림 74. 중국 화장품 소매판매액 및 소비자심리지수



자료: CEIC, 대신증권 Research Center

그림 75. 중국법인 매출액 추이



자료: 코스맥스, 대신증권 Research Center

## 실적전망 및 밸류에이션

### 국내 수주 강세 지속

3Q24 Preview

3Q24 매출액 5,109억원(YoY 12%), 영업이익 401억원(YoY 21%, OPM 7.9%) 전망한다.

[국내] 매출액 3,514억원(YoY 22%), 영업이익 369억원 (YoY 43%, OPM 10.5%) 예상한다. 중저가 브랜드 수요 강세가 이어지면서 전분기와 유사한 매출 성장을 기대한다. 매출 성장에 따른 영업 레버리지 효과로 수익성 또한 개선될 전망이다.

[해외] 매출액 1,825억원(YoY-4%), 영업이익 12억원(YoY 7%, OPM 9.2%) 예상한다. 중국 경기 부진 영향으로 상해/광저우(JV제외) 모두 부진하며 중국 매출 YoY -14% 역 성장을 예상한다. 다만 광저우 법인은 잇센JV 연결 효과로 매출은 YoY 12% 증가할 전망이다. 중국 매출이 역성장하면서 고정비 부담 증가로 중국법인 적자전환을 예상한다. 미국은 매출 성장은 제한적이나, 수익성은 고정비 절감 효과로 개선을 예상한다. 동남아는 인도네시아/태국 각각 YoY 25%/54% 성장하며 고성장세를 이어간 것으로 파악된다.

투자의견 'BUY',  
목표주가 180,000원  
제시

투자의견 'BUY', 목표주가 180,000원을 제시한다. 목표주가는 12MF EPS 10,022원에 Target PER 18배를 적용해 산출했다. Target PER은 글로벌 Peer 12MF 평균 P/E 20배에 20% 할인한 값이다. 국내 화장품 ODM 업계 호황으로 국내법인 매출 고성장은 긍정적이다. 그러나 예측하기 어려운 대손충당금 리스크와 중국 및 미국 법인 부진이 이어지면서 국내법인 호조가 희석되고 있어 피어 대비 20% 할인 적용했다.

국내법인 실적 호조는 당분간 이어질 것으로 예상되고 중국과 미국 사업이 더 악화될 가능성은 낮다는 판단이다. 최근 중국 정부가 발표한 경기부양책 효과가 화장품 소비로 이어질지는 확신하기 어려우나, 중국 정부의 의지대로 소비가 개선된다면 고가의 브랜드 보다는 가격 부담이 적은 로컬 인디브랜드의 수요가 더 빠르게 회복될 것이다. 중국 내 1위 ODM사로 중국 실적 개선을 기대할 수 있는 요소로 판단한다. 또한 미국 법인도 오하이오 철수 이후 수익성 개선이 나타나고 있다. 3Q24 LA 영업사무소 오픈을 통해 미국 신규 고객사 확보 노력중이다. 리드 타임 감안 시 내년 하반기 신규 고객사항 매출 확대가 기대된다. 24년 대비 25년 해외 법인 영업환경 개선이 예상된다. 해외 법인 실적 개선 가시화 시 밸류에이션 할인폭도 축소 될 것이다. 최근 주가 하락세는 과도했던 만큼 업종 내 탑피으로 추천한다.

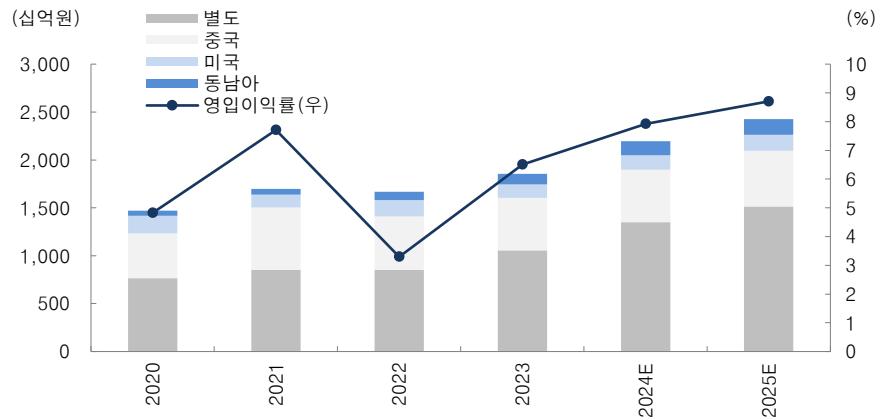
표 12. 코스맥스 목표주가 산출

(단위: 원, 배, %)

구분	비고
12MF EPS(원)	10,022
Target PER	18
<b>목표주가(원)</b>	<b>180,000</b>
현재주가(원)	144,500
2024.10.22	24.7

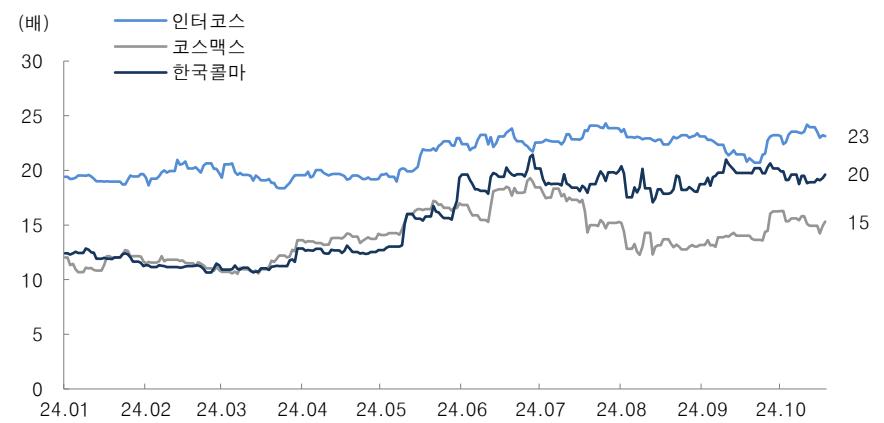
자료: 대신증권 Research Center

그림 76. 사업 부문별 실적 추이 및 전망



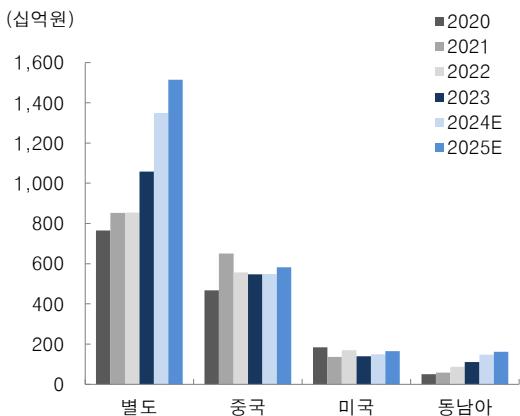
자료: 코스맥스, 대신증권 Research Center

그림 77. 밸류에이션 추이



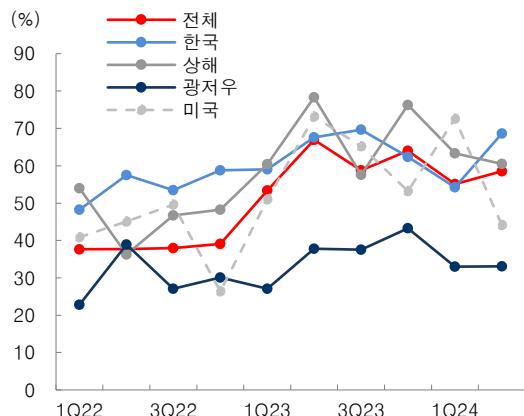
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 78. 지역별 매출액 추이



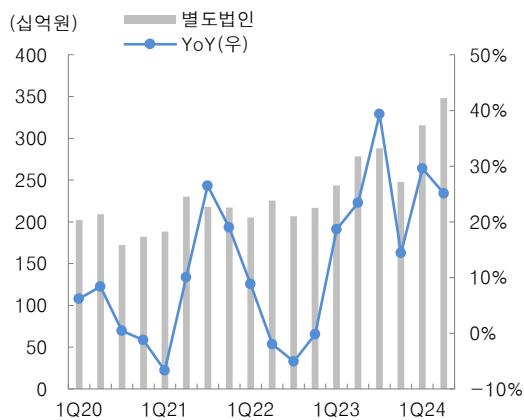
자료: 코스맥스, 대신증권 Research Center

그림 79. 가동률 추이



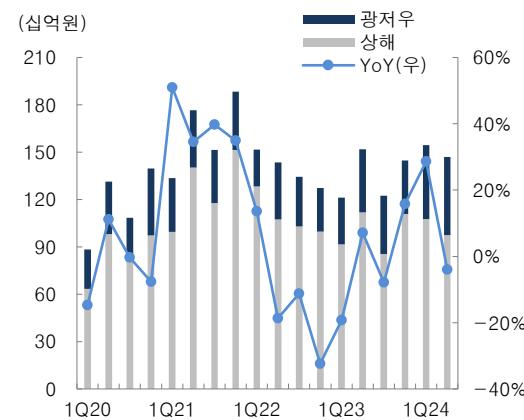
자료: 코스맥스, 대신증권 Research Center

그림 80. 별도법인 분기별 매출액 추이



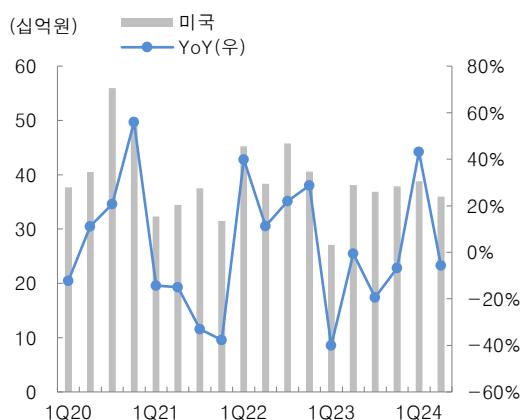
자료: 코스맥스, 대신증권 Research Center

그림 81. 중국 분기별 매출액 추이



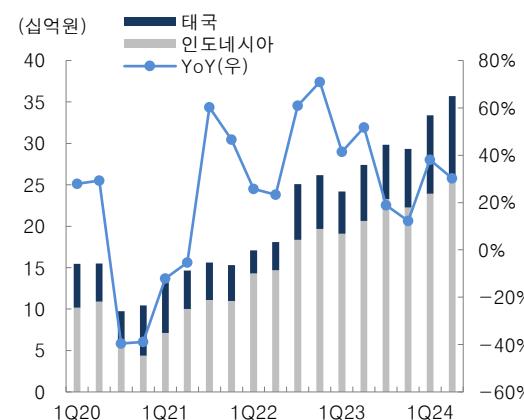
자료: 코스맥스, 대신증권 Research Center

그림 82. 미국 분기별 매출액 추이



자료: 코스맥스, 대신증권 Research Center

그림 83. 동남아 분기별 매출액 추이



자료: 코스맥스, 대신증권 Research Center

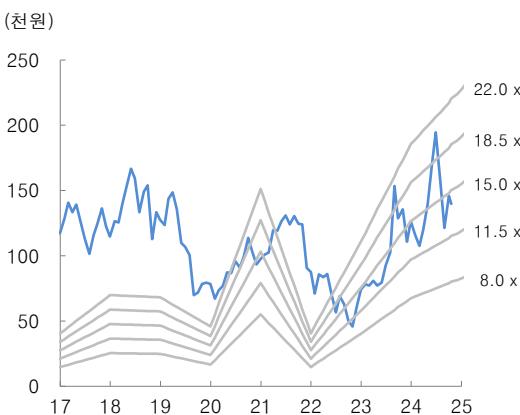
표 13. 코스맥스 분기/연간 실적 추정

(단위: 십억원, %)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24E	2023	2024E	2025E
<b>매출액</b>	<b>403</b>	<b>479</b>	<b>458</b>	<b>437</b>	<b>527</b>	<b>552</b>	<b>511</b>	<b>522</b>	<b>1,777</b>	<b>2,111</b>	<b>2,309</b>
별도법인	243	278	288	248	315	348	351	335	1,058	1,350	1,515
해외	174	219	190	215	230	219	182	213	798	845	910
중국	122	154	124	148	157	148	106	137	547	548	582
상해	92	112	85	111	108	98	64	89	400	358	362
광저우	30	40	37	34	47	50	41	47	141	184	215
인도네시아	19	21	23	22	24	25	29	28	85	106	117
태국	5	7	7	7	9	10	10	11	26	41	46
미국	27	38	37	38	39	36	37	38	140	150	166
YoY	1.4	18.3	15.5	9.0	30.6	15.1	11.5	19.5	11.1	18.8	9.4
별도법인	18.7	23.4	39.3	14.4	29.6	25.1	22.0	35.0	23.8	27.6	12.2
해외	-18.8	9.7	-7.2	10.6	32.2	0.0	-4.2	-0.7	-1.9	5.8	7.7
중국	-19.3	7.1	-7.9	15.8	28.6	-4.0	-14.0	-7.5	-1.7	0.1	6.2
상해	-28.7	4.1	-17.0	11.0	17.5	-12.8	-25.0	-20.0	18.0	-10.5	1.1
광저우	27.5	11.0	17.7	23.2	57.7	23.7	11.9	37.8	55.0	31.2	16.7
인도네시아	33.5	40.6	26.9	13.1	25.3	23.1	25.1	24.5	27.3	24.5	10.0
태국	82.1	99.5	-2.8	9.4	85.8	51.8	53.8	52.8	31.4	59.4	12.4
미국	-40.1	-0.6	-19.4	-6.7	43.2	-5.6	0.0	1.0	-17.6	7.1	10.6
<b>영업이익</b>	<b>14</b>	<b>46</b>	<b>33</b>	<b>23</b>	<b>45</b>	<b>47</b>	<b>40</b>	<b>35</b>	<b>116</b>	<b>167</b>	<b>201</b>
별도	13	30	26	18	30	35	37	31	87	132	153
연결법인합산	1	16	7	5	15	12	3	4	29	35	48
YoY	3.3	167.3	68.7	842.0	229.1	1.4	20.5	54.6	119.4	44.5	20.3
별도	35.0	63.3	121.5	499.2	130.9	13.5	42.8	76.7	102.5	52.6	15.8
연결법인합산	-79.1	흑전	-7.6	흑전	1874.7	-22.1	-56.6	-22.2	193	20	37
영업이익률	3.4	9.6	7.3	5.2	8.6	8.5	7.9	6.7	6.5	7.9	8.7
별도	5.4	10.9	9.0	7.1	9.5	9.9	10.5	9.2	8.2	9.8	10.1
연결법인합산	0.5	7.8	4.4	2.7	7.3	6.0	2.0	2.1	4.0	4.6	6.0

