

# 화장품

Overweight (신규)

# K-뷰티의 힘

Vol. 1: 제조편 (용기/ODM)

DEAR DAHLIA SKINFOOD  
 beplain >> BRINGGREEN babyred  
dasique bioderma  
 free twinkle pop Abib BBIA KAHI 트리 디티  
 AHC BOH ISOI THE LAB by BLANC DOUX  
 AESTURA JUNG SAEM MOOL LUNA BANILA CO  
 peripera Torriden Dr.Jart+ too cool for school  
 SISTER INN melixir espoir ZEROID LAKA  
 MISSHA noonni hince the SREM milktouch  
 belif ROUND LAB Biodance WAKE goodal  
 innisfree ILLIYOON AGE20'S numbutz:u  
 medicube cnp MEDIHEAL ma:nyo AMUSE  
 romand Dr.G TIRTIR CLIO LANEIGE  
 SKIN1004 d'Alba COSRX VT ANUA 진설미디



생활소비재 Analyst 박종대  
 02. 6454-4892  
 jdpark@meritz.co.kr

## Top Pick

종목	투자판단	적정주가
코스맥스 (192820)	Buy (신규)	195,000원

## 관심종목

종목	투자판단	적정주가
한국콜마 (161890)	Buy (신규)	70,000원
펌텍코리아 (251970)	Buy (신규)	47,000원

# Contents

Summary	3
[서문]	4
<b>Part 1. 한국 화장품 제 3 의 물결</b>	6
1. 2003 년~15 년: 원브랜드숍 시장	6
2. 2014~16 년: 중국 모멘텀	8
3. 2022 년~ 현재: 미국/일본 중심 글로벌	9
<b>Part 2. 한국 화장품의 글로벌 성공 이유</b>	14
1. 일본에서: 고령화, 잊어버린 30 년 영향	16
2. 미국에서: MZ 세대 신규 수요에 완벽한 퍼즐 맞추기	26
<b>Part 3. 글로벌 모멘텀의 지속 가능성 점검</b>	35
1. K-뷰티의 '오래된 미래'	35
2. 미국/일본 화장품 산업의 구조적 한계	42
3. 똑똑한 인재들이 화장품으로 향하고 있다	47
4. 강해지는 한류, K-컬쳐 시대	48
<b>Part 4. 밸류체인별 현황: 화장품 제조업 전성기</b>	51
1. 원료: 모멘텀은 작지만 효과는 크다	51
2. 용기: 또하나의 ODM	55
3. ODM: 글로벌 모멘텀의 최대 수혜	61
4. 미국 수출 우려 요인: MoCRA, OTC	68
<b>Part 5. 투자전략</b>	71
1. 한국 화장품 산업이 글로벌 선두에 있다는 확신	71
2. 시장의 의심과 실적 저하를 감안해도 과매도	72
3. 주가는 궁극적으로 펀더멘탈에 수렴할 것이다	74
<b>기업분석</b>	
코스맥스 (192820)_ 글로벌 ODM 1 등 기업의 위용	80
한국콜마 (161890)_ 세계 최대 기초/자외선차단제 ODM 기업	84
펌텍코리아(251970)_ 국내 화장품 용기 독보적 1 위로 도약 중	88

## Summary

한국 화장품 산업은 제3의 물결 위에 있다. 이번에는 글로벌이다. 2003년 이후 원 브랜드숍 시장, 2014년 중국 모멘텀에 이어 2023년 이후 미국과 일본을 위시로 세계 각자로 수출 증가세가 가파르다. 2024년 처음으로 화장품 대 중국 수출을 미국이 넘어서고, 미국에서 처음으로 화장품 수입 1위 국가가 한국이 되었다. 대 미국 수출보다 동남아/중동/러시아/유럽 등 기타 지역으로 수출 증가폭은 더 크게 나오고 있다. 중국 모멘텀과 달리 용기부터 ODM, 유통과 무역까지 제대로 된 파이프라인이다. 미국이라는 세계 최대 최고의 시장에서 인정 받았다는 사실은 세계 어느 나라에도 들어갈 수 있다는 자심감이며, 시장 확장 여력을 높인다.

'가성비'와 '혁신성'으로 대변되는 K-뷰티의 글로벌 부상은 결코 한류에 편승한 우연이 아니다. 2003년 이후 한국 화장품 시장의 구조적 변화와 경쟁력 제고가 누적된 결과로 '오래 준비된 미래'라고 할 수 있다. 이번 글로벌 모멘텀은 그 어떤 과거 시기보다 강하고 역동적이다. 수많은 인디 브랜드들의 성과와 부자재, ODM 업체들의 역대급 매출과 영업이익률이 그런 호황을 대변해주고 있다.

전세계 최고의 화장품 ODM 인프라는 글로벌 모멘텀의 지속성을 담보하는 한국 화장품 산업의 핵심 자산이다. 미국과 일본은 구조적으로 한국과 같은 ODM 생산을 할 수 없는 환경이고 이는 최소 10년 이상의 격차를 두고 있다. 실리콘밸리는 든든한 글로벌 유통의 베풀목이다. 이러한 인디 브랜드 론칭의 최적 사업 환경에서 한국 최고의 인재들이 소비재 '화장품' 산업으로 몰려들고 있다.

화장품 산업지표는 좋다. 개별 기업들의 실적은 낮아진 컨센서스를 봐도 결코 평범한 수준이 아니다. 미국 대선 결과는 한국 화장품 산업에 부정적이지 않다. 기업의 이익 수준과 전망은 대단히 높아진 반면, 벤류에이션은 역대 최저 수준이다. 특히, 높은 진입장벽으로 성장 여력과 실적 가시성이 높아진 용기, ODM 업체들의 주가가 PER 10배까지 내려오는 것은 과한 조정이라는 판단이다. 화장품 업종 제조 기업 가운데 Top Pick은 코스맥스로 한다. 세계 1위 화장품 ODM 업체로서 K-뷰티 글로벌 확대 수혜 폭이 가장 클 것으로 기대한다. 한국콜마는 국내 최대 기초/자외선차단제 생산 업체로 기업가치가 높다. 펌텍코리아는 국내 최대 화장품 용기 업체로 주목할 필요가 있다.

## [서문]

자고 일어나보니 세계 최강대국이 되어 있었다는 1920년대 미국의 일화가 있다. 1차세계대전으로 거의 모든 참전국이 국력을 모두 쓸어부은 탓에 경제난을 겪었는데, 미국은 이 기간 동안 전쟁물자를 납품하면서 경제력과 군사력을 키웠고, 1차세계대전이 끝난 후 전세계에서 가장 부강한 국가가 되었다는 것이다. 한국의 화장품 제조업이 그런 형국이다. 20여년 동안 국내에서 치열하게 경쟁하면서 제품 개발하고 마케팅하다 어느날 고개를 들어 세계를 보니 한국 화장품 산업이 전세계 최선두에 서게된 것이다. 전세계에서 가장 품질이 좋고, 혁신적인 제품을 만드는 나라가 되었고, 프리몰드로 만들더라도 다른 나라에서 전용몰드로 만드는 것보다 디자인이 훌륭하다. 한국에서는 10년 전에 유행했던 제형들이 다른 나라에서는 혁신으로 받아들여지고 있다.

이 보고서 'K-뷰티의 힘'은 한국 화장품의 '오래된 미래'를 담고 있다. 현재 한국 화장품 산업의 글로벌 부상은 결코 한류에만 편승한 우연이 아니다. 2003년 이후 한국 화장품 시장의 구조적 변화와 경쟁력 제고가 누적된 결과로 매우 오래 준비된 현재이며 미래라고 할 수 있다. 당시 2006년 나온 달팽이 크림이, 2015년 중국에서도, 2024년 미국에서 대 히트를 치고 있으니 말이다. 쿠션, 마스크시트, 선스틱도 마찬가지다. 시기마다 브랜드는 다르지만 제형은 리뉴얼 발전하면서 글로벌로 확산하고 있다. 그런 면에서 이 오래된 미래 주인공은 코스맥스와 한국콜마를 위시로 하는 한국의 ODM 산업일지도 모른다.

두권으로 나눠 발간한다. 1권은 제조편으로 용기/ODM 업체들의 경쟁력과 그 기원에 대해서 기술하고 있다. 한국 화장품 산업에 2003년 '원브랜드숍', 2014년 '중국 모멘텀'에 이어 2024년 '글로벌 모멘텀'이라는 '제3의 물결'이 다가오고 있음을 보이고, 이번 글로벌 모멘텀이 중국 모멘텀과 다른 점을 제시한다. 거기에는 중국 모멘텀 당시와 다른 유통구조가 있다. 미국에서 성공이 의미하는 바는 중국의 그 것과 판이하게 다르다. 이어서 일본과 미국에서 한국 화장품이 성공할 수 있었던 구체적인 이유와 지속 가능성은 검증함으로써 이번 모멘텀이 한국 화장품 산업의 구조적인 레벨업 국면임을 논증한다.

글로벌 모멘텀의 규모와 영향은 대단히 크다. 원료-용기-ODM-브랜드-유통 벨류체인 상 모든 업체들의 실적 모멘텀은 역대급이다. 중국 모멘텀에서는 큰 의미가 없었던 원료 업체들의 실적까지 끌어올리고 있다. 용기 업종에서는 펌텍코리아와 연우 뿐 아니라 그 아래 삼화와 태성산업, 장업시스템까지 가파른 실적 개선을 경험하고 있다. ODM 업종에서는 코스맥스와 한국콜마는 물론이고 코스메카코리아, 씨앤씨인터내셔널에 이어 한국화장품제조까지 확실한 ODM 기업으로 자리매김시키고 있다.

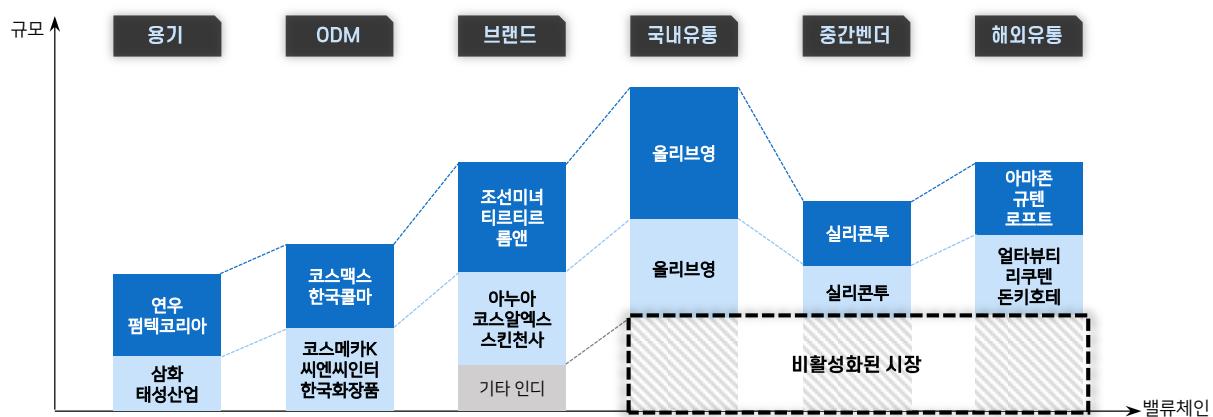
2권 브랜드/유통편에서는 수많은 인디 브랜드들의 성장과 함께 국내 화장품 유통업체와 글로벌 무역벤투의 높은 지위와 실적 모멘텀을 보인다. 수많은 한국의 인재들이 화장품 창업에 모여들면서 한국의 화장품 브랜드 수는 4년 만에 2만개에서 4만개로 두배 가까이 늘어나고 있다. 국내 오프라인 유통을 독점한 올리브영의 기업가치는 2010년 2천억원에서 2024년 5조원으로 유통업종 최고 기업으로 재평가되고 있다. 글로벌 한국 화장품 유통의 첨병이 된 실리콘투는 3년만에 매출이 5배로 늘어나 화장품 업종 주도주가 되었다.

