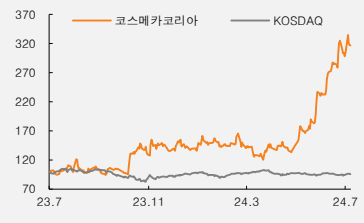


투자 의견(신규)	매수
목표주가(신규)	100,000원
현재주가(24/7/11)	82,300원
상승여력	21.5%

영업이익(24F,십억원)	66		
Consensus 영업이익(24F,십억원)	65		
EPS 성장률(24F,%)	76.3		
MKT EPS 성장률(24F,%)	83.8		
P/E(24F,x)	22.3		
MKT P/E(24F,x)	11.3		
KOSDAQ	852.42		
시가총액(십억원)	879		
발행주식수(백만주)	11		
유동주식비율(%)	60.0		
외국인 보유비중(%)	6.1		
베타(12M) 일간수익률	0.08		
52주 최저가(원)	24,500		
52주 최고가(원)	87,000		
(%)	1M	6M	12M
절대주가	31.5	105.2	221.5
상대주가	33.9	112.5	231.4



[화장품/유통/의류]

배송이

songyi.bae@miraeasset.com

241710 · 화장품

코스메카코리아

Capa가 곧 경쟁력

여유로운 Capa, 마진 개선 여력도 충분

코스메카코리아의 국내 생산 Capa는 연 4.5억개로 경쟁 대형 ODM 수준에 준하는 규모를 갖추고 있다. 현재 한국 화장품의 수출 모멘텀이 대두되면서 동사의 Capa 경쟁력이 돋보이는 구간에 진입했다고 판단한다.

경쟁 대형 ODM 기업들의 가동률은 현재 80% 이상으로 사실상 풀가동 수준이며, 향후 증설을 위해 공격적인 Capex 집행이 예상되고 있다. 반면 동사의 국내 가동률은 여전히 50% 미만으로 당분간 증설은 불필요한 상황이며, 가동률 상승에 비롯한 마진 개선도 경쟁사 대비 강하게 나타나는 중이다. 현재까지는 히어로 브랜드들의 대량 오더에서 오는 생산 효율 개선 효과가 주요한 것으로 판단되며, 향후 추가적인 가동률 상승에 따라 외형 효과까지 더해질 가능성이 높다.

차별적인 미국 경쟁력

코스메카코리아의 미국 법인 잉글우드랩은 경쟁 ODM의 미국 법인 대비 차별화된 실적을 시현하고 있다. 경쟁 ODM 대부분 미국 법인 매출 천억 미만, 영업 적자 상태인 것과 대조적으로 잉글우드랩은 2024F 매출 2,483억원(YoY +20%), 영업이익 356억원(OPM 14%)을 기대하고 있다. 잉글우드랩코리아 공장을 통해 미국 저가 인디 브랜드의 요구사항에 현지 제조기업 대비 유연하게 대응하고 있으며(영업-현지, 생산-한국), 연속성 높은 OTC 오더가 축적되는 구조이기 때문이다. 공장별로 각각의 경쟁력을 바탕으로 중저가부터 프리미엄까지 전 세그먼트를 아우르는 포트폴리오를 갖췄다고 판단한다.

양호한 실적 예상. 목표주가 10만원으로 매수 의견 제시

코스메카코리아에 대해 투자 의견 매수, 목표주가 10만원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 12MF EPS에 Target PER 24배(Peer ODM Target PER 20배에 20% 할증 적용)를 적용하여 산출하였다.

실적 모멘텀도 긍정적이다. 2Q24 매출액 1,315억원(YoY +14%), 영업이익 161억원(YoY +44%)으로 시장 기대치를 소폭 상회할 전망이다. 금번 분기 국내 호조가 예상되며, 하반기 미국 법인도 호실적에 기여할 것으로 예상된다.