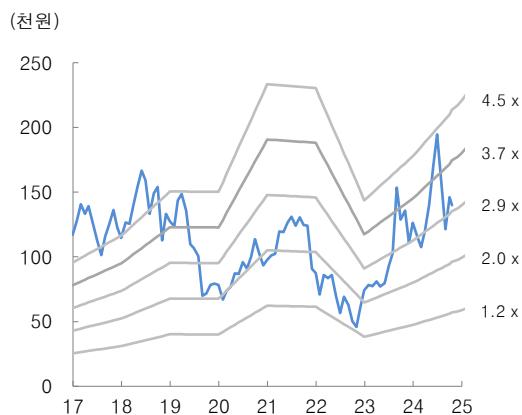
자료: 코스맥스, 대신증권 Research Center

그림 84. 코스맥스 PER Band Chart



자료: Valuewise, 대신증권 Research Center

그림 85. 코스맥스 PBR Band Chart



자료: Valuewise, 대신증권 Research Center

## 재무제표

포괄손익계산서		(단위: 십억원)					재무상태표		(단위: 십억원)				
		2022A	2023A	2024F	2025F	2026F			2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액		1,600	1,777	2,111	2,309	2,478	유동자산		737	822	915	999	1,094
매출원가		1,395	1,484	1,691	1,848	1,983	현금및현금성자산		169	257	252	274	312
매출총이익		205	294	420	461	495	매출채권 및 기타채권		318	283	335	366	393
판매비와관리비		152	178	253	260	258	재고자산		202	218	259	284	305
영업이익		53	116	167	201	237	기타유동자산		48	64	69	76	84
영업이익률		3.3	6.5	7.9	8.7	9.6	비유동자산		659	735	795	853	918
EBITDA		112	175	230	267	305	유형자산		491	547	588	615	631
영업외손익		-47	-31	-27	-27	-23	관계기업투자금		38	36	36	36	36
관계기업순익		0	-2	0	0	0	기타비유동자산		131	152	171	201	251
금융수익		19	21	33	23	21	자산총계		1,396	1,557	1,710	1,852	2,012
외환관련이익		0	0	0	0	0	유동부채		812	874	930	966	992
금융비용		-36	-44	-50	-43	-37	매입채무 및 기타채무		257	365	410	437	460
외환관련손실		14	10	6	6	6	차입금		434	403	403	403	403
기타		-29	-6	-10	-7	-6	유동성채무		70	35	28	22	18
법인세비용차감전순손익		6	84	140	174	214	기타유동부채		51	72	90	104	112
법인세비용		-23	-46	-49	-61	-75	비유동부채		140	325	336	335	335
계속사업순손익		-16	38	91	113	139	차입금		57	106	117	117	116
중단사업순손익		0	0	0	0	0	전환증권		0	0	0	0	0
당기순이익		-16	38	91	113	139	기타비유동부채		83	219	219	219	219
당기순이익률		-1.0	2.1	4.3	4.9	5.6	부채총계		952	1,199	1,266	1,301	1,327
비자매지분순이익		-37	-19	-5	-4	-4	자비지분		581	363	448	557	692
자비지분순이익		21	57	96	117	143	자본금		6	6	6	6	6
매도기능금융자산평가		0	0	0	0	0	자본잉여금		287	29	29	29	29
기타포괄이익		0	-1	0	0	0	이익잉여금		268	313	403	515	652
포괄순이익		-15	29	91	113	139	기타자본변동		21	15	11	8	6
비자매지분포괄이익		-47	-22	-5	-4	-4	비자매지분		-137	-4	-5	-6	-8
자본총계		32	51	96	117	143	자본총계		444	359	443	551	685
							순차입금		423	415	425	398	354
Valuation 지표		(단위: 원, 배, %)					현금흐름표		(단위: 십억원)				
		2022A	2023A	2024F	2025F	2026F			2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS		1,838	5,036	8,441	10,338	12,615	영업활동 현금흐름		103	231	150	200	232
PER		40.3	25.1	16.6	13.5	11.1	당기순이익		-16	38	91	113	139
BPS		51,203	31,941	39,503	49,065	60,978	비현금항목의 가감		150	161	163	179	189
PBR		1.4	40	3.5	2.8	2.3	감기상각비		59	59	63	66	68
EBITDAPS		9,860	15,430	20,292	23,547	26,849	외환순익		5	2	-11	-4	-4
EV/EBITDA		10.1	10.5	8.7	7.4	6.3	자본평가는		0	2	0	0	0
SPS		140,986	156,614	185,984	203,465	218,363	기타		86	98	111	116	125
PSR		0.5	0.8	0.8	0.7	0.6	자산부채의 증감		28	79	-22	-3	2
CFPS		11,791	17,550	22,431	25,701	28,906	기타현금흐름		-60	-47	-83	-89	-97
DPS		0	500	500	500	500	투자활동 현금흐름		-31	-104	-107	-110	-119
재무비율		(단위: 원, 배, %)					투자자산		53	-34	-21	-33	-52
		2022A	2023A	2024F	2025F	2026F	유형자산		-83	-81	-101	-91	-81
성장성							기타		-2	10	15	15	14
매출액 증가율		0.5	11.1	188	9.4	7.3	재무활동 현금흐름		3	-39	-17	-28	-26
영업이익 증가율		-56.7	117.9	44.5	20.3	17.8	단기차입금		78	-34	0	0	0
순이익 증가율		적전	흑전	141.3	23.7	23.3	사채		20	28	0	0	0
수익성							장기차입금		231	39	12	0	0
ROIC		-16.3	6.2	12.7	14.3	16.1	유상증자		0	0	0	0	0
ROA		3.8	7.8	10.2	11.3	12.3	현금배당		-6	0	-6	-6	-6
ROE		3.6	12.1	23.6	23.3	22.9	기타		-320	-72	-23	-21	-20
안정성							현금의 증감		70	88	-5	21	39
부채비율		214.3	334.3	285.5	236.2	193.9	기초 현금		100	169	257	252	274
순차입금비율		95.1	115.8	95.9	72.3	51.7	기말 현금		169	257	252	274	312
이자보상배율		2.5	3.6	4.1	5.8	8.3	NOPLAT		-142	52	109	131	154
자료: 코스맥스, 대신증권 Research Center							FCF		-167	21	66	101	136

# 한국콜마 (161890)

정한술 hansoljung@daishin.com

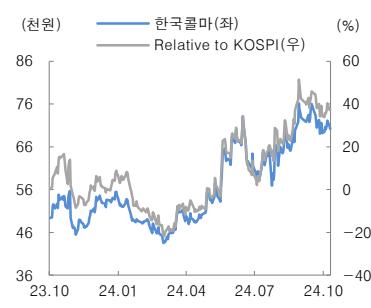
투자의견 **BUY**  
매수, 신규

6개월 목표주가 **100,000**  
신규

현재주가 **70,200**  
(24.10.22)  
회장품업종

KOSPI	2,570.70
시가총액	1,657십억원
시가총액비중	0.08%
자본금(보통주)	12십억원
52주 최고/최저	76,200원 / 43,500원
120일 평균거래대금	264억원
외국인지분율	35.17%
주요주주	한국콜마홀딩스 외 23 인 26.59% NIHON KOLMAR 11.77%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-2.2	15.5	43.3	36.0
상대수익률	-1.4	24.1	46.5	25.7



## 잊혀지는 계절성

- 고객사 수출 호조로 고수익 스킨케어/썬제품 중심 수주 증가
- 국내 CAPA 기준 3.7억개 → 24E 5억개 확대
- 부진했던 해외법인과 자회사 연우 수익성 개선 기대

### 투자의견 BUY, 목표주가 100,000원 제시

목표주가는 12MF EPS 5,222원에 Target PER 20배(글로벌 Peer 12MF P/E)를 적용하여 산출

고수익 스킨케어/썬제품 중심 수주 증가 지속 전망. 최근 국내 인디브랜드의 수출 비중이 높아지면서 계절성도 얇어 질것으로 기대. 상반기 국내 가동률이 100%를 상회하며 CAPA 부족 우려가 존재했으나 순차적 증설로 연간 생산능력이 기존 8.3억개 → 24E 10억개 확대 전망. 특히 국내 연간 생산 능력은 3.7억 → 5억개로 증가. 색조 역량 확충을 통해 색조 신규 고객군도 확대도 긍정적

해외법인 및 자회사 개선도 내년에 더 유의미해질 전망. 현재 미국은 R&D 센터 제외 시 BEP 수준까지 도달. 내년 미국2공장 가동을 앞두고 적극적으로 북미 시장을 공략할 계획. 자회사 연우도 생산설비 개선, 고객사 다변화 등 수익성 개선 노력 지속되며 내년 수익성 개선 기대. 하반기부터 전년 낮은 기저와 우호적인 업황으로 25년까지 업종 내 안정적인 실적 개선 예상

### 3Q24 Preview

3Q24 매출액 6,346억원(YoY 23%), 영업이익 602억원(YoY 94%, OPM 9.5%) 전망 [국내] 전년 ERP시스템 교체에 따라 낮은 기저와 국내 브랜드 사의 수출 호조에 따라 매출 고성장 전망. 고수익 썬비중 확대 지속 [연결 법인] 중국 경기 부진에도 주요 고객사의 수주 증가로 중국(무석) 매출 성장 전망. 미국은 주요 고객사 오더 증가로 공장 기준 월BEP 수준까지 달성한 것으로 파악되나, R&D 센터 비용으로 영업적자 예상. 캐나다는 상반기와 유사하게 글로벌 고객사향 물량 축소 지속

### 영업실적 및 주요 투자지표

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	1,866	2,156	2,505	2,821	3,052
영업이익	73	136	219	265	298
세전순이익	17	34	151	220	263
총당기순이익	-4	25	109	158	190
지배자분순이익	-22	5	87	130	161
EPS	-961	227	3,706	5,525	6,831
PER	NA	236.2	19.5	13.0	10.6
BPS	29,024	28,347	30,909	36,030	42,777
PBR	1.5	1.9	2.2	1.9	1.6
ROE	-3.3	0.8	12.7	16.5	17.3

주: EPS와 BPS, ROE는 지배자분 기준으로 산출  
자료: 한국콜마, 대신증권 Research Center

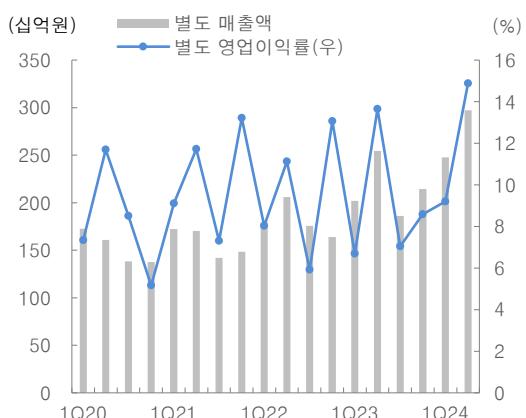
## 투자포인트

### Sun케어 절대강자, 열어지는 계절성

썬제품 매출 확대 →  
수익성 개선

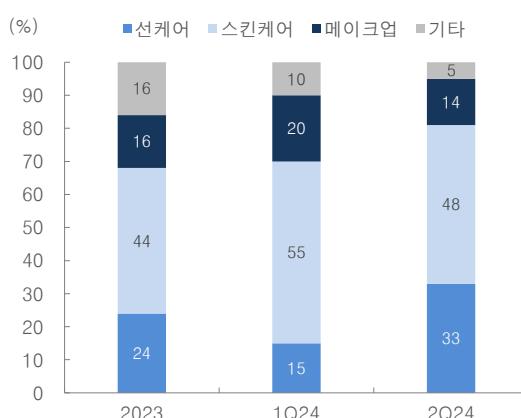
한국콜마의 효자제품은 썬(Sun)제품이다. 썬제품의 경우 브랜드당 SKU가 4개 이하로 타 카테고리 대비 SKU가 적기 때문에 단일 제품 수주 물량이 많은편이다. 단일 품목의 생산량이 높아질수록 생산 효율이 높아지면서 규모의 경제 효과로 썬제품은 높은 수익성을 보여주고 있다. 2Q24 내수 기준 동사 썬제품 시장점유율은 80% 이상으로 추산된다. 압도적인 점유율과 높은 수익성을 바탕으로 그동안 동사 실적은 썬제품의 계절적 성수기 효과로 2분기 강세를 보여왔다. 최근 국내 인디브랜드의 수출 비중이 높아지면서 계절성도 열어질것으로 기대한다. 한국콜마는 북미에서 높은 인기를 구사하고 있는 브랜드사의 썬제품을 다수 제조하면서 3분기에도 썬제품 수주가 지속되면서 이번 3분기도 호실적이 예상된다. 북미에서의 인기를 기반으로 전세계적으로 한국 썬제품 선호도 확대가 이어지고 있다는 점에서 썬제품 경쟁력이 돋보이는 동사의 수혜가 기대된다.

그림 86. 별도법인 분기별 실적 추이



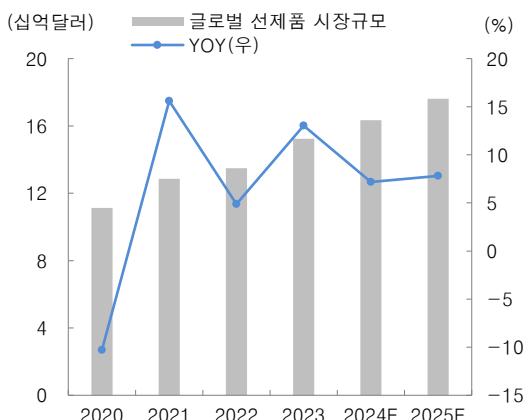
자료: 한국콜마, 대신증권 Research Center

그림 87. 별도법인 카테고리별 매출 비중 추이



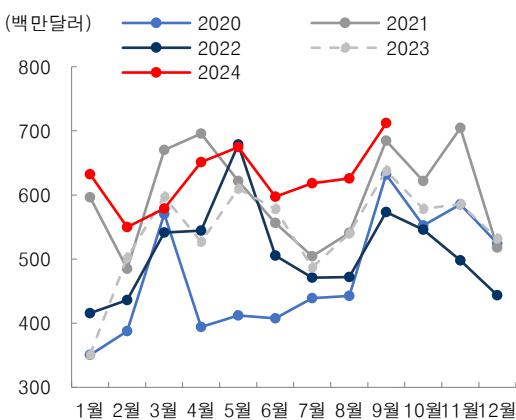
자료: 한국콜마, 대신증권 Research Center

그림 88. 글로벌 썬제품 시장규모 및 전망



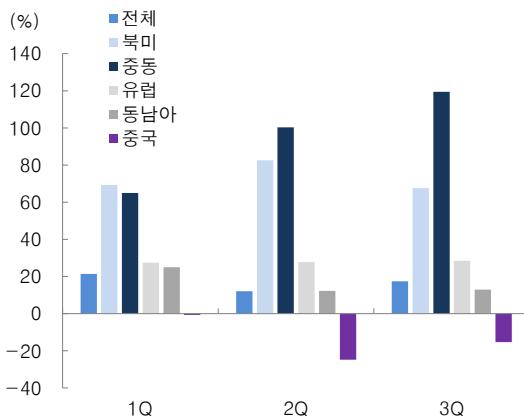
자료: Euromonitor, 대신증권 Research Center

그림 89. 한국 썬제품 월별 수출액 추이



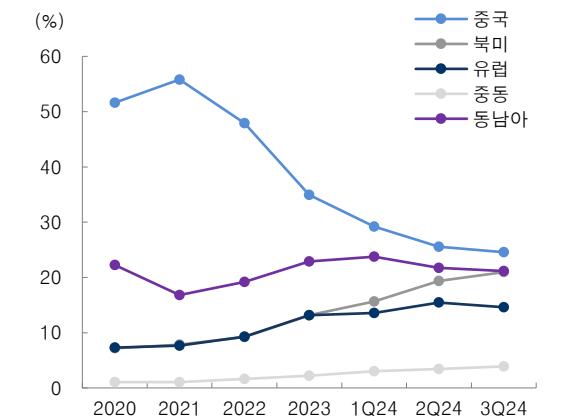
자료: Trass, 대신증권 Research Center

그림 90. 2024년 지역별 썬제품 수출액 성장률



자료: Trass, 대신증권 Research Center

그림 91. 한국 썬제품 수출액 지역별 비중 추이



## CAPA 확대

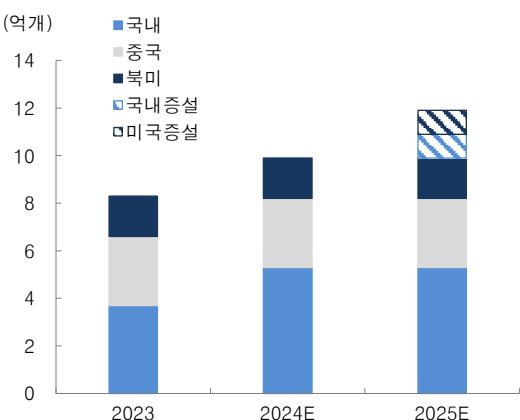
**국내 생산능력**  
3.7억 → 5.3억개  
**확대**

스킨케어/썬제품 중심으로 K-뷰티가 확산되고 있다. 동사 스킨케어/썬제품 카테고리에 높은 경쟁력을 보유하고 있어 수주가 크게 증가함에 따라 연중 증설을 진행중이다. 2024년 한국콜마의 연간 생산능력이 기존 8.3억개에서 약 10억개로 확대 될 전망이다.

국내의 경우 2Q24 썬제품이 계절적 성수기에 진입하면서 가동률이 100%를 넘어선 것으로 파악된다. 연중 증설이 진행되면서 매분기 생산능력이 증가하고 있다. 23년말 3.7억개 → 2Q24 기준 공장 효율성 개선을 통해 4.3억개 → 세종1공장 추가 설비 도입으로 1억개 증가로 연말까지 국내 생산능력은 5.3억개까지 확대될 것으로 예상된다. 그 외에도 콜마그룹 계열사 생산능력 흡수를 통해 연간 생산능력 1억개를 추가적으로 확보했다.

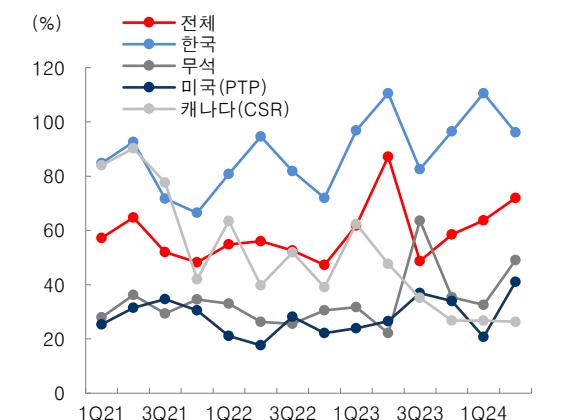
추가 증설을 위해 세종2공장과 부천 색조공장 부지 인수를 완료했다. 아직 구체적인 증설 계획은 공유되지 않았으나, 2026년까지 생산능력 확대가 예상된다. 생산능력 증가에 따라 국내 매출도 견조하게 성장할 전망이다.

그림 92. 지역별 CAPA 추이



주: 증설 CAPA는 대신증권 추정치  
자료: 한국콜마, 대신증권 Research Center

그림 93. 분기별 가동률 추이



자료: 한국콜마, 대신증권 Research Center

## 실적전망 및 밸류에이션

### 3분기도 별든다

#### 3Q24 Preview

3Q24 매출액 6,346억원(YoY 23%), 영업이익 602억원(YoY 94%, OPM 9.5%) 전망한다.

[국내] 매출액 2,792억원(YoY 50%), 영업이익 363억원 (YoY 177%, OPM 13.0%) 예상 한다. 전년 ERP시스템 교체에 따라 낮은 기저와 국내 브랜드사의 수출 호조에 따라 매출 고성장이 전망된다. 영업 레버리지 효과로 수익성도 크게 개선될 전망이다.

[연결법인] 중국 경기 부진에도 주요 고객사의 수주 증가로 무선플랫폼 매출액 YoY 6% 성장을 전망한다. 미국은 주요 고객사 오더 증가에 따라 공장 기준 월BEP 수준까지 달성한 것으로 파악되나, R&D 센터 비용으로 영업적자를 예상한다. 캐나다는 상반기와 유사하게 글로벌 고객사 향 물량 축소로 매출 역성장과 적자지속을 예상한다. 연우는 인디브랜드 트렌드에 맞춰 고객사 다변화 노력으로 매출은 회복세이나 수익성 개선은 제한적이다.

#### 투자의견 'BUY', 목표주가 100,000원 제시

투자의견 'BUY', 목표주가 100,000원을 제시한다. 목표주가는 12MF EPS 5,222원에 Target PER 20배(글로벌 Peer 12MF P/E)를 적용해 산출했다.

K-뷰티가 동사가 경쟁력을 가지고 있는 스킨케어/썬제품 중심으로 확산되면서 수주 증가가 지속될 전망이다. 국내 가동률이 100%를 넘어서며 CAPA 부족 우려가 존재했으나 순차적 증설로 추가 생산능력도 갖춰졌다. 영업 레버지리 효과와 고마진 제품믹스 증가로 수익성 개선도 기대된다. 해외 법인 개선도 내년에 더 유의미해질 전망이다. 현재 미국 공장은 고객사 주문도 증가하며 공장 기준 BEP 수준까지 도달 한 것으로 파악된다. 내년 미국2공장 가동을 앞두고 적극적으로 북미 시장을 공략할 계획이다. 자회사 연우도 생산설비 개선, 고객사 다변화 등 수익성 개선 노력으로 내년 수익성 소폭의 수익성 개선을 기대한다. 하반기 전년도 낮은 기저와 국내법인 실적 호조로 업종 내 안정적인 실적 개선을 예상한다.