동시에 올리브영과 실리콘투의 독점적 지위로 인한 한국 화장품 산업의 한계와 우려, 그리고 추가적인 기회요인에 대해서 다룬다. 4만개로 증가한 한국 인디 브랜드를 올리브영과 실리콘투가 다 소화하기는 어려운 상황이다. <그림1>과 같이 국내외 유통 시장의 독점으로 앓어버리고 있는 시장은 없는지, 미국과 일본 유통시장의 변화도 살펴본다. 이런 유통시장의 한계와 변화는 한국 화장품 산업에 우려 요인이면서 동시에 기회일 수 있다.

"제조는 코스맥스/한국콜마에서 최고로 만들어주고, 유통은 실리콘투가 직매입으로 바로 현금을 입금해주는데, 저희는 죽어라 마케팅만 하면 돼요!"  
– 어느 인디 브랜드 대표 –

한국 화장품 산업은 역사적 전환기에 있다. 거기에는 세계 최고의 화장품 벤류체인이 있다. 최고의 용기회사, 최고의 ODM 회사, 최고의 유통회사, 그리고 세계 최고의 인재들, 기업가들이 있다. 그리고, K-컬쳐라는 거대한 문화자산이 글로벌 화장품 시장으로 가는 양탄자를 깔아놨다. 이 두권의 보고서가 투자자들이 한국 화장품 산업의 구조적 성장에 대한 이해와 합리적 투자에 도움이 되길 바란다.

그림1 한국 화장품 산업규모 확대와 벤류체인 변화



자료: 메리츠증권 리서치센터

## Part 5. 투자전략

### 1. 한국 화장품 산업이 글로벌 선두에 있다는 확신

지금까지 4개 Part에 걸쳐 한국 화장품 산업의 제3의 물결, 글로벌 모멘텀의 현황과 성공 이유, 그 지속 가능성과 밸류체인 상 개별 업체들에 미치는 효과까지 구체적으로 살펴보았다. 수출과 개별 업체들의 실적, 아마존과 큐텐의 다양한 지표와 여러 시장 참여자들의 의견까지 종합적으로 분석해보면 한국 화장품의 글로벌 모멘텀은 그 어떤 과거 시기보다 강하고 역동적이다. 수많은 인디 브랜드들의 성과와 부자재, ODM 업체들의 역대급 매출과 영업이익률이 그런 호황을 대변해주고 있다.

**제대로 된 파이프라인, 마케팅,  
브랜드력에 기반한 글로벌 모멘텀**

시장의 관심은 이런 글로벌 모멘텀이 과연 언제까지 지속될 것인가이다. 사실 전술한 약 70페이지에 달하는 보고서는 이러한 한국 화장품의 글로벌 모멘텀이 중국 모멘텀처럼 한순간에 사그라들지 않고, 상당히 오랫동안 지속될 수 있다는 확신을 보여주기 위한 증거들의 나열이었다. 2024년 처음으로 화장품 대 중국 수출을 미국이 넘어서고, 미국에서 처음으로 화장품 수입 1위 국가가 한국이 되었다. 그런데, 대 미국 수출보다 동남아/중동/러시아/유럽 등 기타 지역으로 수출 증가폭은 더 크게 나오고 있다. i) 중국 모멘텀과 달리 용기부터 ODM, 유통과 무역까지 밸류체인 상에서 제대로 된 파이프라인으로 수출과 해외 유통이 이뤄지고 있다. ii) 중국 모멘텀과 달리 제대로된 마케팅과 브랜드력을 기반하고 있으며, 정치적 불확실성이 없다. iii) 무엇보다 중국 모멘텀과 달리 미국이라는 세계 최대 최고의 시장에서 인정 받았다는 사실은 세계 어느 나라에도 들어갈 수 있다는 자심감이며, 시장의 확장 여력을 높인다.

**혁신적인 제품력과 독보적인  
ODM 생산력**

물론 이를 뒷받침하는 것은 혁신적인 제품력이며, 이는 지난 20년여년 동안 전세계 어디에서도 볼 수 없는 한국 화장품 시장만의 독특한 산업구조 하에서 치열한 경쟁과 제품개발의 결과이다. 전세계 최고의 화장품 ODM 인프라는 글로벌 모멘텀의 지속성을 담보하는 핵심 한국 화장품 산업의 자산이다. 미국과 일본은 구조적으로 한국과 같은 ODM 생산을 할 수 없는 환경이고 이는 최소 10년 이상의 격차를 두고 있다. 최소한 화장품 산업에서는 Made in China를 원하지는 않는다. 실리콘투는 든든한 글로벌 유통의 베타목이다. 이러한 인디 브랜드 론칭의 최적 사업 환경에서 한국 최고의 인재들이 K-컬처라는 도도한 강물 위에 가장 잘 흘러갈 수 있는 소비재 '화장품' 산업으로 몰려들고 있는 것이다.

## 2. 시장의 의심과 실적 저하를 감안해도 과매도

여전히 시장의 의심은 크다. 당연하다. 아직 한번도 가보지 않은 시장이고, 과거는 쓰라렸다. 더구나 주식시장의 관심과 수급이 온통 미국으로 빨려 들어가고 있는 상황이다. 화장품 업황이 아무리 좋다고 해도 빠져 나가는 자금의 썰물을 막지는 못한다. 주식은 기본적으로 수급이다. 한치의 오차도 매도의 빌미가 되는 칼날 위에 서 있었던 시기가 지난 3~4개월이었다.

**K-뷰티의 정체성은 특정 브랜드가 아닌 혁신적인 제품들**

구글트렌드로 보면 한국 화장품의 유행이 정점을 지난 것처럼 보인다. 실제로 주가도 그때를 최고점으로 꺾였다. 하지만, 그것만으로 한국 화장품의 글로벌 모멘텀이 정점을 지났다고 판단하는 것은 이르다. 전세계 소비자의 관심은 여전히 높은 수준에 있고, 코스알엑스, 조선미녀는 조회수가 떨어졌지만, 그 사이 리들샵과 메디큐어에 대한 관심은 가파른 증가세를 보이고 있다. 어차피 K-뷰티의 정체성은 다양한 혁신적인 제품들이지 한두개 브랜드가 아니다. 중저가 브랜드에게 잇따른 히트상품을 기대하는 건 무리다. 우리가 기대하고 있는 것은 혁신적인 제품과 도전적인 마케팅 역량으로 무장한 수많은 한국 인디 브랜드들 군단이다. 훌륭한 주자들이 계속 교체되면서 한국 화장품이 글로벌 화장품 산업의 프론티어에 서게 되는 날을 고대하는 것이다.

**미국 수요는 추세적으로 꺾이지 않음**

지나치게 커진 기대감도 주가 하락에 한몫했다. 지난 분기 대형 거래처에 초도매출 효과를 감안하지 못했고, 생산 과부하로 인한 직원들의 과도한 초과근무와 아웃소싱 증가로 인한 마진 하락 가능성을 간과했다. 신규투자 확대로 인한 고정비 증가가 주가 하락의 요인이 되기에는 억울함이 크다. 브랜드 업체들의 온오프라인 채널 조정에 따른 매출 저하도 마찬가지다. MoCRA로 인한 매출 지연은 운이 없었다. 그래도 매출과 영업이익이 40~50% 증가하는데 주가가 10%, 20% 하락하는 것은 어디를 봐도 비정상적이다. 그리고, 어디를 봐도 미국 수요가 추세적으로 꺾이는 시그널은 발견되지 않았으며, 그렇다면 현재 화장품 업종의 벨류에이션 12MF PER 10배는 지나친 저평가다. 특히, 전세계 최고의 화장품 ODM 업체에 대한 평가치고는 대단히 인색한 주가이다.

표15 업체별 3Q24 (기대치 대비) 실적 저하 요인 분석

회사명	매출액(억원)		영업이익(억원)		비고
	3Q23	3Q24	3Q23	3Q24	
LG생활건강	17,462	17,136	1,285	1,061	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 전반적으로 고가 라인업 부진, 저가 중저가 투자 확대 과정에서 수익성 부진</li> <li>■ 화장품 사업부 전반 구조조정 및 투자 진행 과정에서 기존 고마진 채널(면세/방판)의 매출 하락 및 비용 확대로 수익성 악화</li> <li>■ 마케팅비 확대로 인해 적자 지속</li> <li>■ 미국 에이본 구조조정으로 매출 감소 지속</li> </ul>
% YoY		-1.9		-17.4	
실리콘투	1,010	1,867	151	426	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 풀필먼트 축소에 따른 매출 및 이익 기대치 하회</li> <li>■ 미국 화장품 현대화법 시행에 따른 2분기 북미 통관 선집행</li> </ul>
% YoY		+84.9		+182.1	
한국콜마	5,164	6,265	310	545	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 재고평가손실 10억원과 인센티브충당금 36억원 일회성 반영</li> <li>■ 중국법인 부진, 미국 1공장 인력 확충에 따른 투자 확대 및 재고자산충당금(40억원) 반영으로 인해 손실 확대, 캐나다 1위 고객사 부진</li> <li>■ 연우 금형 투자 등으로 감익</li> <li>■ HK이노엔 케이캡 생산설비 교체로 매출 이연, 숙취해소제 시장 경쟁 심화로 매출 감소</li> </ul>
% YoY		+21.3		+75.8	
코스메카코리아	1,164	1,266	137	152	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 미국 고객사 거래구조 변경 및 부자재 조달 지연으로 잉글우드랩 실적 부진</li> <li>■ 중국산 용기 선적 지연 장기화에 따른 매출 감소</li> </ul>
% YoY		+8.8		+10.9	
씨엔씨인터넷내셔널	539	741	68	72	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 상위 고객사 수주 둔화, 신제품 출시 지연</li> <li>■ 중국 매출 하락, 용인 공장 가동에 따른 고정비 부담 증가</li> </ul>
% YoY		+37.5		+5.9	
클리오	848	876	105	64	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 일본 온오프라인 채널 전략 변경에 따른 온라인 매출 감소</li> <li>■ 국내 올리브영 채널 매출 정체</li> </ul>
% YoY		+3.3		-39.0	
아이파밀리에스씨	372	501	67	91	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ B2B 중심 유통 구조 영향 재고 확충 시기에 따른 실적 변동성</li> </ul>
% YoY		+34.7		+35.8	

자료: 메리츠증권 리서치센터

### 3. 주가는 궁극적으로 펀더멘탈에 수렴할 것이다

기본으로 돌아가보자. 주가는 크게 3가지 지표에 의해 움직인다. 매크로 지표(환율과 이자율, 고용과 소비심리 등), 산업지표(화장품 수출 또는 소매판매), 마이크로 지표(개별 업체의 실적과 설비투자 계획 등)이다. 당장 실적이 안좋아도 매크로 지표가 좋아질 때는 국내외 주식투자 수요가 증가하면서 주가가 상승한다. 미래 경제를 가장 먼저 선반영하는 게 주식시장이기에 그렇다. 당장 기업들은 실적이 좋지 않지만, 고용과 소비가 늘면 향후 기업들의 실적이 좋아질 것이라는 기대이다.

