

화장품/제약·바이오

이지원

02)6742-3584

leejw9205@heungkuksec.co.kr



(Overweight) 화장품

대장장이의 밝은 미래

과거 화장품하면 중국, 한국의 화장품 업체들은 크든 작든 China Play로 인식되며 중국 내 화장품 시장의 성장세와 궤를 같이 해왔다. 한국 화장품 기업의 주가는 중국의 대형 쇼핑 이벤트인 6/18, 광군제 대목과 맞물려 면세와 온라인에서 얼마나 잘 팔았느냐에 따라 업체마다 희비를 달리해왔다. 2024년 들어 그 패러다임이 바뀌고 있다. 한국의 화장품은 이제 과거 China 중심 대형 브랜드사의 High-end 제품 판매에서 Non-China 지역 중심 인디 브랜드사의 가성비 제품 판매로 그 성장엔진을 교체하였다. 제2의 K-화장품 빅사이클에 대한 기대감이 높아짐에 따라 섹터의 핵심적인 변화는 무엇이며 어떤 투자전략을 구사해야 하는지 살펴보고자 한다.

Contents

3p	I. Summary <ul style="list-style-type: none">1. Executive Summary2. Key Charts3. 분석대상 기업 요약
9p	II. K-화장품의 어제와 오늘 <ul style="list-style-type: none">1. 과거 중국 향 수출 중심 성장2. Post-Covid 중국 소비 트렌드 변화3. Non-China 판로 모색과 최근 성과
27p	III. Indie 브랜드 약진 속 ODM 수요 증가 <ul style="list-style-type: none">1. 미국에서 잘 나가는 K-화장품의 핵심 성장 동력2. 미국 내 K-화장품 Indie 브랜드들의 영업 전략3. 한국 Indie 화장품의 약진 = ODM 수요 증가
33p	IV. 투자전략 및 Valuation <ul style="list-style-type: none">1. Legacy Brand: 중국 사업 적자 리스크, Historical low P/E2. Indie Brand: 비중국 화장품 시장 브랜드 경쟁력 상승3. ODM: 높은 경쟁력 기반 안정적 Topline growth + 매력적인 Valuation
40p	V. 기업분석
41p	1. 코스맥스 (192820): 글로벌 1위의 화장품 ODM 경쟁력
48p	2. 한국콜마 (161890): Sun 제품 중심 강한 ODM 역량
55p	3. 아모레퍼시픽 (090430): 이제 미래를 봐야 할 때
62p	4. LG생활건강 (051900): 저가 매수 시점

I. Summary

1. Executive Summary

- ◆ 2014~2016년은 중국 향 K-화장품의 일대 호황기로서 대형 브랜드사의 프리미엄 스킨케어 제품들이 기업형 다이공들의 오프라인 면세 대량구매와 현지 왕홍들의 온라인 홍보에 힘입어 불티나게 팔리던 시기였다. 대형사들뿐만 아니라 더페이스샵, 미샤 등 로드샵 위주 저가 제품들 또한 중국 내 한류 바람을 타고 높은 매출성장률을 기록하였으며 이 시기 화장품 섹터 전체 시가총액 성장률은 코스피 시가총액 성장률을 연평균 73%p 아웃퍼폼하며 주도 섹터로 자리잡게 되었다.
- ◆ 2016년 이후 사드 발 한한령과 코로나19를 겪으며 화장품 주요 기업들의 실적과 주가는 지속적인 하향세를 겪어야만 했다. 2022년 리오프닝이 시작되며 화장품 산업의 수요 리바운드가 크게 기대되었지만 포스트 코로나 중국 소비 트렌드 변화로 인해 중국 토종 매스 뷰티 브랜드들이 약진하였고 이는 설화수, 후와 같은 전통 프리미엄 스킨케어 제품 판매에 집중되어 있는 한국 업체들의 중국 사업 실적 악화로 이어지고 있다. 이제 중국 시장은 더 이상 Made in Korea 프리미엄이 통용되지 않는 시장으로 변화하였다.
- ◆ 중국 내 토종브랜드 약진에 따른 K-화장품의 낮아진 위상과 코로나 이후 중국 경기 불확실성은 국내 화장품 기업들의 비중국 판로 모색에 큰 동기를 부여하고 있다. 여전히 식지 않은 K-Wave에 힘입어 인디브랜드들은 SNS를 활용한 공격적 프로모션을 진행하였으며 K-화장품 산업은 코로나 이전 핵심 시장이었던 중국 채널 의존에서 벗어나 미국과 일본으로의 판매 채널 다변화로 그 중심을 이동하게 되었다. 미국/일본 향 한국 화장품 수출 비중은 2024년 YTD 기준 18%/10%로 2018년 대비 9%p/5%p 상승하였고 미국/일본 화장품 수입시장 한국 업체 점유율 또한 2023년 기준 17%/36%로 2018년 대비 7%p/9%p 상승하였다.
- ◆ 최근 마케팅과 현지 유통에만 집중하며 연구개발과 생산은 화장품 ODM 업체들에게 위탁하는 슬립화된 화장품 브랜드들이 많이 등장하였다. ODM 아웃소싱을 통하여 인디 브랜드들은 연구개발과 생산에 투자하는 비용과 리스크를 줄였으며 대신 창의적이고 한국적인 제품들을 기획하고 효율적이고 빠른 마케팅 아이디어를 고안하는데 집중할 수 있게 되었다. 이는 자연스럽게 화장품 ODM에 대한 의존도를 높였으며 한국 ODM 업체들의 경쟁력 제고에도 크게 기여하는 결과를 가져왔다.
- ◆ 중국 지역 리스크는 여전히 남아있지만 향후 해외 화장품 시장에서 K-화장품 인디브랜드들의 인기가 당분간 시들지 않을 것이라는 가정하에 ODM 수요는 꾸준히 증가할 것으로 판단하며 Short lead time, High quality, Strong R&D의 3가지 핵심 경쟁력을 보유하고 있는 한국 ODM 업체들의 탑라인 성장세는 지속될 것으로 전망한다. 그 중에서 글로벌 1위의 ODM 생산능력과 시장 점유율, 차별화된 ODM 경쟁력을 통해 2026년까지 두 자릿수 탑라인 성장률을 시현할 것으로 추정되는 코스맥스를 업종 최선호주로 제시한다.
- ◆ 한국 ODM 업체의 경우 밸류에이션 또한 해외 주요 경쟁사 대비 매력적이라고 본다. 코스맥스와 한국콜마는 각각 블룸버그 컨센 순이익 기준 12M Fwd P/E 11배, 15배 수준에 거래되고 있으며 이는 2014~16년 중국 발 화장품 빅사이클 이후 가장 저평가된 모습이다.

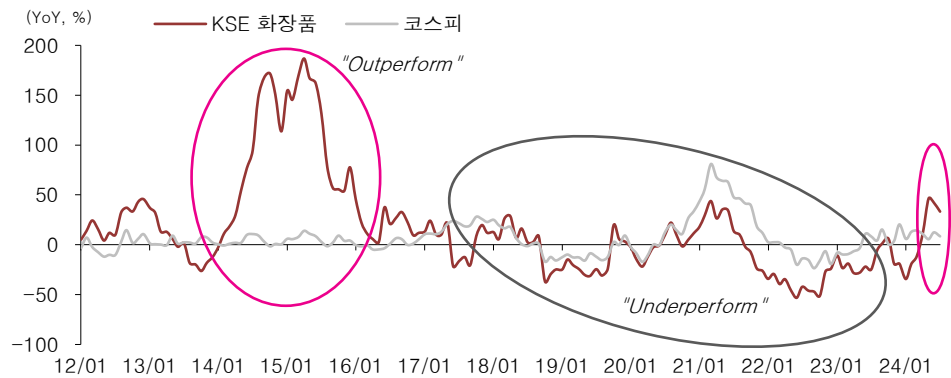
2. Key charts (1) 화장품은 이제 China play 가 아니다.