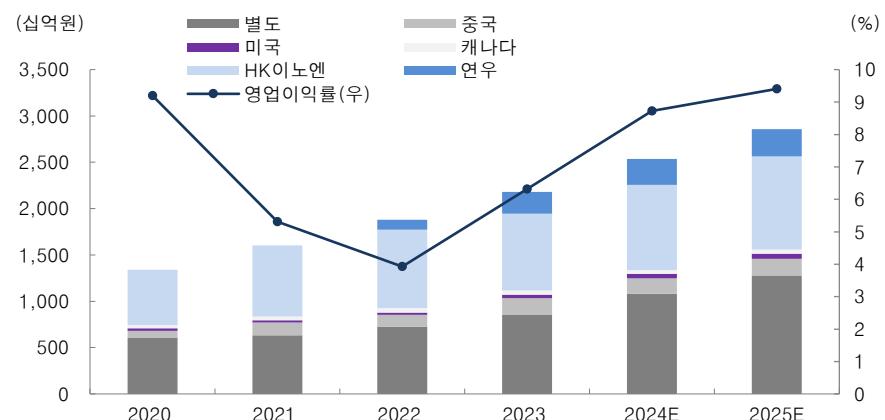
표 14. 한국콜마 목표주가 산출

(단위: 원, 배, %)

구분	비고	
12MF EPS(원)	5,222	
Target PER	20	글로벌 Peer 12MF P/E 적용
<b>목표주가(원)</b>	<b>100,000</b>	
현재주가(원)	72,100	2024.10.22
상승여력(%)	42.5	

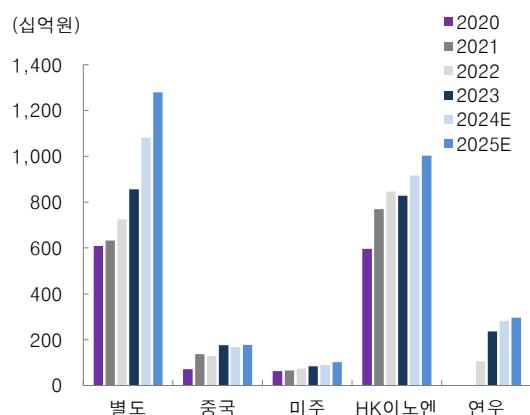
자료: 대신증권 Research Center

그림 94. 사업 부문별 실적 추이 및 전망



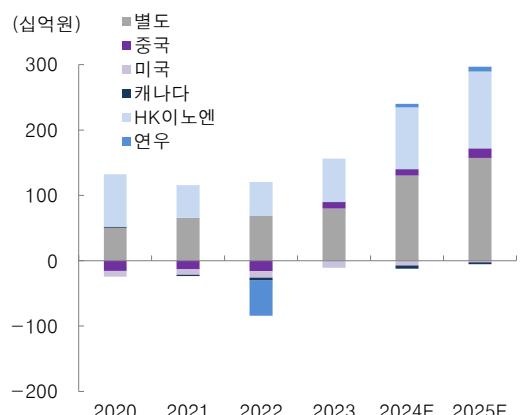
자료: 한국콜마, 대신증권 Research Center

그림 95. 사업부별 매출액 추이 및 전망



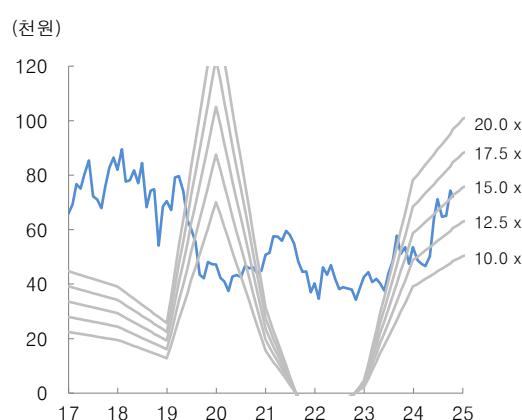
자료: 한국콜마, 대신증권 Research Center

그림 96. 사업부별 영업이익 추이 및 전망



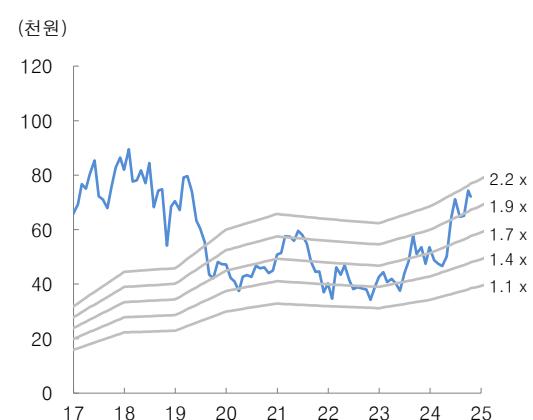
자료: 한국콜마, 대신증권 Research Center

그림 97. 한국콜마 PER Band Chart



자료: Valuewise, 대신증권 Research Center

그림 98. 한국콜마 PBR Band Chart



자료: Valuewise, 대신증권 Research Center

표 15. 한국콜마 연결 기준 분기/연간 실적 추정

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24E	2023	2024E	2025
<b>매출액</b>	575	660	635	636	635	762	726	698	2,145	2,506	2,821
별도	248	297	279	257	285	356	335	304	857	1,081	1,280
연결법인	327	363	355	378	350	405	391	394	1,424	1,541	1,619
중국	39	54	39	36	37	59	42	39	177	167	177
미주	16	26	23	24	20	28	27	27	83	90	102
HK 이노엔	213	219	232	253	230	251	259	263	829	917	1,002
연우	67	74	70	71	70	78	73	74	236	282	296
YoY (%)	17.9	12.1	22.9	15.2	10.5	15.3	14.5	9.8	15.0	16.8	12.6
별도	22.8	16.7	50.0	20.0	15.0	20.0	20.0	18.0	18.2	26.2	18.4
연결법인	14.4	8.6	7.6	12.2	7.0	11.5	10.1	4.2	12.9	10.6	8.2
중국	6.4	-15.9	-3.0	-0.7	-3.8	10.3	8.0	8.0	-5.3	6.0	5.0
미주	-13.6	15.1	12.3	12.9	28.5	8.0	15.7	10.0	7.5	14.2	8.2
HK 이노엔	15.0	7.3	7.4	13.1	8.1	14.2	11.6	3.9	10.6	9.3	5.0
연우	32.8	17.1	15.0	15.0	5.0	5.0	5.0	5.0	19.4	5.0	5.0
<b>영업이익</b>	<b>32</b>	<b>72</b>	<b>60</b>	<b>54</b>	<b>51</b>	<b>83</b>	<b>70</b>	<b>61</b>	<b>136</b>	<b>219</b>	<b>265</b>
별도	23	44	36	27	28	54	44	32	80	130	157
연결법인	10	28	24	27	24	29	27	29	56	88	108
중국	-1	7	2	2	2	7	2	3	10	10	14
미주	-5	-2	-3	-3	-2	-2	-1	0	-9	-12	-5
HK 이노엔	17	24	24	29	23	30	32	32	66	95	118
연우	0	1	2	2	1	2	2	2	0	5	7
YoY (%)	168.9	28.8	93.9	45.2	57.9	15.6	16.6	12.6	85.8	60.6	21.4
별도	68.9	27.4	177.0	46.9	21.2	21.6	20.0	20.2	15.3	63.5	20.8
연결법인	흑전	31.1	33.1	43.6	144.6	5.9	11.5	5.0	1,250.2	56.4	22.3
중국	적지	-23.3	323.8	229.1	흑전	9.4	18.4	27.6	흑전	0.7	45.3
미주	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지
HK 이노엔	206.0	58.9	5.2	30.8	33.5	22.7	37.5	9.5	27.9	43.6	24.2
연우	적지	-2.5	36.5	흑전	47.3	-0.9	11.6	-10.0	-12.7	184.4	
<b>영업이익률 (%)</b>	<b>5.6</b>	<b>10.9</b>	<b>9.5</b>	<b>8.5</b>	<b>8.1</b>	<b>10.9</b>	<b>9.7</b>	<b>8.8</b>	<b>6.3</b>	<b>8.7</b>	<b>9.4</b>
별도	9.2	14.9	13.0	10.5	9.7	15.1	13.0	10.7	9.3	12.1	12.3
연결법인	2.9	7.6	6.7	7.2	6.7	7.2	6.8	7.3	4.4	6.2	7.0
중국	-2.3	12.5	5.2	5.5	5.4	12.4	5.7	6.5	5.5	5.9	8.0
미주	-29.0	-8.3	-11.1	-11.2	-10.0	-7.5	-3.6	-0.5	-10.5	-13.5	-5.1
HK 이노엔	8.1	11.1	10.2	11.6	10.0	11.9	12.6	12.3	8.0	10.3	11.7
연우	0.0	1.6	2.6	2.8	2.1	2.3	2.5	3.0	0.0	1.8	2.5

자료: 한국콜마, 대신증권 Research Center

## 재무제표

포괄손익계산서		(단위: 십억원)					재무상태표		(단위: 십억원)				
		2022A	2023A	2024F	2025F	2026F			2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액		1,866	2,156	2,505	2,821	3,052	유동자산		816	898	951	1,339	1,795
매출원가		1,397	1,578	1,780	1,997	2,158	현금및현금성자산		220	171	101	369	720
매출총이익		469	578	725	824	894	매출채권 및 기타채권		261	324	376	423	458
판매비와관리비		396	442	507	558	595	재고자산		239	281	327	368	398
영업이익		73	136	219	265	298	기타유동자산		96	123	148	179	219
영업이익률		3.9	6.3	8.7	9.4	9.8	비유동자산		2,117	2,111	2,108	2,093	2,081
EBITDA		149	230	304	351	383	유형자산		609	660	681	687	695
영업외순익	-56	-102	-67	-46	-35	관계기업투자금		15	16	15	14	13	
관계기업순익	-1	3	3	1	1	기타비유동자산		1,493	1,435	1,413	1,392	1,373	
금융수익	35	24	19	19	19	자산총계		2,933	3,009	3,059	3,432	3,876	
외환관련이익	0	0	0	0	0	유동부채		868	1,284	1,181	1,313	1,428	
금융비용	-60	-59	-53	-51	-48	매입채무 및 기타채무		298	390	421	448	469	
외환관련손실	21	11	7	7	7	차입금		312	400	499	598	687	
기타	-31	-70	-38	-15	-6	유동성채무		208	438	200	200	200	
법인세비용차감전순이익	17	34	151	220	263	기타유동부채		51	56	61	66	72	
법인세비용	-21	-9	-42	-61	-74	비유동부채		596	307	289	259	240	
계속사업순이익	-4	25	109	158	190	차입금		493	198	183	156	140	
중단사업순이익	0	0	0	0	0	전환증권		0	0	0	0	0	
당기순이익	-4	25	109	158	190	기타비유동부채		103	109	106	103	100	
당기순이익률	-0.2	1.2	4.3	5.6	6.2	부채총계		1,464	1,591	1,469	1,572	1,668	
비자매지분순이익	18	20	22	28	28	자비자분		664	649	727	850	1,010	
지배지분순이익	-22	5	87	130	161	자본금		11	11	12	12	12	
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0	자본잉여금		264	262	262	262	262	
기타포괄이익	2	-1	0	0	0	이익잉여금		384	368	441	557	704	
포괄순이익	15	14	109	158	190	기타자본변동		4	7	12	19	31	
비자매지분포괄이익	23	16	22	28	28	비자매지분		805	770	863	1,010	1,199	
지배지분포괄이익	-8	-2	87	130	161	자본총계		1,469	1,419	1,590	1,860	2,208	
						순차입금		764	821	713	488	171	
Valuation 지표		(단위: 원, 배, %)					현금흐름표		(단위: 십억원)				
		2022A	2023A	2024F	2025F	2026F			2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS		-961	227	3,706	5,525	6,831	영업활동 현금흐름		91	112	206	261	309
PER		NA	2362	19.5	13.0	10.6	당기순이익		-4	25	109	158	190
BPS		29,024	28,347	30,909	36,030	42,777	비현금항목의 가감		185	219	242	260	270
PBR		1.5	1.9	2.2	1.9	1.6	김기상각비		75	94	86	85	85
EBITDAPS		6,499	10,046	12,938	14,852	16,246	외환순이익		5	0	-1	-1	-1
EV/EBITDA		17.1	12.3	10.5	8.9	자분법평가는의		0	0	0	0	0	
SPS		81,540	94,212	106,544	119,509	129,284	기타		104	126	157	175	185
PSR		0.5	0.6	0.6	0.6	자산부채의 증감		-32	-76	-68	-62	-46	
CFPS		7,905	10,688	14,941	17,702	19,477	기타현금흐름		-58	-56	-77	-95	-105
DPS		500	600	600	600	투자활동 현금흐름		-145	-156	-113	-106	-117	
재무비율		(단위: 원, 배, %)					투자자산		97	-8	1	1	1
		2022A	2023A	2024F	2025F	2026F	유형자산		-32	-106	-88	-76	-78
성장성							기타		-210	-42	-25	-32	-40
매출액 증가율		176	155	162	126	82	재무활동 현금흐름		82	-8	-181	45	44
영업이익 증가율		-130	85.8	60.6	21.4	12.4	단기차입금		0	0	99	99	89
순이익 증가율		적전	흑전	333.3	45.1	20.0	사채		-100	-100	40	-10	-10
수익성							장기차입금		235	121	-55	-17	-7
ROC		-0.9	44	6.7	80	8.8	유상증자		0	0	0	0	0
ROA		2.6	46	7.2	82	8.2	현금배당		-15	-17	-14	-14	-14
ROE		-3.3	0.8	12.7	165	17.3	기타		-38	-13	-252	-13	-13
안정성							현금의 증감		29	-49	-70	268	352
부채비율		99.6	112.1	92.4	84.5	75.5	기초 현금		191	220	171	101	369
순차입금비율		52.0	57.9	44.9	26.2	7.7	기말 현금		220	171	101	369	720
이자보상배율		2.2	3.0	5.0	6.4	7.6	NOPLAT		-18	100	157	191	215
							FCF		3	70	154	200	221

자료: 한국콜마, 대신증권 Research Center

# 씨엔씨 인터내셔널 (352480)

정한솔 hansol.jung@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 신규

6개월

100,000

신규

목표주가

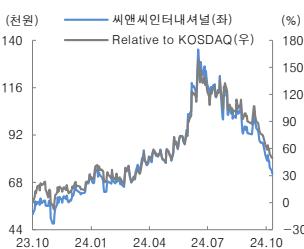
72,400

현재주가  
(24.10.22)

화장품업종

KOSDAQ	738.34
시가총액	725실억원
시가총액비중	0.19%
자본금(보통주)	1실억원
52주 최고/최저	135,400원 / 47,100원
120일 평균거래대금	108억원
외국인지분율	10.62%
주요주주	배은철 외 2인 66.03%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-21.6	-38.3	-12.0	25.0
상대수익률	-20.6	-32.3	0.8	30.3



Initiation

## 하반기는 북미 고객사

- 독보적인 제품 기획력으로 확보한 다각화된 고객사
- 고마진 립/블러셔 중심 대량 수주로 높은 영업이익률
- 선제적 CAPA 증설은 매출 성장을 뒷받침 할 전망

### 투자의견 BUY, 목표주가 100,000원 제시

목표주가는 12MF EPS 5,055원에 Target PER 20배(글로벌 Peer 12MF P/E)를 적용하여 산출

포인트 메이크업 전문 ODM으로 글로벌 프레스티지, 국내외 인디 및 매스 브랜드를 고객사로 보유. 피어 대비 높은 마진율은 동사의 높은 해외 고객사 비중과 고마진 제품믹스 덕분. 최근 국내 인디브랜드 수출 호조로 수주 확대가 이어지고 있는 상황에서 상반기 부진했던 북미 고객사의 신제품 수주와 글로벌 프레스티지 브랜드 초도 물량이 하반기 더해지면서 실적 모멘텀 부각될 전망

고객사 주문량이 급격하게 늘어나면서 CAPA 증설도 긍정적. 4월 임대공장 가동에 이어 4분기부터 2공장 증설이 반영될 예정. 임대공장은 현재 안정화 단계로 접어들며 3분기 생산성 개선세. 2024년말 국내 연간 캐파는 기존 1.8억개에서 3억개로 확대. 2025년 2공장 증설 효과가 본격화되며 높은 매출 성장 기대

### 3Q24 Preview

3Q24 매출액 822억원(YoY 53%), 영업이익 127억원(YoY 87%, OPM 15.4%) 전망.

[별도] 주요 국내 고객사향 수주가 지속되고 있고, 상반기 부진했던 북미 고객사 매출이 크게 회복되며 매출 성장을 견인할 전망. 고단가 해외 고객사 수주 증가와 립/블러셔 중심 대량 수주로 수익성 개선 예상 [상해] 전분기와 유사하게 중국 경기 부진 영향으로 매출 감소가 이어지면서, 고정 비 부담으로 영업적자 예상

### 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	131	220	318	381	427
영업이익	17	32	47	59	68
세전순이익	19	35	55	63	71
총당기순이익	16	31	45	51	58
자배자순이익	16	31	45	51	58
EPS	1,646	3,142	4,475	5,132	5,803
PER	18.5	19.9	16.2	14.1	12.5
BPS	13,400	17,235	21,699	26,819	32,609
PBR	2.3	3.6	3.3	2.7	2.2
ROE	13.1	20.5	22.9	21.1	19.5

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출  
자료: CJ CGV International, 대신증권 Research Center

## 투자포인트

### 색조화장품 전문 ODM

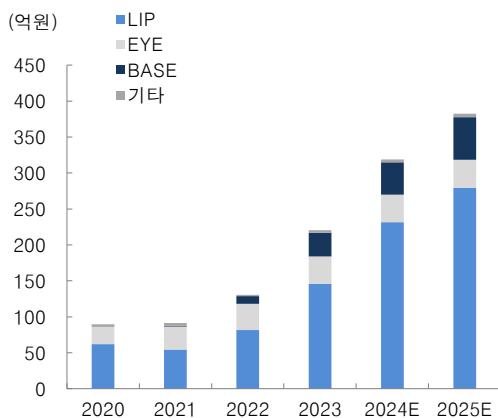
**독보적인 제품  
기획력과 다변화된  
고객사**

씨엔씨인터내셔널은 색조 전문 ODM 기업이다. 단순 ODM 제조에서 나아가 트렌드에 맞는 제품 기획으로 고객사에 선제적으로 제품을 제안하며 ODM업체 이상의 경쟁력을 창출하고 있다는 점이 동사의 강점이다. 결과적으로 특정 국가에 의존하여 매출이 발생하지 않을 뿐만 아니라 글로벌 프레스티지, 인디 및 매스 브랜드들과 거래하는 등 다변화된 고객사 포트폴리오를 보유 중이다.