산업 업황이 좋으면 개별 업체 실적이 좋지 않아도 주가가 오른다. 대 미국 화장품 수출이 엄청나게 증가하고, 한국 화장품에 대한 글로벌 인지도가 높아지고 있다면, 현재 특정 업체 기업이 좋지 않다고 하더라도 업황 개선의 온기가 결국 이 기업에게도 전해지지 않을까 하는 기대감이다. 실제로 2024년 2분기 실적을 보면 제닉이나 한국화장품제조, 현대바이오랜드 같이 잠시 잊고 지냈던 업체들의 실적 까지 어닝서프라이즈를 기록하면서 주가가 급등했다. 주도주보다 시차를 두고 늦게 튀는 경향이 있다. 그래서, 산업지표가 의미있게 돌아서는 기미가 보이면 투자자들은 해당 업종의 중소형주를 열심히 찾는다. 소외된 중소형주일 수록 '한방'에 수익률을 크게 올릴 수 있기 때문이다.

기업의 펀더멘탈과는 별개로 그 기업의 주가가 현재 어떤 요소에 의해 변동하는 건지, 그리고 업종 전체적으로 어떤 벨류에이션 구간에 있는지 잘 알아야 현명한 투자 판단을 할 수 있다. 그럼 2022년 이후 화장품 업종 주가의 벨류에이션 추이를 추적해보자.

#### 1) 디레이팅 구간(~2024년 초반까지)

##### 중국 모멘텀 부재로 인한 소외

개별 업체들의 실적과 산업지표가 좋아져도 시장에서 관심이 없거나 소외되었던 시기였다. 매크로 지표의 불안과 화장품 업종 투자의 관성, 즉 한국 화장품 업종은 중국에서 안팔리면 안된다는 고정관념이 짙게 주식시장을 드리우고 있던 시기였다. 중국 단체관광객 허용 등 단발성 이슈 등으로 일시적 주가 상승이 있었지만 추세적으로는 우하향하는 그래프이다.

## 2) 재평가 구간(2024년 초반~중반)

폭발적인 실적 개선에 따른 리레이팅

일반적으로 산업의 구조적인 변화는 주가의 Re-rating 또는 De-rating 요인으로 작용한다. 대중국 사업 부진으로 2023년 초반까지 소외되었던 화장품 업종은 대미/대일본 수출 지표가 폭발적으로 개선되고 실적 개선폭이 두드러지면서 실리콘트와 씨앤씨인터내셔널을 시작으로 주목받기 시작했다. 갑작스런 어닝서프라이즈는 일회성 이슈로 취급하는 경향이 있다. 2023년 중반부터 2024년 초반까지가 그랬던 것 같다. 여전히 화장품 업종 투자에 대한 관심은 이어지고 있어 실적에 대한 기대감도 크지 않았다. 애널리스트들도 함부로 실적추정치를 높이지 않고, 투자자들 역시 '혹시~'라는 기대감으로 지표들을 보며 한두 종목 조금씩 사놓고 있을 때였다.

두세 번 어닝서프라이즈가 이어지면 '산업구조가 바뀌었다!'는 말들이 여기저기 나오면서 주가가 급등한다. 그야말로 '거친' 재평가(Re-rating) 구간이다. 목표주가가 잇따라 상승한다. 주가=실적\*밸류에이션(PER)인데, 목표주가를 상승시키기 위해서는 실적 추정치를 올리거나 밸류에이션을 높여야 한다. 먼저 실적추정치를 좀 올리기 시작한다. 밸류에이션을 상승시키는 것은 상당한 명분이 있어야 하므로 좀 부담스럽기 때문이다. 그러나 또한번 어닝서프라이즈가 발생하면 Re-rating 구간에 본격 진입했다는 평가로 밸류에이션까지 올린다.

## 3) 오버슈팅과 안정화 구간(2024년 중반 이후~)

높은 기대치로 인한 오버슈팅

이때 종종 오버슈팅이 발생하기도 한다. 애널리스트가 봐도 조금 과하다 싶은 온갖 장밋빛 전망들이 난무한다. 높은 주가 상승과 수익률에 피로와 불안을 느끼는 투자자들도 생겨난다. 이때부터는 실적에 굉장히 민감해진다. 일반적으로 시장 컨센서스보다 높은 기대치를 갖고 있기 때문에 웬만큼 좋은 실적이 아니면 만족하지 않는다. 실적 추정치를 미치지 못할 경우 주가가 급락할 수 있다. 이때 투자자 입장에서는 제일 답답하고 화가 나는 구간이다. 실적이 꾸준히 좋아지는 데도 주가는 급락하거나, 마치 추세적으로 주가가 하락하는 듯한 느낌도 있다. 내가 뭘 모르는 게 있나? 불안해한다. 최근 3~4개월 화장품 업종 주가가 이 구간에 있었던 것 같다.

오버슈팅 구간을 지나면 안정화단계에 오게 된다. 적정 밸류에이션이 형성된다. 예를 들어 10배 저평가 구간에서 PER 20배로 튀었던 주가가 PER 15배로 안정화되고 이 라인을 따라 주가가 움직이는 것이다. 이때부터는 실적과 주가가 유사한 움직임을 보이게 된다. PER 20배 시기보다는 떨어진 주가이지만, 10배일 때보다는 상당히 높은 수준이다. 더구나 재평가를 받았다는 말은 이익 규모와 개선 여력, 증가 폭이 크다는 말이므로 10배 받았을 때와 주가는 비할 바가 못된다.

#### 4) 펀더멘탈과 주가의 괴리가 커지고 있는 화장품 업종: 다시 '가치투자' 영역으로

미국 대선 이후 글로벌 경기에 대한 불확실성이 온통 주식시장을 덮고 있는 상황이다. 매크로 불확실성이 화장품 업황 개선과 개별 기업들의 펀더멘탈 개선을 모두 누르고 있는 상황이다. 한국 주식시장은 유난히 수급이 좋지 않아 외국인 투자가 빠져나가고 있다. 그러나 보니 화장품 업종에 대한 차익실현 수요까지 많아진 듯 하다.

주가는 단기적으로 회사의 펀더멘탈을 따라가지 않을 수 있다. 하지만, 주식 시장의 가장 큰 원칙은, 결국 주가는 결국 펀더멘탈에 수렴한다는 것이다. 이는  $1+1=2$ 와 같이 굳이 증명할 필요가 없는 공리와 같은 것이다. 이 대전제가 깨지면 우리가 하는 기업분석, 산업분석은 아무런 의미가 없다. 이 대원칙을 믿어 의심치 않기 때문에 소위 '가치투자'가 빛을 발휘하는 것이다.

매크로/산업/실적 세 지표와 주가의 상관관계를 기준으로 가치투자의 개념을 투영해보면, 진정한 가치투자 가운데 하나는 i) 한 회사의 주가가 매크로 지표 요인으로 크게 하락하고 있는데, ii) 산업지표와 그 업체의 실적은 오히려 크게 좋아지면서, 두 그룹(주가와 매크로 vs. 산업과 실적) 사이 이격도가 커질 때이다. 지금이 그런 모습이다. 오버슈팅의 해소와 안정화 구간을 지나 오히려 언더슈팅하고 있는 것은 아닌가라는 생각이 들 정도이다.

**화장품 업종:**  
높은 실적 가시성,  
낮은 밸류에이션

전술한 바와 같이 산업지표는 여전히 좋다. 개별 기업들의 실적도 너무 기대치가 높았을 뿐이지 낮아진 컨센서스를 봐도 결코 평범한 실적 전망은 아니다. 중국의 경기 회복 가능성은 화장품 업종 전반에 긍정적이다. 미국 대선 결과는 한국 화장품 산업에 부정적이진 않다. OTC 규제와 관세는 우려가 될 수 있으나, 중국 관세 인상은 긍정적이다. 최근 환율 상승도 우호적인 무역 환경이다. 화장품 업종만 따지고 보면 오버슈팅 해소 이외에 주가가 하락할 이유가 없어 보인다. 기업의 실적 가시성이 높은 반면, 밸류에이션이 PER 10배 언저리에 있다면 크게 걱정할 필요는 없어 보인다. 특히, 높은 진입장벽으로 성장 여력과 실적 가시성이 높아진 용기, ODM 업체들의 주가가 PER 10배까지 내려오는 것은 과한 조정이라는 판단이다.

**Top Pick: 코스맥스**  
월등한 품목 수와 생산 캐파

화장품 업종 제조 기업 가운데 Top Pick은 코스맥스로 한다. 세계 1위 화장품 ODM 업체로서 K-뷰티 글로벌 확대 수혜 폭이 가장 클 것으로 기대한다. 2~3위 업체 대비 품목수와 생산 캐파에 있어서 월등히 우위에 있으며, 한국을 중심으로 중국, 미국, 동남아 등 주요 지역 법인의 정상화 효과 또한 가장 클 것으로 기대한다. 국내 생산 캐파는 2024년 7.8억개 규모로 전년 대비 1.3억개 증가했으며, 2025년에도 20% 이상 증가하면서 중장기 성장 여력을 높일 전망이다. 최근 동남아 지역 실적 호조세가 긍정적이며, 중국 경기가 회복 국면으로 접어들 경우 추가적인 실적 개선을 기대할 수 있다. 매출채권에 대한 불확실성은 제한적이다. 대주주의 의지로 충분히 해결 가능한 일이다.

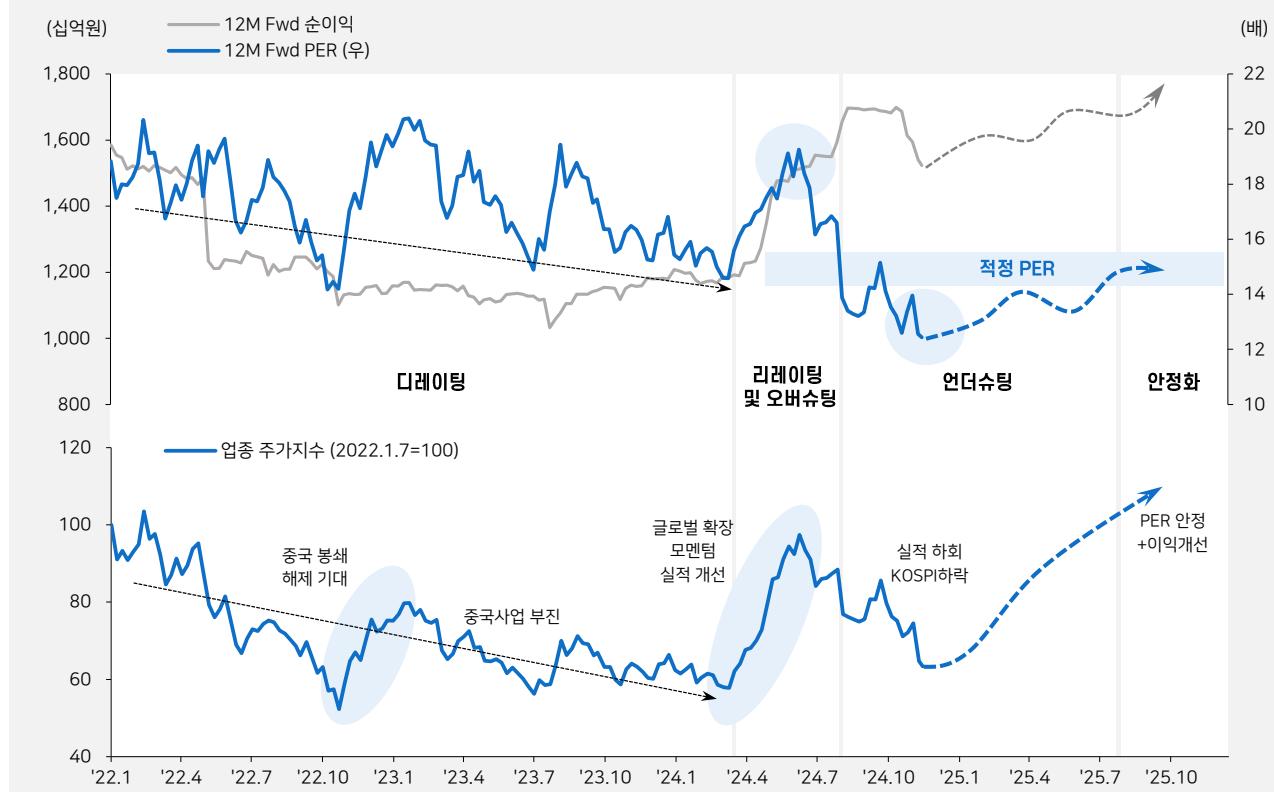
한국콜마:  
캐파 증설+연우 정상화

한국콜마는 국내 최대 기초/자외선차단제 ODM 업체이다. 2024년 국내 생산 캐파를 5.4억개까지 늘리면서 2025년 실적 모멘텀을 이어갈 전망이다. 연우 매출이 정상화되면서 실적 기여도가 를 전망이다. 북미 법인 고객사 증가도 긍정적이다. HK 이노엔의 실적 개선 여지는 크지 않지만 큰 불확실성 요인도 제한적이다. 중국 경기 회복시 무선행인 실적 기여를 기대할 수 있겠다. 자외선차단제 높은 경쟁력은 프리미엄 요인이지만, 미국 OTC 규제 불확실성은 감안해야 한다.