결산기 (12월)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액 (십억원)	399	471	553	630	714
영업이익 (십억원)	10	49	66	79	91
영업이익률 (%)	2.5	10.4	11.9	12.5	12.7
순이익 (십억원)	3	22	39	52	60
EPS (원)	249	2,090	3,685	4,863	5,605
ROE (%)	1.8	14.1	20.8	22.1	20.6
P/E (배)	41.2	17.4	22.3	16.9	14.7
P/B (배)	0.7	2.3	4.2	3.4	2.7
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

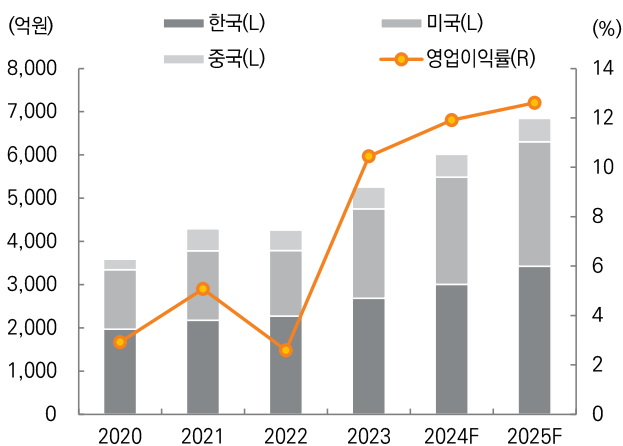
자료: 코스메카코리아, 미래에셋증권 리서치센터

1. 기업 개요

코스메카코리아는 코스맥스, 한국콜마에 이어 국내 3위 화장품 ODM 기업이다. 현재 국내, 미국, 중국에 생산기지를 보유하고 있으며, 전사 기준 800여개 고객사를 확보하고 있다. 기초와 색조는 물론 섁과 기능성 OTC까지 넓은 카테고리에 걸쳐 생산 경쟁력을 갖추고 있으며, 매출의 4% 수준의 연구개발비로 꾸준히 투자하고 있다.

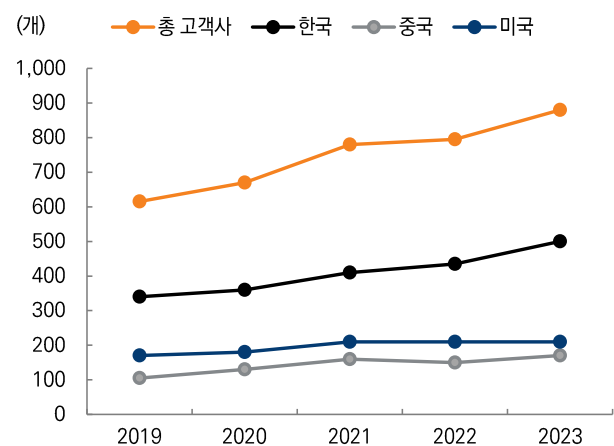
화장품 비중국 수출 모멘텀이 부각된 이후로 ODM 기업 중에서 고객 믹스가 가장 드라마틱하게 변화한 점이 특이사항이다. 국내 법인 기준으로 과거 중국향 수출 브랜드나 마스크 팩과 같이 저부가가치 고객 비중이 높았으나, 지난 해부터 다양한 직접 수출, 비중국 수출 브랜드를 중심으로 고객 믹스가 재편되었다. 미국 법인은 과거부터 거래해 온 중저가 인디 브랜드가 큰 폭으로 성장하면서 주력 고객사 비중이 크게 확대되었다.