2024년 상반기 매출은 국내 65%, 북미 20%, 중국 4%, 아시아 5%, 유럽 6% 비중으로 23년 대비 북미 비중(30%)이 감소했다. 이는 국내 인디브랜드 수출 호조로 국내 매출이 크게 증가했고, 북미 주요고객사 신제품 출시가 하반기로 집중되면서 상반기 수주가 감소 했기 때문이다. 국내 고객사 물량 확대 기조가 이어지고 있는 상황에서 하반기 북미 고객사 신제품 물량과 프레스티지 브랜드 초도물량이 더해지며 실적 모멘텀이 부각될 전망이다.

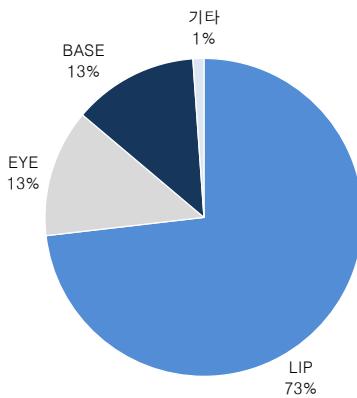
동사의 피어 대비 높은 마진율을 보이고 있다. 동사 제품믹스를 살펴보면 상반기 기준 립 73%, 아이 13%, 베이스 13% 비중을 차지하고 있다. 립 제품은 타 카테고리 대비 최대 10%까지 마진이 높은 것으로 파악된다(제품별 마진율: 립>베이스>아이). 같은 유형의 제품 반복 생산으로 높은 효율성을 확보하고 있기 때문이다. 지속적으로 동사가 강점을 보유하고 있는 립과 블러셔에 오더가 집중되며 추가 생산성과 수익성 개선을 기대한다.

그림 99. 제품별 매출 추이 및 전망



자료: 씨엔씨인터내셔널, 대신증권 Research Center

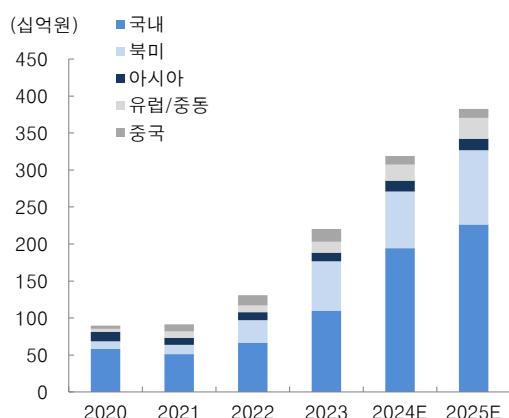
그림 100. 제품별 매출비중



주: 2024년 상반기 기준

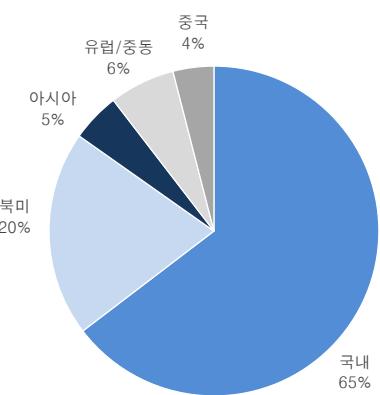
자료: 씨엔씨인터내셔널, 대신증권 Research Center

그림 101. 국가별 매출 추이 및 전망



자료: 씨엔씨인터내셔널, 대신증권 Research Center

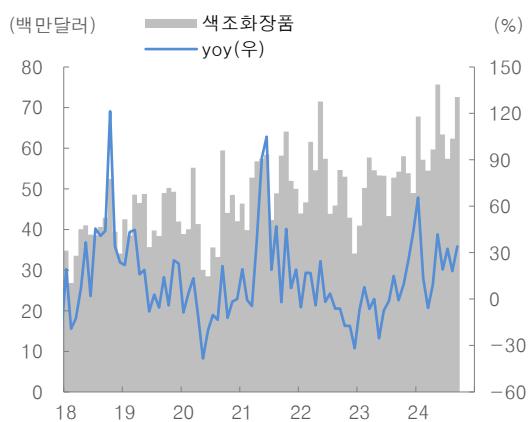
그림 102. 국가별 매출비중



주: 2024년 상반기 기준

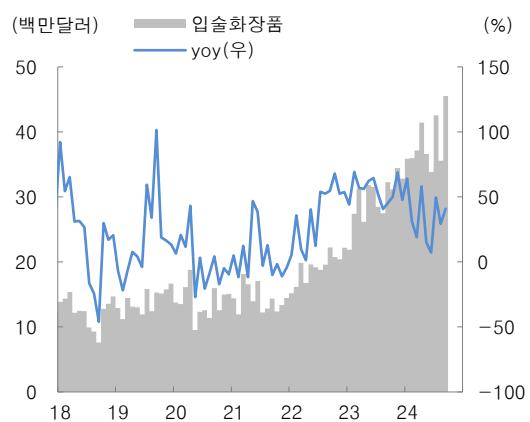
자료: 씨엔씨인터내셔널, 대신증권 Research Center

그림 103. 한국 색조화장품 수출액 추이



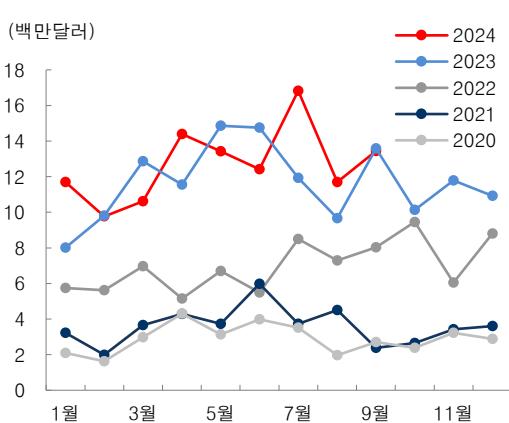
자료: Trass, 대신증권 Research Center

그림 104. 한국 입술화장품 월 수출액 추이



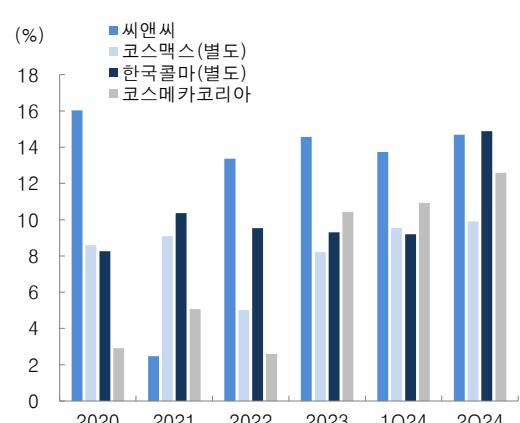
자료: Trass, 대신증권 Research Center

그림 105. 미국향 입술화장품 월별 수출액 추이



자료: Trass, 대신증권 Research Center

그림 106. 국내 ODM4사 영업이익률 비교



자료: 각사, 대신증권 Research Center

## 선제적 증설

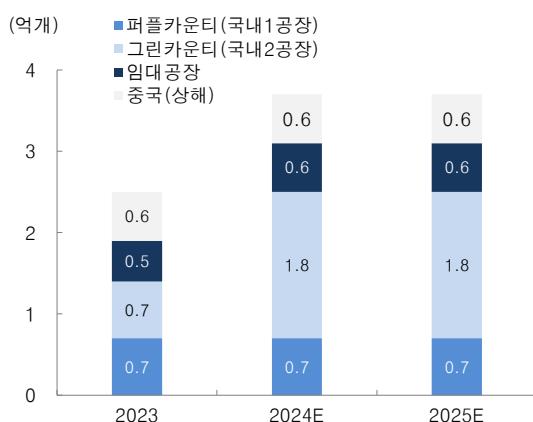
### 증설 효과로 매 분기 매출 확대 예상

한국과 중국에 생산공장을 운영하고 있다. 2024년 연간 생산능력이 기존 2.4억개에서 3.6억개로 확대 될 전망이다.

고객사 주문량이 급격하게 늘어나면서 국내는 적극적으로 증설중이다. 4월 임대공장(0.6억개) 가동에 이어 4분기부터 2공장(1억개) 증설이 반영될 예정이다. 임대공장은 안정화 단계로 접어들며 3분기 생산성이 개선되고 있다. 현재 2공장은 사용승인 이후 설비 도입 중으로 파악되며, 4분기부터 점진적으로 가동 될 것으로 예상된다. 24년말 국내 연간캐파는 기존 1.8억개에서 3억개로 확대된다. 2025년 2공장 증설 효과가 본격적으로 반영됨에 따라 2025년에도 높은 매출 성장을 기대한다.

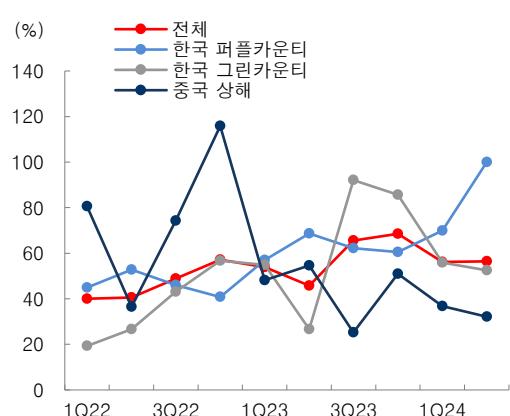
2027년 상반기 가동을 목표로 청주에 신공장도 예정되어 있다. 270억원을 투입하여 부지 매입을 완료했고, 현재 설계단계이다. 설계 이후 CAPEX 및 CAPA 규모가 결정될 전망이다.

그림 107. 지역별 CAPA 추이



자료: 씨엔씨인터내셔널, 대신증권 Research Center

그림 108. 분기별 가동률 추이



자료: 씨엔씨인터내셔널, 대신증권 Research Center

## 실적전망 및 밸류에이션

### 하반기는 미국 고객사

3Q24 Preview

3Q24 매출액 822억원(YoY 53%), 영업이익 127억원(YoY 87%, OPM 15.4%) 전망한다.

[별도] 매출액 802억원(YoY 55%), 영업이익 126억원 (YoY 68%, OPM 10.5%) 예상한다. 주요 국내 고객사향 수주가 지속되고 있고, 상반기 부진했던 북미 고객사 매출이 크게 회복되며 매출 성장을 견인할 전망이다. 고단가 해외 고객사 수주 증가와 립/블러셔 중심 대량 수주로 수익성 개선도 기대한다.

[상해] 전분기와 유사하게 중국 경기 부진 영향으로 매출 감소가 예상되고, 고정비 부담이 이어지며 영업적자를 예상한다.

투자의견 'BUY',  
목표주가 100,000원  
제시

투자의견 'BUY', 목표주가 100,000원을 제시한다. 목표주가는 12MF EPS 5,022원에 Target PER 20배(글로벌 Peer 12MF 평균 P/E)를 적용했다.

지속된 높은 매출 성장과 이익 개선으로 시장 눈높이가 높아지고 있지만 업황 호조로 기존 고객사의 수주는 꾸준히 증가하고 있다. 하반기 글로벌 뷰티 그룹 산하 프레스티지 브랜드와 인디브랜드 초도 물량이 예정되어 있고. 상반기 확보한 중동 신규 고객사 물량 확대를 기대한다. 수주가 줄어들 틈이 없다. 1) 다변화된 고객사 확보 지속 2) 고마진 주력 제품 생산으로 경쟁사 대비 높은 영업이익률 3) CAPA 확대로 꾸준한 실적 성장이 예상된다.

표 16. 씨앤씨인터내셔널 목표주가 산출

(단위: 원, 배, %)

구분	비고	
12MF EPS(원)	5,022	
Target PER	20	글로벌 Peer 12MF P/E
<b>목표주가(원)</b>	<b>100,000</b>	
현재주가(원)	72,400	2024.10.22
상승여력(%)	38.1	

자료: 대신증권 Research Center

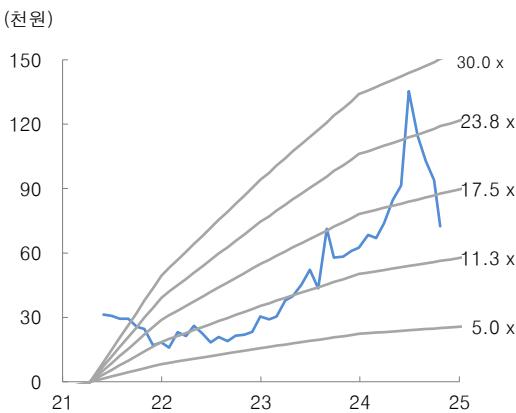
표 17. 씨앤씨인터내셔널 분기/연간 실적 추정

(단위: 십억원, %)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24E	2023	2024E	2025E
매출액	46	57	54	63	72	80	82	84	220	318	381
국내	22	27	27	33	46	53	48	48	110	194	226
북미	14	19	17	18	15	16	23	23	67	77	100
아시아	3	3	4	3	4	4	4	3	12	15	16
유럽	3	3	4	5	5	5	5	7	15	22	28
중국	5	6	2	5	3	3	2	3	17	12	12
YoY(%)	82.6	86.0	49.3	63.9	56.1	40.6	52.5	32.8	68.7	44.5	19.8
국내	74.2	48.6	58.4	78.8	104.5	94.5	75.0	45.0	64.4	76.8	16.6
북미	195.7	226.3	76.0	70.2	8.1	-14.0	35.0	32.0	120.5	15.1	30.4
아시아	27.3	-10.0	40.7	-3.7	25.0	40.7	10.0	20.0	12.3	22.7	8.0
유럽	35.0	47.6	12.9	145.5	81.5	58.1	50.0	25.0	56.4	48.3	28.8
중국	29.7	243.8	-32.4	-6.3	-29.2	-50.9	0.0	-30.0	26.7	(32.5)	5.1
매출액 비중(%)											
국내	48.3	47.6	50.8	52.1	63.2	65.9	58.3	56.9	49.8	61.0	59.4
북미	29.4	32.6	31.4	28.1	20.4	19.9	27.8	27.9	30.3	24.1	26.3
아시아	6.1	4.7	7.1	4.1	4.9	4.7	5.1	3.7	5.4	4.6	4.1
유럽	5.8	5.4	6.5	8.6	6.8	6.1	6.4	8.1	6.7	6.8	7.4
중국	10.4	9.6	4.3	7.1	4.7	3.4	2.8	3.8	7.8	3.6	3.2
영업이익	6	10	7	9	10	12	13	13	32	47	59
YoY(%)	160.9	202.9	-4.2	91.5	65.0	14.6	86.4	44.5	83.9	47.6	25.0
영업이익률(%)	13.0	18.0	12.6	14.3	13.7	14.7	15.4	15.5	14.6	14.9	15.5