펌텍코리아:  
2025 4공장 가동

펌텍코리아는 국내 1위 화장품 용기 업체로 한국 화장품 글로벌 확장의 최대 수혜 업체 가운데 하나다. 높은 성장 여력과 진입장벽, 실적 가시성이 돋보인다. 인디 브랜드뿐 아니라 아모레퍼시픽과 LG생활건강 Big 2 매출이 회복되고 있는 점도 고무적이다. 2025년 4공장 가동 시 매출 증대 효과가 클 것으로 기대한다. 중국 산 용기 유입이 증가하고 있으나, 국내 용기 시장의 캐파 부족 때문에 발생한 현상으로 펌텍코리아의 위협이 될 사안은 아니다. 더구나, 미국이 화장품 수입 상품에 대해 중국산 부자재 사용에 제약을 가할 경우 우려는 더 완화된다.

그림27 화장품 업종 주가지수와 12M Fwd PER, 12 M Fwd EPS 추이



---

자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

## 기업분석

종목	투자판단	적정주가
코스맥스 (192820)	Buy (신규)	195,000원
한국콜마 (161890)	Buy (신규)	70,000원
펌텍코리아(251970)	Buy (신규)	47,000원

Industry Indepth  
2024. 11. 26

# 코스맥스 192820

## 글로벌 ODM 1등 기업의 위용

### ▶ 생활소비

Analyst 박종대  
02. 6454-4892  
jdpark@meritz.co.kr

- ✓ 한국 화장품 산업의 첨병으로 글로벌 ODM 1위 등극
- ✓ 브랜드 다각화, 지역 다변화로 실적 가시성 및 성장 여력 확보
- ✓ 2025년 연결 매출은 2,45조원(YoY 14%), 영업이익은 2,550억원(YoY 24%, OPM 8.6%) 수준이 가능할 전망
- ✓ 적정주가 19.5만원, 투자의견 '매수'로 커버리지 개시

### Buy (신규)

(20거래일 평균종가  
대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월) 195,000원

현재주가 (11.25) 134,000원  
상승여력 45.5%

KOSPI	2,534.34pt
시가총액	15,208억원
발행주식수	1,135만주
유동주식비율	70.61%
외국인비중	32.44%
52주 최고/최저가	197,800원/100,800원
평균거래대금	216.1억원

### 주요주주(%)

코스맥스비티아이 외 12 인	27.53
국민연금공단	11.08

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	0.8	-20.8	16.8
상대주가	2.7	-16.0	15.1

### 주가그래프



### 한국 화장품 산업의 첨병으로 글로벌 ODM 1위 등극

코스맥스는 한국 화장품 산업 발전의 큰 분기점마다 최전선에 서서 분투해왔다. 그리고, 그때마다 사업규모를 한 단계씩 끌어올리면서 마침내 부동의 세계 1위 화장품 ODM 업체로 자리매김했다. 2003년 원브랜드숍 시장이 출현했을 때는 1등 업체 미샤의 최대 ODM 업체였으며, 중국 모멘텀 때는 빠른 현지화 전략으로 중국 매출 규모만 6천억원을 넘기면서 세계 최대 화장품 ODM 업체로 올라섰다. 코스맥스는 현재 가장 많은 인디 브랜드 고객을 보유하고 있고, 국내에서 가장 큰 R&D 연구 조직을 운영하고 있으며, 세계에서 가장 많은 화장품 카테고리의 레서피를 보유하고 있을 뿐 아니라 세계에서 가장 많은 신제품을 내놓고 있다.

### 브랜드 다각화, 지역 다변화로 실적 가시성 및 성장 여력 확보

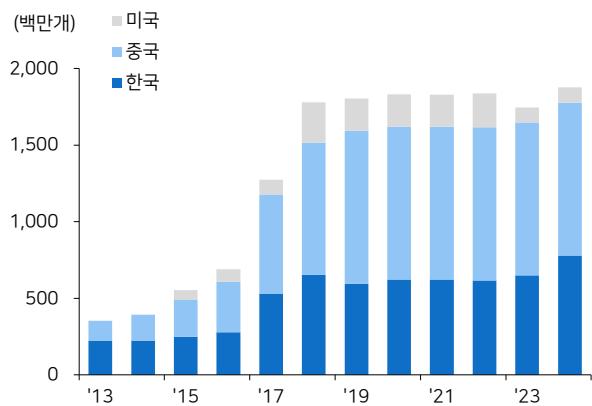
3분기 연결 매출은 각각 전년 동기 대비 16%, 30% 증가한 5,300억원과 430억 원으로 시장 기대치에 부합했다. 국내 법인 매출과 영업이익이 각각 YoY 21%, YoY 53% 증가하면서 실적 개선을 견인했다. 상위 고객사 매출뿐 아니라 신규 고객사 주문량도 크게 늘었기 때문이다. 고객 포트폴리오가 다양화되고 있는 게 실적 안정성과 성장 여력 측면에서 긍정적이다. 미국과 중국 법인 실적 부진이 아쉽지만, 동남아 법인의 빠른 성장(3Q YoY 55%)은 고무적이다. 4분기 연결 매출과 영업이익은 5,450억원(YoY 25%)과 350억원(YoY 55%), 2025년 연결 매출은 2조 4,530조원(YoY 14%), 영업이익은 2,550억원(YoY 24%, OPM 8.6%) 수준이 가능할 전망이다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2022	1,600.1	53.1	20.9	1,837	적전	51,203	40.3	1.4	10.1	3.6	214.3
2023	1,777.5	115.7	57.1	5,034	흑전	31,941	25.1	4.0	10.5	12.1	334.3
2024E	2,152.6	170.6	95.2	8,390	154.9	44,272	15.8	3.0	6.0	22.0	279.7
2025E	2,453.4	211.1	114.2	10,066	18.6	58,988	13.2	2.2	4.9	19.5	231.6
2026E	2,770.4	255.1	146.5	12,909	28.2	78,001	10.3	1.7	3.7	18.8	190.6

### 적정주가 19.5만원, 투자의견 '매수'로 커버리지 개시

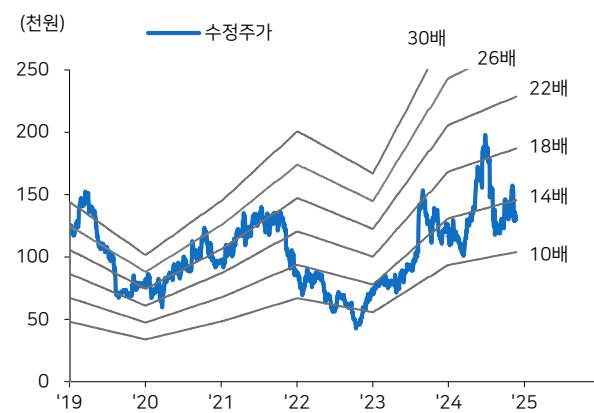
적정주가 19.5만원은 12MF PER 기준 20배로, 2027년 적정 PER 15배를 적용한 후 연 이율 10%로 현재가치 할인하여 시간에 대해 가중평균한 값이다. 2024년~27년 연평균 예상 EPS 성장률 24%의 높은 성장세와 글로벌 1등 기업으로 높은 실적 가시성을 감안하면 무리한 밸류에이션은 아니다. 1) K-뷰티 글로벌 확대 수혜 폭이 가장 클 것으로 기대하며, 2) 한국을 중심으로 중국, 미국, 동남아 등 주요 지역 법인의 정상화 효과 또한 성장 여력을 높이는 요인이다. 3) 중국 경기 회복 시 상대적으로 높은 중국 매출 비중이 밸류에이션 할인 요인에서 할증 요인으로 바뀔 수 있다. 현재 주가는 12MF PER 13.3배로 절대적인 저평가 상태에 있다.

그림28 코스맥스 생산캐파 규모 추이와 전망



자료: 코스맥스, 메리츠증권 리서치센터

그림29 코스맥스 주가와 12M Fwd PER 밴드



자료: QuantWise, 메리츠증권 리서치센터

표16 코스맥스 분기별 실적 전망 (2023~2024년)

	1Q23	2Q23	2Q23	4Q23	2023	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	2024E
<b>매출</b>	<b>403.3</b>	<b>479.3</b>	<b>458.3</b>	<b>436.7</b>	<b>1777.5</b>	<b>526.8</b>	<b>551.5</b>	<b>529.8</b>	<b>544.6</b>	<b>2152.6</b>
국내	243.4	278.3	288.0	247.9	1057.5	315.4	348.2	347.8	347.0	1358.4
중국	148.9	153.8	123.7	147.5	573.9	148.9	147.6	114.4	133.4	544.3
미국	27.1	38.1	36.9	37.8	139.9	38.8	36.0	32.5	32.2	139.4
동남아	24.2	27.5	30.0	29.6	111.3	33.6	35.7	43.5	43.4	156.2
<b>영업이익</b>	<b>13.8</b>	<b>46.0</b>	<b>33.3</b>	<b>22.5</b>	<b>115.7</b>	<b>45.5</b>	<b>46.7</b>	<b>43.4</b>	<b>35.0</b>	<b>170.6</b>
국내	13.0	30.4	25.8	17.5	86.8	30.1	34.5	39.5	27.8	131.8
중국	9.7	14.7	7.6	9.3	41.4	14.3	11.3	2.3	5.6	33.5
미국	-5.4	-7.6	-7.4	-7.6	-28.0	-7.8	-7.2	-6.5	-6.4	-27.9
동남아	3.1	1.4	1.1	-0.1	5.5	2.2	3.3	7.8	7.8	21.1
영업이익률(%)	3.4	9.6	7.3	5.2	6.5	8.6	8.5	8.2	6.4	7.9
세전이익	9.8	37.5	26.8	10.1	84.2	33.9	51.7	26.8	27.0	139.5
세전이익률(%)	2.4	7.8	5.9	2.3	4.7	6.4	9.4	5.1	5.0	6.5
<b>당기순이익</b>	<b>0.7</b>	<b>27.4</b>	<b>10.9</b>	<b>-1.2</b>	<b>37.8</b>	<b>19.6</b>	<b>35.3</b>	<b>20.6</b>	<b>20.8</b>	<b>96.3</b>
지배주주 당기순이익	6.7	30.4	15.2	4.7	57.1	19.2	33.6	21.1	21.2	95.2
순이익률(%)	1.7	6.4	3.3	1.1	3.2	3.7	6.1	4.0	3.9	4.4

