

Overweight  
(Maintain)화장품/섬유의복  
Analyst 조소정  
sojcho@kiwoom.com

## 화장품

## 화장품 3Q24 Preview: 수출 수혜를 보는 업체에게 주목



3Q도 수출이 견조했지만, 이제 해외 비중국 채널 시장도 경쟁 강도가 확대되고 있는 것으로 파악된다. 이에 브랜드사보다는 아직 성장성이 돋보이는 ODM업체를 선호한다. 최선후주는 한국콜마, 관심종목은 코스메카코리아와 씨앤씨인터내셔널이다. 세 업체 모두 해외 수출 물량에 대한 수요 증가로 수주가 활발한 가운데, 한국콜마는 기저효과가 기대되기 최선후주로 제시한다.

## &gt;&gt;&gt; 3Q에도 견조했던 수출

3분기 화장품 수출은 +19% YoY 성장, 비중국 채널이 성장을 견인했다. (중국 향 -17%, 비중국향 +40%). 국가별 YoY 성장률을 살펴보면, 미국 +51%, 일본 +39%, 유럽 (프/독/영/네) +28%, 동남아 (말레/타이/베트남/인니) +11%를 기록했다.

## &gt;&gt;&gt; 해외 비중국도 이제 경쟁이 치열해진다, ODM 선호

3분기 화장품 브랜드사들의 실적은 시장 예상치를 하회할 것으로 예상한다. 3분기 화장품 수출 트렌드는 견조했으나, 1) 아직 중국 시장에 대한 노출도가 높은 업체들의 실적 부진, 2) 해외 비중국 채널 내 브랜드사 간 경쟁 확대 현상에 기인한다.

반면 ODM 업체들의 실적 아웃퍼퓸은 현재 진행중이다. 치열해지고 있는 경쟁에도 불구하고 성장 모멘텀을 유지하고 있는 고객사들의 발주가 견조한 덕분이다 (아누아, 스킨천사, 조선미녀 등). 해당 고객사들의 생산을 책임지고 있는 국내 법인들이 실적 성장을 견인할 것으로 예상하며, 수출 물량 증가에 따른 매출 증가와 영업 레버리지 효과 가시화로 수익성 개선이 기대된다.

## &gt;&gt;&gt; 최선후주 한국콜마

Top Pick은 한국콜마, 관심종목은 코스메카코리아, 씨앤씨인터내셔널이다. 한국콜마와 코스메카코리아는 국내 고객사들의 해외 수출 확대로 수주가 크게 늘 것으로 기대되고, 씨앤씨인터내셔널은 미국 현지 고객사들의 수주가 늘어날 예정이다. 그 중에서도 한국콜마는 작년 EBITDA로 기저가 낮아 국내 이익 성장이 가장 클 것으로 기대되기에 최선후주로 제시한다.

## Compliance Notice

- 당사는 10월 14일 현재 상기에 언급된 종목들의 발행주식 을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상 에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영 하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

## 화장품 ODM 주요 기업 3Q24 실적 비교

(십억 원)	3Q24			YoY			컨센서스			차이		
	매출	OP	OPM	매출	OP	OPM	매출	OP	OPM	매출	OP	OPM
아모레퍼시픽	931.4	36.2	3.9%	5%	109%	1.9%	975.4	43.0	4.4%	-5%	-16%	-0.5%
LG 생활건강	1712.5	134.6	7.9%	-2%	5%	0.5%	1,732.0	153.8	8.9%	-1%	-12%	-1.0%
클리오	89.7	8.9	9.9%	6%	-15%	-2.5%	103.3	12.9	12.5%	-13%	-31%	-2.6%
코스맥스	522.3	40.8	7.8%	14%	23%	0.5%	528.1	43.1	8.2%	-1%	-5%	-0.3%
한국콜마	615.9	60.2	9.8%	19%	94%	3.8%	623.4	57.3	9.2%	-1%	5%	0.6%
코스메카코리아	135.6	18.0	13.3%	16%	31%	1.5%	142.9	19.0	13.3%	-5%	-5%	0.0%
씨앤파인더내셔널	88.3	14.2	16.1%	64%	109%	3.5%	86.6	13.4	15.5%	2%	6%	0.6%

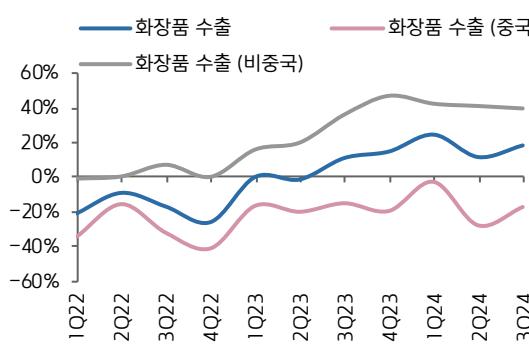
자료: FnGuide, 키움증권리서치

## 화장품ODM 주요 기업 연간 실적 비교

십억원, 배		키움증권			컨센서스			차이			PER
		매출	OP	OPM	매출	OP	OPM	매출	OP	OPM	
아모레	24	3856.5	203.7	5.3%	3,861.8	210.0	5.4%	-0.1%	-3.0%	-0.2%	12.5
퍼시픽	25	4423.4	451.8	10.2%	4,374.1	451.8	10.3%	1.1%	0.0%	-0.1%	22.7
LG	24	6793.2	541.2	8.0%	6,881.7	565.5	8.2%	-1.3%	-4.3%	-0.3%	18.4
생활건강	25	7049.2	667.4	9.5%	7,133.4	624.5	8.8%	-1.2%	6.9%	0.7%	16.5
클리오	24	373.6	38.7	10.4%	398.2	45.4	11.4%	-6.2%	-14.8%	-1.0%	12.3
	25	444.5	58.7	13.2%	454.7	54.8	12.1%	-2.2%	7.1%	1.2%	10.9
코스맥스	24	2,088.0	166.9	8.0%	2,124.4	172.9	8.1%	-1.7%	-3.5%	-0.1%	13.7
	25	2,321.4	201.2	8.7%	2,411.8	209.9	8.7%	-3.7%	-4.1%	0.0%	10.8
한국콜마	24	2,484.6	223.5	9.0%	2,480.4	218.8	8.8%	0.2%	2.1%	0.2%	17.3
	25	2,743.7	274.5	10.0%	2,746.5	264.9	9.6%	-0.1%	3.6%	0.4%	12.4
코스메카	24	561.7	71.9	12.8%	573.0	73.0	12.7%	-2.0%	-1.5%	0.1%	20.9
코리아	25	659.0	93.0	14.1%	661.8	92.1	13.9%	-0.4%	1.0%	0.2%	16.9
씨앤파	24	333.0	49.4	14.8%	329.9	49.3	14.9%	0.9%	0.2%	-0.1%	21.4
인터내셔널	25	460.9	72.4	15.7%	422.5	65.0	15.4%	9.1%	11.4%	0.3%	17.0

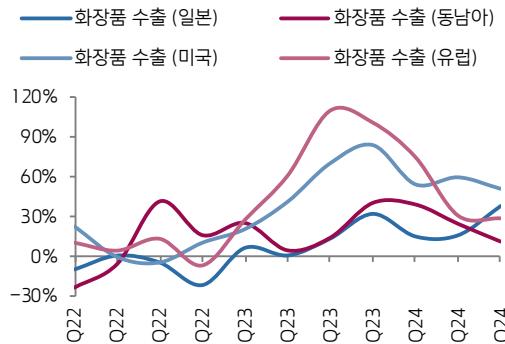
자료: FnGuide, 키움증권리서치

## 국내 화장품 수출 추이 (전체/중국/비중국)



자료: 관세청, 키움증권리서치

## 국내 비중국향 화장품 국가별 수출 추이



자료: 관세청, 키움증권리서치

## 1) 아모레퍼시픽

## 3Q Preview

투자의견 BUY

상향조정,

TP 170,000원

유지

아모레퍼시픽의 3분기 매출액은 9,314억원 (+5% YoY), 영업이익은 362억원 (+110% YoY, OPM 3.9%)으로, 시장예상치를 하회할 전망이다. 코스알엑스 실적의 온기 반영 효과에도 불구하고, 기존 AP 사업의 중국향 채널의 부진이 예상되기 때문이다.

**기준 AP:** 기존 AP사업 매출은 7,634억원 (-14% YoY), 영업손실 75억원 (적자전환)을 예상한다. 서구권 채널의 성장은 긍정적이나, 중국향 채널의 적자가 큰 탓이다.

- 중국향 채널: 면세 채널 매출은 -30% YoY, 중국 법인 매출은 -42% YoY 감소를 예상한다. 면세 채널 매출은 B2B 채널 축소 영향으로 감소할 전망이다. 한편 중국 법인은 온라인 채널 거래 구조 변경 과정에서 브랜드 제품 판매가 축소될 수 밖에 없고, 매출 감소에 따른 고정비 부담 증가와 재고 환입 영향으로 손실이 발생할 것으로 예상한다 (중국 법인 영업손실 약 500억원 전망).

- 서구향 채널: 미국 매출은 +30% YoY, EMEA 매출은 +20% YoY 성장을 기대한다. 두 지역 모두 브랜드 라네즈의 성장 모멘텀이 지속되고 있고, 덕분에 수익성도 두 자리 수 이상을 기대해 볼 수 있을 전망이다.

**코스알엑스:** 코스알엑스 매출은 1,680억원, 영업이익은 437억원 (OPM 26%)을 기록할 전망이다. 아마존 프라임데이 참여, 북미/아세안 지역 내 브랜드 성장 모멘텀이 지속되면서 매출 성장이 유지될 전망이다.

투자의견 BUY, 목표주가 170,000원을 유지한다. 동사는 2분기 실적 발표 이후 중국 채널에 대한 비용 우려로 인해 그동안 투자심리가 축소되었다. 현재 주가는 중국 관련 우려가 기반된 수준이라고 판단하며, 향후 브랜드 라네즈와 코스알엑스의 서구권 채널향 성장 모멘텀을 고려하였을 때, 지금이 매수 타이밍이다. 매수를 추천한다.

## 아모레퍼시픽 연결기준 실적 추이 및 전망

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24E	FY23	FY24E	FY25E
매출 (연결)	913.7	945.4	888.8	926.0	911.5	904.8	931.4	1108.9	3,674	3,857	4,423
YoY	-0%	-4%	+5%	+20%	+21%	+15%	+12%	+11%	-11%	+5%	+15%
영업이익 (연결)	64.4	5.9	17.3	20.7	72.7	4.2	36.2	90.7	108.2	203.7	451.8
YoY	-59%	흑전	-8%	-64%	+13%	-29%	+110%	+339%	-50%	+88%	+122%
OPM	7%	1%	2%	2%	8%	1%	3.9%	8%	3%	5%	10%
지배주주순이익 (연결)	87.3	22.1	28.0	42.7	78.6	531.5	35.3	56.0	180.1	701.4	416.5
YoY	-25%	흑전	+22%	+55%	-11%	+2648%	+32%	+46%	+34%	+289%	-41%
NPM	9.8%	2.0%	3.0%	4.1%	8.8%	58.6%	3.8%	5.0%	5%	18%	9%

자료: 아모레퍼시픽, 키움증권리서치

## 코스알엑스 실적 추이 및 전망

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24E	FY23	FY24E	FY25E
매출 (코스알엑스)	-	-	-	-	-	92.0	168.0	253.2	-	513.2	864.0
YoY	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	68%
영업이익	-	-	-	-	-	27.6	43.7	76.0	-	147.2	259.2
YoY	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	76%
OPM							26%	30%		29%	30%

자료: 아모레퍼시픽, 키움증권리서치

## 아모레퍼시픽 기준사업 실적 추이 및 전망

(십억 원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24E	FY23	FY24E	FY25E
매출 (기준 )	913.7	945.4	888.8	926.0	911.5	812.8	763.4	855.6	3,673.9	3,343.3	3,559.4
국내	552.2	555.0	543.2	560.4	563.6	506.2	477.0	516.8	2,210.8	2,063.6	2,079.6
화장품	552.2	555.0	543.2	560.4	563.6	506.2	477.0	516.8	2,210.8	2,063.6	2,079.6
전통채널	167.1	134.1	108.1	113.0	141.0	117.7	100.4	108.3	522.3	467.5	479.6
면세	80.5	113.8	122.2	134.5	112.7	81.9	85.6	87.4	451.0	367.6	325.6
온라인	176.7	172.1	146.7	168.1	169.1	163.8	156.9	179.9	663.5	669.7	709.2
생활용품	97.1	95.9	97.7	95.7	95.2	88.5	92.8	95.7	386.4	372.2	383.4
해외	344.9	372.3	317.7	356.9	336.8	295.2	286.4	338.8	1,391.8	1,257.2	1,479.9
중국	148.9	156.9	129.9	128.7	118.2	75.9	75.0	113.3	564.4	382.4	518.0
북미	62.8	73.9	70.7	79.4	87.8	121.8	91.9	103.2	286.8	367.9	439.3
매출 (기준 사업)	-22%	-0%	-5%	-15%	-0%	-14%	-14%	-8%	-11%	-9%	+6%
국내	-25%	-12%	-7%	-12%	+2%	-9%	-12%	-8%	-14%	-7%	+1%
화장품	-25%	-14%	-9%	-12%	-1%	-12%	-14%	-9%	-15%	-9%	+2%
전통채널	-6%	-7%	-10%	-7%	-16%	-12%	-7%	-4%	-8%	-10%	+3%
면세	-53%	-19%	-17%	-29%	+40%	-28%	-30%	-35%	-30%	-18%	-11%
온라인	-20%	-25%	-28%	+13%	-4%	-5%	+7%	+7%	-32%	+1%	+6%
생활용품	-23%	-0%	-1%	-8%	-2%	-8%	-5%	+0%	-9%	-4%	+3%
해외	-18%	+25%	-5%	-19%	-2%	-21%	-10%	-5%	-7%	-10%	+18%
중국	-44%	+23%	-15%	-42%	-21%	-52%	-42%	-12%	-27%	-32%	+35%
북미	+81%	+105%	+35%	+37%	+40%	+15%	+30%	+30%	+58%	+28%	+19%
영업이익	64.4	5.9	17.3	20.7	72.7	4.2	-7.5	14.7	108.2	203.7	451.8
국내	37.8	38.6	25.6	54.4	41.1	15.2	27.8	17.8	156.3	101.9	75.5
화장품	34.9	36.8	19.1	52.0	49.1	20.6	26.9	16.8	142.8	113.4	67.8
생활용품	4.4	5.4	-2.7	4.1	1.7	-5.4	0.9	1.0	11.2	-1.8	7.7
해외	26.6	-32.7	-8.3	-33.7	31.6	-11.0	-35.3	-3.1	-48.1	-17.8	117.1
중국(추정)	0.1	-41.4	-21.6	-53.1	-9.5	-42.0	-51.2	-20.7	-115.9	-123.4	41.5
미국(추정)	7.5	3.0	5.7	6.4	10.5	18.3	11.0	12.4	22.5	52.2	52.7
YoY (기준 사업)	-59%	흑전	-8%	-64%	+13%	-30%	+110%	+339%	-50%	+88%	+122%
국내	-66%	+5%	-13%	+36%	+9%	-61%	+9%	-67%	-28%	-35%	-26%
화장품	-67%	-8%	-33%	+36%	+41%	-44%	+41%	-68%	-32%	-21%	-40%
생활용품	-44%	흑전	적전	+128%	-61%	적전	흑전	-77%	+60%	-116%	-522%
해외	-37%	적자	적자	적전	+19%	적자	적자	적자	적전	적자	흑전
중국(추정)	-100%	적자	적자	적전	적전	적자	적자	적자	적자	적자	흑전
미국(추정)	-6%	+3%	-37%	-16%	+40%	+518%	+95%	+95%	-18%	+132%	+1%
OPM	7%	1%	2%	2%	8%	0.5%	-1%	2%	3%	6%	13%
국내	7%	7%	5%	10%	7%	3%	6%	3%	7%	5%	4%
화장품	6%	7%	4%	9%	9%	4.1%	6%	3%	6%	5%	3%
생활용품	5%	6%	-3%	4%	2%	-6%	1%	1%	3%	0%	2%
해외	8%	-9%	-3%	-9%	9%	-4%	-12%	-1%	-3%	-1%	8%
중국(추정)	0%	-26%	-17%	-41%	-8%	-55%	-68%	-18%	-21%	-32%	8%
미국(추정)	12%	4%	8%	8%	12%	15%	12%	12%	8%	14%	12%