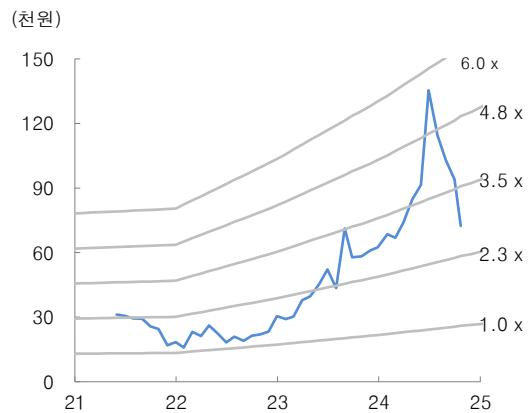
자료: 대신증권 Research Center

그림 109. 씨앤씨인터내셔널 PER Band Chart



자료: Valuewise, 대신증권 Research Center

그림 110. 씨앤씨인터내셔널 PBR Band Chart



자료: Valuewise, 대신증권 Research Center

## 재무제표

포괄손익계산서						재무상태표					
	(단위: 십억원)						(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F		2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	131	220	318	381	427	유동자산	102	157	188	264	347
매출원가	103	172	254	301	337	현금및현금성자산	55	68	71	129	199
매출총이익	28	49	65	80	90	매출채권 및 기타채권	21	37	53	64	71
판매비와관리비	10	16	17	21	22	재고자산	19	27	38	46	51
영업이익	17	32	47	59	68	기타유동자산	7	25	25	25	26
영업이익률	13.4	14.6	14.9	15.5	16.0	비유동자산	77	99	152	163	173
EBITDA	23	39	55	68	78	유형자산	75	92	144	155	165
영업외손익	2	2	7	3	3	관계기업투자금	0	0	0	0	0
관계기업순익	0	0	0	0	0	기타비유동자산	2	8	8	8	8
금융수익	8	6	10	7	7	자산총계	179	256	339	427	521
외환관련이익	0	0	0	0	0	유동부채	43	54	64	71	77
금융비용	-6	-4	-3	-4	-4	매입채무 및 기타채무	14	23	29	33	35
외환관련손실	5	2	1	1	1	차입금	2	5	7	10	13
기타	1	0	0	0	0	유동성채무	23	21	21	22	23
법인세비용차감전순손익	19	35	55	63	71	기타유동부채	4	6	6	6	6
법인세비용	-3	-3	-10	-11	-13	비유동부채	2	29	58	88	117
계속사업순손익	16	31	45	51	58	차입금	2	0	29	59	88
중단사업순손익	0	0	0	0	0	전환증권	0	23	23	23	23
당기순이익	16	31	45	51	58	기타비유동부채	1	6	6	6	6
당기순이익률	12.6	14.3	14.0	13.5	13.6	부채총계	45	83	122	159	194
비자매지분순이익	0	0	0	0	0	자배지분	134	173	217	269	327
자매지분순이익	16	31	45	51	58	자본금	1	1	1	1	1
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0	자본잉여금	86	93	93	93	93
기타포괄이익	0	0	0	0	0	이익잉여금	47	79	123	175	233
포괄순이익	16	31	45	51	58	기타자본변동	-1	-1	-1	-1	-1
비자매지분포괄이익	0	0	0	0	0	비자매지분	0	0	0	0	0
자매지분포괄이익	16	31	45	51	58	자본총계	134	173	217	269	327
Valuation 지표						순차입금	-33	-33	-4	-29	-67
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F						
EPS	1,646	3,142	4,475	5,132	5,803	현금흐름표					(단위: 십억원)
PER	18.5	19.9	16.2	14.1	12.5	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F	
BPS	13,400	17,235	21,699	26,819	32,609	영업활동 현금흐름	9	23	30	45	57
PBR	2.3	3.6	3.3	2.7	2.2	당기순이익	16	31	45	51	58
EBITDAPS	2,284	3,911	5,533	6,819	7,813	비현금항목의 가감	7	10	16	20	23
EV/EBITDA	11.9	15.1	13.0	10.2	8.4	감가상각비	5	7	8	9	10
SPS	13,042	22,002	31,803	38,088	42,621	외환논의	-1	0	-1	-1	-1
PSR	2.3	2.8	2.3	1.9	1.7	지분법별기준의	0	0	0	0	0
CFPS	2,332	4,129	6,088	7,074	8,068	기타	3	2	9	11	14
DPS	0	0	0	0	0	자산부채의 증감	-15	-17	-22	-14	-10
재무비율						기타현금흐름	1	-2	-9	-11	-13
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F	투자활동 현금흐름	34	-38	-62	-22	-22
성장성						투자자산	4	3	0	0	0
매출액 증가율	43.1	68.7	44.5	19.8	11.9	유형자산	-4	-19	-60	-20	-20
영업이익 증가율	674.9	83.9	47.9	24.8	15.1	기타	35	-21	-1	-1	-1
순이익 증가율	흑전	90.9	42.4	14.7	13.1	재무활동 현금흐름	-5	28	24	24	24
수익성						단기차입금	-4	3	3	3	3
ROIC	15.0	23.5	21.6	21.1	22.2	사채	0	30	30	30	30
ROA	10.3	14.8	15.9	15.5	14.4	장기차입금	0	-1	-1	-1	-1
ROE	13.1	20.5	22.9	21.1	19.5	유상증자	0	7	0	0	0
안정성						현금배당	0	0	0	0	0
부채비율	33.4	48.3	56.1	59.0	59.4	기타	-2	-11	-8	-8	-8
순차입금비율	-24.7	-19.4	-1.6	-10.9	-20.5	현금의 증감	39	13	3	58	70
이자보상배율	23.3	25.1	33.7	27.1	23.0	기초 현금	16	55	68	71	129
자료: 쌔엔씨인터넷내셔널, 대신증권 Research Center						기말 현금	55	68	71	129	199
						NOPLAT	15	29	39	49	56
						FCF	16	16	-13	38	46

# 아모레퍼시픽 (090430)

정한술 hansol.jung@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 신규

6개월

170,000

신규

목표주가

124,300

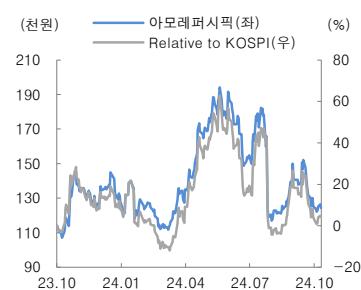
현재주가

(24.10.22)

화장품업종

KOSPI	2,570.70
시가총액	7,634십억원
시가총액비중	0.36%
자본금(보통주)	29십억원
52주 최고/최저	194,200원 / 107,100원
120일 평균거래대금	587억원
외국인자본율	30.78%
주요주주	아모레퍼시픽그룹 외 16 인 50.15%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-9.7	-30.1	-12.3	16.1
상대수익률	-8.9	-24.8	-10.3	7.2



## 끝이 보이는 부진

- 중국 영업적자 확대로 COSRX 편입에도 24년 실적 부진할 전망
- 글로벌 리밸런싱 전략에 따라 서구권 매출 확대 모멘텀 유효
- 중국 구조조정 마무리 시 적자 규모 축소 → 25년 하반기 턴어라운드

### 투자의견 BUY, 목표주가 170,000원 제시

투자의견 'BUY', 목표주가 170,000원을 제시. 목표주가는 12MF EPS 6,181원에 Target PER 28배(글로벌 화장품 Peer 12MF 평균 PER) 적용

중국 시장 비중을 줄이고, 북미와 EMEA 지역 중심으로 매출을 확대하는 글로벌 리밸런싱 전략 추진 중. 북미에서는 라네즈/이니스프리/COSRX 중심 성장 지속, 또한, EMEA는 영국 시장에 본격 진출해 라네즈/이니스프리 유통망을 확장하며 고성장세. 동사 실적 악화의 주요인 중국법인은 거래구조 변경과 오프라인 매장 축소 등 비용효율화 과정에서 일회성 비용 발생과 매출 축소로 적자 지속. 구조조정 마무리 시 적자 규모가 축소될 전망

동사 주가는 COSRX와 자체 브랜드의 서구권 매출 확대 기대감과 중국 실적 우려가 혼재되어 변동성 확대. 안정적인 주가 상승을 위해서는 1) COSRX 북미 오프라인 확대와 북미 외 지역 성장성 증명 2) 중국 구조조정 마무리 이후 실적 개선 가시화가 필요

### 3Q24 Preview

3Q24 매출액 9,663억원(YoY 9%), 영업이익 393억원(YoY +128%, OPM 4.1%) 전망. COSRX 제외 시 영업이익은 중국 적자 확대로 YoY 적자확대 [국내] 국내 면세 채널은 B2B 물량 축소 운영으로 전분기와 유사한 매출과 마진 예상. 국내 내수 소비 위축으로 전통채널 역성장 예상하나, MBS(H&B)/이커머스 중심 성장은 지속 [해외] 코스알엑스 제외 매출액 YoY-15%, 영업적자 -300억원 수준 예상. 중국은 재고 환입(약 200억원), 일회성 구조조정 비용 등이 발생하면서 약 500억원 수준의 영업적자 예상. 미국, 유럽 등 서구권은 라네즈/이니스프리 중심으로 견조한 매출 성장을 전망. COSRX는 매출은 견조하나 전반적으로 해외 마케팅 비용이 증가하며 수익성 하락 전망

### 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	4,135	3,674	3,849	4,337	4,571
영업이익	214	108	202	432	505
세전순이익	224	281	758	458	486
총당기순이익	129	174	644	357	379
지배지분순이익	134	180	678	377	400
EPS	2,177	2,915	11,446	6,280	6,676
PER	63.2	49.7	10.7	19.6	18.4
BPS	69,494	70,933	79,860	84,416	89,307
PBR	2.0	2.0	1.6	1.5	1.4
ROE	2.8	3.7	13.0	6.6	6.7

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출, 자료: 아모레퍼시픽, 대신증권 Research Center

## 투자포인트

### 글로벌 리밸런싱 전략

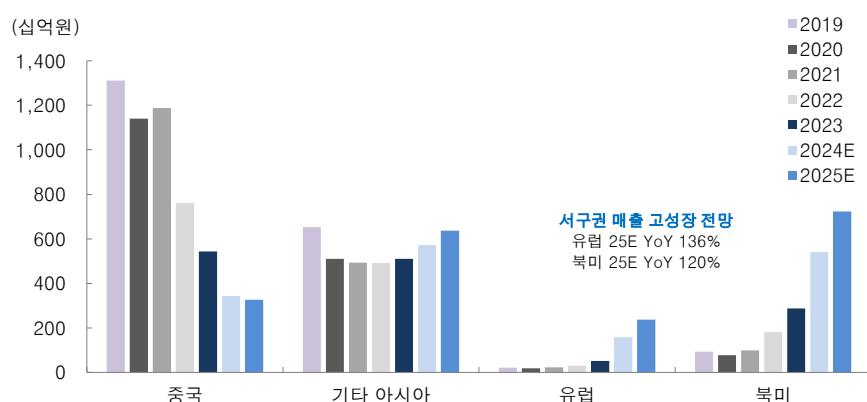
#### 서구권 중심 매출 확대

중국 시장의 비중을 줄이고, K-뷰티가 확산되면서 높은 성장성이 예상되는 북미, EMEA 지역 중심으로 매출을 확대하는 ‘글로벌 리밸런싱 전략’을 시행중이다.

북미는 라네즈/이니스프리/COSRX를 중심으로 매출 성장이 예상된다. COSRX를 제외한 미국 매출에서 라네즈는 50% 이상, 이니스프리는 10% 중반의 비중을 차지하고 있는 것으로 파악된다. 라네즈는 미국 세포라 전매장에 입점을 완료했고, 이니스프리는 약 80% 수준의 입점률로 아직 오프라인 확장 여력이 남아있다고 판단한다.

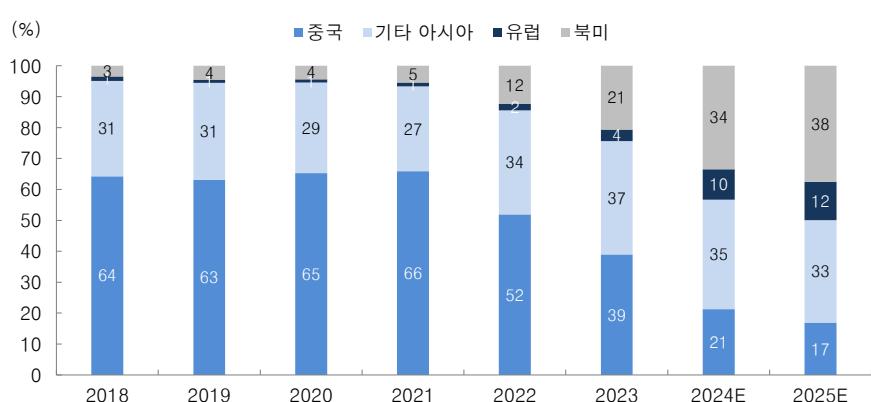
영국 시장을 본격적으로 진출하며 EMEA 매출 확대하고 있다. 라네즈의 경우, 2023년 상반기 영국 럭셔리 뷰티 멀티브랜드숍 스페이스 엔케이에 공식 입점했다. 올해 상반기에는 영국 대표 드럭스토어 Boots 온·오프라인에서도 라네즈를 선보이이고, 추후 이니스프리 입점도 예상된다. 영국 시장에서 유통망을 다양하게 구축하며 상반기 EMEA 매출은 YoY 30% 이상 성장하는 등 앞으로의 성장이 기대된다.

그림 111. 해외 매출액 추이 및 전망



주: COSRX 포함 대신증권 추정치, 자료: 아모레퍼시픽, 대신증권 Research Center

그림 112. 해외 매출액 비중 추이 및 전망 → 서구권 ↑ 중국 ↓



주: COSRX 포함 대신증권 추정치  
자료: 아모레퍼시픽, 대신증권 Research Center

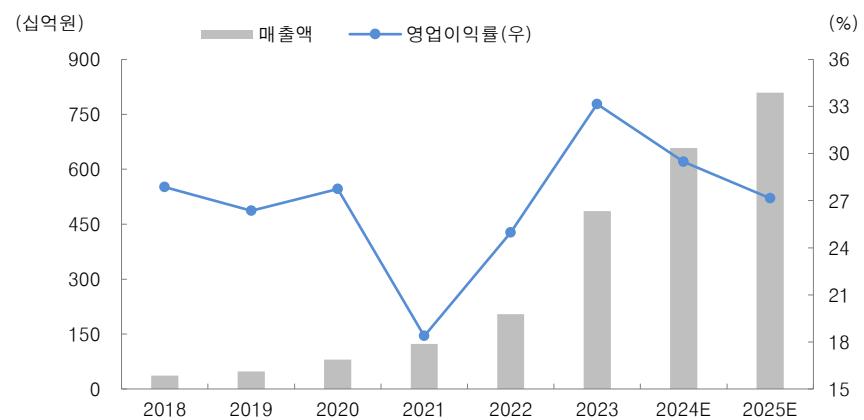
## COSRX 성장 지속

24/5월부터 연결 편입된 COSRX 효과로 아모레퍼시픽의 서구권 매출 확대가 가속화되고 있다. 2023년 COSRX 매출액은 4,862억원(YoY 138%), 영업이익 1,612억원(YoY 216%, OPM 33%)을 기록했다. 북미·동남아·유럽·일본 등 140여개국에 진출하여, 해외 매출이 90% 이상을 차지한다. 특히 북미와 유럽 매출 비중이 60%를 넘는 것으로 추정된다.

COSRX 제품은 미국 아마존 Beauty&Personal Care 베스트셀러 순위에 다수 포진되어 있다. COSRX는 아마존을 통해 쌓은 인지도를 바탕으로 코스트코 등 오프라인 채널 입점을 통해 북미 성장을 이어갈 전망이다. K-뷰티 확산으로 유럽 등 북미 외 지역에서도 견조한 매출 성장세가 이어지고 있다.

다만, 인수 전 대비 매출성장률과 영업이익률 둘다를 예상한다. COSRX 제품이 여전히 미국 아마존 베스트셀러에 다수 존재하고 있으나, 최근 글로벌 화장품 시장에서 K-뷰티 침투율이 높아지며 경쟁이 심화됨에 따라 마케팅 비용 확대를 감안해 보수적으로 추정했다.

그림 113. COSRX 연간 실적 추이 및 전망



자료: 아모레퍼시픽, 대신증권 Research Center

그림 114. 북미 브랜드별 매출 비중

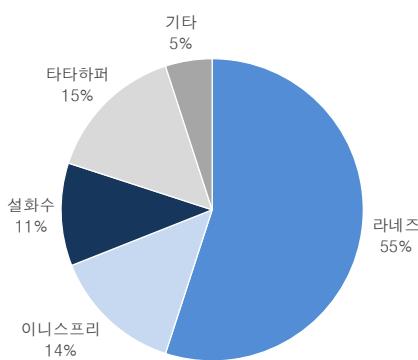
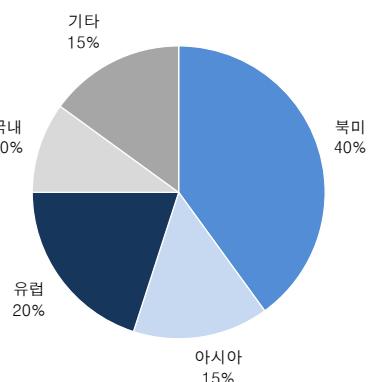
주: COSRX 제외 대신증권 추정치  
자료: 아모레퍼시픽, 대신증권 Research Center

그림 115. COSRX 지역별 매출 비중

주: 대신증권 추정치  
자료: 아모레퍼시픽, 대신증권 Research Center

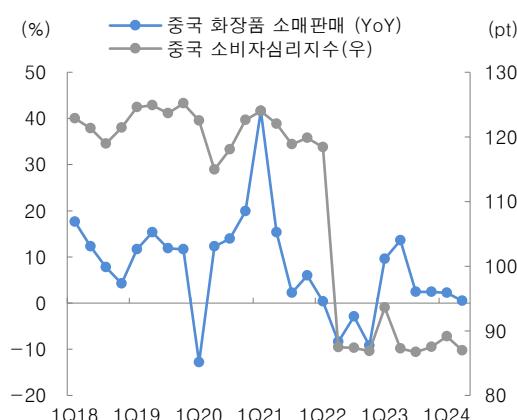
## 중국 사업 구조 개편 마무리

중국 부진의 끝자락,  
기다림 필요

설화수를 포함하여 주요 브랜드 거래구조(총판 → 소매) 변경, 오프라인 매장 축소, 인력 재배치 등 중국법인 수익성 개선을 위한 효율화 작업을 진행하고 있다. 올해 하반기까지 재고 환입 등 관련 일회성 비용이 발생하면서 3Q24 적자폭이 확대 될 것으로 예상한다. 연내 거래구조 변경이 마무리될 것으로 예상되어 3분기를 저점으로 적자 규모는 점차 축소될 전망이다.

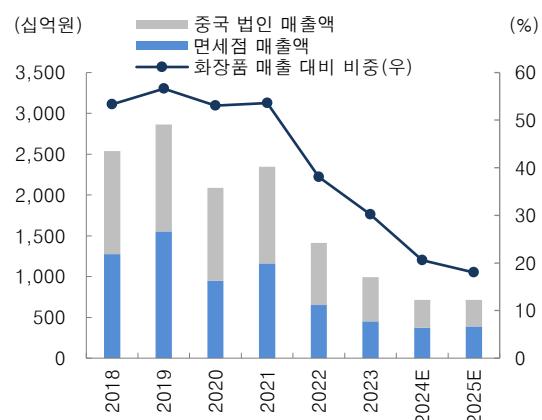
올해 연간 적자 규모는 약 1,300억원 수준으로 예상한다.(1H24 -535억원, 2H24E -707억원 추정) 구조조정 마무리 이후 내년 하반기부터 정상화를 기대한다. 2025년 중국은 영업적자 개선되며 매출액 3,258억원(YoY -5%), 영업이익 BEP 수준을 전망한다. 중국 정부의 경기부양책으로 중국 소비 개선 시 실적 개선이 더 빠르게 나타난다면 실적 상향 가능성은 열려있으나, 여전히 화장품 소비가 부진할 가능성과 중국 내 동사 브랜드력 약화를 고려하여 2025년 하반기 턴어라운드를 가정했다.