자료: 코스맥스, 메리츠증권 리서치센터

표17 코스맥스 연간 실적 전망과 밸류에이션 (2022~2027년)

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E
<b>매출</b>	<b>1600.1</b>	<b>1777.5</b>	<b>2152.6</b>	<b>2453.4</b>	<b>2770.4</b>	<b>3099.8</b>
국내	854.0	1057.5	1358.4	1628.8	1888.3	2129.0
중국	556.8	573.9	544.3	549.5	568.4	607.2
미국	164.0	139.9	139.4	139.1	138.8	138.5
동남아	86.6	111.3	156.2	206.7	248.7	288.4
<b>영업이익</b>	<b>53.1</b>	<b>115.7</b>	<b>170.6</b>	<b>211.1</b>	<b>255.1</b>	<b>300.4</b>
국내	42.9	86.8	131.8	162.9	188.8	212.9
중국	54.0	41.4	33.5	33.8	39.8	48.6
미국	-36.5	-28.0	-27.9	-23.6	-20.8	-18.0
동남아	0.7	5.5	21.1	33.1	42.3	51.9
세전이익	6.2	84.2	139.5	165.4	212.1	260.1
<b>당기순이익</b>	<b>(16.4)</b>	<b>37.8</b>	<b>96.3</b>	<b>114.2</b>	<b>146.5</b>	<b>179.6</b>
지배주주 당기순이익	20.8	57.1	95.2	114.2	146.5	179.6
적정시가총액	1,673	1,840	2,024	2,227	2,450	2,695
주식수(천주)	11,349	11,349	11,349	11,350	11,351	11,352
<b>적정주가(원)</b>	<b>147,392</b>	<b>162,131</b>	<b>178,344</b>	<b>196,178</b>	<b>215,796</b>	<b>237,376</b>
적정PER(배)	80.2	32.2	21.3	19.5	16.7	15.0
EPS(원)	1,837	5,035	8,390	10,065	12,908	15,825
영업이익률(%)	3.3	6.5	7.9	8.6	9.2	9.7
매출 (YoY,%)	0.5	11.1	21.1	14.0	12.9	11.9
국내	0.1	23.8	28.4	19.9	15.9	12.7
중국	-11.8	3.1	(5.2)	0.9	3.4	6.8
미국	24.2	-14.7	-0.3	-0.3	-0.2	-0.2
동남아	46.5	28.6	40.3	32.3	20.3	16.0
영업이익 (YoY,%)	-56.7	117.9	47.5	23.8	20.8	17.8
순이익 (YoY,%)	-147.9	-329.8	154.9	18.6	28.2	22.6

자료: 코스맥스, 메리츠증권 리서치센터

## 코스맥스 (192820)

### Income Statement

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>매출액</b>	<b>1,600.1</b>	<b>1,777.5</b>	<b>2,152.6</b>	<b>2,453.4</b>	<b>2,770.4</b>
매출액증가율(%)	0.5	11.1	21.1	14.0	12.9
매출원가	1,394.9	1,483.9	1,741.1	1,987.2	2,249.5
매출총이익	205.3	293.7	411.5	466.1	520.8
판매관리비	152.2	178.0	240.9	255.0	265.7
<b>영업이익</b>	<b>53.1</b>	<b>115.7</b>	<b>170.6</b>	<b>211.1</b>	<b>255.1</b>
영업이익률(%)	3.3	6.5	7.9	8.6	9.2
금융손익	-17.9	-23.4	-11.5	-28.1	-27.1
종속/관계기업손익	0.0	-1.9	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-29.1	-6.2	-19.7	-17.7	-15.9
세전계속사업이익	6.2	84.2	139.5	165.4	212.1
법인세비용	22.6	46.4	43.1	51.1	65.6
<b>당기순이익</b>	<b>-16.5</b>	<b>37.8</b>	<b>96.3</b>	<b>114.2</b>	<b>146.5</b>
지배주주지분 순이익	20.9	57.1	95.2	114.2	146.5

### Statement of Cash Flow

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>102.5</b>	<b>231.0</b>	<b>202.6</b>	<b>192.4</b>	<b>203.5</b>
당기순이익(손실)	-16.5	37.8	96.3	114.2	146.5
유형자산상각비	54.9	55.7	110.7	83.0	62.3
무형자산상각비	3.9	3.8	1.5	1.3	1.2
운전자본의 증감	28.2	78.8	-5.9	-6.2	-6.5
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-31.3</b>	<b>-104.5</b>	<b>-18.1</b>	<b>-14.5</b>	<b>-15.3</b>
유형자산의증가(CAPEX)	-84.2	-86.3	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-16.4	-13.9	-15.2	-12.2	-12.8
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>3.5</b>	<b>-39.2</b>	<b>-52.2</b>	<b>-52.9</b>	<b>-52.8</b>
차입금의 증감	44.3	104.7	-46.5	-47.2	-47.1
자본의 증가	-5.7	-258.2	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	69.6	87.7	132.1	125.0	135.5
기초현금	99.8	169.4	257.1	389.1	514.2
기말현금	169.4	257.1	389.1	514.2	649.6

### Balance Sheet

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>유동자산</b>	<b>737.2</b>	<b>821.6</b>	<b>1,067.5</b>	<b>1,283.5</b>	<b>1,515.0</b>
현금및현금성자산	169.1	256.9	389.1	514.2	649.6
매출채권	302.8	271.5	328.8	374.8	423.2
재고자산	202.3	218.4	264.5	301.5	340.4
<b>비유동자산</b>	<b>659.3</b>	<b>735.5</b>	<b>638.5</b>	<b>566.2</b>	<b>515.6</b>
유형자산	490.6	546.8	436.1	353.0	290.8
무형자산	49.6	54.3	52.9	51.5	50.3
투자자산	69.7	81.7	96.8	109.0	121.8
<b>자산총계</b>	<b>1,396.5</b>	<b>1,557.1</b>	<b>1,705.9</b>	<b>1,849.8</b>	<b>2,030.5</b>
<b>유동부채</b>	<b>812.0</b>	<b>873.8</b>	<b>918.1</b>	<b>942.2</b>	<b>970.4</b>
매입채무	175.8	240.8	293.8	334.9	378.1
단기차입금	434.0	402.7	352.7	302.7	252.7
유동성장기부채	69.8	34.7	34.7	34.7	34.7
<b>비유동부채</b>	<b>140.2</b>	<b>324.7</b>	<b>338.6</b>	<b>349.8</b>	<b>361.5</b>
사채	36.5	47.5	47.5	47.5	47.5
장기차입금	20.8	58.5	58.5	58.5	58.5
<b>부채총계</b>	<b>952.2</b>	<b>1,198.5</b>	<b>1,256.7</b>	<b>1,292.0</b>	<b>1,331.9</b>
자본금	5.7	5.7	5.7	5.7	5.7
자본잉여금	286.8	28.5	28.5	28.5	28.5
기타포괄이익누계액	21.4	15.6	15.6	15.6	15.6
이익잉여금	267.5	313.1	453.0	620.0	835.8
비지배주주지분	-136.9	-4.0	-53.2	-111.7	-186.6
<b>자본총계</b>	<b>444.3</b>	<b>358.6</b>	<b>449.2</b>	<b>557.8</b>	<b>698.6</b>

### Key Financial Data

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	140,986	156,614	189,668	216,165	244,096
EPS(지배주주)	1,837	5,034	8,390	10,066	12,909
CFPS	11,791	17,550	24,252	23,574	25,334
EBITDAPS	9,860	15,430	24,913	26,037	28,071
BPS	51,203	31,941	44,272	58,988	78,001
DPS	0	500	500	500	500
배당수익률(%)	0.0	0.4	0.4	0.4	0.4
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	40.3	25.1	15.8	13.2	10.3
PCR	6.3	7.2	5.5	5.6	5.2
PSR	0.5	0.8	0.7	0.6	0.5
PBR	1.4	4.0	3.0	2.2	1.7
EBITDA(십억원)	111.9	175.1	282.8	295.5	318.6
EV/EBITDA	10.1	10.5	6.0	4.9	3.7
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	3.6	12.1	22.0	19.5	18.8
EBITDA 이익률	7.0	9.9	13.1	12.0	11.5
부채비율	214.3	334.3	279.7	231.6	190.6
금융비용부담률	1.3	1.8	1.6	1.3	1.0
이자보상배율(X)	2.5	3.6	5.1	6.8	8.8
매출채권회전율(X)	4.9	6.2	7.2	7.0	6.9
재고자산회전율(X)	7.5	8.5	8.9	8.7	8.6

Industry Indepth  
2024. 11. 26

# 한국콜마 161890

## 세계 최대 기초/자외선차단제 ODM기업

### ▲ 생활소비

Analyst 박종대  
02. 6454-4892  
jdpark@meritz.co.kr  
RA

- ✓ 대 미국 중저가 기초 확대 최대 수혜 중
- ✓ 미국/중국/연우 등 실적 텐어라운드 가능성 긍정적
- ✓ 2025년 연결 매출 규모는 2조 7,580억원(YoY 11%), 영업이익은 2,410억원(YoY 17%, OPM 8.7%) 수준이 가능할 전망이다.
- ✓ 적정주가 7만원, 투자의견 '매수'로 커버리지 개시

### Buy (신규)

(20거래일 평균증가  
대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월)	70,000 원
현재주가 (11.25)	54,100 원
상승여력	29.4%
KOSPI	2,534.34pt
시가총액	12,770억원
별행주식수	2,361만주
유동주식비율	73.41%
외국인비중	35.74%
52주 최고/최저가	76,200원/43,500원
평균거래대금	217.3억원

### 주요주주(%)

한국콜마홀딩스 외 23 인	26.59
NIHON KOLMAR	11.77
국민연금공단	11.72
주가상승률(%)	1개월 6개월 12개월
절대주가	-18.5 -0.7 11.8
상대주가	-17.0 5.3 10.1

### 주가그래프



### 대 미국 중저가 기초 확대 최대 수혜 중

한국콜마는 기초 라인에 높은 경쟁력으로 애터미를 비롯 조선미녀, 스킨1004, 메디힐, 아누아 등 한국 화장품 글로벌 모멘텀을 주도하는 주요 업체들에 스킨 제품 공급을 책임지고 있다. 코로나19 전 애터미 비중이 30%에 이르렀으나 고객 다변화로 절반 가까이 내려온 것으로 파악되고 있다. 아울러, 국내 최대 자외선차단제 제조 회사다. 국내 자외선차단제 시장의 70%가 한국콜마에 의해 만들어진다고 보고 있다. 최근 북미 시장에서 자외선차단제 수요 증가는 큰 기회요인이다. 2~3분기 특히 자외선차단제와 기초 라인 가동률 부담이 커거나 11월 1억개(5.3억개)를 늘리면서 향후 실적 가시성과 성장 여력을 높이고 있다.