그림 1 K-화장품의 흥망성쇠



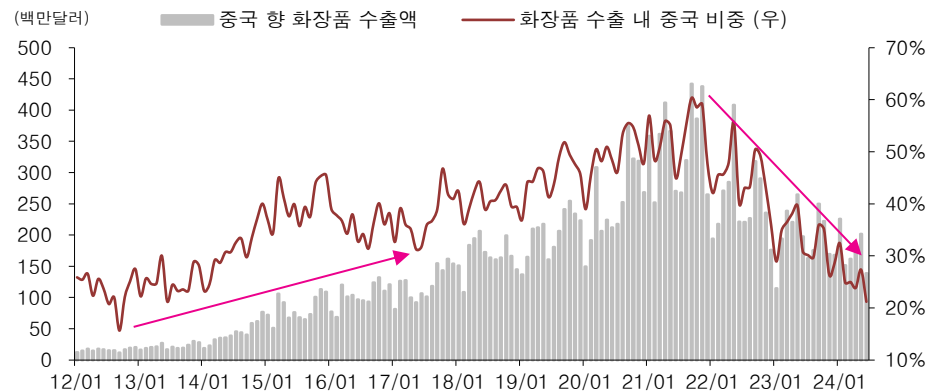
자료: Quantwise, 홍콩증권 리서치센터

그림 2 2014-16년 화장품 빅사이클 이후 코스피 대비 Underperform 지속... 2024년 드디어?



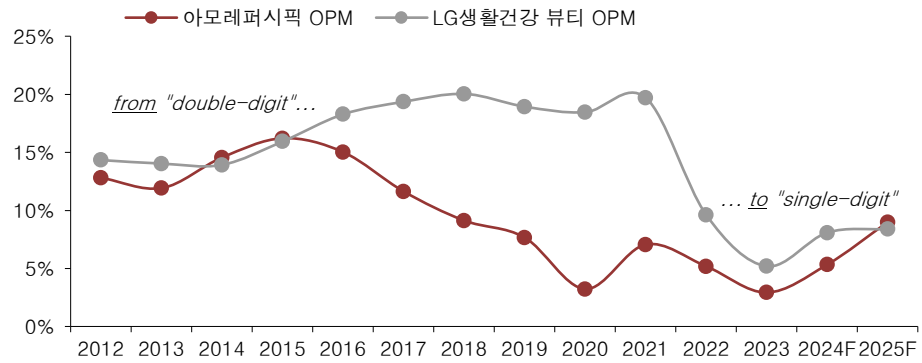
자료: Quantwise, 홍콩증권 리서치센터

그림 3 중국 향 화장품 수출액 및 수출 비중 추이



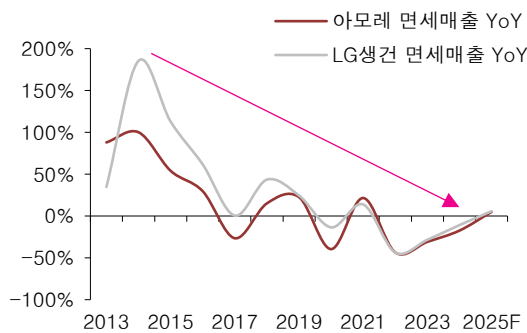
자료: 관세청, 홍콩증권 리서치센터

그림 4 K-화장품 Legacy 브랜드의 수익성 악화 추이



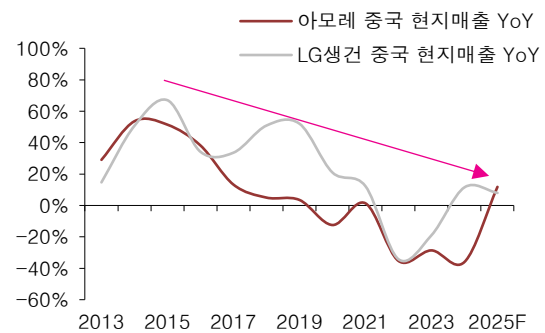
자료: 각사, 홍콩증권 리서치센터

그림 5 한국 Legacy 브랜드 중국 향 면세 매출 감소 추이



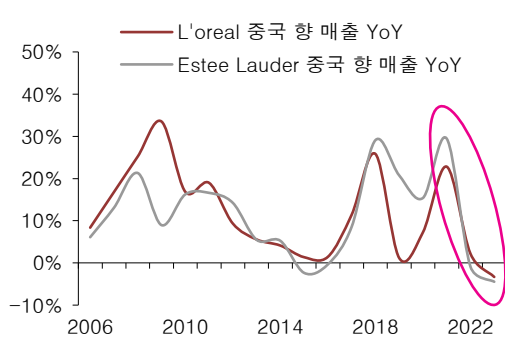
자료: 각사, 홍콩증권 리서치센터

그림 6 한국 Legacy 브랜드 중국 현지 매출 감소 추이



자료: 각사, 홍콩증권 리서치센터

그림 7 해외 프리미엄 브랜드들도 중국 시장에서 고전 중



자료: Bloomberg, 홍콩증권 리서치센터

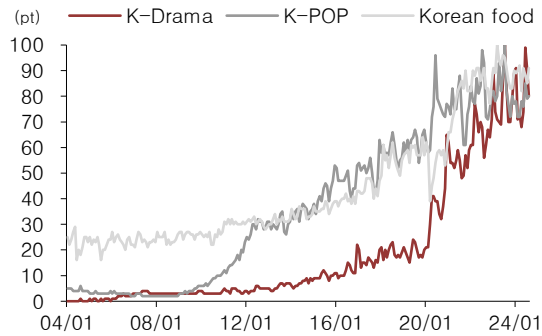
그림 8 한국 Legacy 브랜드: Historical low valuation



자료: Bloomberg, 홍콩증권 리서치센터

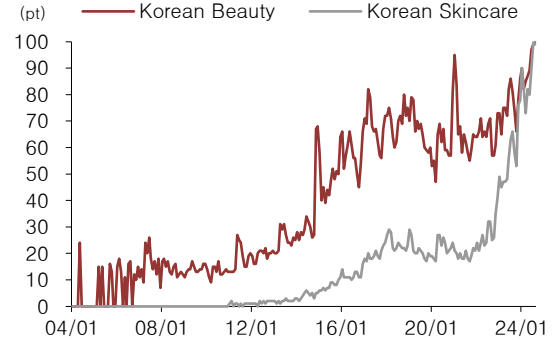
2. Key charts (2) 한국 인디화장품 약진 → K-ODM 수요 증가

그림 9 미국 내 한류 관련 구글 검색 트렌드



자료: Google Trends, 흥국증권 리서치센터

그림 10 한류는 미국 내 K-화장품 인기의 핵심 동력!