자료: 아모레퍼시픽, 키움증권리서치

## 포괄손익계산서

(단위 : 십억원)

12 월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
<b>매출액</b>	4,134.9	3,674.0	3,856.5	4,423.4	4,625.7
매출원가	1,337.5	1,155.1	1,225.4	1,333.8	1,439.9
매출총이익	2,797.4	2,518.9	2,631.1	3,089.6	3,185.8
판관비	2,583.2	2,410.7	2,427.4	2,637.9	2,701.6
<b>영업이익</b>	214.2	108.2	203.8	451.8	484.2
<b>EBITDA</b>	502.9	360.0	443.5	654.4	655.5
<b>영업외손익</b>	10.3	172.5	529.2	81.4	99.7
이자수익	8.9	11.9	18.2	21.4	25.3
이자비용	12.3	16.3	16.3	16.3	16.3
외환관련이익	60.1	31.1	27.6	27.6	27.6
외환관련손실	45.1	24.7	17.8	17.8	17.8
증속 및 관계기업손익	8.9	41.7	18.0	46.0	62.0
기타	-10.2	128.8	499.5	20.5	18.9
<b>법인세차감전이익</b>	224.5	280.6	732.9	533.1	583.9
법인세비용	95.2	106.8	31.1	117.3	128.5
<b>계속사업순손익</b>	129.3	173.9	701.9	415.9	455.5
<b>당기순이익</b>	129.3	173.9	701.9	415.9	455.5
<b>지배주주순이익</b>	134.5	180.1	701.4	416.5	456.2
<b>증감율 및 수익성 (%)</b>					
매출액 증감율	-15.0	-11.1	5.0	14.7	4.6
영업이익 증감율	-37.6	-49.5	88.4	121.7	7.2
EBITDA 증감율	-28.7	-28.4	23.2	47.6	0.2
지배주주순이익 증감율	-30.6	33.9	289.5	-40.6	9.5
EPS 증감율	-30.6	33.9	289.4	-40.6	9.5
매출총이익률(%)	67.7	68.6	68.2	69.8	68.9
영업이익률(%)	5.2	2.9	5.3	10.2	10.5
EBITDA Margin(%)	12.2	9.8	11.5	14.8	14.2
지배주주순이익률(%)	3.3	4.9	18.2	9.4	9.9

## 재무상태표

(단위 : 십억원)

12 월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
<b>유동자산</b>	1,735.0	1,952.2	2,578.6	2,992.3	3,407.5
현금 및 현금성자산	449.6	506.4	974.5	1,133.2	1,339.5
단기금융자산	497.7	589.6	698.4	827.3	980.1
매출채권 및 기타채권	317.5	324.2	340.3	390.4	408.2
재고자산	408.9	394.3	413.9	474.7	496.5
기타유동자산	61.3	137.7	151.5	166.7	183.2
<b>비유동자산</b>	4,066.8	3,934.3	3,694.5	3,491.9	3,320.6
투자자산	299.1	354.9	354.9	354.9	354.9
유형자산	2,475.3	2,441.6	2,201.8	1,999.2	1,827.8
무형자산	357.8	340.7	340.7	340.7	340.7
기타비유동자산	934.6	797.1	797.1	797.1	797.2
<b>자산총계</b>	5,801.8	5,886.5	6,273.2	6,484.2	6,728.0
<b>유동부채</b>	831.1	813.3	793.5	784.9	769.5
매입채무 및 기타채무	394.5	374.1	354.4	345.7	330.3
단기금융부채	292.4	299.5	299.5	299.5	299.5
기타유동부채	144.2	139.7	139.6	139.7	139.7
<b>비유동부채</b>	191.4	200.5	200.5	200.5	200.5
장기금융부채	64.8	50.9	50.9	50.9	50.9
기타비유동부채	126.6	149.6	149.6	149.6	149.6
<b>부채총계</b>	1,022.5	1,013.8	994.1	985.4	970.0
<b>자본지분</b>	4,798.6	4,898.0	5,303.9	5,524.2	5,784.2
자본금	34.5	34.5	34.5	34.5	34.5
자본잉여금	791.6	793.9	793.9	793.9	793.9
기타자본	-18.1	-13.3	-13.3	-13.3	-13.3
기타포괄손익누계액	-19.5	-18.5	-59.0	-99.5	-139.9
이익잉여금	4,010.1	4,101.4	4,547.7	4,808.6	5,109.1
비자본지분	-19.3	-25.3	-24.8	-25.5	-26.2
<b>자본총계</b>	4,779.3	4,872.7	5,279.1	5,498.7	5,758.0

## 현금흐름표

(단위 : 십억원)

12 월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
<b>영업활동 현금흐름</b>	151.0	348.2	624.4	527.3	499.3
당기순이익	129.3	173.9	701.9	415.9	455.5
비현금화목의 가감	497.0	267.4	213.0	259.0	234.9
유형자산감가상각비	288.6	251.8	239.8	202.7	171.3
무형자산감가상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지분법평가손익	-8.9	-44.7	0.0	0.0	0.0
기타	217.3	60.3	-26.8	56.3	63.6
영업활동자산부채증감	-345.1	-35.6	-261.3	-35.4	-71.6
매출채권및기타채권의감소	2.2	-13.0	-16.1	-50.0	-17.9
재고자산의감소	55.2	-10.5	-19.6	-60.8	-21.7
매입채무및기타채무의증가	-53.4	7.3	-19.7	-8.7	-15.4
기타	-349.1	-19.4	-205.9	84.1	-16.6
기타현금흐름	-130.2	-57.5	-29.2	-112.2	-119.5
<b>투자활동 현금흐름</b>	-68.5	-186.2	-0.6	-20.6	-44.4
유형자산의 취득	-99.3	-134.5	0.0	0.0	0.0
유형자산의 처분	4.0	26.6	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-35.5	-38.9	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	112.4	-55.8	0.0	0.0	0.0
단기금융자산의감소(증가)	97.9	-91.9	-108.8	-128.9	-152.7
기타	-148.0	108.3	108.2	108.3	108.3
<b>재무활동 현금흐름</b>	-154.6	-98.6	-134.6	-326.8	-227.5
차입금의 증가(감소)	22.6	20.5	0.0	0.0	0.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	-2.5	-0.3	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-68.1	-47.0	-62.9	-255.0	-155.7
기타	-106.6	-71.8	-71.7	-71.8	-71.8
<b>기타현금흐름</b>	-16.1	-6.7	-21.1	-21.1	-21.1
<b>현금 및 현금성자산의 순증가</b>	-88.1	56.8	468.1	158.7	206.2
기초현금 및 현금성자산	537.7	449.6	506.4	974.5	1,133.2
기말현금 및 현금성자산	449.6	506.4	974.5	1,133.2	1,339.5

## 투자지표

(단위 : 원, %, 배)

12 월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	1,947	2,608	10,157	6,032	6,607
BPS	69,494	70,933	76,811	80,002	83,768
CFPS	9,070	6,391	13,250	9,774	9,998
DPS	680	910	4,200	2,500	2,500
<b>주가배수(배)</b>					
PER	70.6	55.6	12.3	20.8	19.0
PER(최고)	99.1	59.7	19.7		
PER(최저)	44.6	36.0	10.9		
PBR	1.98	2.04	1.63	1.57	1.50
PBR(최고)	2.78	2.20	2.61		
PBR(최저)	1.25	1.32	1.44		
PSR	2.30	2.73	2.24	1.96	1.87
PCFR	15.2	22.7	9.5	12.8	12.5
EV/EBITDA	15.8	22.5	14.4	9.3	8.7
<b>주요비율(%)</b>					
배당성향(%), 보통주, 현금	30.7	30.6	35.0	35.1	32.1
배당수익률(%), 보통주, 현금	0.5	0.6	3.4	2.0	2.0
ROA	2.2	3.0	11.5	6.5	6.9
ROE	2.8	3.7	13.7	7.7	8.1
ROIC	4.9	3.7	5.9	11.0	12.1
매출채권회전율	12.7	11.5	11.6	12.1	11.6
재고자산회전율	9.2	9.1	9.5	10.0	9.5
부채비율	21.4	20.8	18.8	17.9	16.8
순차입금비율	-12.3	-15.3	-25.1	-29.3	-34.2
이자보상배율	17.5	6.6	12.5	27.7	29.7
총차입금	357.2	350.4	350.4	350.4	350.4
순차입금	-590.1	-745.6	-1,322.5	-1,610.2	-1,969.1
NOPLAT	502.9	360.0	443.5	654.4	655.5
FCF	-25.4	195.5	173.6	519.7	477.4

## 2) LG생활건강

## 3Q Preview

투자의견 BUY 유지

TP 470,000원 유지

LG생활건강의 3분기 매출액은 1조 7,139억원 (-2% YoY), 영업이익은 1,346억원 (+5% YoY, OPM 7.9%)으로 시장예상치를 하회할 전망이다. 작년 중국 법인 적자 영향으로 실적 기저가 낮은 편이지만, 중국의 비우호적인 환경 지속과 북미 구조조정 여파로 이익은 소폭 성장에 그칠 전망이다.

**화장품:** 화장품 사업 매출은 6,650억원 (-1% YoY, -12% QoQ), 영업이익은 360억원 (+350% YoY, -50% QoQ, OPM 5.4%)을 기록할 전망이다. 작년 중국 법인 적자 영향으로 기저 효과로 이익 성장은 클 것으로 예상되나, 면세와 중국 법인의 비우호적인 영업환경 지속으로 전 분기 대비 매출과 이익은 축소될 수 밖에 없다.

**생활용품/음료:** 생활용품 사업 매출은 5,416억원 (-5% YoY), 음료 사업 매출은 1,352억원 (Flat YoY)를 기록할 전망이다. 생활용품은 사업은 북미 사업 축소 영향으로, 음료 사업은 내수 채널 부진 영향으로 매출 감소가 예상된다.

향후 중국의 경기 부양 정책은 동사에 대한 투자심리를 개선하는데 긍정적이나, 실적에 어떤 영향을 미칠지는 고민해볼 필요가 있다. 내수 소비 회복의 시기나 반등 폭이 관건인데, 부양 정책의 효과가 내수 회복으로 언제부터 반영될지 아직 미지수고, 설령 효과가 가시화된다고 하더라도 현재 글로벌 화장품 소비 트렌드가 클린 뷰티, 더마 코스메틱, 중저가 등을 중심으로 형성되고 있는 상황이기 때문에 이전만큼의 실적 수준을 기대하기 어려울 수도 있다. 그래도 동사는 중국향 비중이 높은 업체고, 향후 중국의 부양 정책이 구체화될 경우 동사에 대한 시장 내 관심이 확대될 것으로 예상되기 때문에 투자심리가 개선될 여지는 충분하다. 당분간 지켜보자.