### 미국/중국/연우 등 실적 텐어라운드 가능성 긍정적

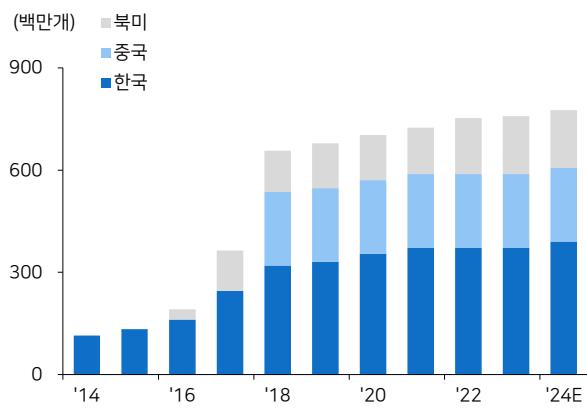
3분기 연결 매출과 영업이익은 각각 전년 동기대비 21%, 75% 증가한 6,270 억원과 550억원을 기록했다. 재고자산충당금 등 일회성 비용 요인을 감안하면, 특히 국내 사업은 높은 실적 개선세를 보였다. 자외선차단제 매출 비중이 높은 사업구조 특성상 일반적으로 3분기가 비수기인데, 수출 수요 증가로 계절성이 완화되고 3분기 매출 규모가 커지고 있다. 다만, 4분기는 자외선차단제 비수기이므로 3분기 대비 매출 규모가 줄어들 수 있다. 4분기 연결 매출과 영업이익은 각각 6,160억원(YoY 12%)과 480억원(YoY 28%, OPM 7.8%) 수준으로 추정한다. 2025년 연결 매출 규모는 2조 7,580억원(YoY 11%), 영업이익은 2,410억원(YoY 17%, OPM 8.7%) 수준이 가능할 전망이다. 연우의 실적 텐어라운드, 중국 경기 회복 가능성, 미국 법인 설비투자 효과는 추가적인 실적 개선 요인이다. 2024년까지 EPS 하락 요인으로 작용했던 종속법인 손상차손은 실적 텐어라운드와 함께 크게 줄어들 것으로 예상한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2022	1,865.7	73.3	-22.0	-961	적전	29,024	-44.3	1.5	17.1	-3.3	99.6
2023	2,155.7	136.1	5.2	227	흑전	28,347	236.2	1.9	12.3	0.8	112.1
2024E	2,477.7	206.6	75.7	3,218	286.8	30,084	16.8	1.8	8.6	11.1	114.8
2025E	2,757.8	240.8	112.7	4,775	47.9	34,259	11.3	1.6	7.9	14.8	106.4
2026E	3,024.9	279.3	142.2	6,025	21.8	39,684	9.0	1.4	7.0	16.3	97.5

### 적정주가 7만원, 투자의견 '매수'로 커버리지 개시

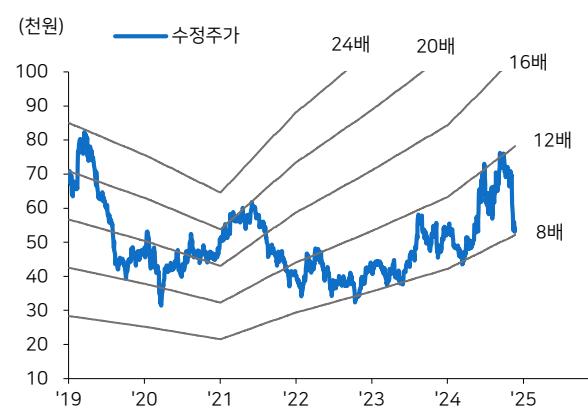
적정주가 7만원은 12MF PER 15배로, 화장품 사업에 적정 PER 20배, HK이노엔에 적정 PER 12배를 적용하여 합한 수치다. 1) 화장품 사업은 자외선차단제와 기초 라인에 차별적 경쟁력이 돋보이고, 2) 미국/중국/연우 등 주요 계열사 실적 턴어라운드 가능성은 실적 개선 여력을 높이고 있다. 3) 자외선차단제의 북미 판매에 다소 우려가 있는 만큼 일정 수준 밸류에이션 할인이 있어야 하지만, 화장품 사업의 2024~27년 연평균 48%의 높은 EPS성장률을 감안하면 PER 20배 적용은 무리가 아니라는 판단이다.

그림30 한국콜마 생산캐파 규모 추이와 전망



자료: 한국콜마, 메리츠증권 리서치센터

그림31 한국콜마 주가와 12M Fwd PER 밴드



자료: QuantWise, 메리츠증권 리서치센터

표18 한국콜마 분기별 실적 전망 (2023~2024년)

(백만원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	2023	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	2024E
<b>매출</b>	<b>487.7</b>	<b>599.7</b>	<b>516.4</b>	<b>551.9</b>	<b>2,155.7</b>	<b>574.8</b>	<b>660.3</b>	<b>626.5</b>	<b>616.1</b>	<b>2,477.7</b>
한국	201.8	254.4	186.1	214.3	856.5	247.8	297.0	273.6	247.0	1,065.4
중국	33.0	56.4	36.1	32.6	158.1	34.6	52.7	36.6	33.0	156.8
북미	18.5	22.6	21.8	20.5	83.4	15.9	26.0	26.7	24.0	92.7
연우	50.5	63.2	61.2	61.6	236.4	67.2	74.0	72.8	72.0	286.0
HK이노엔	184.9	204.4	215.6	224.1	828.9	212.6	219.3	229.5	246.5	907.9
<b>영업이익</b>	<b>12.1</b>	<b>55.7</b>	<b>31.0</b>	<b>37.4</b>	<b>136.1</b>	<b>32.4</b>	<b>71.7</b>	<b>54.5</b>	<b>48.0</b>	<b>206.6</b>
한국	13.5	34.7	13.1	18.4	79.7	22.8	44.2	37.3	29.6	134.0
중국	0.6	9.2	1.7	1.2	12.7	1.8	6.7	1.0	0.5	10.0
북미	-3.9	-1.9	-2.7	-2.9	-11.5	-4.6	-2.2	-5.2	-3.8	-15.8
연우	-2.5	1.2	1.6	0.0	0.4	-0.0	1.2	1.2	1.2	3.6
HK이노엔	5.6	15.3	22.4	21.6	65.0	17.3	24.3	22.2	22.2	86.0
영업이익률(%)	2.5	9.3	6.0	6.8	6.3	5.6	10.9	8.7	7.8	8.3
세전이익	8.5	43.7	26.9	-44.7	34.3	20.2	59.3	35.5	25.5	140.5
세전이익률(%)	1.7	7.3	5.2	-8.1	1.6	3.5	9.0	5.7	4.1	5.7
<b>당기순이익</b>	<b>6.5</b>	<b>42.6</b>	<b>19.8</b>	<b>-43.7</b>	<b>25.1</b>	<b>12.1</b>	<b>45.2</b>	<b>23.6</b>	<b>19.1</b>	<b>99.9</b>
지배주주순이익	5.8	34.8	11.5	-46.9	5.2	6.3	34.9	15.4	19.1	75.7
순이익률(%)	1.2	5.8	2.2	-8.5	0.2	1.1	5.3	2.5	3.1	3.1

자료: 한국콜마, 메리츠증권 리서치센터

표19 한국콜마 연간 실적 전망과 밸류에이션 (2022~2027년)

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E
<b>매출</b>	<b>1,865.7</b>	<b>2,155.7</b>	<b>2,477.7</b>	<b>2,757.8</b>	<b>3,024.9</b>	<b>3,273.3</b>
한국	724.6	856.5	1,065.4	1,246.5	1,416.0	1,570.1
중국	130.7	158.1	156.8	156.8	164.6	172.9
북미	74.1	83.4	92.7	104.1	116.3	129.9
HK이노엔	846.5	828.9	907.9	953.3	1,000.9	1,051.0
연우	105.9	236.4	286.0	331.8	365.0	390.5
<b>영업이익</b>	<b>73.3</b>	<b>136.1</b>	<b>206.6</b>	<b>240.8</b>	<b>279.3</b>	<b>314.1</b>
한국	69.1	79.7	134.0	153.3	175.6	196.3
중국	-12.7	12.7	10.0	11.0	12.3	13.8
북미	-14.5	-11.5	-15.8	-12.3	-7.6	-4.6
HK이노엔	52.5	65.0	86.0	90.6	95.1	99.8
연우	-5.4	0.4	3.6	8.3	14.6	19.5
세전이익	17.0	34.3	140.5	207.7	252.0	292.0
<b>당기순이익</b>	<b>-4.1</b>	<b>25.1</b>	<b>99.9</b>	<b>148.4</b>	<b>180.7</b>	<b>210.2</b>
화장품사업	-42.2	-21.9	42.5	85.8	113.2	137.8
HK이노엔	38.1	47.1	57.4	62.5	67.5	72.5
지배주주순이익	-22.0	5.2	75.7	112.7	142.2	168.9
적정시가총액	1,258	1,384	1,523	1,675	1,843	2,027
주식수(천주)	23,605	23,605	23,605	23,606	23,607	23,608
<b>적정주가(원)</b>	<b>53,312</b>	<b>58,644</b>	<b>64,508</b>	<b>70,959</b>	<b>78,055</b>	<b>85,860</b>
적정PER(배)	N/A	266.6	20.1	14.9	13.0	12.0
EPS(원)	N/A	220	3,206	4,775	6,024	7,155
영업이익률(%)	3.9	6.3	8.3	8.7	9.2	9.6
매출 (YoY,%)	17.6	15.5	14.9	11.3	9.7	8.2
영업이익 (YoY,%)	-13.0	85.8	51.8	16.6	16.0	12.5
순이익 (YoY,%)	-161.4	-123.6	1,357.6	48.9	26.2	18.8

자료: 한국콜마, 메리츠증권 리서치센터

표20 한국콜마 적정주가 산출

구분	2024E	2025E	비고
<b>화장품 사업가치(A)</b>	<b>851</b>	<b>1,717</b>	
당기순익	43	86	
적정PER	20.0	20.0	적정 PER 20배
<b>HK이노엔(B)</b>	<b>296</b>	<b>323</b>	<b>지분율 43%</b>
당기순익	57	63	
적정PER(배)	12	12	적정 PER 12배
<b>적정시가총액(A+B)</b>	<b>866</b>	<b>1,733</b>	
발행주식수(천주)	23,605	23,605	
적정주가(원)	36,674	73,414	
<b>적정주가II(원)</b>		<b>70,352</b>	

자료: 메리츠증권 리서치센터

## 한국콜마 (161890)

### Income Statement

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>매출액</b>	<b>1,865.7</b>	<b>2,155.7</b>	<b>2,477.7</b>	<b>2,757.8</b>	<b>3,024.9</b>
매출액증가율(%)	17.6	15.5	14.9	11.3	9.7
매출원가	1,396.9	1,577.6	1,771.2	1,965.6	2,149.5
매출총이익	468.8	578.1	706.5	792.3	875.5
판매관리비	395.6	442.0	499.8	551.4	596.2
<b>영업이익</b>	<b>73.3</b>	<b>136.1</b>	<b>206.6</b>	<b>240.8</b>	<b>279.3</b>
영업이익률(%)	3.9	6.3	8.3	8.7	9.2
금융손익	-24.4	-34.9	-8.6	-7.1	-5.9
종속/관계기업손익	-1.2	3.3	13.2	13.2	13.2
기타영업외손익	-30.8	-70.2	-44.2	-39.2	-34.6
세전계속사업이익	17.0	34.3	140.5	207.7	252.0
법인세비용	21.1	9.2	40.6	59.4	71.3
<b>당기순이익</b>	<b>-4.1</b>	<b>25.1</b>	<b>99.9</b>	<b>148.4</b>	<b>180.7</b>
지배주주지분 순이익	-22.0	5.2	75.7	112.7	142.2

### Statement of Cash Flow

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>90.8</b>	<b>112.2</b>	<b>189.8</b>	<b>214.6</b>	<b>227.8</b>
당기순이익(손실)	-4.1	25.1	99.9	148.4	180.7
유형자산상각비	61.6	72.7	106.1	79.6	59.7
무형자산상각비	13.9	21.1	3.4	3.4	3.3
운전자본의 증감	-32.3	-76.2	-19.6	-16.7	-15.9
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-145.3</b>	<b>-155.7</b>	<b>-18.3</b>	<b>-16.0</b>	<b>-15.2</b>
유형자산의증가(CAPEX)	-37.8	-106.8	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-9.1	-13.6	-3.7	-3.2	-3.1
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>82.0</b>	<b>-8.4</b>	<b>50.2</b>	<b>-62.1</b>	<b>-57.2</b>
차입금의 증감	158.1	35.5	64.0	-48.0	-43.1
자본의 증가	-2.2	-2.2	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	28.9	-49.2	221.7	136.5	155.3
기초현금	191.2	220.1	170.8	392.6	529.1
기말현금	220.1	170.8	392.6	529.1	684.4