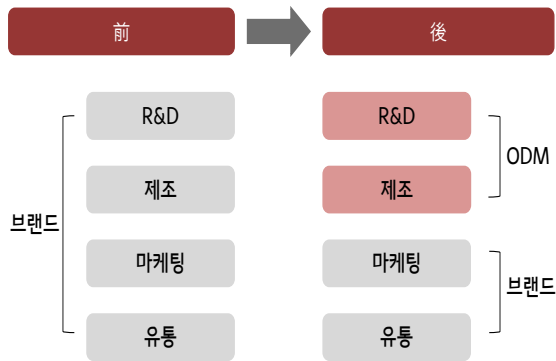
자료: Google Trends, 흥국증권 리서치센터

표 1 미국에서 잘 나가고 있는 K-Indie 화장품 브랜드 사례

브랜드	제품명	제품 이미지	
조선미녀	광채 프로폴리스 세럼		
	인삼 에센스 워터		
	맑은쌀 채운 토너		
	산뜻 청매실 클렌저		
아누아	나이아신아마이드 10 TXA 4 다크 스팟 코렉팅 세럼		
	복숭아 70 나이아신 세럼		
	여성초 77 수딩 토너		
	여성초 77 수딩 토너 패드		
	BHA 2% 젤렌 각질 제거 토너		
	여성초 퀴세티 모공 딥 클렌징 폼		
스킨 1004	마다가스카르 센텔라 앰플		
	마다가스카르 센텔라 클렌저		
믹순	콩 에센스		
	믹순 갈락토미세스 토너 패드		
티르티르	밀크 스킨		
	마스크핏 레드 쿠션		
엑시스와이	다크 스팟 코렉팅 글로우 세럼		
토리든	다이브인 저분자 히알루론산 세럼		
클리오	청굴 비타 C 잡티케어 세럼		
브이티	VT 리들샷 100 에센스		
메디힐	메디힐 마데카소사이드 흔적 패드		
메디큐브	제로 모공 패드		
롬앤	글래스팅 멜팅 밤		
네이처리퍼블릭	허니 멜팅 립 플럼퍼		
		VT 리들샷 100 에센스	제로 모공 패드

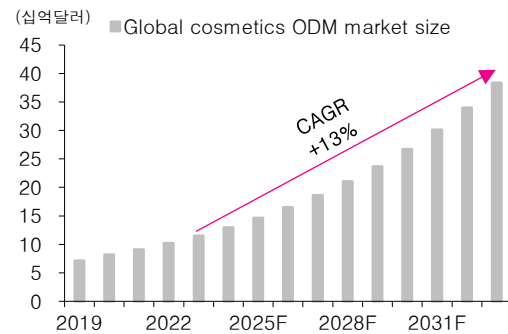
자료: 각사, 언론종합, 흥국증권 리서치센터

그림 11 글로벌 화장품 산업의 구조적 변화



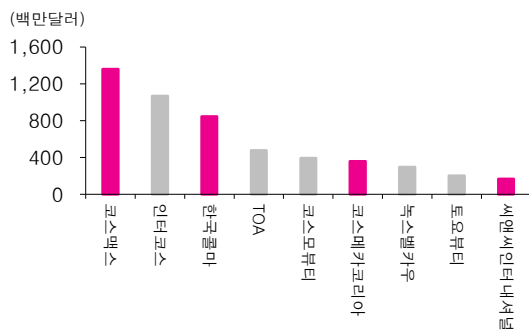
자료: 흥국증권 리서치센터

그림 12 화장품 ODM 시장 2033년까지 CAGR +13% 성장 전망



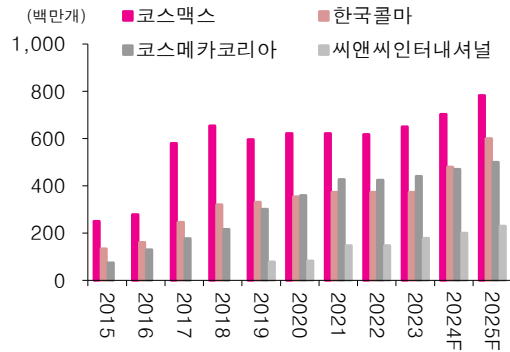
자료: Straits Research, 흥국증권 리서치센터

그림 13 글로벌 화장품 ODM 업체 매출 순위 (2023년)



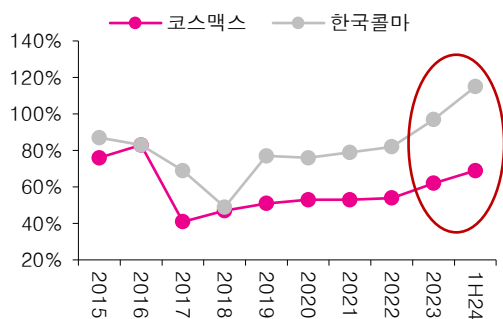
자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

그림 14 한국 화장품 ODM 4사 국내 공장 CAPA 비교



자료: 각사, 흥국증권 리서치센터

그림 15 코스맥스 vs. 한국콜마 국내 공장 가동률 비교



자료: 각사, 흥국증권 리서치센터

그림 16 한국 주요 ODM 업체 12M Fwd P/E 추이



자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

3. 분석대상 기업 요약

구분		코스맥스 (192820)	한국콜마 (161890)	아모레퍼시픽 (090430)	LG생활건강 (051900)
투자의견		Buy (신규)	Buy (신규)	Buy (신규)	Buy (신규)
목표주가(원)		185,000	80,000	160,000	430,000
현재주가(원)		125,600	66,000	122,900	336,000
상승여력(%)		47.3	21.2	30.2	28.0
절대수익률(%)	1M	-28.6	12.4	-18.0	-1.6
	3M	-22.2	23.4	-30.3	-26.2
	6M	10.1	35.7	-1.7	-0.2
	12M	-9.1	13.8	-3.3	-27.0
KOSPI 대비 상대수익률(%)	1M	-22.7	18.3	-12.1	4.3
	3M	-20.2	25.4	-28.3	-24.1
	6M	8.3	33.8	-3.5	-2.0
	12M	-15.9	7.0	-10.1	-33.8
매출액증가율(%)	2023A	11.1	15.5	-11.1	-5.3
	2024E	22.9	11.2	5.4	0.8
	2025E	20.4	7.5	16.1	5.2
영업이익증가율(%)	2023A	117.9	85.8	-49.5	-31.5
	2024E	50.8	54.8	91.4	19.3
	2025E	31.3	20.2	112.7	8.3
순이익증가율(%)	2023A	흑전	흑전	34.5	-36.7
	2024E	110.5	627.9	240.8	148.7
	2025E	46.9	16.1	-40.8	5.8
PER(배)	2023A	25.1	236.2	49.8	41.0
	2024E	16.1	17.1	11.6	13.4
	2025E	10.3	12.3	19.7	12.8
PBR(배)	2023A	4.0	1.9	2.0	1.2
	2024E	3.4	1.9	1.5	1.1
	2025E	2.6	1.7	1.4	1.0
ROE(%)	2023A	12.1	0.8	3.7	2.7
	2024E	23.3	12.6	11.8	6.8
	2025E	28.2	14.7	6.5	6.8
배당수익률(%)	2023A	0.4	1.1	0.6	1.0
	2024E	0.4	0.9	0.8	1.0
	2025E	0.4	0.9	0.8	1.0