그림 116. 중국 화장품 소매판매 및 소비자심리지수



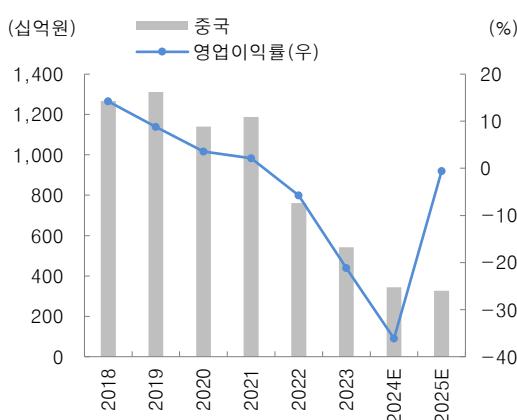
자료: CBC, 대신증권 Research Center

그림 117. 중국/면세점 매출액 추이 및 전망



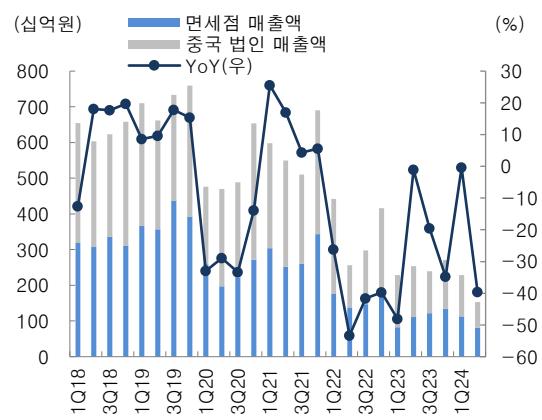
자료: 아모레퍼시픽, 대신증권 Research Center

그림 118. 중국법인 연간 실적 추이 및 전망



자료: 아모레퍼시픽, 대신증권 Research Center

그림 119. 중국/면세점 분기별 매출액 추이



자료: 아모레퍼시픽, 대신증권 Research Center

## 실적전망 및 밸류에이션

### 예견된 부진

#### 3Q24 Preview

3Q24 매출액 9,663억원(YoY 9%), 영업이익 393억원(YoY +128%, OPM 4.1%) 전망한다. COSRX 제외 시 영업이익은 중국 적자 확대로 YoY 적자확대를 예상한다.

[국내] 매출액 5,150억원(YoY -5%), 영업이익 214억원 (YoY 12%, OPM 5.7%) 예상한다. 국내 면세 채널은 B2B 물량 축소 운영으로 전분기와 유사한 매출과 마진이 예상된다. 국내 내수 소비 위축에 따라 백화점/방판 등 전통채널이 역성장하였으나, MBS(H&B)/이커머스 중심 성장은 지속된 것으로 파악된다. 특히, 국내 이커머스는 그동안 견조했던 반면 글로벌 역직구 전략적 축소에 따라 전체 이커머스 매출은 상반기 역성장 하였으나, 이번 분기부터 기저소멸로 (+) 성장이 가능할 전망이다.

[해외] 매출액 4,379억원(YoY 38%), 영업이익 117억원 (YoY 흑전, OPM 2.7%) 예상한다. 코스알엑스 제외 매출액 2,705천억원(YoY -15%), 영업적자 -300억원 수준을 예상한다. 중국은 온/오프라인 채널 효율화 작업으로 온라인 거래 구조 변경에 따른 재고 환입(약 200억원), 일회성 구조조정 비용 등이 발생하면서 약 500억원 수준의 영업적자 (QoQ 확대)가 예상된다. 미국, 유럽 등 서구권은 라네스/아니스프리 중심으로 견조한 매출 성장이 이어지며 북미 15%, 유럽 17% 성장을 전망한다.

COSRX는 매출액 1,674억원, 영업이익 435억원(OPM 26%) 예상한다. 3분기 아마존 프라임데이와 4분기 홀리데이 시즌을 앞두고 전반적으로 해외 마케팅 비용이 증가하며 수익성은 QoQ 소폭 하락할 전망이다.

#### 투자의견 'BUY', 목표주가 170,000원 제시

투자의견 'BUY', 목표주가 170,000원을 제시한다. 목표주가는 12MF EPS 6,181원에 Target PER 28배를 적용해 산출했다. Target PER은 글로벌 화장품 Peer 12MF 평균 PER 값이다. 중국법인 구조조정으로 비용 리스크가 남아있으나, COSRX 편입 효과로 일부 상쇄 가능할 것이다. 서구권 매출 확대로 인한 지역 다변화로 피어 그룹으로 글로벌 화장품 기업을 선정했다.

동사 주가는 COSRX와 자체 브랜드의 서구권 매출 확대 기대감과 중국 실적 우려가 혼재되어 변동성을 보이고 있다. 안정적인 주가 상승을 위해서는 1) COSRX 북미 오프라인 확대와 북미 외 지역 성장성 증명 2) 중국 구조조정 마무리 이후 실적 개선 가시화가 필요할 것이다.

표 18. 아모레퍼시픽 목표주가 산출

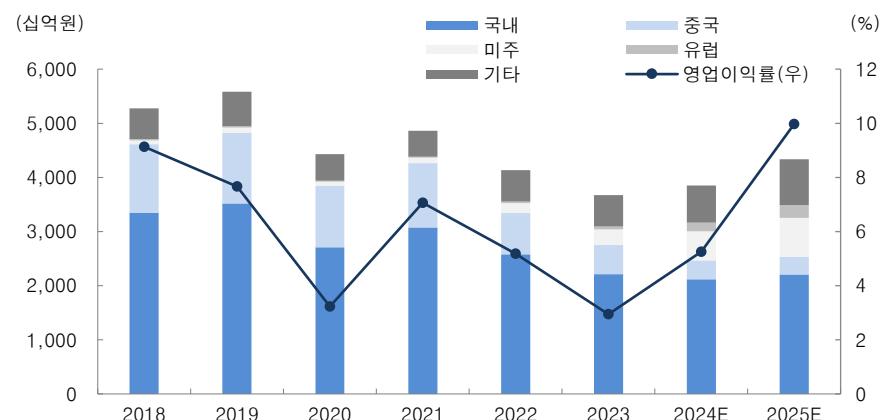
(단위: 원, 배, %)

구분	비고	
12MF EPS(원)	6,181	
Target PER	28	글로벌 Peer 12MF PER 적용
<b>목표주가(원)</b>	<b>170,000</b>	
현재주가(원)	124,300	2024.10.22
상승여력(%)	36.7	

주: 글로벌 Peer로 L'Oréal, Estée Lauder, ELF Beauty, Shiseido 선정

자료: 대신증권 Research Center

그림 120. 지역별 실적 추이 및 전망



자료: 아모레퍼시픽, 대신증권 Research Center

그림 121. 지역별 영업이익 추이 및 전망

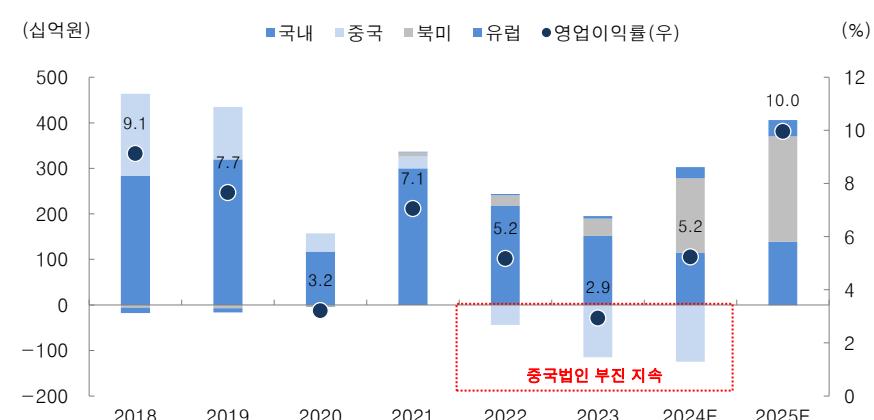
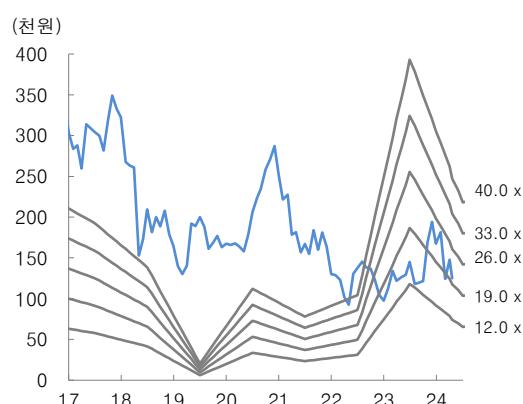
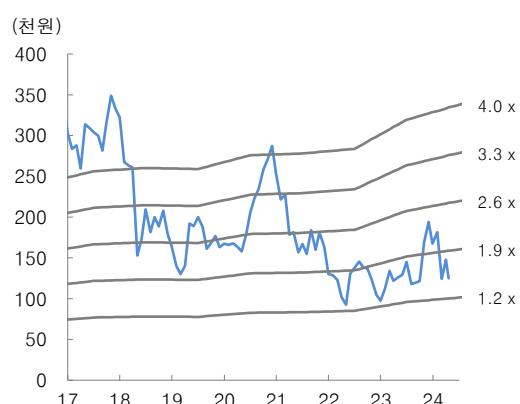
주: 대신증권 추정치  
자료: 아모레퍼시픽, 대신증권 Research Center

그림 122. 아모레퍼시픽 PER Band Chart



자료: Valuewise, 대신증권 Research Center

그림 123. 아모레퍼시픽 PBR Band Chart



자료: Valuewise, 대신증권 Research Center

표 19. 아모레퍼시픽 분기/연간 실적 추정

(단위: 십억원, %)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24E	2023	2024E	2025E
<b>매출액</b>	914	945	889	926	911	905	966	1,066	3,674	3,849	4,337
국내	552	555	543	560	564	512	515	530	2,211	2,120	2,206
화장품	455	459	446	465	468	423	422	437	1,825	1,751	1,829
Daily Beauty	97	96	98	96	95	89	93	93	386	369	377
해외	345	372	318	357	337	381	438	529	1,392	1,685	2,068
중국	146	143	117	137	115	71	70	87	543	344	326
북미	63	74	71	79	88	122	145	187	287	541	722
COSRX 제외	63	74	71	79	88	87	81	95	287	351	386
유럽	11	13	12	15	17	37	45	59	52	158	238
COSRX 제외	11	13	12	15	17	18	15	19	52	68	76
COSRX	—	—	—	—	—	88	167	203	—	458	809
YoY (%)	-21.6	0.0	-5.1	-14.9	-0.2	-4.3	8.7	15.2	-11.1	4.8	12.7
국내	-24.6	-11.6	-7.5	-11.6	2.1	-7.8	-5.2	-5.5	-14.4	-4.1	4.0
화장품	-25.0	-13.6	-8.8	-12.2	2.9	-7.8	-5.2	-6.0	-15.4	-4.0	4.5
Daily Beauty	-22.9	-0.4	-0.7	-8.4	-2.0	-7.7	-5.0	-3.0	-9.1	-4.4	2.0
해외	-17.9	25.3	-5.1	-19.2	-2.3	2.4	37.8	48.3	-6.8	21.1	22.7
중국	-45.0	20.5	-22.2	-39.4	-21.0	-50.0	-40.3	-36.4	-28.6	-36.7	-5.2
북미	80.5	105.3	34.7	36.9	39.8	64.8	105.0	135.0	58.2	88.7	33.5
COSRX 제외	—	—	—	—	—	17.2	15.0	20.1	58.2	22.4	10.0
유럽	107.3	131.6	53.1	37.0	51.8	182.6	260.0	300.0	72.1	205.9	49.9
COSRX 제외	—	—	—	—	—	35.9	17.0	25.9	72.1	32.0	10.8
COSRX	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	76.9
<b>영업이익</b>	64	6	17	21	73	4	39	86	108	202	432
국내	44	37	19	52	49	15	21	29	152	115	139
화장품	35	31	22	48	47	21	24	29	136	122	137
Daily Beauty	4	5	-3	4	2	-5	-3	0	10	-6	2
해외	32	-33	-8	-34	32	5	12	53	-43	101	311
중국	2	-40	-22	-55	-9	-45	-49	-22	-115	-124	-2
COSRX	—	—	—	—	—	24	44	55	—	122	220
YoY (%)	-59.3	흑전	-8.2	-63.7	12.9	-28.7	127.6	315.1	-49.5	86.7	114.1
국내	-60.8	0.3	-35.0	29.7	11.8	-58.7	12.2	-43.4	-30.4	-24.1	20.6
화장품	-68.8	-21.7	-23.8	13.8	35.8	-34.4	10.6	-38.5	-39.0	-10.6	12.6
Daily Beauty	-55.1	흑전	적전	64.0	-51.4	적전	적지	적전	33.8	적전	흑전
해외	-24.9	적지	적지	적전	0.0	흑전	흑전	흑전	적전	흑전	207.5
중국	-92.9	적지	적지	적전	적전	적지	적지	적지	적지	적지	흑전
COSRX	—	—	—	—	—	—	—	—	—	-24.0	79.4
<b>영업이익률 (%)</b>	7.0	0.6	1.9	2.2	8.0	0.5	4.1	8.0	2.9	5.2	10.0
국내	8.0	6.6	3.5	9.3	8.7	3.0	4.2	5.6	6.9	5.4	6.3
화장품	7.7	6.8	4.9	10.3	10.1	4.9	5.7	6.7	7.5	6.9	7.5
Daily Beauty	3.6	5.6	-2.8	4.3	1.8	-6.1	-2.9	0.0	2.7	-1.7	0.5
해외	9.2	-8.8	-2.6	-9.4	9.4	-6.5	-11.8	-0.6	0.0	-1.7	7.3
중국	1.4	-28.1	-18.8	-40.3	-7.4	-63.1	-70.0	-25.0	-21.2	-36.1	-0.6
COSRX	—	—	—	—	—	27.5	26.0	27.0	—	26.7	27.2

자료: 아모레퍼시픽, 대신증권 Research Center

## 재무제표

포괄손익계산서		(단위: 십억원)					재무상태표		(단위: 십억원)				
		2022A	2023A	2024F	2025F	2026F			2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액		4,135	3,674	3,849	4,337	4,571	유동자산		1,735	1,952	2,805	3,343	3,879
매출원가		1,338	1,155	1,107	1,233	1,261	현금및현금성자산		450	506	1,220	1,494	1,705
매출총이익		2,797	2,519	2,742	3,103	3,310	매출채권 및 기타채권		317	324	337	375	393
판매비와관리비		2,583	2,411	2,540	2,671	2,804	재고자산		409	394	413	465	491
영업이익		214	108	202	432	505	기타유동자산		559	727	835	1,009	1,291
영업이익률		5.2	2.9	5.2	10.0	11.1	비유동자산		4,067	3,934	3,745	3,584	3,448
EBITDA		503	360	396	602	654	유형자산		2,475	2,442	2,248	2,079	1,930
영업외순익		10	172	556	26	-19	관계기업투자금		247	287	287	287	287
관계기업순익		9	42	20	0	0	기타비유동자산		1,344	1,206	1,210	1,218	1,230
금융수익		23	162	133	62	12	자산총계		5,802	5,887	6,550	6,927	7,326
외환관련이익		60	31	28	28	28	유동부채		831	813	837	868	894
금융비용		-34	-19	-27	-22	-16	매입채무 및 기타채무		395	374	378	390	395
외환관련손실		0	0	0	0	0	차입금		223	244	265	285	306
기타		13	-12	430	-15	-15	유동성채무		0	0	0	0	0
법인세비용차감전순손익		224	281	758	458	486	기타유동부채		213	195	194	193	193
법인세비용		-95	-107	-114	-101	-107	비유동부채		191	201	228	260	298
계속사업순손익		129	174	644	357	379	차입금		0	0	0	0	0
중단사업순손익		0	0	0	0	0	전환증권		0	0	0	0	0
당기순이익		129	174	644	357	379	기타비유동부채		191	201	228	260	298
당기순이익률		3.1	4.7	16.7	8.2	8.3	부채총계		1,023	1,014	1,065	1,128	1,191
비자매지분순이익		-5	-6	-34	-19	-20	자비자분		4,799	4,898	5,514	5,829	6,167
지배지분순이익		134	180	678	377	400	자본금		35	35	35	35	35
매도가능금융자산평가		0	0	0	0	0	자본잉여금		792	794	794	794	794
기타포괄이익		-3	-4	0	0	0	이익잉여금		4,010	4,101	4,717	5,031	5,367
포괄순이익		102	133	644	357	379	기타자본변동		-38	-32	-31	-30	-29
비자매지분포괄이익		-6	-6	-34	-19	-20	비자매지분		-19	-25	-28	-30	-32
지배지분포괄이익		109	139	678	377	400	자본총계		4,779	4,873	5,486	5,799	6,135
Valuation 지표		(단위: 원, 배, %)					현금흐름표		(단위: 십억원)				
		2022A	2023A	2024F	2025F	2026F			2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS		2,177	2,915	11,446	6,280	6,676	영업활동 현금흐름		151	348	704	342	384
PER		63.2	49.7	10.7	19.6	18.4	당기순이익		129	174	644	357	379
BPS		69,494	70,933	79,860	84,416	89,307	비현금항목의 가감		497	267	226	189	174
PBR		2.0	2.0	1.6	1.5	1.4	김기상각비		289	252	194	169	148
EBITDAPS		7,282	5,214	5,729	8,716	9,468	외환순이익		21	3	-10	-10	-10
EV/EBITDA		15.8	22.2	15.2	9.3	7.8	지분법평가는의		0	0	0	0	0
SPS		59,883	53,207	55,742	62,803	66,203	기타		187	12	42	29	35
PSR		2.3	2.7	2.2	2.0	1.9	자산부채의 증감		-345	-36	-48	-99	-58
CFPS		9,070	6,391	12,594	7,910	8,010	기타현금흐름		-130	-57	-118	-105	-111
DPS		680	910	910	910	910	투자활동 현금흐름		-69	-186	-81	-151	-262
재무비율		(단위: 원, 배, %)					투자자산		183	-96	-16	-19	-22
		2022A	2023A	2024F	2025F	2026F	유형자산		-95	-108	0	0	0
성장성							기타		-156	17	-66	-132	-240
매출액 증가율		-150	-11.1	48	127	54	재무활동 현금흐름		-155	-99	-114	-114	-114
영업이익 증가율		-37.6	-49.5	86.7	114.1	16.9	단기차입금		23	21	21	21	21
순이익 증가율		-28.5	345	270.3	-44.5	6.1	사채		0	0	0	0	0
수익성							장기차입금		0	0	0	0	0
ROC		3.7	20	5.4	11.0	13.3	유상증자		0	0	0	0	0
ROA		3.6	1.9	3.2	6.4	7.1	현금배당		-68	-47	-63	-63	-63
ROE		2.8	3.7	13.0	6.6	6.7	기타		-109	-72	-72	-72	-72
안정성							현금의 증감		-88	57	714	273	211
부채비율		21.4	20.8	19.4	19.5	19.4	기초 현금		538	450	506	1,220	1,494
순차입금비율		-12.4	-17.3	-30.0	-35.8	-41.6	기말 현금		450	506	1,220	1,494	1,705
이자보상배율		17.5	6.6	11.6	25.6	31.3	NOPLAT		123	67	172	337	394
자료: 아모레퍼시픽, 대신증권 Research Center							FCF		277	145	365	507	543