## LG생활건강 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24P	3Q24E	4Q24E	FY23	FY24E	FY25E	
<b>매출</b> (연결)	1,683.7	1,807.7	1,746.2	1,567.2	1,728.7	1,759.7	1,712.5	1,592.3	6,804.8	6,793.2	7,049.2	
화장품	701.5	780.0	670.2	663.5	740.9	759.6	665.0	684.6	2,815.2	2,850.1	2,995.7	
생활용품	563.0	546.0	570.1	503.0	553.4	521.5	541.6	503.0	2,182.1	2,119.5	2,168.2	
음료	419.2	481.2	505.9	400.7	434.4	478.6	505.9	404.7	1,807.0	1,823.6	1,885.3	
(주요채널)	면세	187.2	240.0	219.0	86.3	170.4	182.3	180.6	119.4	732.5	652.7	682.9
중국	194.2	191.2	137.3	228.4	213.5	201.8	137.9	232.4	751.1	785.6	869.4	
북미	136.1	157.2	148.1	159.3	121.6	131.6	135.2	146.7	600.7	535.1	547.3	
YoY	(연결)	+2%	-3%	-7%	-13%	+3%	-3%	-2%	+2%	-5%	-0%	+4%
화장품	+0%	-9%	-15%	-24%	+6%	-3%	-1%	+3%	-12%	+1%	+5%	
생활용품	+2%	+0%	-3%	-4%	-2%	-4%	-5%	+0%	-1%	-3%	+2%	
음료	+7%	+3%	+2%	-3%	+4%	-1%	+0%	+1%	+2%	+1%	+3%	
(주요채널)	면세	+15%	-28%	-25%	-64%	-9%	-24%	-18%	+38%	-29%	-11%	+5%
중국	-14%	-2%	-29%	-29%	+10%	+6%	+0%	+2%	-20%	+5%	+11%	
북미	+21%	+21%	+4%	+2%	-11%	-16%	-9%	-8%	+11%	-11%	+2%	
<b>영업이익</b>	145.9	157.8	128.5	54.7	151.0	158.5	134.6	97.0	486.9	541.2	667.4	
화장품	61.2	70.0	8.0	7.3	63.1	72.8	36.0	52.6	146.5	224.5	341.5	
생활용품	32.7	27.6	46.7	18.2	35.4	33.9	37.9	20.1	125.2	127.3	130.3	
음료	52.0	60.2	73.8	29.2	52.5	51.8	60.7	24.3	215.2	189.3	195.7	
YoY		-17%	-27%	-32%	-58%	+3%	+0%	+5%	+77%	-32%	+11%	+23%
화장품	-11%	-25%	-88%	-91%	+3%	+4%	+350%	+621%	-52%	+53%	+52%	
생활용품	-41%	-54%	-17%	-4%	+8%	+23%	-19%	+11%	-34%	+2%	+2%	
음료	+1%	-5%	+12%	-5%	+1%	-14%	-18%	-17%	+2%	-12%	+3%	
OPM		9%	9%	7%	3%	8.7%	9.0%	7.9%	6%	7%	8%	9%
화장품	8.7%	9.0%	1.2%	1.1%	8.5%	9.6%	5.4%	7.7%	5%	7%	11%	
생활용품	5.8%	5.1%	8.2%	3.6%	6.4%	6.5%	7.0%	4.0%	6%	6%	6%	
음료	12.4%	12.5%	14.6%	7.3%	12.1%	10.8%	12.0%	6.0%	12%	10%	10%	
<b>순이익</b>	96.3	96.4	91.3	-120.5	113.1	107.2	93.4	50.2	163.5	363.9	454.4	
YoY	-15%	-24%	-28%	적자	+17%	+11%	+2%	흑자전환	-37%	+123%	+25%	
NPM	6%	5%	5%	-8%	7%	6%	5%	3%	2%	5%	6%	

자료: 아모레퍼시픽, 키움증권리서치

## 포괄손익계산서

(단위 : 십억원)

12 월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
<b>매출액</b>	7,185.8	6,804.8	6,793.2	7,049.2	7,226.5
매출원가	3,168.5	3,177.9	3,183.3	3,195.7	3,247.3
<b>매출총이익</b>	4,017.2	3,626.9	3,609.9	3,853.5	3,979.2
판관비	3,306.1	3,139.9	3,068.6	3,186.1	3,281.7
<b>영업이익</b>	711.1	487.0	541.3	667.4	697.5
<b>EBITDA</b>	999.1	756.8	796.0	936.8	930.5
<b>영업외손익</b>	-293.4	-210.6	-52.5	-61.6	-61.6
이자수익	11.3	26.4	26.0	42.6	59.3
이자비용	14.8	19.4	19.4	19.4	19.4
외환관련이익	26.4	16.5	20.6	21.2	21.2
외환관련손실	37.5	18.0	23.7	23.7	23.7
증속 및 관계기업손익	7.0	7.7	6.7	7.2	7.2
기타	-285.8	-223.8	-62.7	-89.5	-106.2
<b>법인세차감전이익</b>	417.8	276.4	488.7	605.9	636.0
법인세비용	159.4	112.9	124.8	151.5	159.0
<b>계속사업순손익</b>	258.3	163.5	363.9	454.4	477.0
<b>당기순이익</b>	258.3	163.5	363.9	454.4	477.0
<b>지배주주순이익</b>	236.6	142.8	317.7	396.7	416.4
<b>증감율 및 수익성 (%)</b>					
매출액 증감율	-11.2	-5.3	-0.2	3.8	2.5
영업이익 증감율	-44.9	-31.5	11.1	23.3	4.5
EBITDA 증감율	-36.1	-24.3	5.2	17.7	-0.7
지배주주순이익 증감율	-72.0	-39.6	122.5	24.9	5.0
EPS 증감율	-72.0	-39.7	122.6	24.9	5.0
매출총이익률(%)	55.9	53.3	53.1	54.7	55.1
영업이익률(%)	9.9	7.2	8.0	9.5	9.7
EBITDA Margin(%)	13.9	11.1	11.7	13.3	12.9
지배주주순이익률(%)	3.3	2.1	4.7	5.6	5.8

## 재무상태표

(단위 : 십억원)

12 월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
<b>유동자산</b>	2,284.4	2,429.6	2,413.8	3,053.7	3,677.3
현금 및 현금성자산	655.1	910.3	902.1	1,491.3	2,080.5
단기금융자산	23.3	18.0	14.0	10.9	8.4
매출채권 및 기타채권	604.3	571.4	570.4	591.9	606.8
재고자산	955.4	884.5	883.0	916.3	939.3
기타유동자산	46.3	45.4	44.3	43.3	42.3
<b>비유동자산</b>	5,018.5	4,790.7	5,079.3	4,813.2	4,583.5
투자자산	120.2	138.6	141.8	145.1	148.4
유형자산	2,383.9	2,307.1	2,529.6	2,299.6	2,104.6
무형자산	2,100.6	2,007.9	2,070.7	2,031.4	1,993.4
기타비유동자산	413.8	337.1	337.2	337.1	337.1
<b>자산총계</b>	7,302.9	7,220.3	7,493.1	7,866.8	8,260.8
<b>유동부채</b>	1,162.8	1,089.7	1,105.3	1,131.3	1,155.0
매입채무 및 기타채무	693.2	749.0	764.6	790.7	814.4
단기금융부채	281.9	222.1	222.1	222.1	222.1
기타유동부채	187.7	118.6	118.6	118.5	118.5
<b>비유동부채</b>	671.3	581.7	581.7	581.7	581.7
장기금융부채	389.2	319.1	319.1	319.1	319.1
기타비유동부채	282.1	262.6	262.6	262.6	262.6
<b>부채총계</b>	1,834.1	1,671.4	1,687.0	1,713.0	1,736.7
<b>자본지분</b>	5,339.3	5,433.5	5,644.4	5,934.4	6,244.0
자본금	88.6	88.6	88.6	88.6	88.6
자본잉여금	97.3	97.3	97.3	97.3	97.3
기타자본	-305.9	-260.2	-260.2	-260.2	-260.2
기타포괄손익누계액	-83.2	-96.7	-124.1	-151.6	-179.0
이익잉여금	5,542.4	5,604.4	5,842.9	6,160.3	6,497.4
비자본지분	129.6	115.5	161.7	219.4	280.0
<b>자본총계</b>	5,468.8	5,548.9	5,806.1	6,153.8	6,524.0

## 현금흐름표

(단위 : 십억원)

12 월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
<b>영업활동 현금흐름</b>	497.3	659.1	731.6	810.4	811.0
당기순이익	258.3	163.5	363.9	454.4	477.0
비현금항목의 가감	678.8	536.3	481.3	506.0	460.5
유형자산감가상각비	246.9	232.1	217.5	230.1	195.0
무형자산감가상각비	41.1	37.8	37.2	39.3	38.0
지분법평가손익	-7.0	-9.8	-7.7	-7.7	-7.7
기타	397.8	276.2	234.3	244.3	235.2
영업활동자산부채증감	-199.7	113.4	-1.4	-27.7	-13.3
매출채권및기타채권의감소	12.9	23.5	1.0	-21.5	-14.9
재고자산의감소	62.0	75.4	1.5	-33.3	-23.0
매입채무및기타채무의증가	-65.2	39.4	15.6	26.1	23.7
기타	-209.4	-24.9	-19.5	1.0	0.9
기타현금흐름	-240.1	-154.1	-112.2	-122.3	-113.2
<b>투자활동 현금흐름</b>	-197.4	-140.8	-567.5	-28.4	-29.1
유형자산의 취득	-157.0	-152.4	-440.0	0.0	0.0
유형자산의 처분	34.4	22.3	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-4.8	-10.3	-100.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-29.3	-10.7	4.5	4.5	4.5
단기금융자산의감소(증가)	72.7	5.2	4.0	3.1	2.4
기타	-113.4	5.1	-36.0	-36.0	-36.0
<b>재무활동 현금흐름</b>	-373.6	-268.2	-136.3	-156.8	-156.8
차입금의 증가(감소)	-74.9	-93.5	0.0	0.0	0.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-201.2	-97.1	-58.8	-79.3	-79.3
기타	-97.5	-77.6	-77.5	-77.5	-77.5
기타현금흐름	-5.7	5.2	-36.0	-36.0	-36.0
<b>현금 및 현금성자산의 순증가</b>	-79.4	255.3	-8.2	589.2	589.1
기초현금 및 현금성자산	734.5	655.1	910.3	902.1	1,491.3
기말현금 및 현금성자산	655.1	910.3	902.1	1,491.3	2,080.5

## 투자지표

(단위 : 원, %, 배)

12 월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	13,352	8,057	17,932	22,389	23,502
BPS	301,350	306,665	318,572	334,937	352,415
CFPS	52,891	39,496	47,707	54,205	52,911
DPS	4,000	3,500	4,900	4,900	4,900
<b>주가배수(배)</b>					
PER	54.1	44.1	19.7	15.8	15.1
PER(최고)	83.5	95.8	26.8		
PER(최저)	37.4	37.9	16.7		
PBR	2.40	1.16	1.11	1.06	1.00
PBR(최고)	3.70	2.52	1.51		
PBR(최저)	1.66	1.00	0.94		
PSR	1.78	0.92	0.92	0.89	0.87
PCFR	13.7	9.0	7.4	6.5	6.7
EV/EBITDA	12.1	7.4	7.1	5.5	4.9
<b>주요비율(%)</b>					
배당성향(%), 보통주, 현금	22.7	31.4	19.7	15.8	15.1
배당수익률(%), 보통주, 현금	0.6	1.0	1.4	1.4	1.4
ROA	3.5	2.3	4.9	5.9	5.9
ROE	4.4	2.7	5.7	6.9	6.8
ROIC	8.6	5.4	7.5	9.4	10.2
매출채권회전율	12.0	11.6	11.9	12.1	12.1
재고자산회전율	7.3	7.4	7.7	7.8	7.8
부채비율	33.5	30.1	29.1	27.8	26.6
순차입금비율	-0.1	-7.0	-6.5	-15.6	-23.7
이자보상배율	47.9	25.1	27.9	34.5	36.0
총차입금	671.1	541.2	541.2	541.2	541.2
순차입금	-7.3	-387.2	-375.0	-961.0	-1,547.7
NOPLAT	999.1	756.8	796.0	936.8	930.5
FCF	430.4	531.9	116.3	742.2	742.8

**3) 클리오****3Q Preview**

투자의견 BUY 유지

TP 40,000원 하향조정

클리오의 3분기 매출액은 897억원 (+6% YoY), 영업이익은 89억원 (-15% YoY, OPM 10%)으로 시장기대치를 하회할 전망이다. 기저 부담이 높은 편이고, 해외 채널 실적이 기대에 못 미칠 것으로 예상되기 때문이다.

**국내:** 국내 매출은 561억원 (+6% YoY)을 기록할 전망이다. 면세 채널을 제외하고 대부분 채널들이 성장 흐름을 유지할 것으로 예상하기 때문이다.

**해외:** 해외 매출은 338억원 (+6% YoY)을 기록할 전망이다. 비주류 지역(중국 등)의 성장, 주요 지역의 매출 감소 영향으로 전체 해외 매출은 소폭 성장을 기록할 전망이다. 세부적으로 살펴보면, 중국은 낮은 기저와 신제품 출시 효과 지속, 동남아는 베트남 지역 등 기존 주요 지역 내 견조한 수요로 성장 흐름이 나타날 전망이다. 한편 미국은 B2B 채널의 재고 소진 진행으로 하반기 성장 모멘텀이 둔화될 것으로 예상되고, 일본은 온라인 채널 내 경쟁 강도 확대로 온라인 역직구 채널 매출 감소 영향이 있었던 것으로 추정된다.

내년에 주목할 필요가 있다. 현재 화장품 산업의 성장 모멘텀은 비중국 채널이 성장을 견인하고 있으며, 그 중에서도 미국은 가장 중요한 지역이다. 내년 전략 제품 출시와 채널 확장으로 브랜드 구달의 미국 내 브랜드 성장 모멘텀이 더욱 강화될 것으로 기대된다. 현재 동사의 미국 채널 성장을 이끌고 있는 청귤 라인의 인기를 뒤이을 수 있는 어성초 라인 출시와 코스트코 채널 진입으로 미국 채널의 성장성을 키워나갈 계획이다. 다만 올해 하반기는 잠시 쉬어가는 기간이 될 것으로 예상한다. 3분기와 비슷한 이유로 4분기도 해외 성장 동력이 잠시 약화될 것으로 예상되기 때문에, 단기적으로 실적 눈높이를 낮출 필요가 있다. 투자의견 BUY 유지, 목표 주가는 40,000원으로 하향조정한다.