주: 2024년 8월 16일 종가 기준

자료: 흥국증권 리서치센터

II. K-화장품의 어제와 오늘

1. 과거 중국 향 수출 중심 성장

2014~16년: 중국 향
 면세 대량구매+온라인
 왕홍 매출 성장 기반
 K-화장품 빅사이클

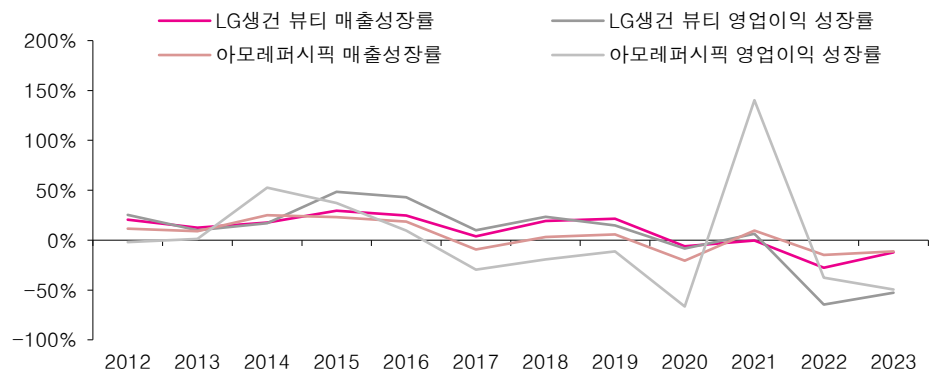
2024년 현재 화장품 섹터가 다시 한번 큰 관심을 받고 있다. 과거 비슷한 영광을 누렸던 시기가 있었지만 지금은 그때와 다른 지역에서 다른 브랜드들이 약진하며 섹터의 성장을 이끌고 있다. 2014~2016년은 중국 향 K-화장품의 일대 호황기로서 대형 브랜드사의 프리미엄 스킨케어 제품들이 기업형 다이공들의 오프라인 면세 대량구매와 현지 왕홍들의 온라인 홍보에 힘입어 불티나게 팔리던 시기였다. 2014년부터 2016년까지 중국 향 화장품 수출은 전체 화장품 수출의 32~41%를 차지하였고 고가 스킨케어 라인업 (설화수, 후)의 매출 호조에 힘입어 아모레퍼시픽의 매출액/영업이익 성장률은 +18~25%/+10~52% yoy, LG생활건강 뷰티부문의 매출액/영업이익 성장률은 +8~14%/+29~34%를 기록하였다. 대형사들뿐만 아니라 더페이스샵, 미샤 등 로드샵 위주 저가 제품들 또한 중국 내 K-Drama, K-Pop의 바람 속 가성비 좋고 품질 좋은 제품으로 중국 소비자들에게 인식되며 높은 매출성장률을 기록하였다. 화장품 섹터 지수 또한 같은 기간 KOSPI지수를 연평균 73%p 아웃퍼폼하며 주도 섹터로 자리잡았다.

그림 17 주요 K-화장품 기업 주가 추이



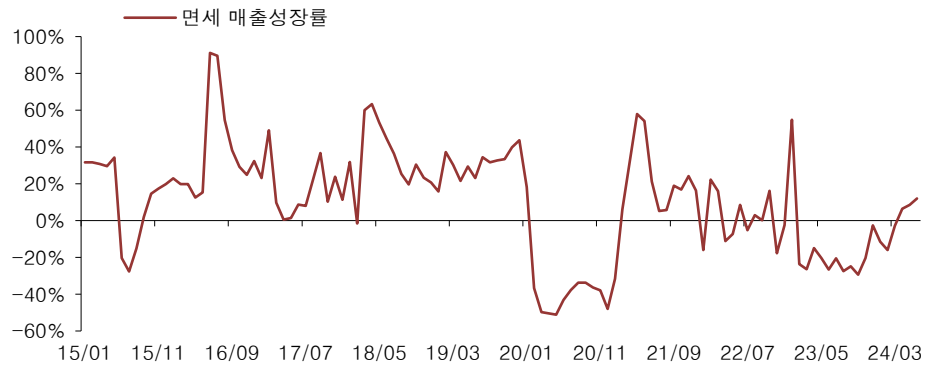
자료: Quantwise, 흥국증권 리서치센터

그림 18 대형 화장품 브랜드사 연간 매출/영업이익 성장률 추이



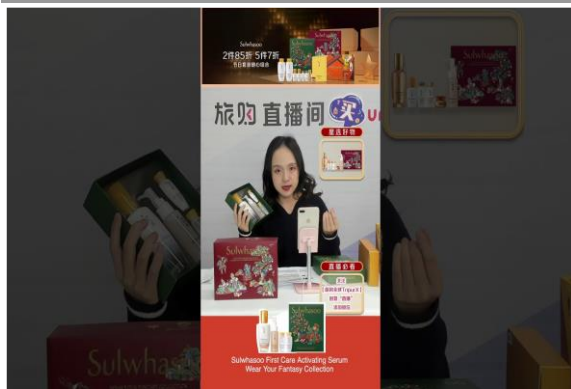
자료: 각사, 흥국증권 리서치센터

그림 19 월별 면세 매출 성장률 추이



자료: 한국면세점협회, 흥국증권 리서치센터

그림 20 아모레퍼시픽 “설화수” 중국 KOL 홍보 사례



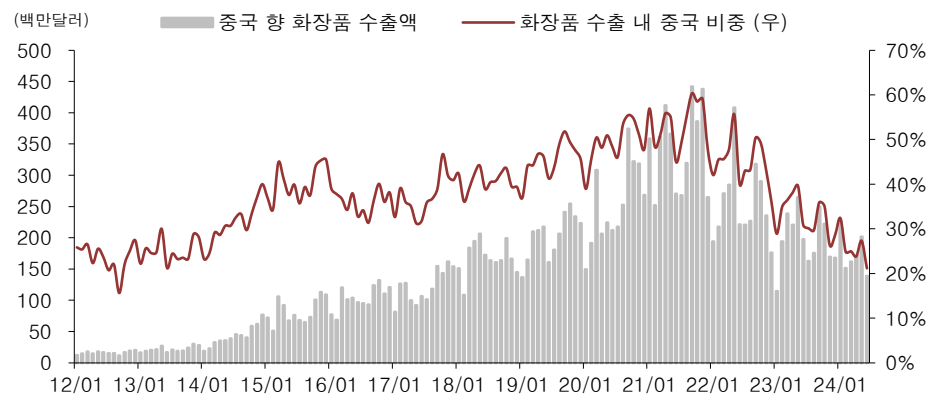
자료: Alibaba, 흥국증권 리서치센터

그림 21 LG생활건강 “후” 중국 KOL 홍보 사례



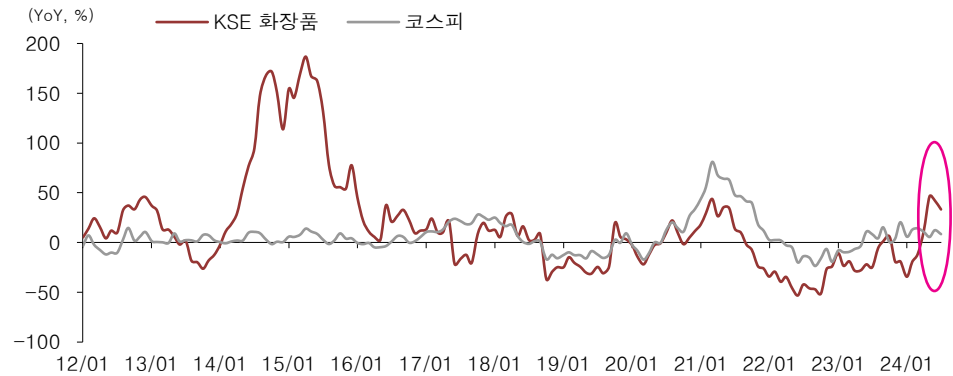
자료: KED Global, 흥국증권 리서치센터

그림 22 중국 향 화장품 수출액 및 수출 비중 추이



자료: 관세청, 흥국증권 리서치센터

그림 23 코스피 대비 화장품 섹터 시가총액 성장률 비교 추이



자료: Quantiwise, 흥국증권 리서치센터

사드 발 한한령 중국 향
 면세 판매 급감 촉발,
 중국 다이공들의 협상력
 증가, 송객수수료
 증가로 인한 브랜드
 수익성 악화

그러나 그 영광은 오래 가지 못하였으니 예상치 못한 한중 외교갈등과 뒤이어 터진 코로나19 사태로 인하여 화장품 섹터는 최근 7년간 낮은 영업이익 성장률과 대내외 정치적/사회적 리스크로 인한 지속적인 주가 하방 압력에 시달려야만 했다. 2017년 3월 중국 정부가 한국의 사드 배치에 항의하며 중국인의 한국 관광을 전면 금지시키면서 촉발된 전면적 ‘한한령’은 연간 한국 화장품 면세 판매 급감으로 이어졌다. 아모레퍼시픽을 비롯한 주요 브랜드사들은 면세 매출 유지를 위해 일부 큰손 다이공들에게 무리한 리베이트(송객수수료)를 지불하였고 이는 영업마진 감소로 이어졌다 (아모레퍼시픽의 2017~19년 영업이익률: 7.7~11.6% vs. 2014~2016년 영업이익률: 14.6~16.2%).