그림 30. 코스메카코리아 실적 추이



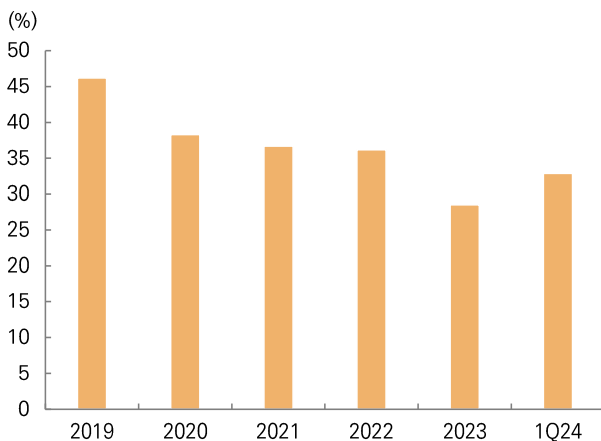
자료: 코스메카코리아, 미래에셋증권 리서치센터

그림 31. 코스메카코리아 고객사 수 추이



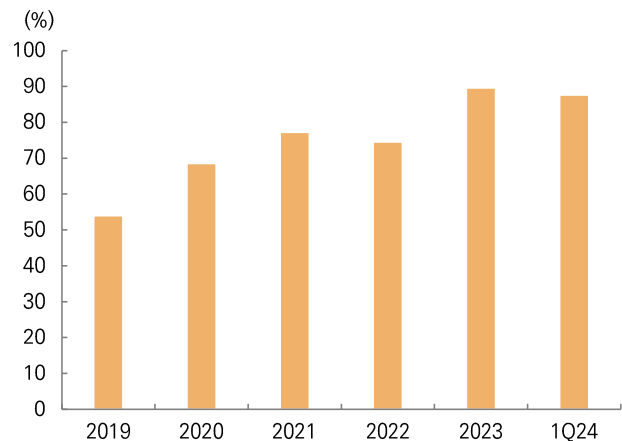
자료: 코스메카코리아, 미래에셋증권 리서치센터

그림 32. 코스메카코리아 Top5 고객사 비중 추이



자료: 코스메카코리아, 미래에셋증권 리서치센터

그림 33. 코스메카코리아 미국(잉글우드랩코리아) 고객사 비중 추이



자료: 코스메카코리아, 미래에셋증권 리서치센터

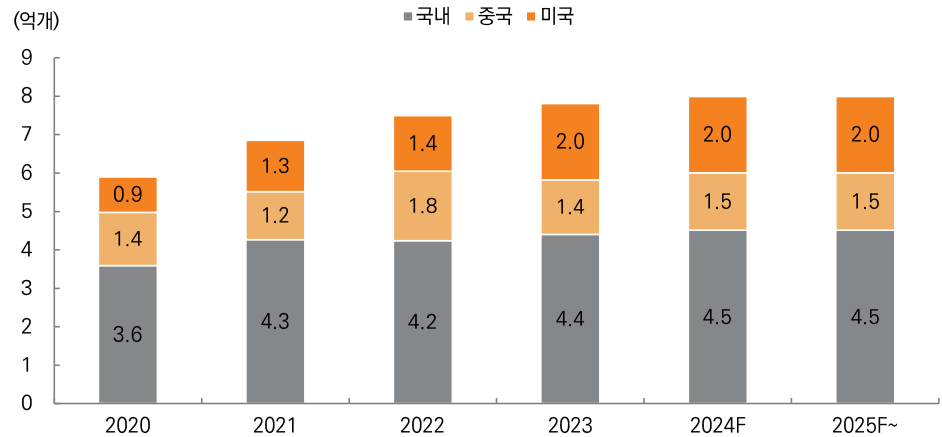
2. 투자포인트

1) 여유로운 Capa, 마진 개선 여력도 충분

코스메카코리아의 국내 생산 Capa는 연 4.5억개로 한국콜마 수준에 준하는 규모를 갖추고 있다. 상장 이후 공모자금의 상당 부분을 투자하여 공격적으로 증설하였으나, 지난 수 년간 업황이 부진한 탓에 대규모 Capa가 오히려 실적에 부담을 지워왔다.

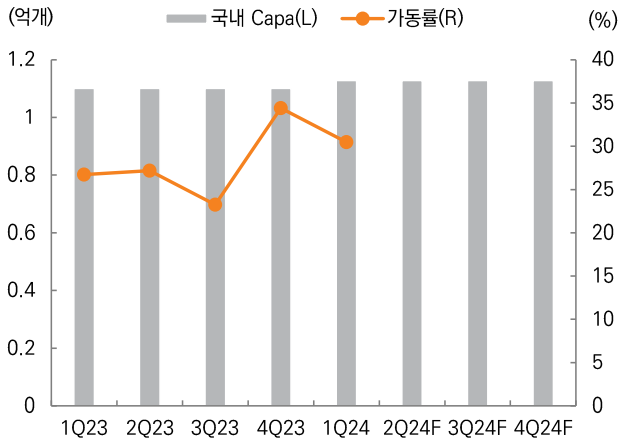
하지만 현재 한국 화장품의 수출 모멘텀이 재차 대두되면서 동사의 Capa 경쟁력이 돋보이는 구간에 진입했다는 판단이다. 경쟁 대형 ODM 기업들의 가동률은 80% 이상으로 사실상 풀가동 수준이며, 향후 증설을 위해 공격적인 Capex 집행이 예상된다(2024F 별도 Capex 한국콜마, 코스맥스 500억원 이상). 코스메카코리아의 국내 가동률은 50% 미만으로 당분간 증설은 불필요한 상황이며(2024F 별도 Capex 20억원), 가동률 상승에 비롯한 마진 개선도 경쟁사 대비 강하게 나타나는 중이다(국내 영업이익률 2022년 3.4%, 2023년 8.5%, 2024F 10.4%). 현재까지는 히어로 브랜드들의 대량 오더에서 오는 생산 효율 개선 효과가 주효한 것으로 판단되며, 향후 추가적인 가동률 상승에 따라 외형 효과까지 더해질 가능성이 충분히 존재한다.