## 클리오 연결 실적 추이 및 전망

집약원	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24E	2023	2024E	2025E
<b>매출</b>	75.1	81.0	84.8	89.7	93.0	92.6	89.7	98.3	330.6	373.6	444.5
YoY	14%	22%	25%	24%	24%	14%	6%	10%	21%	13%	19%
국내	50.0	53.3	53.0	56.0	56.2	55.1	56.4	58.9	212.3	226.5	260.8
YoY	28%	30%	24%	14%	12%	3%	6%	5%	24%	7%	15%
H&B	24.6	25.6	31.1	26.9	28.4	28.0	33.3	29.3	108.2	119.0	130.9
YoY	37%	42%	43%	22%	15%	10%	7%	9%	36%	10%	10%
면세	8.2	8.3	4.7	7.0	5.1	4.5	4.5	4.5	28	19	20
YoY	-9%	-7%	-20%	-33%	-38%	-46%	-3%	-36%	-18%	-34%	8%
해외	25.0	27.7	31.9	33.6	36.7	37.8	33.6	39.7	118.2	146.9	183.6
YoY	-6%	9%	26%	46%	47%	37%	5%	18%	18%	24%	25%
미국	5.6	6.0	8.9	10.1	8.3	9.0	8.4	9.4	30.6	35.2	50.0
YoY	71%	94%	80%	84%	48%	50%	-5%	-6%	84%	15%	42%
일본	8.3	8.5	9.2	8.9	9.6	12.9	10.2	9.9	34.9	42.6	46.4
YoY	-31%	-20%	5%	27%	16%	52%	11%	11%	-8%	22%	9%
중국	4.7	5.5	4.1	4.3	7.0	6.3	4.5	4.8	18.6	22.6	24.2
YoY	-33%	-23%	-29%	27%	40%	15%	10%	12%	-21%	22%	7%
<b>영업이익</b>	5.2	6.5	10.5	11.6	8.5	9.6	8.9	11.6	33.8	38.7	58.7
YoY	44%	46%	129%	123%	63%	47%	-15%	0%	89%	14%	52%
OPM	7.0%	8.0%	12.4%	12.9%	9.2%	10.4%	9.9%	11.8%	10.2%	10.3%	13.2%
<b>순이익</b>	5.7	5.4	9.7	6.5	9.9	9.0	8.5	6.3	27.3	33.6	48.0
YoY	620%	88%	200%	101%	74%	66%	-13%	-3%	169%	23%	43%
NPM	8%	7%	11%	7%	11%	10%	9%	6%	8%	9%	11%

자료: 클리오, 키움증권리서치

## 포괄손익계산서

(단위 : 십억원)

12 월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
<b>매출액</b>	272.5	330.6	373.6	444.5	485.1
매출원가	137.6	164.5	188.9	226.7	247.4
<b>매출총이익</b>	134.8	166.1	184.6	217.8	237.7
판관비	117.0	132.3	146.0	159.1	180.7
<b>영업이익</b>	17.9	33.8	38.7	58.7	57.0
<b>EBITDA</b>	21.0	36.4	41.1	60.9	59.0
<b>영업외손익</b>	-2.2	2.3	2.8	2.8	2.8
이자수익	3.8	3.6	4.5	5.8	7.1
이자비용	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
외환관련이익	2.7	3.1	2.3	2.3	2.3
외환관련손실	4.0	2.7	1.2	1.2	1.2
증속 및 관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	-4.6	-1.6	-2.7	-4.0	-5.3
<b>법인세차감전이익</b>	15.7	36.1	41.4	61.5	59.8
법인세비용	5.6	8.8	7.8	13.5	13.1
<b>계속사업순손익</b>	10.1	27.3	33.6	48.0	46.6
<b>당기순이익</b>	10.1	27.3	33.6	48.0	46.6
<b>지배주주순이익</b>	10.1	27.7	33.6	48.0	46.6
<b>증감율 및 수익성 (%)</b>					
매출액 증감율	17.1	21.3	13.0	19.0	9.1
영업이익 증감율	28.8	88.8	14.5	51.7	-2.9
EBITDA 증감율	7.8	73.3	12.9	48.2	-3.1
지배주주순이익 증감율	9.0	174.3	21.3	42.9	-2.9
EPS 증감율	5.8	171.1	21.5	42.5	-2.8
매출총이익률(%)	49.5	50.2	49.4	49.0	49.0
영업이익률(%)	6.6	10.2	10.4	13.2	11.8
EBITDA Margin(%)	7.7	11.0	11.0	13.7	12.2
지배주주순이익률(%)	3.7	8.4	9.0	10.8	9.6

## 재무상태표

(단위 : 십억원)

12 월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
<b>유동자산</b>	129.7	170.7	206.9	260.8	311.6
현금 및 현금성자산	44.1	41.7	63.8	99.4	134.5
단기금융자산	49.9	87.3	96.1	105.7	116.2
매출채권 및 기타채권	15.2	15.9	17.9	21.3	23.3
재고자산	18.6	22.7	25.7	30.6	33.4
기타유동자산	1.9	3.1	3.4	3.8	4.2
<b>비유동자산</b>	114.2	108.8	106.3	104.1	102.1
투자자산	33.9	27.0	27.0	27.0	27.0
유형자산	60.3	59.9	57.8	55.8	54.1
무형자산	1.6	1.5	1.1	0.9	0.7
기타비유동자산	18.4	20.4	20.4	20.4	20.3
<b>자산총계</b>	243.9	279.6	313.3	364.9	413.7
<b>유동부채</b>	44.1	54.1	62.0	73.4	83.5
매입채무 및 기타채무	39.6	44.9	52.7	64.2	74.2
단기금융부채	0.4	1.2	1.2	1.2	1.2
기타유동부채	4.1	8.0	8.1	8.0	8.1
<b>비유동부채</b>	9.4	11.8	11.8	11.8	11.8
장기금융부채	0.1	0.6	0.6	0.6	0.6
기타비유동부채	9.3	11.2	11.2	11.2	11.2
<b>부채총계</b>	53.5	65.9	73.7	85.2	95.2
<b>자본지분</b>	190.4	213.8	239.6	279.8	318.6
자본금	9.0	9.0	9.0	9.0	9.0
자본잉여금	91.5	91.5	91.5	91.5	91.5
기타자본	-11.0	-11.0	-11.0	-11.0	-11.0
기타포괄손익누계액	-0.2	0.1	-0.7	-1.5	-2.3
이익잉여금	101.0	124.2	150.8	191.7	231.3
비자본지분	0.0	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1
<b>자본총계</b>	190.4	213.7	239.5	279.7	318.5

## 현금흐름표

(단위 : 십억원)

12 월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
<b>영업활동 현금흐름</b>	28.2	35.7	36.5	50.8	51.3
당기순이익	10.1	27.3	33.6	48.0	46.6
비현금항목의 가감	14.8	13.4	3.5	7.7	5.8
유형자산감가상각비	2.8	2.2	2.1	2.0	1.8
무형자산감가상각비	0.3	0.4	0.3	0.3	0.2
지분법평가손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	11.7	10.8	1.1	5.4	3.8
영업활동자산부채증감	5.4	-2.5	2.5	2.8	4.9
매출채권및기타채권의감소	-0.6	-0.3	-2.1	-3.4	-1.9
재고자산의감소	0.8	-5.7	-3.0	-4.9	-2.8
매입채무및기타채무의증가	3.8	2.1	7.9	11.5	10.0
기타	1.4	1.4	-0.3	-0.4	-0.4
<b>기타현금흐름</b>	-2.1	-2.5	-3.1	-7.7	-6.0
<b>투자활동 현금흐름</b>	-1.6	-33.2	-10.5	-11.4	-12.3
유형자산의 취득	-29.3	-0.6	0.0	0.0	0.0
유형자산의 처분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-0.3	-0.3	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	14.7	6.9	0.0	0.0	0.0
단기금융자산의감소(증가)	16.2	-37.5	-8.7	-9.6	-10.6
기타	-2.9	-1.7	-1.8	-1.8	-1.7
<b>재무활동 현금흐름</b>	-6.4	-4.3	-7.8	-7.8	-7.8
차입금의 증가(감소)	-1.6	0.0	0.0	0.0	0.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-2.5	-3.5	-7.0	-7.0	-7.0
기타	-2.3	-0.8	-0.8	-0.8	-0.8
<b>기타현금흐름</b>	-2.3	-0.6	4.0	4.0	4.0
<b>현금 및 현금성자산의 순증가</b>	17.9	-2.5	22.1	35.6	35.1
기초현금 및 현금성자산	26.2	44.1	41.7	63.8	99.4
기말현금 및 현금성자산	44.1	41.7	63.8	99.4	134.5

## 투자지표

(단위 : 원, %, 배)

12 월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	565	1,533	1,862	2,654	2,579
BPS	10,535	11,830	13,260	15,482	17,630
CFPS	1,389	2,256	2,058	3,082	2,901
DPS	200	400	400	400	400
<b>주가배수(배)</b>					
PER	28.7	20.1	14.7	10.3	10.6
PER(최고)	44.2	21.9	24.2		
PER(최저)	21.5	10.0	14.6		
PBR	1.54	2.60	2.06	1.76	1.55
PBR(최고)	2.37	2.83	3.39		
PBR(최저)	1.15	1.29	2.04		
PSR	1.07	1.68	1.32	1.11	1.02
PCFR	11.7	13.7	13.3	8.9	9.4
EV/EBITDA	9.5	11.8	8.1	4.8	4.1
<b>주요비율(%)</b>					
배당성향(%), 보통주, 현금	34.6	25.6	20.8	14.6	15.0
배당수익률(%), 보통주, 현금	1.2	1.3	1.5	1.5	1.5
ROA	4.2	10.4	11.4	14.1	12.0
ROE	5.7	13.7	14.8	18.5	15.6
ROIC	24.8	46.6	63.4	103.0	115.5
매출채권회전율	17.0	21.3	22.1	22.7	21.8
재고자산회전율	13.8	16.0	15.4	15.8	15.2
부채비율	28.1	30.8	30.8	30.5	29.9
순차입금비율	-49.1	-59.5	-66.0	-72.7	-78.2
이자보상배율	124.5	471.1	538.6	817.9	793.9
총차입금	0.5	1.8	1.8	1.8	1.8
순차입금	-93.5	-127.2	-158.1	-203.3	-249.0
NOPLAT	21.0	36.4	41.1	60.9	59.0
FCF	-9.1	24.0	36.4	50.8	51.3

**4) 코스맥스****3Q Preview**

투자의견 BUY 유지,  
TP 180,000원 유지

코스맥스의 3분기 매출액은 5,223억원 (+14% YoY), 영업이익은 439억원 (+32% YoY, OPM 8.4%)으로 시장전망치에 부합할 전망이다. 주요 해외 법인 실적은 부진하겠지만, 국내 법인이 전체 실적 성장을 견인할 것으로 기대한다.

**국내:** 국내 매출은 3,598억원 (+15% YoY), 영업이익은 407억원 (+57% YoY, OPM 11.3%)을 기록할 전망이다. 주요 고객사들의 오더 증가에 따른 매출 성장, 영업 레버리지 효과 덕분에 수익성이 개선될 전망이다. 지난 분기 같은 비경상적 비용 반영 (일부 고객사의 채권 회수 지연으로 대손상각비 증가)이 없다면, 두 자리 수 수익률은 충분히 나올 수 있을 것으로 기대한다.

**중국:** 중국 매출은 1,093억원 (-12% YoY), 법인별로 상해는 -20% YoY, 광저우는 +9% YoY를 기록할 전망이다. 중국 경기 침체 영향으로 전방시장 재고 소진이 더딘 흐름을 보이면서 전반적으로 비우호적인 분위기가 지속되고 있다. 다만 광저우 법인은 고객사 잇센이 기존에 타 공장에서 생산하던 물량을 JV공장으로 이관하면서 성장 흐름을 보일 전망이다.

**미국:** 미국 매출은 325억원 (-12% YoY)을 기록할 전망이다. 아직 성장 동력이 부재한 것으로 파악된다. 매출 성장은 더딜 것으로 예상되나, 수익성은 고정비 절감 효과로 점차 개선될 것이다.

**동남아:** 동남아 매출은 207억원 (+115% YoY), 법인별로 인니는 +30% YoY, 태국은 +60% YoY를 기록할 전망이다. 인니는 현지 고객사들의 온라인 쇼핑 이벤트의 준비로 발주가 늘고 있고, 태국은 타 지역향 (베트남/미얀마 등) 수출 물량이 증가하면서 매출이 증가할 전망이다.

현재 동사의 주가는 Fwd 12M PER 기준 13배 수준에 머물러있다. 국내 화장품 ODM업계가 호황기를 맞이하고 있음에도 불구하고, 동사는 ①해외 법인의 부진과 ②반복되는 비경상적 비용 반영으로 인해 실적 가시성이 낮아지면서 투자심리도 축소되었기 때문이다. **중국 부양 정책 등, 대외적인 변수 영향으로 센티먼트가 일시적으로 개선될 수는 있겠으나, 당분간 위 두 가지에 대한 우려는 지속될 가능성이 높을 것으로 판단한다.** 변동성 확대 구간에서 트레이딩 관점으로 접근할 것을 추천한다.

## 코스맥스 연결기준 실적 추이 및 전망

(십억원)		1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24E	FY23	FY24E	FY25E
<b>매출</b>	(연결)	403.3	479.3	458.3	436.7	526.8	551.5	522.3	487.4	1,777.5	2,088.0	2,321.4
	코리아	243.4	278.3	288.0	247.9	315.4	348.2	359.8	309.2	1,057.6	1,332.6	1,465.8
	이스트	122.4	153.8	123.7	147.5	157.4	147.6	109.3	129.4	547.4	543.7	622.8
	상하이	91.5	111.9	85.5	110.8	107.6	97.5	68.3	83.3	399.7	357.3	420.4
	광저우	29.7	40.0	36.9	34.0	46.8	49.5	40.4	45.5	140.6	182.2	200.6
	웨스트	27.1	38.1	36.9	37.8	38.8	36.0	32.5	32.5	139.9	139.7	154.2
<b>매출</b>	YoY	+1%	+18%	+15%	+9%	+31%	+15%	+14%	+12%	+11%	+17%	+11%
	코리아	+19%	+23%	+33%	+14%	+30%	+25%	+25%	+25%	+22%	+26%	+10%
	이스트	-18%	+12%	-8%	+8%	+29%	-4%	-12%	-12%	-2%	-1%	+15%
	상하이	-25%	+4%	-17%	+11%	+18%	-13%	-20%	-25%	-7%	-11%	+18%
	광저우	+27%	+11%	+18%	+23%	+58%	+24%	+9%	+34%	+19%	+30%	+10%
	웨스트	-40%	+1%	-19%	-1%	+43%	-6%	-12%	-14%	-16%	-0%	+10%
<b>영업이익</b>	(연결)	13.8	46.1	33.3	22.5	45.5	46.7	40.8	34.0	115.7	166.9	201.2
	코리아	13.0	30.4	25.8	17.5	30.1	34.5	40.7	33.6	86.8	138.9	167.0
<b>YoY</b>		+1%	+167%	+69%	+842%	+229%	+1%	+22%	+51%	+118%	+44%	+21%
	코리아	+35%	+63%	+121%	+500%	+131%	+14%	+57%	+92%	+102%	+60%	+20%
<b>OPM</b>		3.4%	9.6%	7.3%	5.2%	8.6%	8.5%	7.8%	7.0%	6.5%	8.0%	8.7%
	코리아	5.4%	10.9%	9.0%	7.1%	9.5%	9.9%	11.3%	10.9%	8.2%	10.4%	11.4%
<b>순이익</b>	(연결)	0.7	27.4	10.9	-1.2	19.6	35.3	26.2	20.8	37.8	101.9	133.3
	코리아	22.7	8.6	6.7	-19.9	29.0	29.9	34.2	24.3	18.2	117.4	133.8
	이스트	3.6	14.8	4.6	3.4	5.8	-1.1	-2.5	-1.8	26.4	0.4	12.9
	웨스트	-13.2	-10.5	-12.5	-13.9	-13.8	-9.6	-2.3	-3.2	-50.1	-28.9	-0.3
<b>YoY</b>		-93%	+415%	+61%	적자	+2663%	+29%	+141%	흑전	흑전	+170%	+31%
	코리아	+119%	-63%	-69%	적자	+28%	+248%	+409%	흑전	흑전	+545%	+14%
	이스트	-66%	+37%	-61%	-73%	+61%	적전	적전	적전	-43%	-98%	+3100%
	웨스트	적자	적자	적자	적자	적자	적자	적자	적자	적자	적자	적자
<b>NPM</b>		0%	6%	2%	0%	4%	6%	5%	4%	2%	5%	6%
	코리아	9%	3%	2%	-8%	9%	9%	10%	8%	2%	9%	9%
	이스트	3%	10%	4%	2%	4%	-1%	-2%	-1%	5%	0%	2%
	웨스트	-49%	-28%	-34%	-37%	-36%	-27%	-7%	-10%	-36%	-21%	0%