그림 24 중국 내 사드 배치 반대 여론



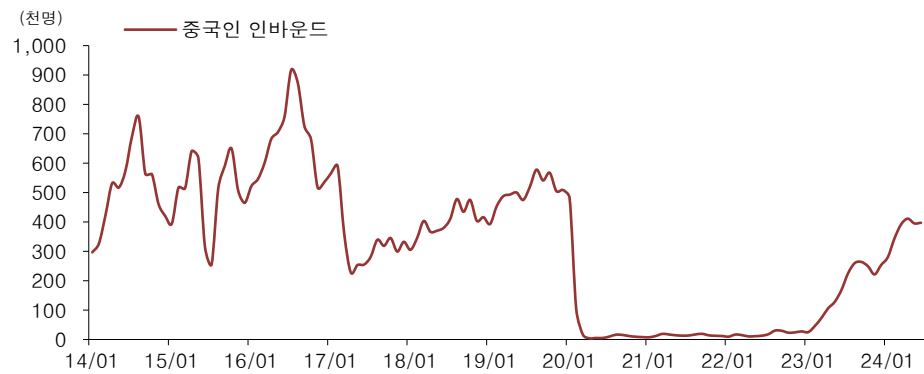
자료: 연합뉴스, 흥국증권 리서치센터

그림 25 한한령에 따른 중국의 사드 보복조치

강화되는 중국의 사드 보복조치	
2016.7월	한미 한반도 사드 배치 발표
8월	복수비자 편법발급 중지
9월	한국산 배터리장착차량 보조금 대상제외
10월	한국행 단체 관광객 20% 감축 구두지시
11월	중 당국 전면 금한령 유포
	전기차 배터리 모범기준안 강화
	롯데 중국 법인에 세무·소방안전조사
2017.1월	한국행 전세기 운항 불허
	백건우 조수미 중국 공연 불허
	한국기업 배터리 장착 차량5종 보조금 중지
	한국 화장품 19종 수입금지
2월	중 징통닷컴, 롯데마트 차단
3월	롯데면세점 홈페이지 디도스 공격

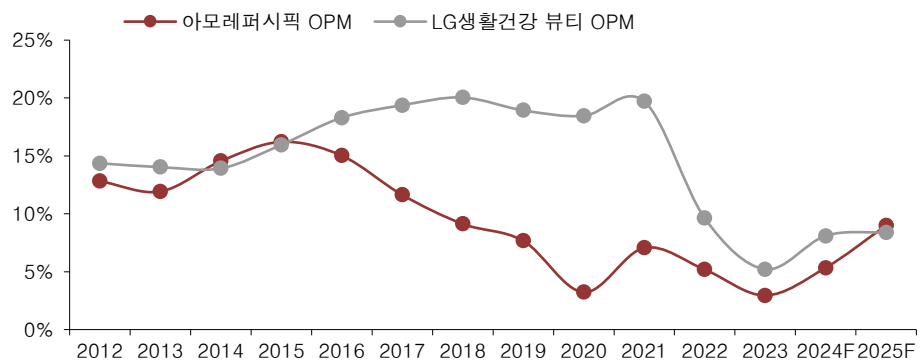
자료: 서울경제, 흥국증권 리서치센터

그림 26 한한령 이후 중국인 인바운드 관광객 감소 추이



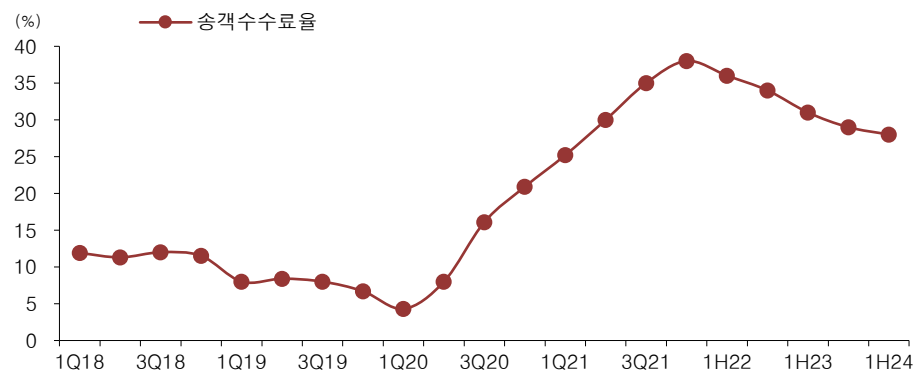
자료: 한국관광공사, 흥국증권 리서치센터

그림 27 아모레퍼시픽 및 LG생활건강 뷰티부문 영업이익률 추이 및 전망



자료: 각사, 흥국증권 리서치센터

그림 28 주요 면세점 송객수수료를 (다이공 리베이트) 추이

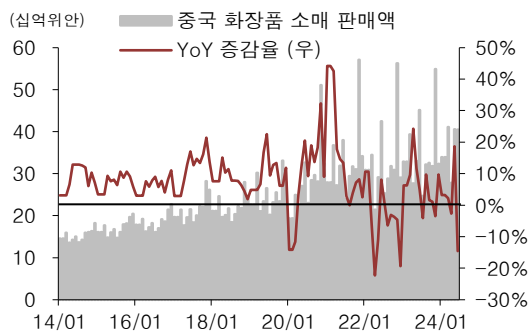


주: 2022년부터는 당사 추정치 사용
 자료: 호텔신라, 흥국증권 리서치센터

코로나 19 유행, 중국 소비 경기 침체로 인한 K-화장품 실적 악화

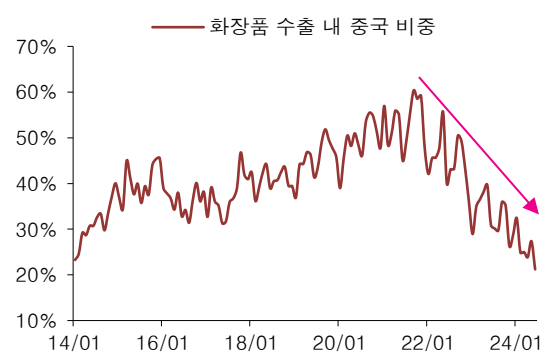
사드의 아픈 기억이 회미해질쯤 2019년 11월부터 전 세계를 강타한 코로나19 유행은 화장품 섹터에 재앙적 결과를 초래하였다. 재택근무 및 마스크 착용, 소비 침체로 인해 화장품 수요는 급감하였고 코로나 유행 기간 화장품 주요 기업들의 실적과 주가는 지속적인 하락세를 겪어야만 했다. 2022년 리오프닝이 시작되며 화장품 산업의 수요 리바운드에 크게 기대되었지만 포스트 코로나 중국 소비 트렌드 변화와 더딘 중국 경기회복 속도로 인해 K-화장품의 전성기는 다시 찾아오지 않을 것처럼 보였다.