그림 34. 코스메카코리아 지역별 Capa 추이 및 전망



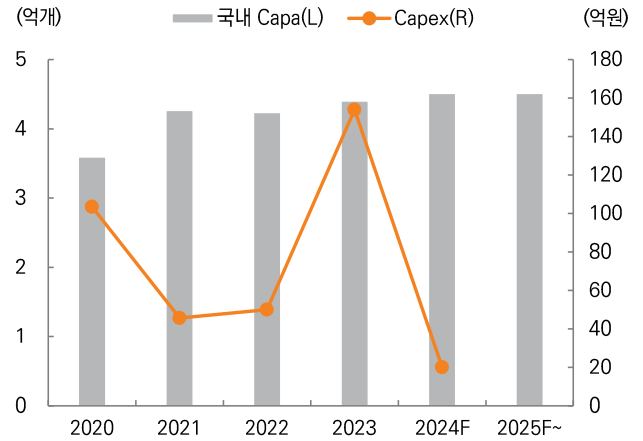
자료: 코스메카코리아, 미래에셋증권 리서치센터

그림 35. 코스메카코리아 국내 Capa와 가동률 추이



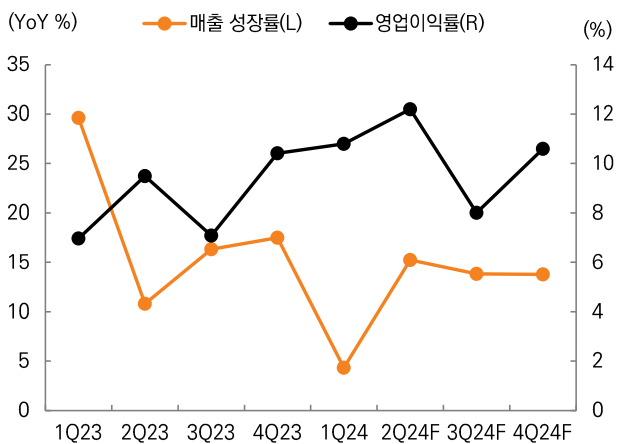
자료: 코스메카코리아, 미래에셋증권 리서치센터

그림 36. 코스메카코리아 국내 Capa와 Capex 추이



자료: 코스메카코리아, 미래에셋증권 리서치센터

그림 37. 코스메카코리아 국내 실적 추이



자료: 코스메카코리아, 미래에셋증권 리서치센터

그림 38. 코스메카코리아 생산 시스템



자료: 코스메카코리아, 미래에셋증권 리서치센터

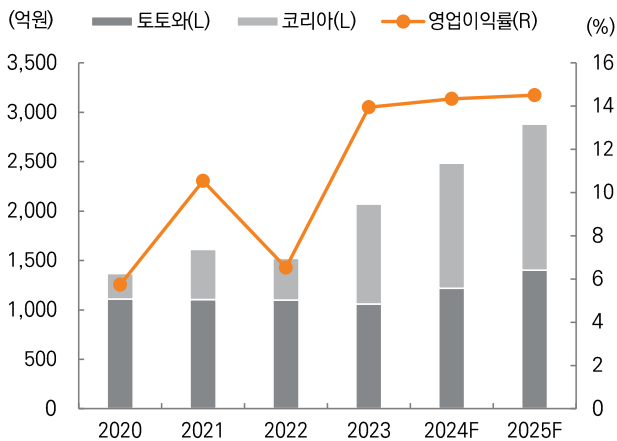
2) 미국에서 제일 잘하는 ODM

코스메카코리아의 미국 법인 잉글우드랩은 경쟁 ODM의 미국 법인 대비 차별화된 실적을 시현하고 있다. 경쟁 ODM 대부분 미국 법인 매출이 천억 미만, 영업 적자 상태인 것과 대조적으로 동사의 미국 법인은 2024F 매출 2,483억원(YoY +20%), 영업이익 356억원(OPM 14%)을 바라보고 있다.