자료: 코스맥스, 키움증권리서치

## 포괄손익계산서

(단위 : 십억원)

12 월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
<b>매출액</b>	1,600.1	1,777.5	2,087.9	2,321.4	2,553.5
매출원가	1,394.9	1,483.8	1,674.6	1,861.4	2,047.6
매출총이익	205.3	293.6	413.3	459.9	505.9
판관비	152.2	178.0	246.4	258.8	271.7
<b>영업이익</b>	53.1	115.7	166.9	201.2	234.2
<b>EBITDA</b>	111.9	175.1	236.6	270.4	292.9
<b>영업외손익</b>	-46.9	-31.5	-20.0	-24.3	-24.3
이자수익	2.4	6.5	7.6	11.6	16.0
이자비용	21.0	32.1	32.1	32.1	32.1
외환관련이익	13.2	9.0	6.4	6.4	6.4
외환관련손실	14.1	10.1	5.6	5.6	5.6
증속 및 관계기업손익	0.0	-1.9	1.0	0.3	0.3
기타	-27.4	-2.9	2.7	-4.9	-9.3
<b>법인세차감전이익</b>	6.2	84.2	146.9	176.9	209.9
법인세비용	22.6	46.4	44.3	38.9	46.2
<b>계속사업순손익</b>	-16.4	37.8	102.6	138.0	163.7
<b>당기순이익</b>	-16.4	37.8	102.6	138.0	163.7
<b>지배주주순이익</b>	20.8	57.1	89.8	117.3	139.2
<b>증감율 및 수익성 (%)</b>					
매출액 증감율	0.5	11.1	17.5	11.2	10.0
영업이익 증감율	-56.7	117.9	44.3	20.6	16.4
EBITDA 증감율	-35.8	56.5	35.1	14.3	8.3
지배주주순이익 증감율	-72.1	174.5	57.3	30.6	18.7
EPS 증감율	-73.3	174.1	57.1	30.6	18.7
매출총이익률(%)	12.8	16.5	19.8	19.8	19.8
영업이익률(%)	3.3	6.5	8.0	8.7	9.2
EBITDA Margin(%)	7.0	9.9	11.3	11.6	11.5
지배주주순이익률(%)	1.3	3.2	4.3	5.1	5.5

## 재무상태표

(단위 : 십억원)

12 월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
<b>유동자산</b>	737.2	821.6	961.1	1,211.6	1,481.4
현금 및 현금성자산	169.1	256.9	302.5	480.2	676.8
단기금융자산	16.1	39.5	43.5	47.8	52.6
매출채권 및 기타채권	317.8	282.7	332.0	369.2	406.1
재고자산	202.3	218.4	256.5	285.2	313.7
기타유동자산	31.9	24.1	26.6	29.2	32.2
<b>비유동자산</b>	659.3	735.4	749.7	680.5	621.8
투자자산	69.1	81.7	81.7	81.7	81.7
유형자산	490.6	546.8	565.9	500.3	444.2
무형자산	49.6	54.3	49.5	45.9	43.2
기타비유동자산	50.0	52.6	52.6	52.6	52.7
<b>자산총계</b>	1,396.5	1,557.1	1,710.9	1,892.1	2,103.2
<b>유동부채</b>	812.0	873.8	940.6	1,001.9	1,069.0
매입채무 및 기타채무	257.4	364.6	431.4	492.7	559.8
단기금융부채	517.0	453.7	453.7	453.7	453.7
기타유동부채	37.6	55.5	55.5	55.5	55.5
<b>비유동부채</b>	140.2	324.7	324.7	324.7	324.7
장기금융부채	90.9	202.5	202.5	202.5	202.5
기타비유동부채	49.3	122.2	122.2	122.2	122.2
<b>부채총계</b>	952.2	1,198.5	1,265.3	1,326.6	1,393.7
<b>자본지분</b>	581.1	362.5	436.7	535.9	655.3
자본금	5.7	5.7	5.7	5.7	5.7
자본잉여금	286.8	28.5	28.5	28.5	28.5
기타자본	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3
기타포괄손익누계액	21.4	15.6	6.9	-1.7	-10.3
이익잉여금	267.5	313.1	395.9	503.7	631.8
비자배지분	-136.9	-4.0	8.9	29.6	54.1
<b>자본총계</b>	444.2	358.6	445.6	565.5	709.5

## 현금흐름표

(단위 : 십억원)

12 월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
<b>영업활동 현금흐름</b>	102.5	231.0	161.1	210.9	232.6
당기순이익	-16.4	37.8	102.6	138.0	163.7
비현금항목의 가감	150.3	161.4	151.7	141.8	134.1
유형자산감가상각비	54.9	55.7	64.9	65.6	56.0
무형자산감가상각비	3.9	3.8	4.8	3.6	2.7
지분법평가손익	0.0	-1.9	0.0	0.0	0.0
기타	91.5	103.8	82.0	72.6	75.4
영업활동자산부채증감	28.2	78.8	-24.4	-9.5	-3.0
매출채권및기타채권의감소	39.6	8.2	-49.4	-37.1	-36.9
재고자산의감소	23.2	-15.0	-38.1	-28.7	-28.5
매입채무및기타채무의증가	-11.4	60.4	66.8	61.3	67.1
기타	-23.2	25.2	-3.7	-5.0	-4.7
<b>기타현금흐름</b>	-59.6	-47.0	-68.8	-59.4	-62.2
<b>투자활동 현금흐름</b>	-31.3	-104.5	-69.5	14.1	13.7
유형자산의 취득	-84.2	-86.3	-84.0	0.0	0.0
유형자산의 처분	1.6	4.9	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-0.1	-3.8	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-15.9	-14.4	0.0	0.0	0.0
단기금융자산의감소(증가)	70.1	-23.4	-4.0	-4.3	-4.8
기타	-2.8	18.5	18.5	18.4	18.5
<b>재무활동 현금흐름</b>	3.5	-39.2	-21.6	-22.9	-25.3
차입금의 증가(감소)	26.1	-23.4	0.0	0.0	0.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-6.3	0.0	-5.7	-7.0	-9.4
기타	-16.3	-15.9	-15.9	-15.9	-15.9
<b>기타현금흐름</b>	-5.2	0.4	-24.6	-24.4	-24.4
<b>현금 및 현금성자산의 순증가</b>	69.6	87.7	45.4	177.7	196.6
기초현금 및 현금성자산	99.8	169.4	257.1	302.5	480.2
기말현금 및 현금성자산	169.4	257.1	302.5	480.2	676.8

## 투자지표

(단위 : 원, %, 배)

12 월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	1,837	5,034	7,910	10,333	12,264
BPS	51,203	31,941	38,475	47,220	57,741
CFPS	11,791	17,550	22,405	24,653	26,248
DPS	0	500	616	828	982
<b>주가배수(배)</b>					
PER	40.3	25.1	17.1	13.1	11.1
PER(최고)	49.8	31.2	26.3		
PER(최저)	23.0	13.8	12.6		
PBR	1.45	3.96	3.52	2.87	2.35
PBR(최고)	1.79	4.92	5.41		
PBR(최저)	0.82	2.18	2.59		
PSR	0.53	0.81	0.74	0.66	0.60
PCFR	6.3	7.2	6.1	5.5	5.2
EV/EBITDA	10.1	10.2	7.9	6.3	5.2
<b>주요비율(%)</b>					
배당성향(%), 보통주, 현금)	0.0	15.0	6.8	6.8	6.8
배당수익률(%), 보통주, 현금)	0.0	0.4	0.5	0.6	0.7
ROA	-1.2	2.6	6.3	7.7	8.2
ROE	3.6	12.1	22.5	24.1	23.4
ROIC	-18.5	7.0	15.9	21.8	27.7
매출채권회전율	4.7	5.9	6.8	6.6	6.6
재고자산회전율	7.5	8.5	8.8	8.6	8.5
부채비율	214.3	334.3	284.0	234.6	196.4
순차입금비율	95.1	100.3	69.6	22.7	-10.3
이자보상배율	2.5	3.6	5.2	6.3	7.3
총차입금	607.9	656.2	656.2	656.2	656.2
순차입금	422.6	359.8	310.2	128.2	-73.2
NOPLAT	111.9	175.1	236.6	270.4	292.9
FCF	-142.9	106.3	77.9	216.6	238.3

**5) 한국콜마****3Q Preview**

한국콜마의 3분기 매출액은 6,519억원 (+19% YoY), 영업이익은 602억원 (+94% YoY, OPM 10%)으로 시장기대치를 상회할 전망이다. 국내 법인이 실적 성장을 견인할 것으로 기대된다.

투자의견 BUY 유지,  
TP 90,000원 유지

**국내:** 국내 매출은 2,570억원 (+38% YoY), 영업이익 329억원 (+122% YoY, OPM 12.8%)을 기록할 전망이다. 작년 ERP 이슈로 인한 낮은 기저 부담과 국내 주요 고객사의 수출 물량 수요 증가 덕분에 매출이 크게 증가하고, 영업 레버리지 효과가 반영되면서 이익도 크게 성장할 것으로 기대된다.

**중국:** 무석 법인 매출은 527억원 (+6% YoY)을 기록할 전망이다. 비우호적인 영업환경에도 불구하고 현지 고객사들을 중심으로 수주가 소폭 증가할 것으로 예상되며, 중간 한 자리 수 수익성을 유지할 전망이다.

**북미:** 북미 법인 매출은 260억원 (+13% YoY), 법인 별 매출은 캐나다 -12% YoY, 미국 +37% YoY를 예상한다. 전방시장 내 고객사의 재고 소진 정도에 따라 수주 트렌드가 다르게 나타나고 있다. 이에 캐나다는 부진하고, 미국은 견조한 성장 흐름을 보이고 있다.

**연우:** 연우 매출은 673억원 (+13% YoY), 영업이익 3억원 (-78% YoY, OPM 1%)을 예상한다. 국내는 인디 고객사, 해외는 북미를 중심으로 매출이 늘어날 전망이다. 다만 수익성은 신규 고객사 유입에 따른 금형 투자로 인해 보수적인 관점이 필요하다.

**화장품 ODM 섹터의 Top Pick으로 제시한다.** 3분기 화장품 섹터에서 가장 아웃퍼폼하는 성적을 낼 수 있을 것으로 기대되기 때문이다. 작년의 낮은 기저와 산업의 호황기 덕분에 성장성이 돋보일 가능성이 높다. 그동안 우려로 작용했던 Capa이슈도 해결될 예정이고, 해외 법인도 예상보다 양호한 흐름을 보이고 있다는 점들도 긍정적이다. 투자의견 BUY 유지, 목표주가 90,000원을 유지한다.

## 한국콜마 연결기준 실적 추이 및 전망

(십억 원)		1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24E	FY23	FY24E	FY25E
매출	(연결)	487.7	599.7	516.4	551.9	574.8	660.3	615.9	633.6	2,155.7	2,484.6	2,743.7
	별도	201.8	254.4	186.1	214.5	247.8	297.0	257.0	269.1	856.8	1,070.9	1,199.5
	이노엔	184.9	204.4	215.6	224.1	212.6	219.3	235.9	243.1	828.9	911.0	989.3
	연우	50.5	63.2	61.2	61.6	67.2	74.0	67.3	67.8	236.5	276.3	290.1
	무석	33.0	56.4	36.1	32.6	34.6	52.7	39.6	35.5	158.1	162.3	195.8
	북미	18.5	22.6	21.8	20.5	16.0	26.0	24.7	23.8	83.4	90.5	99.6
YoY		+19%	+19%	+9%	+15%	+18%	+10%	+19%	+15%	+16%	+15%	+10%
	별도	+12%	+24%	+6%	+31%	+23%	+17%	+38%	+25%	+18%	+25%	+12%
	이노엔	+3%	-19%	+9%	+4%	+15%	+7%	+9%	+9%	-2%	+10%	+9%
	연우	-25%	+3%	+13%	+19%	+33%	+17%	+10%	+10%	+1%	+17%	+5%
	무석	+5%	+97%	+51%	+17%	+5%	-7%	+5%	+5%	+41%	+3%	+21%
	북미	+5%	+35%	+3%	+10%	-14%	+15%	+13%	+16%	+13%	+9%	+10%
영업이익		12.1	55.7	31.0	37.4	32.4	71.7	60.2	59.1	136.1	223.5	278.6
	별도	13.5	34.7	13.1	18.4	22.8	44.2	32.9	29.7	79.7	129.6	152.6
	무석	0.6	9.2	1.5	1.2	1.8	6.7	1.6	1.4	12.5	11.5	11.4
	북미	-3.9	-1.8	-2.7	-2.9	-4.2	-2.2	-2.2	-2.0	-11.3	-10.6	-5.0
	이노엔	5.6	15.3	22.4	22.5	17.3	24.4	28.6	30.7	65.9	100.9	116.7
	연우	-2.5	1.2	1.5	0.0	0	1.2	0.3	0.3	0.2	1.9	2.9
YoY	연결	-7%	+65%	+72%	+333%	+169%	+29%	+94%	+58%	+86%	+64%	+25%
	별도	-6%	+51%	+26%	-14%	+69%	+28%	+152%	+61%	+15%	+63%	+18%
	무석	+0%	-538%	-137%	-186%	+200%	-27%	+6%	+0%	+8%	+7%	+6%
	북미	적자	적자	적자	적자							
	이노엔	+33%	-13%	+1%	+169%	+206%	+59%	+27%	+36%	+26%	+53%	+16%
	연우	적전	-68%	+6%	흑전	흑전	+0%	-78%	+3288%	-83%	+794%	+55%
OPM	연결	2%	9%	6%	7%	5.6%	10.9%	9.8%	9.3%	6%	9%	10%
	별도	7%	13.6%	7%	9%	9%	14.9%	13%	11%	9%	12%	13%
	무석	2%	16%	4%	4%	5%	13%	4%	4%	8%	7%	6%
	북미	-21%	-8%	-12%	-14%	-26%	-8%	-9%	-8%	-14%	-12%	-5%
	이노엔	3%	8%	10%	10%	8%	11%	12%	13%	8%	11%	12%
	연우	-5%	2%	2%	0%	0%	2%	1%	1%	0%	1%	1%
순이익		6.5	42.6	19.8	-43.7	12.1	45.2	50.6	48.3	25.1	156.1	203.2
	YoY	-55%	+89%	+204%	적자	+87%	+6%	+156%	흑전	흑전	+521%	+30%