그림 29 중국 화장품 소매 판매액 추이



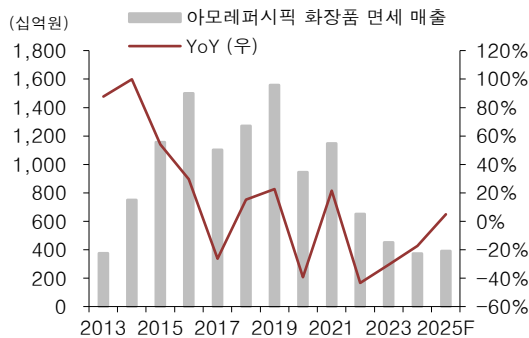
자료: NBS, 흥국증권 리서치센터

그림 30 중국 향 K-화장품 수출 비중 감소 추이



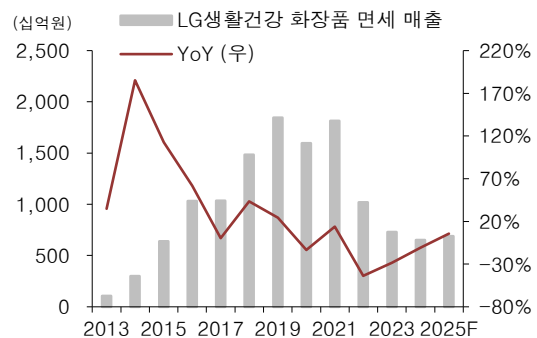
자료: 관세청, 흥국증권 리서치센터

그림 31 아모레퍼시픽 화장품 면세 판매액 및 성장률 추이



자료: 아모레퍼시픽, 흥국증권 리서치센터

그림 32 LG생활건강 화장품 면세 판매액 및 성장률 추이



자료: LG생활건강, 흥국증권 리서치센터

2. Post-Covid 중국 내 소비 트렌드 변화

중국 Gen-Z의 급부상,
 포스트 코로나 중국
 소비 트렌드 변화 주도

코로나 이전 중국 내 소비 트렌드를 이끌었던 세대는 중국의 개혁개방기를 거치며 부를 축적한 중년의 중산층 계급이었다. 과거 이들을 대표하는 키워드는 럭셔리 및 대량 구매였다. 그러나 코로나를 겪으며 중국 내수 소비의 핵심 Trend-setter로 자리잡은 이들은 바로 Gen-Z (1995년 이후 출생) 세대였으며 이들의 소비 키워드는 가성비 및 합리적 소비다. 중국의 Gen-Z는 보다 세련된 소비 행태를 보이고 있는데 크게 세 가지 핵심 방향으로 정리할 수 있다: 1) Knowledgeable (제품 구매 직전 다양한 채널을 통해 사전 정보를 취득), 2) Pioneering (네임드 브랜드를 탈피해 다양한 인디브랜드 트라이아웃에 대한 거부감이 없음), 3) Nationalistic (애국주의 사상 고취를 통한 국산 브랜드 선호).

중국 국산 매스 뷰티
 브랜드의 약진, 한국
 프리미엄 브랜드의
 존재감 약화

코로나 이후 화장품 시장 내 핵심 소비 계층으로서 Gen-Z의 급부상은 특히 온라인 채널에서 수백 개의 차별화된 색조/스킨 제품들을 해외 유명 브랜드들보다 더 빠른 속도로 제공하는 경험을 통해 중국 국산 매스 뷰티 브랜드들의 약진을 야기하였다(중국 토종 브랜드들의 화장품 시장 점유율은 2018~19년의 25~30%에서 2021~22년 45~55%로 크게 증가하였음). 이는 결국 설화수, 후와 같은 전통적 프리미엄 스킨케어 제품 판매에 집중되어 있는 한국 화장품 기업들의 중국 화장품 시장 내 존재감을 약화시키고 지속적인 중국 사업 실적 악화로 이어지는 결과를 낳고 있다. 이제 중국 시장은 더 이상 Made in Korea 프리미엄이 통용되지 않는 시장으로 변화한 것이다.

유명 수입 High-end
 브랜드들도 중국에서
 고전 중

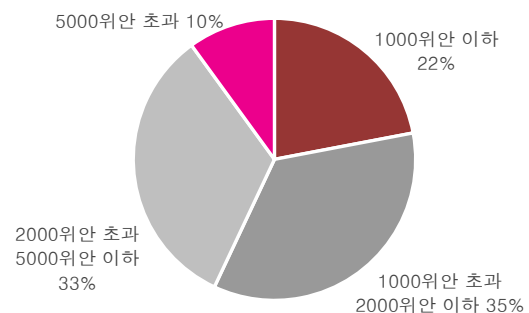
해외 High-end 브랜드들 역시 코로나 이후 변화한 중국 소비 패턴과 중국 경기 침체의 영향을 받아 고전을 면치 못하고 있는 상황이다. 2022년 로레알의 중국 향 매출은 +2% yoy 성장 (vs. 2021년 중국 매출 성장률: +23% yoy)에 그쳤으며 급기야 2023년 연간 매출 기준 역성장으로 돌아섰다. 에스티로더의 경우에도 지속적인 중국 사업 부진을 겪고 있으며 2022~23년 중국 향 매출은 1~4% yoy 역성장하였다.

그림 33 중국 Gen-Z vs. 기존 소비 세대 성향 차이 분석

	Gen-Z	청년층	중년층
연령	15~24	25~39	40~54
특징	강한 개성, 섬세한 메이크업, 테스트 제품 선호	고정된 스타일, 깔끔한 메이크업, 안티에이징 제품 사용 시작	데일리 스킨케어 제품 집중, 하이엔드 제품 선호
브랜드 선호도	색다른 브랜드, 점점 하이엔드 제품을 추구	높은 브랜드 이해도, 주류 브랜드 선호	강한 기존 브랜드 선호도, 하이엔드 제품에 대한 낮은 부담
잠재 고객수	약 1.4억	약 3.3억	약 3.5억