잉글우드랩코리아 공장은 미국 저가 인디 브랜드들을 주력 고객으로 확보하고 있다. 미국도 저가 화장품 소비 트렌드가 나타나면서 코리아 공장의 성장이 두드러진다(2024F 매출 YoY +25% 추정). 유사한 고객 믹스를 확보한 공장들 중에서도 특히 동사의 성과가 돋보이는 이유는 영업 및 제조 경쟁력이 강하기 때문이다. 동사는 모기업이 미국 기업인 만큼 현지 영업에 유리하며, 생산은 한국에서 하기 때문에 현지 제조업체 대비 단가 경쟁력이 높다.

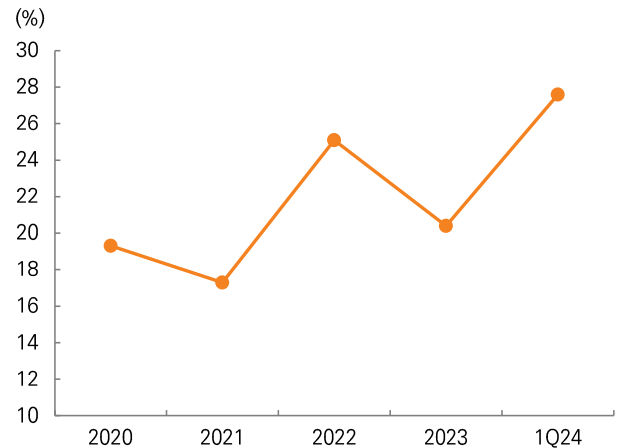
미국현지에 위치한 토토와 공장은 주로 프리미엄 브랜드 제품을 생산한다. 고객사 포지셔닝의 차이로 코리아 대비 성과가 부진했으나 점차 개선될 것으로 예상된다. 1Q24 매출이 4개 분기만에 성장 전환하였으며, 당분간 이러한 성장 추세가 이어질 것으로 기대한다(2024F 매출 YoY +15% 추정). 고객사 재고 확보 시기가 도래했으며, 연속성 높은 OTC 오더가 축적되고 있기 때문이다.

그림 39. 잉글우드랩 실적 추이 및 전망



자료: 코스메카코리아, 미래에셋증권 리서치센터

그림 40. 잉글우드랩 OTC 매출 비중 추이



자료: 코스메카코리아, 미래에셋증권 리서치센터

3. 실적 추정 및 Valuation

코스메카코리아에 대해 투자의견 매수, 목표주가 10만원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 12MF EPS에 Target PER 24배(Peer ODM Target PER 20배에 20% 할증 적용)를 적용하여 산출하였다. 여유로운 Capa 경쟁력과 미국 법인의 차별적인 경쟁력에 비추어 할증 근거는 충분하다.

실적 모멘텀도 긍정적이다. 2Q24 실적은 매출액 1,315억원(YoY +14%), 영업이익 161억원(YoY +44%)으로 시장 기대치를 소폭 상회할 전망이다. 국내 호조가 주효하다. 국내 매출은 전년 마스크팩 대량 오더 베이스에도 불구하고 YoY +15% 양호한 성장이 예상되며, 영업이익률도 12% 수준으로 YoY +3%p 개선될 전망이다.

하반기는 미국 법인도 호실적에 기여할 전망이다. 미국이 기본적으로 상저하고 계절성을 가질 뿐 아니라 고객사 발주 스케줄에 비추어 하반기 강세가 예상되기 때문이다. 미국 법인의 고객사는 대부분 로컬 브랜드로 이들은 국내 브랜드 대비 발주 규모가 크고 리드타임이 6개월 내외로 길다. 잉글우드랩코리아 기준 2H23 실적이 양호했으며, 1H24 상대적으로 성장이 둔화된 추세이다. 상반기동안 고객사의 재고 소진이 어느정도 진행되었을 것으로 추정된다. 2H24 재차 재고 확보 수요가 발생할 것으로 기대한다.