### Balance Sheet

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>유동자산</b>	<b>816.3</b>	<b>898.4</b>	<b>1,226.7</b>	<b>1,456.0</b>	<b>1,699.7</b>
현금및현금성자산	220.1	170.8	392.6	529.1	684.4
매출채권	258.8	318.1	365.6	406.9	446.4
재고자산	239.4	280.9	322.9	359.4	394.2
<b>비유동자산</b>	<b>2,117.0</b>	<b>2,111.1</b>	<b>2,005.3</b>	<b>1,925.6</b>	<b>1,865.6</b>
유형자산	608.9	660.4	554.3	474.7	415.1
무형자산	1,301.8	1,271.0	1,267.6	1,264.2	1,260.9
투자자산	39.9	53.5	57.2	60.4	63.5
<b>자산총계</b>	<b>2,933.3</b>	<b>3,009.4</b>	<b>3,232.0</b>	<b>3,381.5</b>	<b>3,565.3</b>
<b>유동부채</b>	<b>868.1</b>	<b>1,283.7</b>	<b>1,411.8</b>	<b>1,419.7</b>	<b>1,429.9</b>
매입채무	160.2	190.5	218.9	243.7	267.3
단기차입금	311.7	400.0	400.0	400.0	400.0
유동성장기부채	207.6	438.4	500.0	450.0	405.0
<b>비유동부채</b>	<b>595.7</b>	<b>307.1</b>	<b>315.8</b>	<b>323.3</b>	<b>330.4</b>
사채	299.5	59.9	59.9	59.9	59.9
장기차입금	193.6	138.5	138.5	138.5	138.5
<b>부채총계</b>	<b>1,463.8</b>	<b>1,590.8</b>	<b>1,727.6</b>	<b>1,743.0</b>	<b>1,760.3</b>
자본금	11.4	11.4	11.4	11.4	11.4
자본잉여금	264.5	262.3	262.3	262.3	262.3
기타포괄이익누계액	4.1	6.8	6.8	6.8	6.8
이익잉여금	383.7	367.6	429.1	527.7	655.7
비지배주주지분	805.4	770.0	794.2	829.9	868.3
<b>자본총계</b>	<b>1,469.5</b>	<b>1,418.6</b>	<b>1,504.4</b>	<b>1,638.5</b>	<b>1,805.1</b>

### Key Financial Data

(원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	81,540	94,212	105,362	116,832	128,147
EPS(지배주주)	-961	227	3,218	4,775	6,025
CFPS	7,905	10,688	12,128	13,585	14,342
EBITDAPS	6,499	10,046	13,444	13,717	14,500
BPS	29,024	28,347	30,084	34,259	39,684
DPS	500	600	600	600	600
배당수익률(%)	1.2	1.1	1.1	1.1	1.1
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	-44.3	236.2	16.8	11.3	9.0
PCR	5.4	5.0	4.5	4.0	3.8
PSR	0.5	0.6	0.5	0.5	0.4
PBR	1.5	1.9	1.8	1.6	1.4
EBITDA(십억원)	148.7	229.9	316.2	323.8	342.3
EV/EBITDA	17.1	12.3	8.6	7.9	7.0
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	-3.3	0.8	11.1	14.8	16.3
EBITDA 이익률	8.0	10.7	12.8	11.7	11.3
부채비율	99.6	112.1	114.8	106.4	97.5
금융비용부담률	1.8	2.1	1.9	1.7	1.5
이자보상배율(X)	2.2	3.0	4.4	5.1	6.1
매출채권회전율(X)	7.7	7.5	7.2	7.1	7.1
재고자산회전율(X)	8.3	8.3	8.2	8.1	8.0

Industry Indepth  
2024. 11. 26

# 펌텍코리아 251970

## 국내 화장품 용기 독보적 1위로 도약 중

### ▲ 생활소비

Analyst 박종대  
02. 6454-4892  
jdpark@meritz.co.kr

- ✓ 높은 인디 브랜드와 프리몰드 비중 성장성/수익성 개선 요인
- ✓ 투브 사업 신규 성장 동력으로 작용 중
- ✓ 4분기 매출과 영업이익은 842억원(YoY 16%)과 115억원(YoY 39%, OPM 13.6%) 수준이 가능할 전망이다.
- ✓ 적정주가 4.7만원, 투자의견 '매수'로 커버리지

### Buy (신규)

(20거래일 평균증가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월)	<b>47,000 원</b>
현재주가 (11.25)	<b>33,450 원</b>
상승여력	<b>40.5%</b>
KOSDAQ	696.83pt
시가총액	4,148억원
발행주식수	1,240만주
유동주식비율	39.33%
외국인비중	7.93%
52주 최고/최저가	50,400원/21,600원
평균거래대금	42.8억원

### 주요주주(%)

이도훈 외 5 인	59.98
브이아이피자산운용	8.60

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-0.7	10.2	28.2
상대주가	3.6	32.8	49.9

### 주가그래프



### 높은 인디 브랜드와 프리몰드 비중 성장성/수익성 개선 요인

펌텍코리아는 국내 최대 화장품 용기 업체로 한국 화장품 글로벌 확장의 최대 수혜 업체 가운데 하나다. 2021년 이후 인디 브랜드 영업을 본격화하면서 고객사가 빠르게 증가하고 있다. 애초 비중국/인디브랜드 매출 비중이 높았던 사업구조와 투브 경쟁력 덕분에 최근 K-뷰티 확산 수혜를 톡톡히 보고 있다. 2023년에는 연우를 제치고 확고한 국내 화장품용기 1위 업체로 올라섰다. 국내외 최초 에어리스 콤팩트, 선스틱, 에코(페이퍼)투브 등을 개발하여 시장을 선도하였고, 용기 매출의 74%를 자체모델금형(Free mold) 기반하고 있어 빠른 속도와 수익성 개선 핵심 요인이 되고 있다.

### 투브 사업 신규 성장 동력으로 작용 중

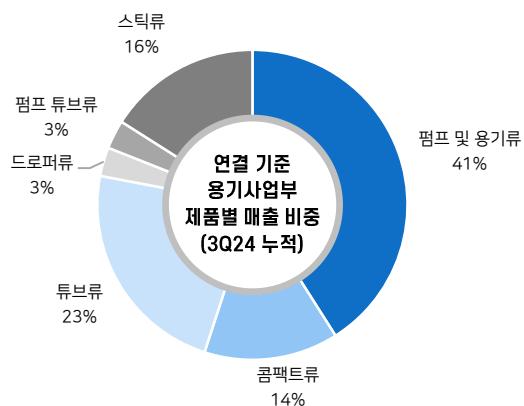
3분기 매출과 영업이익은 각각 전년 동기대비 20%, 36% 증가한 852억 원과 126억원을 기록했다. 2024년 하반기부터 인디 브랜드뿐 아니라 아모레퍼시픽과 LG생활건강 Big 2 매출이 회복되고 있는 점이 고무적이다. 2025년 4공장 가동시 매출 증대 효과가 클 것으로 기대한다. 최근에는 화장품 용 투브 수요가 크게 늘어나면서 자회사(지분율 47%) 부국티엔씨 매출(2023년 매출 647억원, YoY 23%)도 급증하고 있다. 국내 최대 투브 용기 전문 업체의 위엄이 새삼 화장품 시장에서 부각되고 있는 것이다. 4분기 매출과 영업이익은 842억원(YoY 16%)과 115억원(YoY 39%, OPM 13.6%) 수준이 가능할 전망이다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2022	236.6	26.5	19.1	1,543	1.6	16,976	10.7	1.0	4.5	9.5	23.5
2023	284.5	35.3	27.0	2,177	45.4	19,203	11.0	1.2	5.4	12.0	23.8
2024E	331.8	47.0	29.7	2,394	19.8	21,217	14.0	1.6	4.9	11.8	23.5
2025E	373.2	53.0	36.5	2,940	22.8	23,777	11.4	1.4	4.2	13.1	22.9
2026E	413.0	60.0	41.1	3,314	12.7	26,711	10.1	1.3	3.4	13.1	22.0

### 적정주가 4.7만원, 투자의견 '매수'로 커버리지

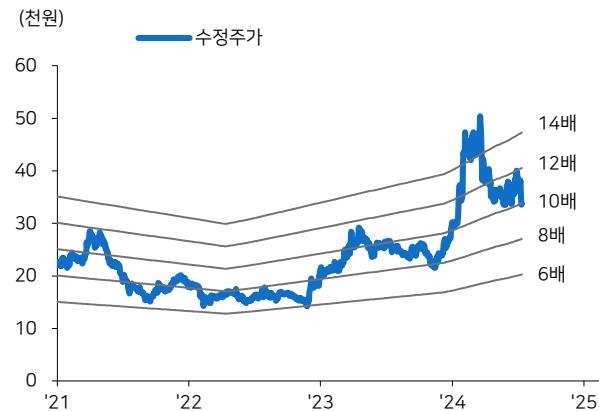
적정주가 4.7만원은 12MF PER 14배 수준이다. 1) 국내 화장품 용기 시장 1위 기업으로 기술적 우위와 높은 진입장벽은 벨류에이션 프리미엄 요인이고, 2) 튜브 사업 확대와 2025년 4공장 증설 등은 실적 개선 가능성과 여력을 높이는 요인이다. 3) 2024~27년 연평균 EPS 성장을 15%를 현재 주가는 12MF PER 10배로 저평가 상태다. 중국산 용기의 국내 진출이 증가하고 있으나, 국내 용기 시장의 캐파 부족 때문에 발생한 현상으로 위협이 될 사안은 아니다. 더구나, 미국이 화장품 수입 상품에 대해 중국산 부자재 사용에 제약을 가할 경우 우려는 더 완화된다.