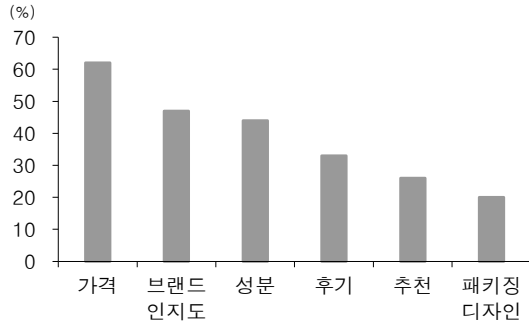
자료: TMO Group, 흥국증권 리서치센터

그림 34 중국 Gen-Z의 평균 저축 성향 분석



자료: TMO Group, 흥국증권 리서치센터

그림 35 중국 Gen-Z의 화장품 쇼핑 선호도 분석



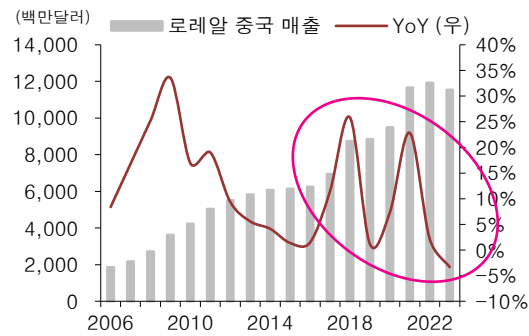
자료: TMO Group, 홍콩증권 리서치센터

그림 36 중국 소비자 신뢰지수 추이



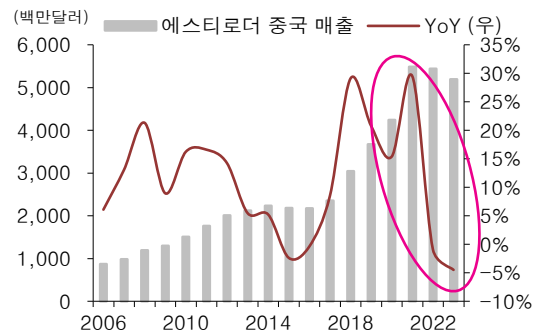
자료: Bloomberg, 홍콩증권 리서치센터

그림 37 L'oreal 중국 향 매출 및 성장률 추이



자료: Bloomberg, 홍콩증권 리서치센터

그림 38 Estee Lauder 중국 향 매출 및 성장률 추이



자료: Bloomberg, 홍콩증권 리서치센터

표 2 중국 광군제 화장품 스킨케어 브랜드 판매 순위 추이

순위	2019	2020	2021	2022	2023
1	로레알 (프랑스)	에스티 로더 (미국)	에스티 로더 (미국)	로레알 (프랑스)	PROYA (중국)
2	랑콤 (프랑스)	로레알 (프랑스)	로레알 (프랑스)	에스티 로더 (미국)	로레알 (프랑스)
3	에스티 로더 (미국)	랑콤 (프랑스)	랑콤 (프랑스)	랑콤 (프랑스)	랑콤 (프랑스)
4	올레 (미국)	WHOO (한국)	WHOO (한국)	올레 (미국)	에스티 로더 (미국)
5	SK-II (일본)	올레 (미국)	시세이도 (일본)	PROYA (중국)	올레 (미국)
6	CHANDO (중국)	SK-II (일본)	WINONA (중국)	WINONA (중국)	스킨수티컬즈 (미국)
7	바이체링 (중국)	실화수 (한국)	올레 (미국)	시세이도 (일본)	WINONA (중국)
8	WHOO (한국)	시세이도 (일본)	리머 (미국)	SK-II (일본)	리머 (미국)
9	Perfect Diary (중국)	WINONA (중국)	헬레나 루빈스타인 (프랑스)	스킨수티컬즈 (미국)	클라랑스 (프랑스)
10	WINONA (중국)	리머 (미국)	SK-II (일본)	리머 (미국)	헬레나 루빈스타인 (프랑스)

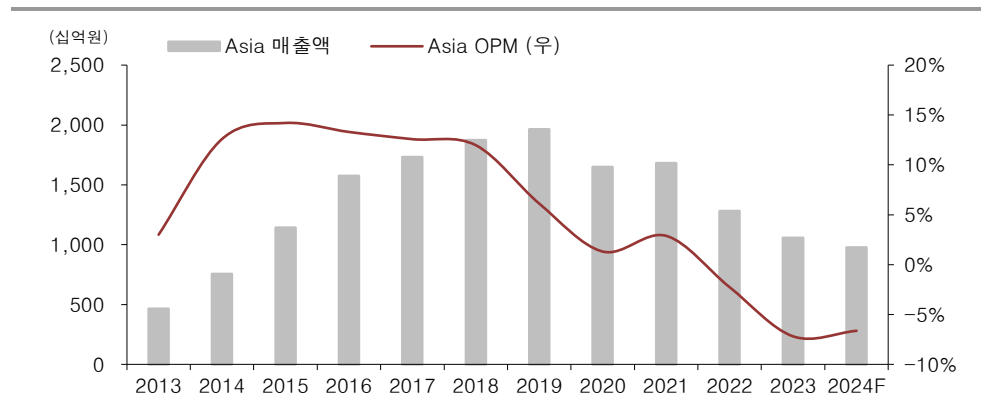
자료: T-mall, 홍콩증권 리서치센터

표 3 중국 광군제 화장품 색조 브랜드 판매 순위 추이

순위	2021	2022	2023
1	YSL (프랑스)	HUAXIZI (중국)	CAITANG (중국)
2	에스티 로더 (미국)	YSL (프랑스)	YSL (프랑스)
3	3CE (한국)	3CE (한국)	NARS (미국)
4	Perfect Diary (중국)	MAC (미국)	CPB (일본)
5	HUAXIZI (중국)	에스티 로더 (미국)	3CE (한국)
6	아르마니 (이탈리아)	ZHUBEN (중국)	에스티 로더 (미국)
7	랑콤 (프랑스)	NARS (미국)	CARSLAN (중국)
8	MAC (미국)	랑콤 (프랑스)	MAC (미국)
9	CPB (일본)	아르마니 (이탈리아)	HUAXIZI (중국)
10	지방시 (프랑스)	CPB (일본)	랑콤 (프랑스)

자료: T-mall, 흥국증권 리서치센터

그림 39 아모레퍼시픽 아시아 지역 매출액 및 영업이익률 추이



자료: 아모레퍼시픽, 흥국증권 리서치센터

3. Non-China 판로 모색과 최근 성과

비중국 지역 채널 적극
 공략, 한류를 무기로
 SNS 활용 공격적
 프로모션 진행

중국 내 토종브랜드 약진에 따른 K-화장품의 낮아진 위상과 리오프닝 불구 중국 소비 침체 지속, 중국 내 소비 트렌드 변화는 국내 화장품 기업들의 비중국 판로 모색에 큰 동기를 부여하고 있으며 이는 일본과 미국 등 글로벌 지역에서 한국 화장품의 점유율 상승을 가져오고 있다. 여전히 식지 않은 K-Wave에 힘입어 인디브랜드들의 SNS를 활용한 공격적 프로모션은 코로나 이전 핵심 시장이었던 중국 판매 집중 전략에서 코로나 이후 미국과 일본으로의 판매 채널 다변화 전략으로의 K-화장품의 진화를 가능케 하였다.

아모레퍼시픽의 라네즈 브랜드 미국 매출은 2019년부터 본격화되어 히트상품 ‘립 슬리핑 마스크’가 미국 진출 4개월만에 아마존 프라임 데이 1위를 차지하였다. 또한 2023년 3분기 코스알엑스 인수를 통하여 미국 내 스킨케어 시장을 집중공략 하였고 스네일 에센스 제품이 2023년 4분기 아마존 뷰티 및 퍼스널 케어 부문 1위에 랭크되는 성과를 거두었다. 조선미녀의 선크림 제품 라인업 또한 미국에서 선풍적 인기를 끌며 2022년 아마존 블랙프라이데이 이벤트 선크림 부문 1위를 차지하는 성과를 보여주기도 하였다. 미국 향 한국 화장품 수출 비중은 2024년 YTD 기준 18%로 2018년 대비 9%p 상승하였고 수입 화장품 시장 한국 업체 점유율 또한 2023년 기준 17%로 2018년 대비 7%p 상승하였다.

일본 시장 또한 티르티르의 쿠션 제품 라인업과 마녀공장의 기능성 스킨케어 제품들이 큰 인기를 끌면서 코로나 이후 한국 화장품 업체들의 점유율 상승에 크게 기여하였다. 일본 향 한국 화장품 수출 비중은 2024년 YTD 기준 10%로 2018년 대비 5%p 상승하였고 수입 화장품 시장 한국 업체 점유율 또한 2023년 기준 36%로 2018년 대비 20%p 상승하였다.