표 8. 코스메카코리아 연간 실적 전망

(억원)

	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	3,965	3,994	4,707	5,526	6,297	7,145
국내	2,173	2,274	2,686	3,004	3,427	3,911
미국	1,608	1,515	2,068	2,483	2,881	3,297
중국	513	473	504	525	536	554
영업이익	201	104	492	658	794	913
국내	84	77	229	312	385	444
미국	170	99	289	356	418	481
중국	(26)	(46)	1	9	13	14
세전이익	175	64	461	655	793	915
당기순이익	170	60	339	505	611	704
지배주주순이익	89	27	223	394	519	599
매출액(YoY %)	16.9	0.7	17.9	17.4	14.0	13.5
국내	10.2	4.6	18.1	11.8	14.1	14.1
미국	17.2	(5.8)	36.5	20.1	16.0	14.4
중국	107.3	(7.8)	6.5	4.3	2.0	3.3
영업이익(YoY %)	103.0	(48.4)	374.1	33.9	20.7	15.0
당기순이익(YoY %)	396.6	(64.6)	464.5	48.9	21.1	15.3
영업이익률(%)	5.1	2.6	10.4	11.9	12.6	12.8
국내	3.8	3.4	8.5	10.4	11.2	11.3
미국	10.5	6.5	14.0	14.3	14.5	14.6
중국	-5.1	-9.7	0.2	1.7	2.5	2.5
세전이익률(%)	4.4	1.6	9.8	11.9	12.6	12.8
순이익률(%)	4.3	1.5	7.2	9.1	9.7	9.9

자료: 코스메카코리아, 미래에셋증권 리서치센터

표 9. 코스메카코리아 분기 실적 전망

(억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	2023년	1Q24	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2024년
매출	1,159	1,157	1,164	1,227	4,707	1,256	1,315	1,407	1,548	5,526
국내	659	667	664	697	2,686	688	769	755	793	3,004
미국	460	492	544	571	2,068	526	531	671	755	2,483
중국	128	111	125	140	504	122	119	133	152	525
영업이익	93	112	137	150	492	137	161	174	185	658
국내	46	63	47	73	229	74	94	60	84	312
미국	56	62	91	79	289	66	69	115	106	356
중국	(3)	(6)	5	5	1	0	2	3	3	9
세전이익	95	112	147	107	461	163	160	174	158	655
당기순이익	74	86	118	61	339	126	123	134	122	505
지배주주순이익	45	59	73	47	223	88	99	107	100	394
매출액(YoY %)	30.3	15.2	12.4	15.3	17.9	8.3	13.7	20.9	26.1	17.4
국내	29.6	10.8	16.3	17.5	18.1	4.3	15.2	13.8	13.8	11.8
미국	46.7	36.3	27.3	38.4	36.5	14.2	7.9	23.4	32.2	20.1
중국	19.1	1.4	13.4	(4.0)	6.5	(5.1)	7.3	6.0	9.0	4.3
영업이익(YoY %)	1,410.9	264.7	366.7	300.1	374.1	48.4	44.1	27.3	23.3	33.9
당기순이익(YoY %)	6,251.7	209.2	251.9	흑전	464.5	70.6	43.1	13.7	98.5	48.9
영업이익률(%)	8.0	9.7	11.8	12.2	10.4	10.9	12.2	12.4	12.0	11.9
국내	7.0	9.5	7.1	10.4	8.5	10.8	12.2	8.0	10.6	10.4
미국	12.1	12.6	16.8	13.9	14.0	12.6	12.9	17.1	14.1	14.3
중국	(2.6)	(5.0)	3.8	3.8	0.2	0.1	2.0	2.5	2.0	1.7
세전이익률(%)	8.2	9.7	12.6	8.7	9.8	13.0	12.2	12.3	10.2	11.9
순이익률(%)	6.3	7.5	10.1	5.0	7.2	10.0	9.4	9.5	7.9	9.1

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 10. 코스메카코리아 Valuation Table

(원)

구분	내용	비고
12MF EPS	4,274	
Target PER(배)	24 Peer 대비 20% 할증 적용	
적정 추가	102,572	
목표 추가	100,000	
현재 추가	82,300	
상승 여력(%)	21.5	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

코스메카코리아 (241710)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	471	553	630	714
매출원가	364	418	472	530
매출총이익	107	135	158	184
판매비와관리비	58	68	78	93
조정영업이익	49	66	79	91
영업이익	49	66	79	91
비영업손익	-3	0	0	0
금융손익	-4	-3	-2	-2
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	46	66	79	91
계속사업법인세비용	12	15	18	21
계속사업이익	34	50	61	70
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	34	50	61	70
지배주주	22	39	52	60
비지배주주	12	11	9	11
총포괄이익	35	50	61	70
지배주주	23	67	81	93
비지배주주	12	-16	-19	-22
EBITDA	66	81	92	103
FCF	23	34	52	58
EBITDA 마진율 (%)	14.0	14.6	14.6	14.4
영업이익률 (%)	10.4	11.9	12.5	12.7
지배주주귀속 순이익률 (%)	4.7	7.1	8.3	8.4