자료: 한국콜마, 키움증권리서치

## 포괄손익계산서

	(단위 : 십억원)				
12 월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
<b>매출액</b>	1,865.7	2,155.7	2,484.6	2,743.7	2,963.2
매출원가	1,396.9	1,577.5	1,743.4	1,900.9	2,052.6
매출총이익	468.8	578.1	741.2	842.9	910.6
판관비	395.6	442.0	521.5	568.3	596.8
<b>영업이익</b>	73.3	136.1	223.5	274.5	313.8
<b>EBITDA</b>	148.7	229.9	312.1	352.8	380.1
<b>영업외손익</b>	-56.3	-101.8	-17.2	-18.2	-18.2
이자수익	7.2	8.4	15.8	25.7	38.1
이자비용	32.7	45.0	45.0	45.0	45.0
외환관련이익	23.3	11.9	7.6	7.6	7.6
외환관련손실	21.3	11.4	7.1	7.1	7.1
종속 및 관계기업손익	-1.2	3.3	1.0	0.0	0.0
기타	-31.6	-69.0	10.5	0.6	-11.8
<b>법인세차감전이익</b>	17.0	34.3	202.4	256.4	295.7
법인세비용	21.1	9.2	49.3	56.4	65.0
<b>계속사업순손익</b>	-4.1	25.1	153.1	200.0	230.6
<b>당기순이익</b>	-4.1	25.1	153.1	200.0	230.6
<b>지배주주순이익</b>	-22.0	5.2	119.5	161.1	185.8
<b>증감율 및 수익성 (%)</b>					
매출액 증감율	17.6	15.5	15.3	10.4	8.0
영업이익 증감율	-13.0	85.7	61.4	25.0	14.3
EBITDA 증감율	4.2	54.6	35.8	13.0	7.7
지배주주순이익 증감율	-161.4	-123.6	2,198.1	34.8	15.3
EPS 증감율	적전	흑전	2,139.1	34.3	15.4
매출총이익률(%)	25.1	26.8	29.8	30.7	30.7
영업이익률(%)	3.9	6.3	8.8	10.0	10.6
EBITDA Margin(%)	8.0	10.7	12.6	12.9	12.8
지배주주순이익률(%)	-1.2	0.2	4.8	5.9	6.3

## 현금흐름표

	(단위 : 십억원)				
12 월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
<b>영업활동 현금흐름</b>	90.8	112.2	336.8	423.9	507.6
당기순이익	-4.1	25.1	153.1	200.0	230.6
비현금항목의 가감	185.0	219.4	235.6	219.5	203.8
유형자산감가상각비	61.6	72.7	72.1	59.9	49.7
무형자산감가상각비	13.8	21.1	20.3	18.4	16.6
지분법평가손익	-1.2	-4.2	-1.0	0.0	0.0
기타	110.8	129.8	144.2	141.2	137.5
영업활동자산부채증감	-32.3	-76.2	26.7	80.2	145.1
매출채권및기타채권의감소	-4.2	-59.5	-49.4	-38.9	-33.0
재고자산의감소	-9.7	-40.5	-42.9	-33.8	-28.6
매입채무및기타채무의증가	-7.0	25.9	118.0	151.6	205.6
기타	-11.4	-2.1	1.0	1.3	1.1
기타현금흐름	-57.8	-56.1	-78.6	-75.8	-71.9
<b>투자활동 현금흐름</b>	-145.2	-155.7	-0.4	-2.4	-3.7
유형자산의 취득	-37.8	-106.8	0.0	0.0	0.0
유형자산의 처분	5.3	0.6	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-17.4	-16.3	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-9.1	-13.6	1.8	0.9	0.9
단기금융자산의감소(증가)	150.4	-28.5	-11.1	-12.2	-13.5
기타	-236.6	8.9	8.9	8.9	8.9
<b>재무활동 현금흐름</b>	82.0	-8.4	-26.6	-27.4	-27.4
차입금의 증가(감소)	135.1	21.5	0.0	0.0	0.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.4	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	-24.2	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-14.8	-16.6	-13.7	-14.2	-14.2
기타	-14.1	-13.3	-13.3	-13.2	-13.2
기타현금흐름	1.3	2.6	-71.9	-71.9	-71.9
<b>현금 및 현금성자산의 순증가</b>	28.9	-49.2	237.9	322.1	404.6
기초현금 및 현금성자산	191.2	220.1	170.8	408.7	730.8
기말현금 및 현금성자산	220.1	170.8	408.7	730.8	1,135.4

## 재무상태표

	(단위 : 십억원)				
12 월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
<b>유동자산</b>	816.3	898.4	1,238.2	1,644.0	2,122.5
현금 및 현금성자산	220.1	170.8	408.7	730.8	1,135.4
단기금융자산	82.6	111.2	122.3	134.5	148.0
매출채권 및 기타채권	260.9	323.8	373.2	412.1	445.1
재고자산	239.4	280.9	323.8	357.5	386.2
기타유동자산	13.3	11.7	10.2	9.1	7.8
<b>비유동자산</b>	2,117.0	2,111.1	2,017.8	1,938.7	1,871.5
투자자산	39.9	53.4	52.6	51.7	50.9
유형자산	608.8	660.4	588.3	528.4	478.7
무형자산	1,301.8	1,271.0	1,250.7	1,232.3	1,215.6
기타비유동자산	166.5	126.3	126.2	126.3	126.3
<b>자산총계</b>	2,933.3	3,009.4	3,256.0	3,582.7	3,994.0
<b>유동부채</b>	868.1	1,283.7	1,401.7	1,553.4	1,759.0
매입채무 및 기타채무	297.8	389.6	507.6	659.3	864.9
단기금융부채	532.1	854.0	854.0	854.0	854.0
기타유동부채	38.2	40.1	40.1	40.1	40.1
<b>비유동부채</b>	595.7	307.1	307.1	307.1	307.1
장기금융부채	534.7	248.9	248.9	248.9	248.9
기타비유동부채	61.0	58.2	58.2	58.2	58.2
<b>부채총계</b>	1,463.8	1,590.8	1,708.9	1,860.5	2,066.1
<b>자본지분</b>	664.1	648.6	743.5	879.7	1,040.6
자본금	11.4	11.4	11.8	11.8	11.8
자본잉여금	264.5	262.3	262.3	262.3	262.3
기타자본	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
기타포괄손익누계액	4.1	6.8	-3.9	-14.7	-25.4
이익잉여금	383.7	367.6	472.9	619.8	791.5
비자본지분	805.4	770.0	803.6	842.5	887.3
<b>자본총계</b>	1,469.5	1,418.6	1,547.1	1,722.2	1,927.9
<b>투자지표</b>					(단위 : 원, %, 배)
12 월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	-961	227	5,081	6,823	7,872
BPS	29,024	28,347	31,500	37,267	44,084
CFPS	7,905	10,688	16,528	17,768	18,402
DPS	500	600	600	600	600
<b>주가배수(배)</b>					
PER	-44.3	236.2	13.6	10.1	8.8
PER(최고)	-51.5	267.5	15.5		
PER(최저)	-33.6	162.8	8.5		
PBR	1.47	1.89	2.20	1.86	1.57
PBR(최고)	1.71	2.14	2.50		
PBR(최저)	1.11	1.30	1.37		
PSR	0.52	0.57	0.65	0.60	0.55
PCFR	5.4	5.0	4.2	3.9	3.8
EV/EBITDA	17.1	12.3	9.6	7.7	6.2
<b>주요비율(%)</b>					
배당성향(%), 보통주, 현금	-279.0	54.6	9.3	7.1	6.1
배당수익률(%), 보통주, 현금	1.2	1.1	0.9	0.9	0.9
ROA	-0.1	0.8	4.9	5.8	6.1
ROE	-3.3	0.8	17.2	19.8	19.4
ROIC	0.0	4.2	7.7	10.6	13.4
매출채권회전율	7.6	7.4	7.1	7.0	6.9
재고자산회전율	8.3	8.3	8.2	8.1	8.0
부채비율	99.6	112.1	110.5	108.0	107.2
순차입금비율	52.0	57.9	37.0	13.8	-9.4
이자보상배율	2.2	3.0	4.9	6.1	7.0
총차입금	1,066.8	1,102.8	1,102.8	1,102.8	1,102.8
순차입금	764.1	820.8	571.8	237.5	-180.5
NOPLAT	148.7	229.9	312.1	352.8	380.1
FCF	-6.5	-12.3	285.3	372.5	456.2

## 6) 코스메카코리아

## 3Q Preview

**투자의견 BUY 유지, TP 110,000원 유지**

코스메카코리아의 3분기 매출액은 1,356억원 (+16% YoY), 영업이익은 180억원 (+32% YoY, OPM 13.3%)으로 시장기대치에 부합할 전망이다. 국내 법인이 실적 성장을 이끌고 있다.

**국내:** 국내 법인 매출은 816억원 (+23% YoY), 영업이익은 117억원 (+147% YoY, OPM 14.3%)을 기록할 전망이다. 미국 수출 성장 모멘텀이 좋은 고객사들의 수주 물량이 꾸준하게 증가하면서 매출이 성장하고 있고, 영업레버리지 효과 덕분에 수익성도 크게 개선되고 있다.

**중국:** 중국 법인 매출은 109억원 (-13% YoY), 영업손실 2억원 (적자전환)을 기록할 전망이다. 비우호적인 영업환경이 지속되면서 아직 회복을 기대하기는 어렵다.

**미국:** 미국 법인 매출은 506억원 (-7% YoY), 영업이익 70억원 (-23% YoY, OPM 13.9%)을 기록할 전망이다. 기존 턴키 방식 영업에서 분할 발주로 전환되면서 부자재 매출이 감소한 영향이다.

**화장품 ODM 섹터의 관심종목으로 제시한다.** 현재 국내 화장품 수출의 성장 모멘텀을 이끌고 있는 브랜드사들과 함께 성장하고 있는 회사다. 특히 미국 수출에서 좋은 성적을 거두고 있는 업체들과 함께하고 있다는 점이 긍정적이다. 아울러 현재 업황 호조로 대부분 ODM 업체들이 Capa 부족 현상을 겪고 있는 가운데, 동사는 유일하게 여유롭다. (가동률 40~50%) 이에 향후 성장 업사이드도 타 업체 대비 더욱 열린 관점으로 접근해볼 수 있을 것이다. 투자의견 BUY, 목표주가 110,000원을 유지한다.

## 코스메카코리아 세부 실적 추이

십여월, YoY	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24E	FY23	FY24E	FY25E
매출	115.9 30%	115.7 15%	116.4 12%	122.7 15%	125.6 8%	143.8 24%	135.6 16%	156.7 28%	470.8 18%	561.7 19%	659.0 17%
국내	65.9 30%	66.7 11%	66.4 16%	69.7 17%	68.8 4%	94.6 42%	81.6 23%	87.8 26%	268.6 18%	332.8 24%	382.4 15%
중국	12.8 19%	11.1 1%	12.5 14%	14.0 -4%	12.2 -5%	10.7 -3%	10.9 -13%	11.9 -15%	50.4 7%	45.6 -9%	50.2 10%
미국	46.0 47%	49.3 36%	54.4 27%	57.1 38%	52.6 14%	46.0 -7%	50.6 -7%	64.6 13%	206.9 36%	213.7 3%	256.5 20%
영업이익	9.3 1411%	11.2 265%	13.7 367%	15.0 300%	13.7 48%	18.1 62%	18.0 32%	22.0 46%	49.2 374%	71.9 46%	93.0 29%
OPM	8.0% 9.7%	9.7% 11.8%	11.8% 12.3%	12.3% 10%	10.9% 11%	12.6% 15%	13.3% 14%	14.1% 15%	10.4% 9%	12.8% 14%	14.1% 15%
국내	4.6 200%	6.3 167%	4.7 158%	7.3 273%	7.4 62%	14.3 126%	11.7 147%	13.4 85%	22.9 198%	46.9 105%	58.3 24%
OPM	7% 9%	9% 7%	7% 10%	10% 10%	11% 11%	15% 15%	14% 14%	15% 15%	9% 9%	14% 14%	15% 15%
중국	-0.3 적자	-0.6 적자	0.5 흑전	0.5 흑전	0.0 흑전	-0.1 적자	-0.2 적전	0.0 -98%	0.1 흑전	-0.3 적전	0.5 흑전
OPM	-3% -5%	-5% 4%	4% 4%	4% 4%	0% 0%	-1% -2%	-2% 0%	0% 0%	0% 0%	-1% -1%	1% 1%
미국	5.6 509%	6.2 140%	9.2 150%	8.0 179%	6.6 19%	4.3 -31%	7.0 -23%	9.1 14%	28.9 189%	27.0 -6%	36.0 33%
OPM	12% 13%	13% 17%	17% 14%	14% 14%	13% 13%	9% 9%	14% 14%	14% 14%	14% 14%	13% 13%	14% 14%
순이익	7.4 6252%	8.6 209%	11.8 252%	5.9 흑전	12.6 71%	16.3 89%	15.2 29%	14.2 140%	33.6 460%	58.2 73%	74.9 29%
NPM	6% 7%	7% 10%	10% 5%	5% 5%	10% 10%	11% 11%	11% 9%	9% 7%	7% 7%	10% 10%	11% 11%

자료: 코스메카코리아, 키움증권리서치

## 포괄손익계산서

(단위 : 십억원)