그림32 펌텍코리아 용기사업 제품별 매출 비중



자료: 펌텍코리아, 츠증권 리서치센터

그림33 펌텍코리아 주가와 12M Fwd PER 밴드



자료: QuantWise, 메리츠증권 리서치센터

표21 펌텍코리아 분기별 실적 전망

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	2023	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	2024E
<b>매출</b>	<b>64.8</b>	<b>75.8</b>	<b>71.1</b>	<b>72.7</b>	<b>284.5</b>	<b>76.9</b>	<b>85.5</b>	<b>85.2</b>	<b>84.2</b>	<b>331.8</b>
펌텍코리아	47.4	56.2	54.3	54.6	212.6	57.2	62.7	64.3	63.3	247.6
부국티엔씨	15.4	17.8	15.4	16.1	64.7	17.9	21.2	19.4	18.5	77.0
<b>영업이익</b>	<b>7.5</b>	<b>10.4</b>	<b>9.3</b>	<b>8.2</b>	<b>35.3</b>	<b>10.2</b>	<b>12.7</b>	<b>12.6</b>	<b>11.5</b>	<b>47.0</b>
펌텍코리아	6.3	8.6	8.3	7.6	30.8	8.5	9.4	9.4	8.5	35.7
부국티엔씨	1.1	1.9	1.5	1.9	6.4	2.3	3.7	3.5	3.1	12.7
영업이익률(%)	11.5	13.6	13.0	11.3	12.4	13.3	14.9	14.8	13.6	14.2
세전이익	8.9	10.6	10.2	7.6	37.4	11.0	9.7	13.2	12.1	46.0
세전이익률(%)	13.8	14.0	14.4	10.5	13.2	14.3	11.3	15.5	0.0	13.9
<b>순이익</b>	<b>7.1</b>	<b>8.2</b>	<b>7.9</b>	<b>5.9</b>	<b>29.1</b>	<b>8.4</b>	<b>7.2</b>	<b>10.1</b>	<b>9.2</b>	<b>34.9</b>
순이익률(%)	10.9	10.8	11.1	8.1	10.2	10.9	8.5	11.8	0.0	10.5
매출(YoY, %)	11.2	22.5	18.9	28.4	20.2	18.6	12.7	19.9	15.8	16.6
영업이익(YoY, %)	21.4	36.7	23.6	55.9	33.3	36.9	23.0	36.1	39.5	33.2
세전이익(YoY, %)	40.5	33.4	19.5	241.9	49.0	23.3	-9.0	29.1	57.9	22.8
순이익(YoY, %)	39.3	24.5	12.7	342.3	45.4	18.3	-11.7	27.4	55.3	19.8

자료: 펌텍코리아, 메리츠증권 리서치센터

표22 펌텍코리아 연간 실적 전망과 벨류에이션

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E
<b>매출</b>	<b>236.6</b>	<b>284.5</b>	<b>331.8</b>	<b>373.2</b>	<b>413.0</b>	<b>452.2</b>
펌텍코리아	173.1	212.6	247.6	279.8	310.5	341.6
부국티엔씨	52.7	64.7	77.0	87.0	96.6	105.2
<b>영업이익</b>	<b>26.5</b>	<b>35.3</b>	<b>47.0</b>	<b>53.0</b>	<b>60.0</b>	<b>66.4</b>
펌텍코리아	25.3	30.8	35.7	39.7	45.0	49.9
부국티엔씨	2.3	6.4	12.7	14.2	15.6	16.9
세전이익	25.1	37.4	46.0	56.5	63.6	70.1
<b>순이익</b>	<b>20.0</b>	<b>29.1</b>	<b>34.9</b>	<b>42.9</b>	<b>48.3</b>	<b>53.2</b>
적정시가총액	280	408	489	600	676	745
주식수(천주)	12,400	12,400	12,400	12,400	12,400	12,400
<b>적정주가(원)</b>	<b>22,619</b>	<b>32,886</b>	<b>39,404</b>	<b>48,395</b>	<b>54,545</b>	<b>60,074</b>
적정PER	14.0	14.0	14.0	14.0	14.0	14.0
EPS	1,616	2,349	2,815	3,457	3,896	4,291
영업이익률(%)	11.2	12.4	14.2	14.2	14.5	14.7
매출 (YoY, %)	6.6	20.2	16.6	12.5	10.7	9.5
영업이익 (YoY, %)	1.5	33.3	33.2	12.7	13.3	10.6
당기순이익 (YoY, %)	1.5	45.4	19.8	22.8	12.7	10.1

자료: 펌텍코리아, 메리츠증권 리서치센터

## 펌텍코리아 (251970)

### Income Statement

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>매출액</b>	<b>236.6</b>	<b>284.5</b>	<b>331.8</b>	<b>373.2</b>	<b>413.0</b>
매출액증가율(%)	6.6	20.2	16.6	12.5	10.7
매출원가	187.8	223.4	258.4	291.8	322.5
매출총이익	48.8	61.0	73.4	81.4	90.4
판매관리비	22.4	25.8	26.4	28.4	30.4
<b>영업이익</b>	<b>26.5</b>	<b>35.3</b>	<b>47.0</b>	<b>53.0</b>	<b>60.0</b>
영업이익률(%)	11.2	12.4	14.2	14.2	14.5
금융손익	1.0	3.3	2.5	2.6	2.7
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-2.4	-1.1	-3.5	0.0	0.0
세전계속사업이익	25.1	37.4	46.0	55.6	62.7
법인세비용	5.1	8.3	11.1	13.4	15.1
<b>당기순이익</b>	<b>20.0</b>	<b>29.1</b>	<b>34.9</b>	<b>42.9</b>	<b>48.3</b>
지배주주지분 순이익	19.1	27.0	29.7	36.5	41.1

### Statement of Cash Flow

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>29.4</b>	<b>38.5</b>	<b>51.9</b>	<b>55.3</b>	<b>57.2</b>
당기순이익(손실)	20.0	29.1	34.9	42.9	48.3
유형자산상각비	9.2	10.1	19.4	14.5	10.9
무형자산상각비	0.8	1.4	0.6	0.5	0.5
운전자본의 증감	-5.8	-8.2	-3.0	-2.6	-2.5
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-12.9</b>	<b>-38.3</b>	<b>-11.3</b>	<b>-9.9</b>	<b>-9.5</b>
유형자산의증가(CAPEX)	-8.3	-28.1	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	1.8	-1.7	-0.6	-0.5	-0.5
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>-7.8</b>	<b>0.3</b>	<b>-6.2</b>	<b>-4.7</b>	<b>-4.7</b>
차입금의 증감	-3.3	-1.7	-1.5	0.0	0.0
자본의 증가	0.0	1.4	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	8.4	0.4	34.4	40.7	43.0
기초현금	17.5	26.0	26.3	60.7	101.5
기말현금	26.0	26.3	60.7	101.5	144.4

### Balance Sheet

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>유동자산</b>	<b>160.6</b>	<b>179.4</b>	<b>235.2</b>	<b>294.7</b>	<b>355.7</b>
현금및현금성자산	26.0	26.3	60.7	101.5	144.5
매출채권	32.4	44.4	51.8	58.3	64.5
재고자산	15.0	15.9	18.5	20.8	23.0
<b>비유동자산</b>	<b>157.6</b>	<b>176.7</b>	<b>157.3</b>	<b>142.8</b>	<b>131.9</b>
유형자산	122.7	139.3	119.9	105.4	94.5
무형자산	15.4	12.7	12.1	11.6	11.2
투자자산	3.4	5.1	5.7	6.2	6.7
<b>자산총계</b>	<b>318.2</b>	<b>356.1</b>	<b>392.6</b>	<b>437.5</b>	<b>487.6</b>
<b>유동부채</b>	<b>55.1</b>	<b>63.9</b>	<b>69.9</b>	<b>76.4</b>	<b>82.6</b>
매입채무	20.8	26.2	30.5	34.3	38.0
단기차입금	16.5	17.9	17.9	17.9	17.9
유동성장기부채	3.0	1.5	0.0	0.0	0.0
<b>비유동부채</b>	<b>5.4</b>	<b>4.5</b>	<b>4.8</b>	<b>5.1</b>	<b>5.3</b>
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	3.7	2.1	2.1	2.1	2.1
<b>부채총계</b>	<b>60.5</b>	<b>68.4</b>	<b>74.7</b>	<b>81.5</b>	<b>87.9</b>
자본금	6.2	6.2	6.2	6.2	6.2
자본잉여금	55.0	56.4	56.4	56.4	56.4
기타포괄이익누계액	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	154.3	175.5	200.5	232.3	268.7
비지배주주지분	47.3	49.6	54.8	61.2	68.4
<b>자본총계</b>	<b>257.8</b>	<b>287.7</b>	<b>317.9</b>	<b>356.0</b>	<b>399.6</b>

### Key Financial Data

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	19,084	22,942	26,759	30,097	33,303
EPS(지배주주)	1,543	2,177	2,394	2,940	3,314
CFPS	3,271	4,139	4,961	5,262	5,385
EBITDAPS	2,945	3,774	5,401	5,486	5,759
BPS	16,976	19,203	21,217	23,777	26,711
DPS	360	380	380	380	380
배당수익률(%)	2.2	1.6	1.1	1.1	1.1
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	10.7	11.0	14.0	11.4	10.1
PCR	5.0	5.8	6.7	6.4	6.2
PSR	0.9	1.0	1.3	1.1	1.0
PBR	1.0	1.2	1.6	1.4	1.3
EBITDA(십억원)	36.5	46.8	67.0	68.0	71.4
EV/EBITDA	4.5	5.4	4.9	4.2	3.4
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	9.5	12.0	11.8	13.1	13.1
EBITDA 이익률	15.4	16.5	20.2	18.2	17.3
부채비율	23.5	23.8	23.5	22.9	22.0
금융비용부담률	0.3	0.3	0.3	0.2	0.2
이자보상배율(X)	39.4	37.6	53.8	62.7	71.1
매출채권회전율(X)	7.4	7.4	6.9	6.8	6.7
재고자산회전율(X)	17.2	18.4	19.3	19.0	18.8

**Compliance Notice**

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

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

**투자등급 관련사항** (2023년 8월 4일부터 기준 변경 시행)

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

**투자의견 비율**

투자의견	비율
매수	86.0%
중립	14.0%
매도	0.0%

2024년 9월 30일 기준으로  
최근 1년간 금융투자상품에 대하여  
공표한 최근일 투자등급의 비율

**코스맥스 (192820) 투자등급변경 내용**

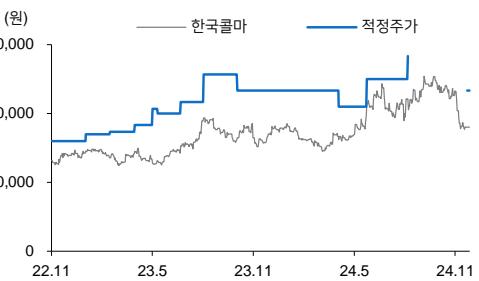
\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2022.11.15	기업브리프	Buy	70,000	하누리	-4.8	8.3	
2023.01.16	기업브리프	Buy	83,000	하누리	-4.2	3.4	
2023.03.10	기업브리프	Buy	98,000	하누리	-19.2	-17.1	
2023.04.13	기업브리프	Buy	100,000	하누리	-22.4	-14.3	
2023.05.15	기업브리프	Buy	140,000	하누리	-36.9	-32.7	
2023.07.04	기업브리프	Buy	150,000	하누리	-34.5	-17.5	
2023.08.11	기업브리프	Buy	200,000	하누리	-37.6	-23.3	
2024.03.08	기업브리프	Buy	165,000	하누리	-29.9	-21.2	
2024.04.12	기업브리프	Buy	160,000	하누리	-14.5	-1.4	
2024.05.14	기업브리프	Buy	190,000	하누리	-12.7	-9.3	
2024.05.31	산업분석	Buy	230,000	하누리	-34.5	-14.0	
2024.10.14			Univ Out				
2024.11.26	산업분석	Buy	195,000	박종대	-	-	

## 한국콜마 (161890) 투자등급변경 내용

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2022.11.14	기업브리프	Buy	48,000	하누리	-14.4	-8.1	
2023.01.16	기업브리프	Buy	51,000	하누리	-15.1	-12.8	
2023.02.28	기업브리프	Buy	52,000	하누리	-22.4	-18.4	
2023.04.13	기업브리프	Buy	55,000	하누리	-25.1	-18.5	
2023.05.15	기업브리프	Buy	62,000	하누리	-38.3	-36.5	
2023.05.24	Indepth	Buy	60,000	하누리	-30.5	-26.2	
2023.07.04	기업브리프	Buy	65,000	하누리	-26.4	-12.6	
2023.08.14	기업브리프	Buy	77,000	하누리	-30.9	-24.5	
2023.10.13	기업브리프	Buy	70,000	하누리	-28.5	-20.4	
2024.04.11	기업브리프	Buy	63,000	하누리	-17.8	-6.3	
2024.05.31	산업분석	Buy	75,000	하누리	-14.8	-2.7	
2024.08.12	기업브리프	Buy	85,000	하누리	-18.0	-10.4	
2024.10.14				Univ Out			
2024.11.26	산업분석	Buy	70,000	박종대	-	-	



## 펌텍코리아 (251970) 투자등급변경 내용

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2024.11.26	산업분석	Buy	47,000	박종대	-	-	