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	221	303	366	459
현금 및 현금성자산	33	66	96	152
매출채권 및 기타채권	113	142	161	183
재고자산	66	83	94	107
기타유동자산	9	12	15	17
비유동자산	211	202	194	188
관계기업투자등	1	1	2	2
유형자산	153	146	139	133
무형자산	38	36	34	34
자산총계	433	505	560	646
유동부채	155	175	167	182
매입채무 및 기타채무	56	71	80	91
단기금융부채	80	80	60	60
기타유동부채	19	24	27	31
비유동부채	36	38	39	40
장기금융부채	29	29	29	29
기타비유동부채	7	9	10	11
부채총계	190	212	206	222
지배주주지분	169	209	261	321
자본금	5	5	5	5
자본잉여금	58	58	58	58
이익잉여금	100	140	192	251
비지배주주지분	73	84	93	103
자본총계	242	293	354	424

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동으로 인한 현금흐름	42	39	57	63
당기순이익	34	50	61	70
비현금수익비용가감	38	33	34	34
유형자산감가상각비	14	13	12	11
무형자산상각비	3	2	1	1
기타	21	18	21	22
영업활동으로인한자산및부채의변동	-22	-26	-17	-19
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-32	-28	-19	-21
재고자산 감소(증가)	3	-17	-12	-13
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	6	12	8	9
법인세납부	-4	-15	-18	-21
투자활동으로 인한 현금흐름	-22	-7	-6	-6
유형자산처분(취득)	-17	-5	-5	-5
무형자산감소(증가)	0	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-6	-2	-1	-1
기타투자활동	1	0	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-13	1	-21	0
장단기금융부채의 증가(감소)	-12	1	-21	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0
기타재무활동	-1	0	0	0
현금의 증가	7	33	30	57
기초현금	26	33	66	96
기말현금	33	66	96	152

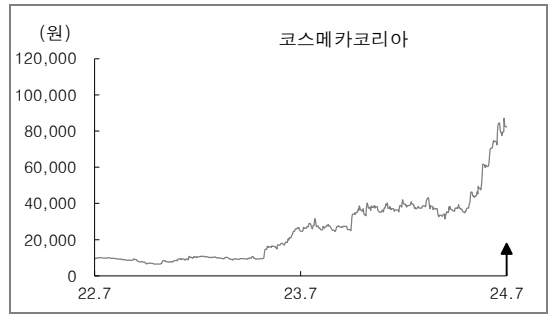
자료: 코스메카코리아, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2023	2024F	2025F	2026F
P/E (x)	17.4	22.3	16.9	14.7
P/CF (x)	5.4	10.5	9.3	8.4
P/B (x)	2.3	4.2	3.4	2.7
EV/EBITDA (x)	8.0	12.3	10.3	8.8
EPS (원)	2,090	3,685	4,863	5,605
CFPS (원)	6,724	7,843	8,875	9,791
BPS (원)	15,874	19,559	24,422	30,026
DPS (원)	0	0	0	0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
매출액증가율 (%)	17.9	17.4	14.0	13.5
EBITDA증가율 (%)	143.3	22.6	14.3	11.3
조정영업이익증가율 (%)	374.1	33.9	20.7	15.0
EPS증가율 (%)	740.3	76.3	32.0	15.3
매출채권 회전율 (회)	5.0	4.5	4.3	4.3
재고자산 회전율 (회)	6.9	7.4	7.1	7.1
매입채무 회전율 (회)	9.3	8.4	7.9	7.8
ROA (%)	8.2	10.8	11.5	11.7
ROE (%)	14.1	20.8	22.1	20.6
ROIC (%)	12.0	16.5	18.8	20.9
부채비율 (%)	78.6	72.6	58.3	52.4
유동비율 (%)	143.1	173.7	218.9	252.0
순차입금/자기자본 (%)	28.5	11.9	-4.8	-17.5
조정영업이익/금융비용 (x)	12.2	17.2	22.8	29.3

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
코스메카코리아 (241710)				
2024.07.12	매수	100,000	-	-



* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

투자의견 분류 및 적용기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy: 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	
매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 추가(—), 목표주가(→), Not covered(■)	

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
79.52%	12.05%	8.43%	0%

* 2024년 06월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인과 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.