12 월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
<b>매출액</b>	399.4	470.7	561.7	659.0	724.9
매출원가	334.3	363.6	426.0	500.3	550.4
<b>매출총이익</b>	65.1	107.1	135.7	158.7	174.6
판관비	54.7	58.0	63.8	65.7	69.0
<b>영업이익</b>	10.4	49.2	71.9	93.0	105.6
<b>EBITDA</b>	27.1	65.9	86.6	105.1	115.6
<b>영업외손익</b>	-4.0	-3.1	0.6	0.6	0.6
이자수익	0.1	0.3	0.7	1.1	1.7
이자비용	3.7	4.0	4.0	4.0	4.0
외환관련이익	5.3	3.0	2.7	2.7	2.7
외환관련손실	5.4	3.1	2.3	2.3	2.3
증속 및 관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	-0.3	0.7	3.5	3.1	2.5
<b>법인세차감전이익</b>	6.4	46.1	72.5	93.7	106.2
법인세비용	0.4	12.2	14.3	18.7	21.2
<b>계속사업순손익</b>	6.0	33.9	58.2	74.9	85.0
<b>당기순이익</b>	6.0	33.9	58.2	74.9	85.0
<b>지배주주순이익</b>	2.7	22.3	47.2	63.1	71.5
<b>증감율 및 수익성 (%)</b>					
매출액 증감율	0.7	17.9	19.3	17.3	10.0
영업이익 증감율	-48.3	373.1	46.1	29.3	13.5
EBITDA 증감율	-25.8	143.2	31.4	21.4	10.0
지배주주순이익 증감율	-69.7	725.9	111.7	33.7	13.3
EPS 증감율	-70.2	740.3	111.7	33.5	13.4
매출총이익률(%)	16.3	22.8	24.2	24.1	24.1
영업이익률(%)	2.6	10.5	12.8	14.1	14.6
EBITDA Margin(%)	6.8	14.0	15.4	15.9	15.9
지배주주순이익률(%)	0.7	4.7	8.4	9.6	9.9

## 현금흐름표

(단위 : 십억원)

12 월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
<b>영업활동 현금흐름</b>	16.7	42.0	48.3	61.0	78.4
당기순이익	6.0	33.9	58.2	74.9	85.0
비현금항목의 가감	26.5	37.9	36.9	38.2	38.0
유형자산감가상각비	13.7	13.7	12.7	10.9	9.3
무형자산감가상각비	3.0	3.1	2.1	1.2	0.7
지분법평가손익	-0.1	-0.4	0.0	0.0	0.0
기타	9.9	21.5	22.1	26.1	28.0
영업활동자산부채증감	-11.3	-22.2	-29.2	-30.4	-21.1
매출채권및기타채권의감소	-5.2	-31.6	-21.8	-23.3	-15.8
재고자산의감소	-1.5	3.3	-12.7	-13.6	-9.2
매입채무및기타채무의증가	2.2	5.7	5.6	6.8	4.3
기타	-6.8	0.4	-0.3	-0.3	-0.4
기타현금흐름	-4.5	-7.6	-17.6	-21.7	-23.5
<b>투자활동 현금흐름</b>	-10.4	-22.1	0.9	0.8	0.7
유형자산의 취득	-11.6	-18.6	0.0	0.0	0.0
유형자산의 처분	2.1	1.4	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-0.2	-0.2	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-0.3	0.0	0.4	0.4	0.4
단기금융자산의감소(증가)	-0.4	-5.8	-0.7	-0.7	-0.8
기타	0.0	1.1	1.2	1.1	1.1
<b>재무활동 현금흐름</b>	-10.3	-13.2	-2.7	-2.7	-2.7
차입금의 증가(감소)	-7.6	-10.5	0.0	0.0	0.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	-2.7	-2.7	-2.7	-2.7	-2.7
기타현금흐름	0.0	0.3	-1.6	-1.6	-1.6
<b>현금 및 현금성자산의 순증가</b>	-4.1	6.9	44.8	57.5	74.8
기초현금 및 현금성자산	30.1	26.0	32.9	77.7	135.2
기말현금 및 현금성자산	26.0	32.9	77.7	135.2	210.0

## 재무상태표

(단위 : 십억원)

12 월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
<b>유동자산</b>	186.8	221.2	301.5	396.9	497.9
현금 및 현금성자산	26.0	32.9	77.7	135.2	210.0
단기금융자산	0.9	6.8	7.4	8.2	9.0
매출채권 및 기타채권	83.0	112.6	134.4	157.6	173.4
재고자산	71.2	65.6	78.3	91.9	101.1
기타유동자산	5.7	3.3	3.7	4.0	4.4
<b>비유동자산</b>	206.0	211.4	196.2	183.7	173.3
투자자산	2.6	2.6	2.1	1.7	1.3
유형자산	147.4	153.5	140.8	129.9	120.6
무형자산	40.2	37.8	35.7	34.5	33.9
기타비유동자산	15.8	17.5	17.6	17.6	17.5
<b>자산총계</b>	392.8	432.6	497.7	580.6	671.2
<b>유동부채</b>	143.0	154.6	160.1	166.9	171.2
매입채무 및 기타채무	52.5	58.7	64.3	71.1	75.4
단기금융부채	83.6	79.8	79.8	79.8	79.8
기타유동부채	6.9	16.1	16.0	16.0	16.0
<b>비유동부채</b>	42.7	35.9	35.9	35.9	35.9
장기금융부채	37.4	28.9	28.9	28.9	28.9
기타비유동부채	5.3	7.0	7.0	7.0	7.0
<b>부채총계</b>	185.7	190.5	196.0	202.8	207.1
<b>자본지분</b>	146.7	169.5	218.0	282.3	355.1
자본금	5.3	5.3	5.3	5.3	5.3
자본잉여금	58.4	58.4	58.4	58.4	58.4
기타자본	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타포괄손익누계액	5.1	5.6	6.9	8.1	9.4
이익잉여금	77.9	100.2	147.5	210.5	282.1
비자지분	60.4	72.6	83.6	95.5	109.0
<b>자본총계</b>	207.0	242.2	301.7	377.8	464.1
<b>투자지표</b>					
					(단위 : 원, %, 배)
12 월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	249	2,090	4,423	5,904	6,698
BPS	13,732	15,874	20,415	26,437	33,253
CFPS	3,039	6,724	8,907	10,588	11,518
DPS	0	0	0	0	0
<b>주가비수(배)</b>					
PER	41.2	17.4	17.6	13.2	11.6
PER(최고)	67.6	19.7	22.3		
PER(최저)	25.4	4.1	7.0		
PBR	0.75	2.29	3.81	2.94	2.34
PBR(최고)	1.22	2.59	4.82		
PBR(최저)	0.46	0.55	1.52		
PSR	0.27	0.82	1.48	1.26	1.14
PCFR	3.4	5.4	8.7	7.3	6.7
EV/EBITDA	9.7	8.0	10.8	8.5	7.2
<b>주요비율(%)</b>					
배당성향(%보통주,현금)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률(%보통주,현금)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA	1.5	8.2	12.5	13.9	13.6
ROE	1.8	14.1	24.4	25.2	22.4
ROIC	2.8	12.0	18.4	22.5	24.5
매출채권회전율	4.9	4.8	4.5	4.5	4.4
재고자산회전율	5.8	6.9	7.8	7.7	7.5
부채비율	89.7	78.6	65.0	53.7	44.6
순차입금비율	45.4	28.5	7.8	-9.2	-23.8
이자보상배율	2.8	12.2	17.9	23.1	26.3
총차입금	121.0	108.7	108.7	108.7	108.7
순차입금	94.0	69.0	23.6	-34.7	-110.3
NOPLAT	27.1	65.9	86.6	105.1	115.6
FCF	4.1	13.5	43.3	56.0	73.4

**7) 씨앤씨인터내셔널 3Q Preview** 씨앤씨인터내셔널 3분기 매출액은 883억원 (+64% YoY), 영업이익은 142억원 (+110% YoY, OPM 16%)으로 시장기대치에 부합할 전망이다. **미국 고객사 중심 수주 증가가 기대된다.**

**투자의견 BUY 유지 TP 140,000원 유지** 국내 법인 매출은 855억원 (+65% YoY)을 기록할 전망이다. 상반기에는 국내 고객사향 수주가 좋았다면, 하반기는 미국향 수출이 성장을 이끌 전망이다. 인디 뷰티 고객사향 대량 수주가 예정되어 있고, 일부 오더는 단일 제품이기 때문에 수익성도 양호할 것으로 기대된다.

한편 자회사 중국 매출은 28억원 (+12% YoY, Flat QoQ)을 기록할 전망이다. 비우호적인 영업환경으로 전분기와 비슷한 실적을 기록할 것으로 예상한다.

**화장품 ODM 섹터의 관심종목으로 제시한다.** 안정적인 수주 증가와 Capa 증설이 잘 이뤄지며 선순환적인 흐름이 잘 보이고 있는 회사다. 하반기에는 미국향 고객사를 중심으로 수주가 꾸준히 증가할 것으로 기대되는 가운데, 4분기에 용인 공장 증설도 마무리되면서 생산 가능 수량이 크게 증가할 전망이다. (24년 4분기 연 2.2억개 +1,500만개 추가, 25년 1분기 연 3.1억 개 +1억개 추가 예정) 투자의견 BUY 유지, 목표주가 140,000원을 유지한다.

#### 씨앤씨인터내셔널 실적 추이 및 전망

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q23E	FY23	FY24E	FY25E
연결 매출	46.2 82%	57.1 86%	53.9 49%	63.1 64%	72.1 56%	80.3 41%	88.3 64%	92.3 46%	220.3 69%	333.0 51%	460.9 38%
별도 매출	41.9 90%	51.8 77%	51.9 56%	59.1 74%	68.9 65%	77.8 50%	85.5 65%	90.4 53%	205 73%	323 58%	445 38%
국내 고객사	22.3 75%	27.2 49%	27.4 59%	32.9 79%	45.6 105%	52.9 94%	34.3 25%	38.7 18%	109.8 65%	171.5 56%	221.2 29%
북미 수출	13.6 196%	18.6 225%	16.9 75%	17.7 70%	14.7 8%	16.0 -14%	27.0 60%	25.2 42%	66.8 120%	96.6 44%	156.7 62%
자회사	5.0 34%	5.8 268%	2.5 -27%	4.5 -6%	3.5 -31%	2.8 -51%	2.8 12%	3.5 -22%	17.8 31%	12.6 -29%	18.4 46%
영업이익	6.0 158%	10.3 207%	6.8 -5%	9.0 93%	9.9 66%	11.8 14%	14.2 110%	13.5 50%	32.0 84%	49.4 54%	72.4 47%
OPM	12.9% 12.9%	18.1% 18.1%	12.5% 12.5%	14.3% 14.3%	13.7% 13.7%	14.7% 14.7%	16.0% 16.0%	14.6% 14.6%	14.5% 14.5%	14.8% 14.8%	15.7% 15.7%

자료: 씨앤씨인터내셔널, 키움증권 리서치

## 포괄손익계산서

(단위 : 십억원)

12 월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
<b>매출액</b>	130.6	220.3	333.0	460.9	553.1
매출원가	102.7	171.7	266.3	368.6	442.3
매출총이익	27.9	48.6	66.7	92.4	110.8
판관비	10.5	16.5	17.3	19.9	22.9
<b>영업이익</b>	17.5	32.1	49.4	72.4	87.9
<b>EBITDA</b>	22.9	39.2	57.4	79.4	94.1
영업외손익	1.9	2.5	1.5	1.5	1.5
이자수익	1.3	2.4	3.3	4.9	7.5
이자비용	0.8	1.3	1.3	1.3	1.3
외환관련이익	6.4	2.9	2.3	2.3	2.3
외환관련손실	5.5	2.5	1.4	1.4	1.4
증속 및 관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	0.5	1.0	-1.4	-3.0	-5.6
<b>법인세차감전이익</b>	19.3	34.6	50.9	73.9	89.4
법인세비용	2.9	3.2	6.8	9.9	11.9
<b>계속사업순손익</b>	16.5	31.4	44.1	64.1	77.5
<b>당기순이익</b>	16.5	31.4	44.1	64.1	77.5
<b>지배주주순이익</b>	16.5	31.4	44.1	64.1	77.5
<b>증감율 및 수익성 (%)</b>					
매출액 증감율	43.1	68.7	51.2	38.4	20.0
영업이익 증감율	677.0	83.4	53.9	46.6	21.4
EBITDA 증감율	226.8	71.2	46.4	38.3	18.5
지배주주순이익 증감율	흑전	90.3	40.4	45.4	20.9
EPS 증감율	흑전	90.9	39.0	45.7	21.1
매출총이익률(%)	21.4	22.1	20.0	20.0	20.0
영업이익률(%)	13.4	14.6	14.8	15.7	15.9
EBITDA Margin(%)	17.5	17.8	17.2	17.2	17.0
지배주주순이익률(%)	12.6	14.3	13.2	13.9	14.0

## 현금흐름표

(단위 : 십억원)

12 월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
<b>영업활동 현금흐름</b>	8.8	22.8	30.6	55.0	92.9
당기순이익	16.5	31.4	44.1	64.1	77.5
비현금항목의 가감	6.9	9.9	8.3	8.8	7.4
유형자산감가상각비	5.3	7.0	7.7	6.8	6.0
무형자산감가상각비	0.2	0.1	0.3	0.2	0.1
지분법평가손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	1.4	2.8	0.3	1.8	1.3
영업활동자산부채증감	-15.1	-17.0	-16.7	-11.3	14.0
매출채권및기타채권의감소	-8.3	-15.9	-19.0	-21.5	-15.5
재고자산의감소	-8.0	-8.7	-13.6	-15.4	-11.1
매입채무및기타채무의증가	2.4	7.6	16.3	26.1	41.1
기타	-1.2	0.0	-0.4	-0.5	-0.5
기타현금흐름	0.5	-1.5	-5.1	-6.6	-6.0
<b>투자활동 현금흐름</b>	34.4	-37.7	-3.6	-3.8	-4.0
유형자산의 취득	-4.4	-19.2	0.0	0.0	0.0
유형자산의 처분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-0.1	-0.6	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	0.0	-0.8	0.0	0.0	0.0
단기금융자산의감소(증가)	36.8	-15.6	-2.1	-2.3	-2.5
기타	2.1	-1.5	-1.5	-1.5	-1.5
<b>재무활동 현금흐름</b>	-5.0	28.1	-1.3	-1.3	-1.3
차입금의 증가(감소)	-4.0	29.4	0.0	0.0	0.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	-1.0	-1.3	-1.3	-1.3	-1.3
기타현금흐름	0.7	0.1	7.5	7.2	7.6
<b>현금 및 현금성자산의 순증가</b>	38.9	13.3	33.3	57.1	95.2
기초현금 및 현금성자산	16.1	55.0	68.4	102.0	159.1
기말현금 및 현금성자산	55.0	68.4	101.7	159.1	254.3

## 재무상태표

(단위 : 십억원)