# LG생활건강 (051900)

정한솔 hansol.jung@daishin.com

## 투자의견

BUY

매수, 신규

6개월

430,000

신규

현재주가

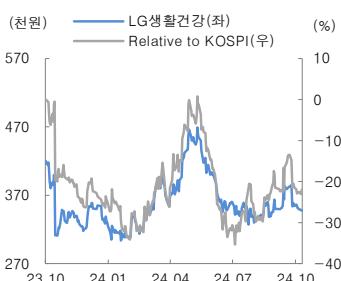
(24.10.22)

347,500

화장품업종

KOSPI	2,570.70
시가총액	5,746십억원
시가총액비중	0.27%
자본금(보통주)	78십억원
52주 최고/최저	469,000원 / 303,500원
120일 평균거래대금	287억원
외국인지분율	28.02%
주요주주	LG 외 2 인 34.04% 국민연금공단 9.07%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-0.6	0.3	-9.2	-8.6
상대수익률	0.3	7.8	-7.1	-15.5



## 포기 못하는 중국

- 중국 매출 회복 기대감은 유효하나 매출 반등 확인 필요
- CNP/더페이스샵 중심으로 북미 지역 매출 확대 시작
- 지역다변화를 위한 비용 확대 예상 → 수익성에 대한 불확실성 존재

### 투자의견 BUY, 목표주가 430,000원 제시

목표주가는 12MF EPS 21,425원에 Target PER 20배를 적용해 산출. Target PER은 글로벌 화장품 Peer 12MF 평균 PER 30% 할인한 값. 중국 매출 회복 기대감은 유효하나 이후 리뉴얼에 따른 마케팅과 비중국 매출 확대를 위해 CNP/빌리프/TFS 중심 비용 확대가 예상됨에 따라 수익성에 대한 불확실성 존재. 이를 반영하여 글로벌 피어 대비 할인 적용

높은 중국 매출 의존도로 중국 소비 부진과 핵심 브랜드 'The Whoo' 리브랜딩 영향으로 부진한 실적 지속. 9월 중국 경기부양책 발표로 중국 화장품 산업의 추가 악화 가능성은 낮다고 판단. 다만, 주력 브랜드 'The Whoo'가 고가 화장품이라는 점 고려 시 중국 화장품 소비 회복이 동사 매출 반등으로 이어질지는 확인 필요

피어 대비 느리지만 화장품 매출 지역 다변화를 위해 노력 중. 한국 중저가 제품의 인기가 높아지고 있는 미국 지역을 중심으로 LG생활건강 브랜드인 CNP/더페이스샵 제품으로 시장 공략 시작. 미국 아마존 베스트셀러 순위 확인 가능하다는 점에서 비중국형 매출 확대 가능성 확인

### 3Q24 Preview

3Q24 매출액 1조 7,004억원(YoY -3%), 영업이익 1,375억원(YoY 7%, OPM 8.1%) 전망. [화장품] 매출액 YoY -2%, 영업이익 YoY 269%, OPM 4.5% 예상. 중국은 낮은 기저와 온라인 중심 성장으로 매출액 YoY 30% 성장하나, 전분기와 유사한 수준. 다만 마케팅 비용 확대가 예상되나, 전년 대규모 적자 발생에 따른 기저로 YoY 적자폭 개선 전망 [생활용품] 북미 구조조정으로 매출 감소가 예상되나 프리미엄 제품 확대로 수익성 개선 [음료] 계절적 성수기에도 경기 위축으로 매출 감소가 예상되며, 시장 경쟁 심화로 수익성 하락 전망

### 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	7,186	6,805	6,832	7,045	7,228
영업이익	711	487	533	578	607
세전순이익	418	276	433	491	531
총당기순이익	258	164	298	339	366
자배지분순이익	237	143	292	331	359
EPS	15,558	9,230	19,412	22,095	23,948
PER	46.4	38.5	17.5	15.3	14.2
BPS	301,350	306,665	319,830	335,216	352,134
PBR	2.4	1.2	1.1	1.0	1.0
ROE	4.4	2.7	5.3	5.7	5.9

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출, 자료: LG생활건강, 대신증권 Research Center

## 투자포인트

### 포기 못하는 중국

리뉴얼 이후 상반기 긍정적인 이후 매출

길어지는 중국 소비 부진과 핵심 브랜드 'The Whoo' 리브랜딩으로 부진한 실적이 지속되고 있다. 높은 중국 의존도로 면세/중국 매출 회복 없이는 실적 개선을 기대하기 어렵다.

9월 중국은 금리인하, 부동산 부양책, 주식시장 부양책 등이 포함된 통화정책을 발표했다. 또한 민생 보호와 소비 확대를 위해 지자체별로 국경절 연휴 이전에 일회성 생활 수당 지원, 소비 쿠폰 발행 등 소비 활성화를 위한 모습을 보이며 중국 소비 회복에 대한 기대가 높아졌다. 중국 화장품 산업의 추가 악화 가능성은 낮다고 판단한다.

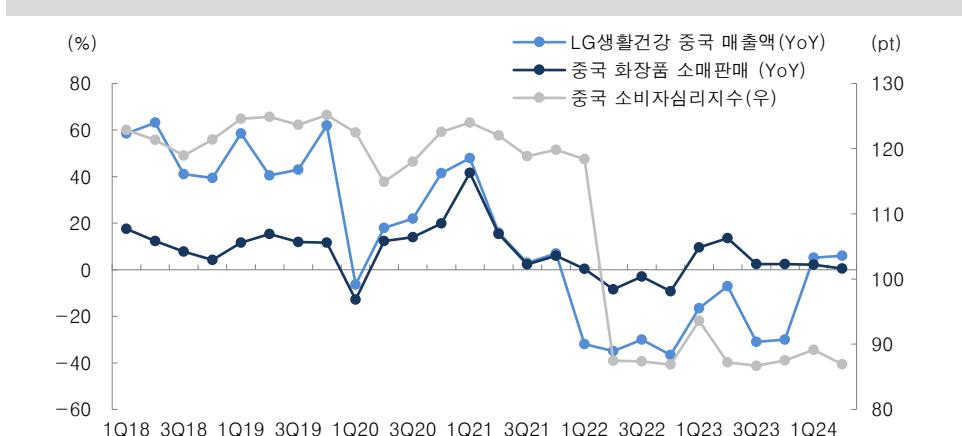
정책 효과가 실질적인 소비 증가로 이어지는 데까지 시간이 필요하겠으나 자산가격 디플레이션이 해소되고, 이자 비용 부담이 낮아진다면 중국 소비 여력 개선을 기대한다. 특히 당사 매크로팀은 정부 경기부양책 효과는 중산층 중심 소비 회복을 예상한다. 부동산을 보유하고 있으면서, 부동산 가격 하락에 자산가치대비 대출 부담이 상대적으로 높은 계층으로 대출 비용 감소로 소비 여력 개선 여지가 가장 클 것이기 때문이다.

'The Whoo' 브랜드력 강화를 위해 23년 9월 천기단 라인 리뉴얼을 시작으로 25년까지 전 라인 리뉴얼을 계획중이다. 올해 상반기 전반적으로 부진했던 중국 화장품 시장이었으나 'The Whoo' 매출이 회복되며 초기 리뉴얼 성과는 긍정적이다. (1H24 중국 화장품 소매판매 YoY 1% vs LG생활건강 중국 매출 YoY 6%). 다만, 주력 브랜드 'The Whoo'가 고가 화장품이라는 점 고려 시 중국 화장품 소비 회복이 동사 매출 반등으로 이어지는지에 대해서는 확인이 필요할 전망이다.

중국 점진적 수익성 개선 전망

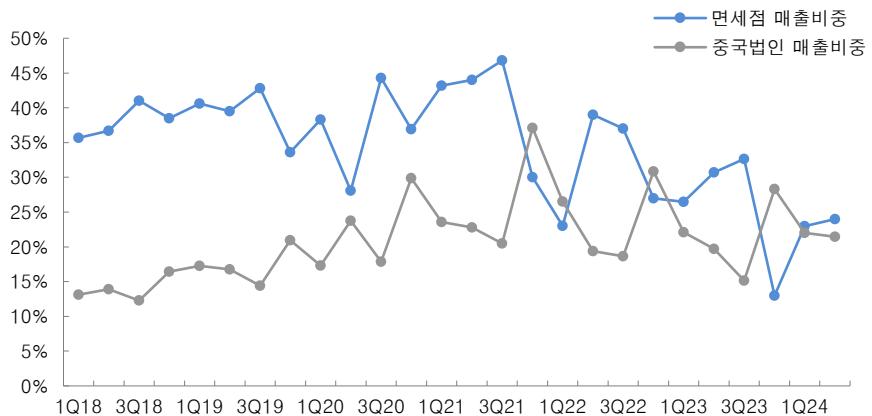
지난해 하반기 이후 리뉴얼로 매출이 급감한 반면 마케팅 비용 확대로 중국법인이 적자 전환하며 중국사업에 대한 불확실성이 커졌다. 올해 상반기 Sum37, 오휀 등 기타 브랜드의 오프라인 매장 정리 등으로 고정비 부담 완화로 QoQ 흑자전환하며 수익성이 개선되는 모습을 보였다. 다만 리뉴얼에 따른 마케팅 비용 확대 기조가 당분간 지속될 것으로 예상되어 추가 수익성 개선은 제한적일 수 있다. 그러나 지난해 하반기 기저가 낮고, 오프라인 구조조정으로 고정비 부담이 낮아지고 있어 매출 회복 시 점진적으로 중국법인 실적 개선을 예상한다.

그림 124. LG 생활건강 중국 매출 성장률과 중국 화장품 시장



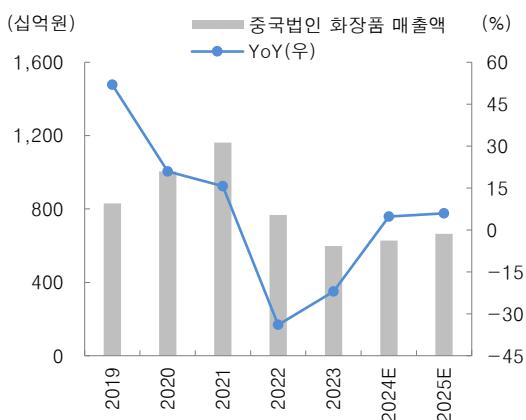
자료: LG생활건강, 대신증권 Research Center

그림 125. 화장품 매출액 대비 중국 및 면세점 매출 비중 추이



자료: LG생활건강, 대신증권 Research Center

그림 126. 중국법인 매출액 추이 및 전망



자료: LG생활건강, 대신증권 Research Center

그림 127. 중국 브랜드별 매출액 추이 및 전망

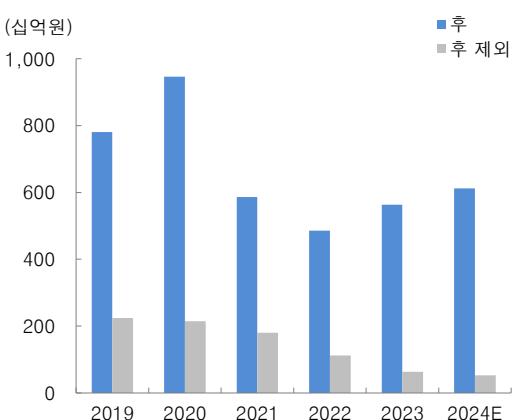
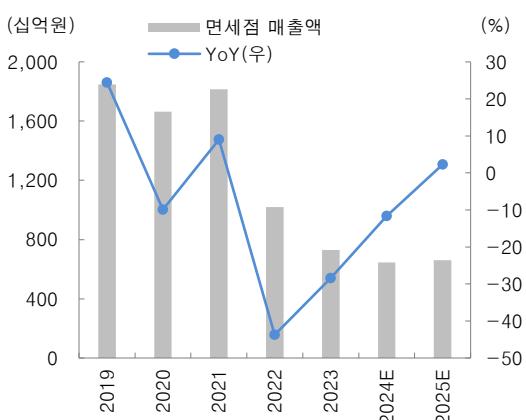
주: 대신증권 추정치  
자료: LG생활건강, 대신증권 Research Center

그림 128. LG 생활건강 면세점 매출액 추이 및 전망



자료: LG생활건강, 대신증권 Research Center

그림 129. 면세점 외국인 매출액 추이



자료: 면세점협회, 대신증권 Research Center

## 비중국 지역의 성장동력을 확보를 위한 노력

느리지만 지역과  
브랜드 다변화 시작

단일 브랜드/단일 시장 의존도를 낮추고 비중국 지역의 성장동력을 확보하기 위한 노력도 지속되고 있다. Avon 구조조정으로 북미 매출은 감소중이나, 자체 브랜드 belief/더페이스샵(TFS)/CNP 중심으로 온라인 채널 강화에 나서며 매출 증가세로 파악된다. 동사의 자체 브랜드는 최근 미국에서 유행하고 있는 중저가형 가격대, 그리고 더마/클린뷰티 트렌드에 부합하고 있다. 동사 제품도 높은 인기를 얻으며 베스트셀러 순위에서 확인되고 있다. 중국 외 지역 다변화를 위해 노력중이다. 북미 사업부의 경우 Avon 구조조정의 효과로 2Q24 흑자전환을 시작으로 텐어라운드가 가시화되고 있다는 점도 긍정적이다.

11월 인디 색조 브랜드(Hince)를 보유한 비바웨이브 지분 75%를 425억원에 인수했다. 기존 기초 위주 포트폴리오를 보완하고 있다. 헌스는 연간 매출액의 절반이 해외에서 발생하고 있고, 대부분은 일본에서 발생하고 있어 동사 일본 매출 기여도 확대가 기대된다.

그림 130. 국가별 매출 비중

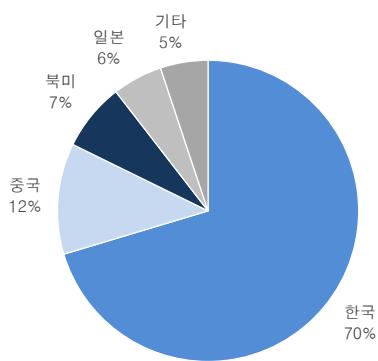
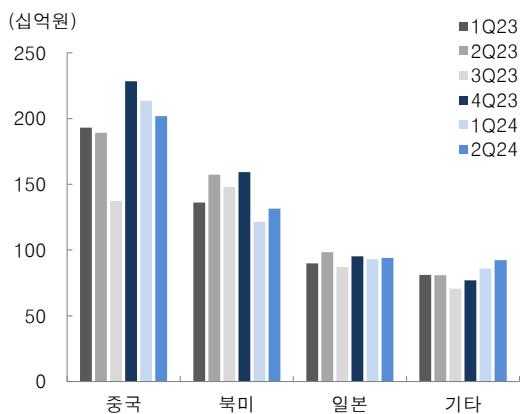


그림 131. 국가별 매출 추이



주: 2024년 상반기 기준

자료: LG생활건강, 대신증권 Research Center

자료: LG생활건강, 대신증권 Research Center

## 화장품

그림 132. 미국 아마존 내 TFS 제품

#33



The Face Shop Rice Water Bright Light Facial  
Cleansing Oil, Daily Makeup Remover, Oil  
Cleanser, Vegan, Korean Skin Care with Jojoba...  
★★★★★ 12,085  
\$15.21

주: 미국 아마존 내 Makeup remover 베스트셀러 순위(10월 5일 기준)  
자료: Amazon, 대신증권 Research Center

그림 133. 미국 세포라 내 Belif 제품



belif

The True Cream Aqua Bomb with  
Hyaluronic Acid and Niacinamide

★★★★★ 1.1K  
\$22.00 - \$65.00

주: 미국 세포라 내 Moisturizers 베스트셀러 순위(14위, 10월 5일 기준)  
자료: Sephora, 대신증권 Research Center

그림 134. 미국 아마존 내 CNP 제품

#1



CNP Honey Lip Butter (0.5 fl.oz / 15ml) -  
Propolis Lipcerin™, Hydrating Overnight  
Manuka Lip Balm & Mask, 12hrs Long-lasting...  
★★★★★ 750  
\$13.50

주: 미국 아마존 내 Lip Butters 베스트셀러 순위(10월 5일 기준)  
자료: Amazon, 대신증권 Research Center

그림 135. 미국 아마존 내 TFS 제품

#65



The Face Shop Rice Ceramide Moisturizing  
Toner - Rice Extract Rice Toner for Face -  
Strengthens Skin Barrier - Hydrating Targets...  
★★★★★ 2,443  
\$12.00

주: 미국 아마존 내 Facial Toners 베스트셀러 순위(10월 5일 기준)  
자료: Amazon, 대신증권 Research Center

## 실적전망 및 밸류에이션

### 노력해도 어렵다

3Q24 Preview

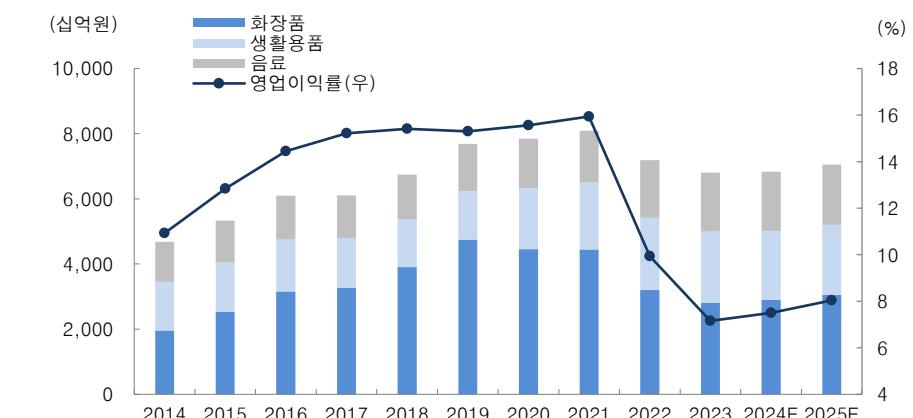
3Q24 매출액 1조 7,004억원(YoY -3%), 영업이익 1,375억원(YoY 7%, OPM 8.1%) 전망한다.