12 월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
<b>유동자산</b>	101.9	156.6	225.0	322.1	446.9
현금 및 현금성자산	55.0	68.4	101.7	159.2	254.3
단기금융자산	5.2	20.8	22.9	25.2	27.7
매출채권 및 기타채권	21.4	37.1	56.1	77.6	93.2
재고자산	18.5	26.5	40.1	55.5	66.6
기타유동자산	1.8	3.8	4.2	4.6	5.1
<b>비유동자산</b>	77.1	99.3	91.3	84.3	78.1
투자자산	0.3	1.2	1.2	1.2	1.2
유형자산	75.3	91.8	84.0	77.2	71.1
무형자산	0.4	0.9	0.7	0.5	0.3
기타비유동자산	1.1	5.4	5.4	5.4	5.5
<b>자산총계</b>	179.0	256.0	316.3	406.4	525.0
<b>유동부채</b>	42.6	54.3	70.6	96.7	137.8
매입채무 및 기타채무	13.8	23.4	39.7	65.7	106.9
단기금융부채	25.0	27.1	27.1	27.1	27.1
기타유동부채	3.8	3.8	3.8	3.9	3.8
<b>비유동부채</b>	2.1	29.1	29.1	29.1	29.1
장기금융부채	2.0	24.3	24.3	24.3	24.3
기타비유동부채	0.1	4.8	4.8	4.8	4.8
<b>부채총계</b>	44.8	83.4	99.7	125.7	166.9
<b>자본지분</b>	134.2	172.6	216.2	279.8	356.8
자본금	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
자본잉여금	86.5	93.5	93.5	93.5	93.5
기타자본	-0.4	-0.4	-0.4	-0.4	-0.4
기타포괄손익누계액	-0.1	-0.1	-0.2	-0.2	-0.2
이익잉여금	47.3	78.7	122.8	186.8	264.3
비자地狱분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>자본총계</b>	134.2	172.6	216.7	280.7	358.1
<b>투자지표</b>					
					(단위 : 원, %, 배)
12 월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	1,644	3,137	4,404	6,396	7,736
BPS	13,400	17,235	21,637	28,031	35,764
CFPS	2,332	4,129	5,230	7,272	8,472
DPS	0	0	0	0	0
<b>주가비수(배)</b>					
PER	18.5	19.9	22.9	15.8	13.0
PER(최고)	18.7	24.1	32.0		
PER(최저)	9.1	8.5	13.9		
PBR	2.27	3.62	4.66	3.60	2.82
PBR(최고)	2.30	4.38	6.52		
PBR(최저)	1.12	1.55	2.82		
PSR	2.33	2.84	3.03	2.19	1.83
PCFR	13.0	15.1	19.3	13.9	11.9
EV/EBITDA	11.9	15.0	16.3	11.0	8.3
<b>주요비율(%)</b>					
배당성향(%보통주,현금)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률(%보통주,현금)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA	9.7	14.4	15.4	17.7	16.6
ROE	13.1	20.5	22.7	25.8	24.3
ROIC	16.7	25.0	30.0	42.1	53.9
매출채권회전율	8.0	7.5	7.1	6.9	6.5
재고자산회전율	8.9	9.8	10.0	9.6	9.1
부채비율	33.4	48.3	46.0	44.8	46.6
순차입금비율	-24.7	-21.9	-33.8	-47.4	-64.4
이자보상배율	23.3	25.1	38.6	56.6	68.7
총차입금	27.0	51.3	51.3	51.3	51.3
순차입금	-33.2	-37.8	-73.3	-133.0	-230.7
NOPLAT	22.9	39.2	57.4	79.4	94.1
FCF	1.7	0.2	34.1	58.5	96.4

## 투자의견 변동내역 (2개년)

종목명	일자	투자의견	목표 주가	목표 과리율(%)			종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 과리율(%)		
				가격 대상 시점	평균 주가 대비	최고 주가 대비					가격 대상 시점	평균 주가 대비	최고 주가 대비
아모레 퍼시픽 (090430)	2022-11-01	Buy(Maintain)	140,000원	6개월	-17.42	-9.29	(051900)	2022-10-28	Buy(Maintain)	710,000원	6개월	-16.25	-5.35
	2022-11-29	Buy(Maintain)	160,000원	6개월	-15.23	-9.38		2022-11-29	Buy(Maintain)	830,000원	6개월	-14.66	-7.47
	2023-01-16	Buy(Maintain)	172,000원	6개월	-15.09	-13.66		2023-01-16	Buy(Maintain)	910,000원	6개월	-17.36	-15.82
	2023-02-02	Buy(Maintain)	172,000원	6개월	-18.26	-11.05		2023-02-01	Buy(Maintain)	900,000원	6개월	-28.85	-22.00
	2023-04-13	Buy(Maintain)	165,000원	6개월	-21.83	-14.00		2023-04-13	Buy(Maintain)	880,000원	6개월	-27.55	-22.73
	2023-05-02	Buy(Maintain)	165,000원	6개월	-29.87	-14.00		2023-04-28	Buy(Maintain)	800,000원	6개월	-30.56	-22.13
	2023-06-23	Buy(Maintain)	165,000원	6개월	-32.87	-14.00		2023-06-23	Buy(Maintain)	800,000원	6개월	-35.34	-22.13
	2023-07-27	Buy(Maintain)	150,000원	6개월	-16.78	-10.73		2023-07-28	Buy(Maintain)	650,000원	6개월	-29.87	-23.38
	2023-10-04	Buy(Maintain)	160,000원	6개월	-28.47	-21.00		2023-10-06	Buy(Maintain)	650,000원	6개월	-31.58	-23.38
	2023-11-01	Buy(Maintain)	160,000원	6개월	-19.70	-9.38		2023-10-27	Marketperform(Downdgrade)	400,000원	6개월	-15.64	-10.38
	2024-01-04	Buy(Maintain)	170,000원	6개월	-22.46	-17.65		2024-01-04	Outperform(Upgrade)	400,000원	6개월	-16.74	-10.38
	2024-01-31	Buy(Maintain)	170,000원	6개월	-24.47	-17.65		2024-02-01	Outperform(Maintain)	350,000원	6개월	-3.25	15.71
	2024-02-28	Buy(Maintain)	160,000원	6개월	-27.01	-19.31		2024-04-02	Outperform(Maintain)	450,000원	6개월	-16.88	-10.89
	2024-04-02	Buy(Maintain)	160,000원	6개월	-20.65	-25.6		2024-04-26	Buy(Upgrade)	500,000원	6개월	-15.76	-6.20
	2024-04-30	Buy(Maintain)	200,000원	6개월	-14.33	-7.60		2024-06-26	Buy(Maintain)	470,000원	6개월	-25.35	-22.66
	2024-05-22	Buy(Maintain)	230,000원	6개월	-20.64	-15.57		2024-07-26	Buy(Maintain)	470,000원	6개월	-25.07	-18.19
	2024-06-26	Buy(Maintain)	220,000원	6개월	-25.03	-17.14		2024-10-15	Buy(Maintain)	470,000원	6개월		
	2024-08-07	Marketperform(Downdgrade)	170,000원	6개월	-22.96	-10.47							
	2024-10-15	Buy(Upgrade)	170,000원	6개월									
클리오 (237880)	2024-02-28	Buy(Initiate)	40,000원	6개월	-27.74	-21.00							
	2024-04-02	Buy(Maintain)	40,000원	6개월	-23.81	-12.50							
	2024-05-13	Buy(Maintain)	45,000원	6개월	-19.56	-16.44							
	2024-05-22	Buy(Maintain)	45,000원	6개월	-12.31	-4.11							
	2024-07-02	Buy(Maintain)	45,000원	6개월	-15.81	-4.11							
	2024-08-09	Buy(Maintain)	45,000원	6개월	-22.79	-4.11							
	2024-10-15	Buy(Maintain)	40,000원	6개월									

\*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

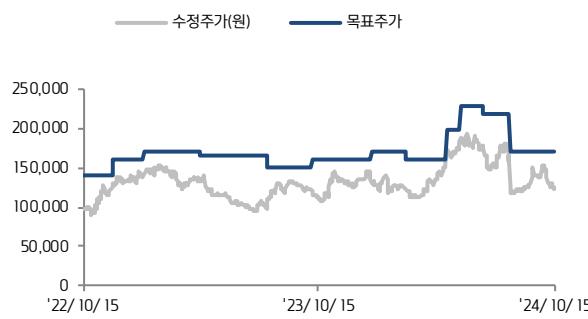
## 투자의견 변동내역 (2개년)

종목명	일자	투자의견	목표 주가	목표 가격 대상 시점		괴리율(%)		종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 시점		괴리율(%)	
				평균 주가 대비	최고 주가 대비	평균 주가 대비	최고 주가 대비					평균 주가 대비	최고 주가 대비	평균 주가 대비	최고 주가 대비
<b>코스맥스</b> <b>(192820)</b>	2022-10-18	Buy(Upgrade)	65,000원	6개월	-5.20	16.62		<b>한국콜마</b>	2022-10-31	Buy(Maintain)	45,000원	6개월	-10.08	-1.44	
	2023-01-18	Buy(Maintain)	98,000원	6개월	-18.48	-12.45	(161890)	2023-01-20	Buy(Maintain)	54,000원	6개월	-19.77	-17.69		
	2023-03-10	Buy(Maintain)	110,000원	6개월	-28.92	-26.91		2023-02-28	Buy(Maintain)	61,000원	6개월	-34.68	-30.41		
	2023-03-21	Buy(Maintain)	110,000원	6개월	-28.09	-26.18		2023-03-21	Buy(Maintain)	61,000원	6개월	-33.86	-30.41		
	2023-04-13	Buy(Maintain)	110,000원	6개월	-28.73	-22.09		2023-04-13	Buy(Maintain)	57,000원	6개월	-28.00	-21.40		
	2023-05-15	Buy(Maintain)	111,000원	6개월	-23.24	-19.46		2023-05-15	Buy(Maintain)	57,000원	6개월	-29.69	-21.40		
	2023-06-08	Buy(Maintain)	111,000원	6개월	-19.92	-13.51		2023-06-08	Buy(Maintain)	57,000원	6개월	-28.42	-21.40		
	2023-07-18	Buy(Maintain)	130,000원	6개월	-18.85	2.38		2023-06-28	Buy(Maintain)	57,000원	6개월	-23.86	-0.35		
	2023-08-14	Buy(Maintain)	180,000원	6개월	-19.80	-14.72		2023-08-14	Buy(Maintain)	71,000원	6개월	-20.52	-18.17		
	2023-09-05	Buy(Maintain)	180,000원	6개월	-25.12	-14.72		2023-09-05	Buy(Maintain)	71,000원	6개월	-25.74	-18.17		
	2023-10-17	Buy(Maintain)	180,000원	6개월	-25.48	-14.72		2023-11-13	Buy(Maintain)	71,000원	6개월	-26.67	-18.17		
	2023-11-14	Buy(Maintain)	180,000원	6개월	-26.01	-14.72		2024-01-17	Buy(Maintain)	71,000원	6개월	-27.00	-18.17		
	2023-11-20	Buy(Maintain)	180,000원	6개월	-29.12	-14.72		2024-04-02	Buy(Maintain)	71,000원	6개월	-29.37	-22.25		
	2024-01-17	Buy(Maintain)	180,000원	6개월	-29.80	-14.72		2024-05-13	Buy(Maintain)	71,000원	6개월	-22.51	-1.55		
	2024-03-08	Buy(Maintain)	180,000원	6개월	-38.48	-27.78		2024-06-20	Buy(Maintain)	90,000원	6개월	-29.28	-18.89		
	2024-04-02	Buy(Maintain)	180,000원	6개월	-30.08	-12.39		2024-08-21	Buy(Maintain)	90,000원	6개월	-25.49	-15.33		
	2024-05-14	Buy(Maintain)	200,000원	6개월	-15.65	-5.80		2024-10-15	Buy(Maintain)	90,000원	6개월				
	2024-06-20	Buy(Maintain)	240,000원	6개월	-33.28	-17.58									
	2024-08-21	Buy(Maintain)	180,000원	6개월	-27.93	-18.72									
	2024-10-15	Buy(Maintain)	180,000원	6개월											
<b>씨엔씨</b> <b>(352480)</b>	2024-06-20	Buy(Initiate)	140,000원	6개월	-15.43	-3.29	<b>코스메카</b>	2024-06-20	Buy(Initiate)	91,000원	6개월	-13.31	-2.42		
	2024-08-06	BUY(Maintain)	140,000원	6개월	-17.21	-3.29	<b>코리아</b>	2024-08-21	Buy(Maintain)	110,000원	6개월	-23.19	-12.82		
	2024-08-21	BUY(Maintain)	140,000원	6개월	-24.28	-3.29	(241710)	2024-10-15	Buy(Maintain)	110,000원	6개월				
	2024-10-15	BUY(Maintain)	140,000원	6개월											

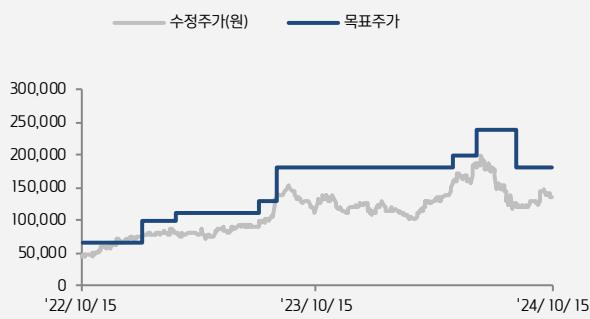
\*주가는 수정주가를 기준으로 괴리율을 산출하였음.

## 목표주가 추이 (2개년)

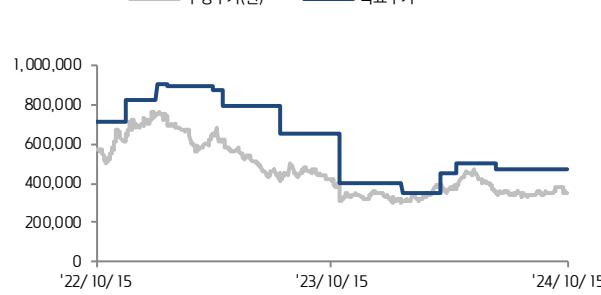
아모레퍼시픽



코스맥스



LG생활건강



한국콜마



클리오



코스메카코리아



씨엔씨인터내셔널



## 고지사항

- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일제의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

## 투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

## 투자등급 비율 통계 (2023/10/01~2024/09/30)

매수	중립	매도
94.87%	5.13%	0.00%