[화장품] 매출액 6,560억원(YoY-2%), 영업이익 295억원 (YoY 269%, OPM 4.5%) 예상한다. 국내는 H&B/이커머스 채널은 매출 증가세 이어졌을 것으로 예상되나 백화점/방판 등 전통채널은 역성장을 예상한다. 중국은 낮은 기저와 온라인 중심 성장으로 매출액 YoY+30% 성장하나, 전분기와 유사한 수준이다. 다만 마케팅 비용 확대가 예상됨에 따라 QoQ 적자전환을 전망하나, 전년 대규모 적자 발생에 따른 기저로 YoY 적자폭은 개선될 것이다. 북미는 빌리프/더페이스샵 등의 자체 브랜드 매출 증가와 Avon 구조조정 효과로 마진 개선을 예상한다..

[생활용품] 매출액 5,454억원(YoY-4%), 영업이익 501억원(YoY 7%, OPM 9.2%) 예상한다. 북미 구조조정으로 매출 감소가 예상되나 프리미엄 제품 확대로 수익성 개선을 예상한다.

[음료] 매출 4,990억원(YoY -1%), 영업이익 578억원(YoY -22%, OPM 11.6%) 예상한다. 계절적 성수기임에도 경기 위축으로 매출 감소가 예상되며, 시장 경쟁 심화로 수익성 훼손을 전망한다.

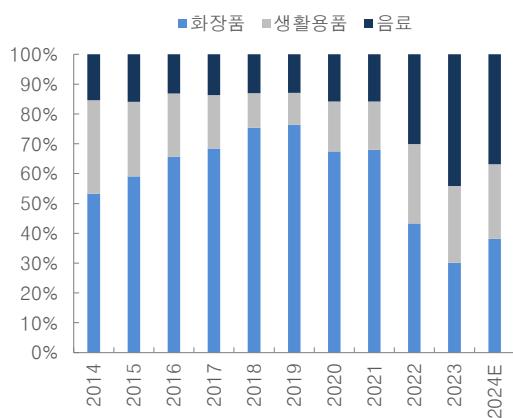
그림 136. 사업 부문별 실적 추이 및 전망



자료: LG생활건강, 대신증권 Research Center

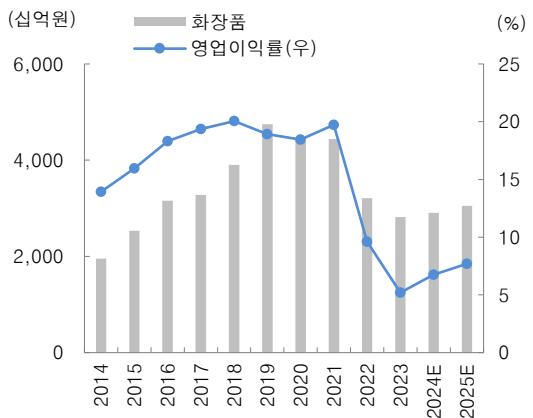
## 화장품

그림 137. 사업부별 영업이익 기여도 변화 추이



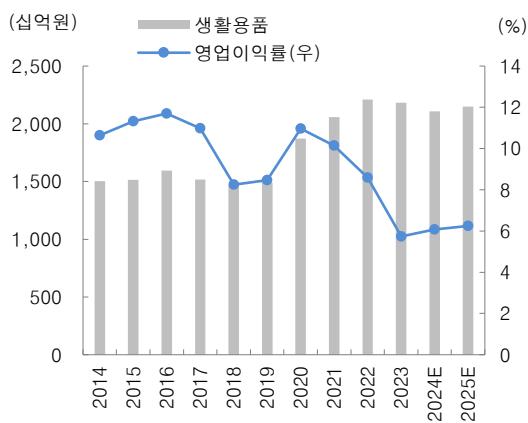
자료: LG생활건강, 대신증권 Research Center

그림 138. 화장품 실적 추이 및 전망



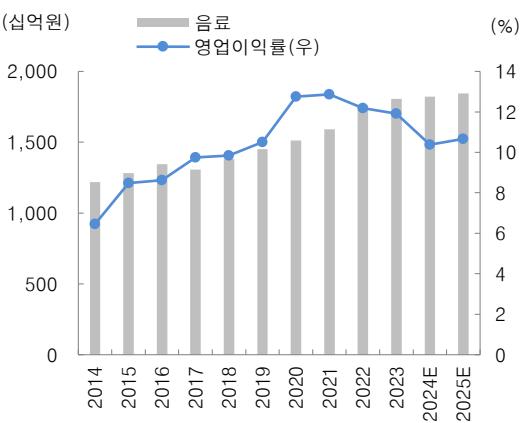
자료: LG생활건강, 대신증권 Research Center

그림 139. 생활용품 실적 추이 및 전망



자료: LG생활건강, 대신증권 Research Center

그림 140. 음료 실적 추이 및 전망



자료: LG생활건강, 대신증권 Research Center

투자의견 'BUY',  
목표주가 430,000원  
제시

투자의견 'BUY', 목표주가 430,000원을 제시한다. 목표주가는 12MF EPS 21,425원에 Target PER 20배를 적용해 산출했다. Target PER은 글로벌 화장품 Peer 12MF 평균 PER에 30% 할인한 값이다.

단일국가/단일브랜드 리스크를 최근 화장품 시장 트렌드에 맞춰 미국 중심으로 브랜드 다변화 노력은 긍정적으로 평가한다. 다만 신규 시장 확장이 드라마틱하게 나타나지 않고, 화장품 내 중국 비중(면세 포함)은 여전히 40% 이상을 차지하며 높은 중국 비중은 부정할 수 없다. 최근 중국 경기부양책 발표로 중국 매출 회복 기대감은 유효하나 중국 내 소비 개선까지 시간이 필요하고, 동사 매출 반등으로 이어질지는 확인이 필요하다. 'The Whoo' 리뉴얼에 따른 마케팅 확대와 비중국에서 CNP/빌리프/TFS 브랜드 관련 비용 확대가 예상됨에 따라 수익성에 대한 불확실성도 존재한다. 이를 반영하여 글로벌 피어 대비 30% 할인 적용했다.

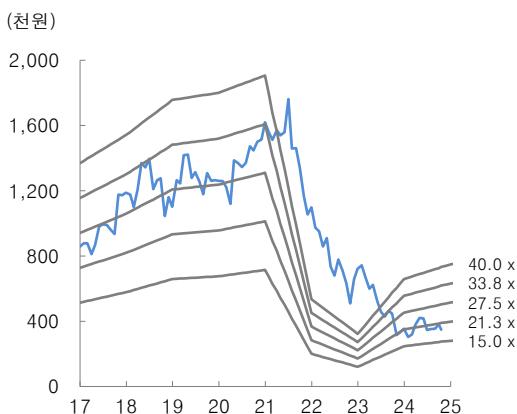
표 20. LG 생활건강 목표주가 산출

(단위: 원, 배, %)

구분	비고
12MF EPS(원)	21,425
Target PER	20
<b>목표주가(원)</b>	<b>430,000</b>
현재주가(원)	347,500
상승여력(%)	23.7

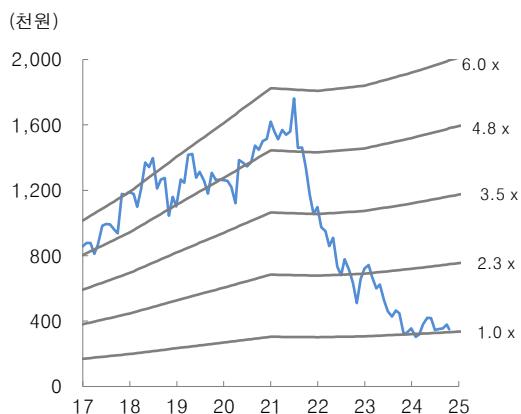
자료: 대신증권 Research Center

그림 141. LG 생활건강 PER Band Chart



자료: Valuewise, 대신증권 Research Center

그림 142. LG 생활건강 PBR Band Chart



자료: Valuewise, 대신증권 Research Center

표 21. LG 생활건강 분기/연간 실적 추정

(단위: 십억원, %)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24E	2023	2024E	2025E
매출액	1,684	1,808	1,746	1,567	1,729	1,760	1,700	1,644	6,805	6,832	7,045
화장품	702	781	670	664	741	760	656	749	2,816	2,905	3,052
면세점	186	240	219	86	170	182	142	151	730	646	661
중국	155	154	102	188	163	163	132	169	598	627	665
생활용품	563	546	570	503	553	522	545	487	2,182	2,108	2,150
음료	419	481	506	401	434	479	499	408	1,807	1,820	1,843
YoY	2.4	-3.0	-6.6	-13.3	2.7	-2.7	-2.6	4.9	-5.3	0.4	3.1
화장품	0.3	-8.5	-15.1	-23.7	5.6	-2.7	-2.1	12.8	-12.3	3.2	5.1
생활용품	1.9	0.5	-2.9	-4.5	-1.7	-4.5	-4.3	-3.1	-1.3	-3.4	2.0
음료	6.7	3.2	2.4	-2.6	3.6	-0.5	-1.4	1.7	2.4	0.7	1.3
영업이익	146	158	129	55	151	159	137	86	487	533	578
화장품	61	70	8	7	63	73	30	39	147	204	239
생활용품	33	28	47	18	35	34	50	20	125	140	143
음료	52	60	74	29	53	52	58	27	215	189	197
YoY	-16.9	-27.1	-32.4	-58.5	3.5	0.4	7.0	56.9	-31.8	7.0	9.3
화장품	-11.2	-25.0	-88.2	-90.8	3.1	4.0	269.0	433.2	-52.6	39.5	16.8
생활용품	-40.8	-53.7	-16.8	-3.7	8.3	22.8	7.3	10.3	-34.0	2.2	4.9
음료	1.2	-5.5	11.3	-13.1	1.0	-14.0	-21.6	-8.1	0.1	-12.2	4.0
영업이익률	8.7	8.7	7.4	3.5	8.7	9.0	8.1	5.2	7.2	7.6	8.1
화장품	8.7	9.0	1.2	1.1	8.5	9.6	4.5	5.2	5.2	7.0	7.8
생활용품	5.8	5.1	8.2	3.6	6.4	6.5	9.2	4.1	5.7	6.1	6.2
음료	12.4	12.5	14.6	7.3	12.1	10.8	11.6	6.6	11.9	10.4	10.7

자료: 대신증권 Research Center

## 재무제표

포괄손익계산서		(단위: 십억원)					재무상태표		(단위: 십억원)				
		2022A	2023A	2024F	2025F	2026F			2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액		7,186	6,805	6,832	7,045	7,228	유동자산		2,284	2,430	2,722	3,077	3,472
매출원가		3,169	3,178	3,181	3,264	3,321	현금및현금성자산		655	910	1,210	1,531	1,896
매출총이익		4,017	3,627	3,651	3,780	3,907	매출채권 및 기타채권		604	571	565	574	583
판매비와관리비		3,306	3,140	3,118	3,202	3,300	재고자산		955	885	888	916	940
영업이익		711	487	533	578	607	기타유동자산		70	63	59	56	54
영업이익률		9.9	7.2	7.8	8.2	8.4	비유동자산		5,019	4,791	4,717	4,633	4,538
EBITDA		999	757	767	804	822	유형자산		2,384	2,307	2,267	2,214	2,151
영업외순익	-293	-211	-100	-87	-75		관계기업투자금		60	62	65	68	72
관계기업순익		7	8	8	8		기타비유동자산		2,575	2,422	2,385	2,350	2,316
금융수익		22	49	34	27	21	자산총계		7,303	7,220	7,440	7,710	8,011
외화관련이익		21	13	12	12	12	유동부채		1,163	1,090	1,089	1,098	1,108
금융비용		-27	-39	-31	-27	-24	매입채무 및 기타채무		693	749	750	758	765
외환관련손실		6	5	3	3	3	차입금		216	138	124	112	101
기타		-295	-228	-112	-95	-80	유동성채무		8	8	8	8	9
법인세비용차감전순손익		418	276	433	491	531	기타유동부채		246	195	207	220	234
법인세비용		-159	-113	-134	-152	-165	비유동부채		671	582	563	547	531
계속사업순손익		258	164	298	339	366	차입금		15	2	2	2	2
중단사업순손익		0	0	0	0	0	전환증권		0	0	0	0	0
당기순이익		258	164	298	339	366	기타비유동부채		657	580	561	545	529
당기순이익률		3.6	2.4	4.4	4.8	5.1	부채총계		1,834	1,671	1,652	1,644	1,639
비자매지분순이익		22	21	6	7	8	자비자분		5,339	5,433	5,667	5,939	6,239
지배지분순이익		237	143	292	331	359	자본금		89	89	89	89	89
매도가능금융자산평가		0	0	0	0	0	자본잉여금		97	97	97	97	97
기타포괄이익		1	-3	0	0	0	이익잉여금		5,542	5,604	5,838	6,110	6,410
포괄순이익		265	136	298	339	366	기타자본변동		-389	-357	-357	-357	-357
비자매지분포괄이익		24	20	6	7	8	비자매지분		130	115	120	126	133
지배지분포괄이익		241	116	292	331	359	자본총계		5,469	5,549	5,787	6,066	6,372
Valuation 지표		(단위: 원, 배, %)					현금흐름표		(단위: 십억원)				
		2022A	2023A	2024F	2025F	2026F			2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS		15,558	9,230	19,412	22,095	23,948	영업활동 현금흐름		497	659	667	667	690
PER		46.4	38.5	17.5	15.3	14.2	당기순이익		258	164	298	339	366
BPS		301,350	306,665	319,830	335,216	352,134	비현금항목의 가감		679	536	532	544	549
PBR		2.4	1.2	1.1	1.0	1.0	김기상각비		288	270	234	226	215
EBITDAPS		56,389	42,717	43,304	45,361	46,399	외환순이익		2	1	-3	-3	-3
EV/EBITDA		12.1	7.4	6.8	6.1	5.5	자분평균가		-7	-8	-8	-8	-8
SPS		405,565	384,066	385,616	397,603	407,942	기타		396	273	308	329	344
PSR		1.8	0.9	0.9	0.9	0.9	자산부채의 증감		-200	113	-30	-61	-56
CFPS		52,891	39,496	46,872	49,814	51,655	기타현금흐름		-240	-154	-134	-154	-169
DPS		4,000	3,500	3,500	3,500	3,500	투자활동 현금흐름		-197	-141	-176	-157	-138
재무비율		(단위: 원, 배, %)					투자자산		0	3	-3	-3	-3
		2022A	2023A	2024F	2025F	2026F	유형자산		-123	-130	-158	-138	-118
성장성							기타		-74	-14	-15	-16	-17
매출액 증가율		-11.2	-53	0.4	3.1	26	재무활동 현금흐름		-374	-268	-150	-148	-147
영업이익 증가율		-44.9	-31.5	9.4	8.5	4.9	단기차입금		-44	-81	-14	-12	-11
순이익 증가율		-70.0	-36.7	82.5	13.5	8.2	사채		0	0	0	0	0
수익성							장기차입금		5	0	0	0	0
ROC		7.8	5.2	6.9	7.5	8.0	유상증자		0	0	0	0	0
ROA		9.6	6.7	7.3	7.6	7.7	현금배당		-201	-97	-59	-59	-59
ROE		4.4	2.7	5.3	5.7	5.9	기타		-133	-90	-77	-77	-77
안정성							현금의 증감		-79	255	300	321	365
부채비율		33.5	30.1	28.6	27.1	25.7	기초 현금		735	655	910	1,210	1,531
순차입금비율		-0.1	-7.0	-12.0	-16.9	-22.0	기말 현금		655	910	1,210	1,531	1,896
이자보상배율		47.9	25.1	31.2	35.4	38.8	NOPLAT		440	288	368	399	418
자료: LG생활건강, 대신증권 Research Center							FCF		566	395	422	464	494

## [Compliance Notice]

금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:정한솔)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

## [투자등급관련사항]

### 산업 투자의견

#### Overweight(비중확대):

:향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상

#### Neutral(중립):

:향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상

#### Underweight(비중축소):

:향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

### 기업 투자의견

#### Buy(매수):

:향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 상승 예상

#### Marketperform(시장수익률):

:향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 주가 변동 예상

#### Underperform(시장수익률 하회):

:향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 하락 예상

## [투자의견 비율공시]

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	94.5%	5.5%	0.0%

(기준일자: 20241016)

## [투자의견 및 목표주가 변경 내용]

### LG생활건강(051900) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



### 아모레퍼시픽(090430) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



### 한국콜마(161890) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



### 코스맥스(192820) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



## 화장품