그림 40 아모레퍼시픽 라네즈 립 슬리핑 마스크



자료: 아모레퍼시픽, 흥국증권 리서치센터

그림 41 아모레퍼시픽 코스알엑스 스네일 에센스



자료: 아모레퍼시픽, 흥국증권 리서치센터

그림 42 조선미녀 선크림 제품



자료: 조선미녀, 흥국증권 리서치센터

그림 43 미샤 타임 레볼루션 에센스



자료: 미샤, 흥국증권 리서치센터

그림 44 티르티르 쿠션 제품



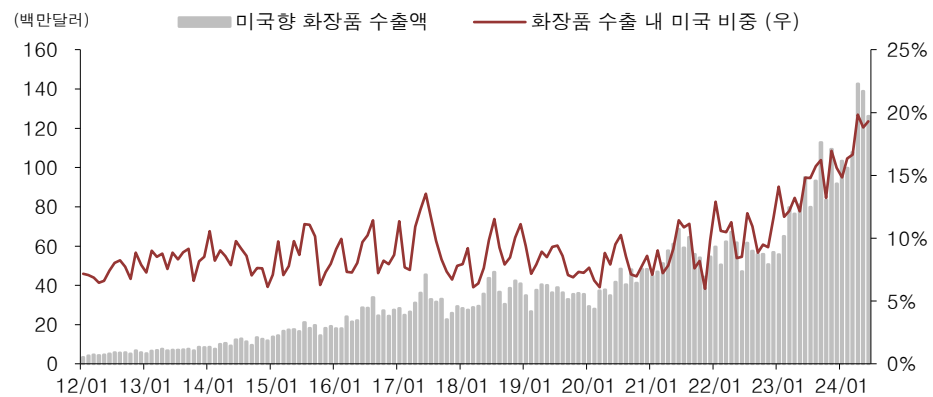
자료: 티르티르, 흥국증권 리서치센터

그림 45 마녀공장 클렌징 오일



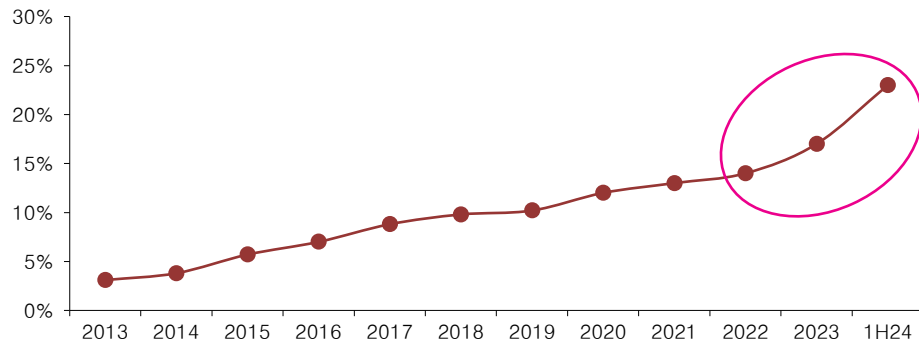
자료: 마녀공장, 흥국증권 리서치센터

그림 46 미국 향 K-화장품 수출액 및 수출 비중 추이



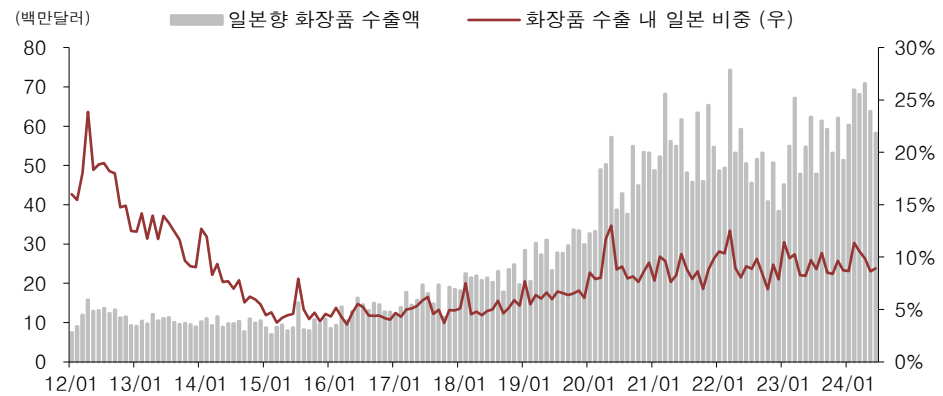
자료: 관세청, 흥국증권 리서치센터

그림 47 미국 수입 화장품 시장 한국 업체 점유율 추이



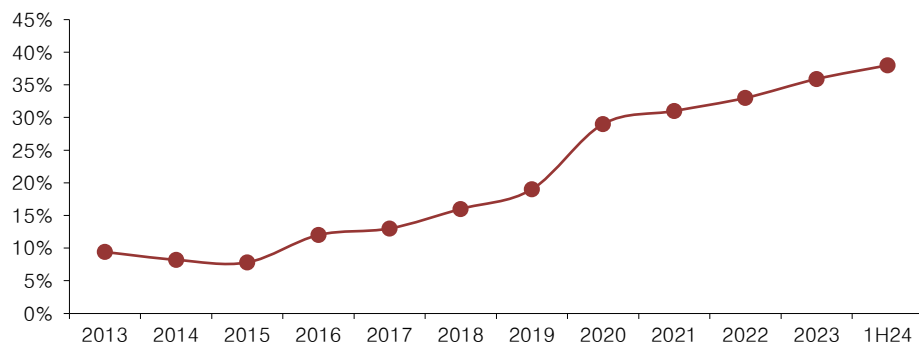
자료: KOTRA, 흥국증권 리서치센터

그림 48 일본 향 K-화장품 수출액 및 수출 비중 추이



자료: 관세청, 흥국증권 리서치센터

그림 49 일본 수입 화장품 시장 한국 업체 점유율 추이



자료: KOTRA, 흥국증권 리서치센터

표 4 K-화장품 Non-China 지역 인기 브랜드 현황

브랜드	제품명	제품 이미지	제품 이미지
COSRX	더 나이아신아마이드 15 세럼		
	레이언스 듀얼 에센스		
	어드벤스드 스네일 26 뮤신 파워 에센스		
	더 비타민씨 23 세럼	더 나이아신아마이드 15 세럼	더 비타민씨 23 세럼
	더 6 펩타이드 스킨 부스터 세럼		
	더 6 펩타이드 스킨 부스터 토너		
	리프레쉬 AHABHA 트리트먼트 토너		
	폴펫 프로폴리스 시너지 토너	더 6 펩타이드 스킨부스터 세럼	폴펫 프로폴리스 시너지 토너
	오리지널 클리어 패드		
	센텔라 워터 알코올-프리 토너 미스트	오리지널 클리어 패드	센텔라 워터 토너 미스트
조선미녀	나이아신아마이드 2%+BHA 4% 블랙헤드 각질 제거 토너		
	광채 프로폴리스 세럼		
	인삼 에센스 워터	광채 프로폴리스 세럼	인삼 에센스 워터
	맑은쌀 채운 토너		
아누아	산뜻 청매실 클렌저		
	나이아신아마이드 10 TXA 4 다크 스팟 코렉팅 세럼		
	복숭아 70 나이아신 세럼		
	여성초 77 수딩 토너	여성초 77 수딩 토너	나이아신아마이드 10 TXA 4 다크 스팟 코렉팅 세럼
	여성초 77 수딩 토너 패드		
	BHA 2% 젤을 각질 제거 토너		
라네즈	여성초 퀴세티 모공 딥 클렌징 폼		
	크림 스킨 토너		
	립 글로이 밤	크림 스킨 토너	립 슬리핑 마스크
스킨 1004	립 슬리핑 마스크		
	마다가스카르 센텔라 앰플		
믹순	마다가스카르 센텔라 클렌저		
	콩 에센스	마다가스카르 센텔라 앰플	콩 에센스
티르티르	믹순 갈락토미세스 토너 패드		
	밀크 스킨		
	마스크핏 레드 쿠션	밀크 스킨	마스크핏 레드 쿠션
엑시스와이			
토리든	다크 스팟 코렉팅 글로우 세럼		
클리오	다이브인 저분자 히알루론산 세럼	다이브인 저분자 히알루론산 세럼	청굴 비타 C 잡티케어 세럼
브이티	청굴 비타 C 잡티케어 세럼		
메디힐	VT 리들샷 100 에센스		
메디큐브	메디힐 마데카소사이드 혼적 패드		
로맨	제로 모공 패드		
네이처리퍼블릭	글래스팅 멜팅 밤		
	허니 멜팅 립 플럼퍼	VT 리들샷 100 에센스	제로 모공 패드

자료: 각사, 언론종합, 흥국증권 리서치센터

Ⅲ. Indie 브랜드 약진 속 ODM 수요 증가

1. 미국에서 잘 나가는 K-화장품의 핵심 성장 동력: 한류

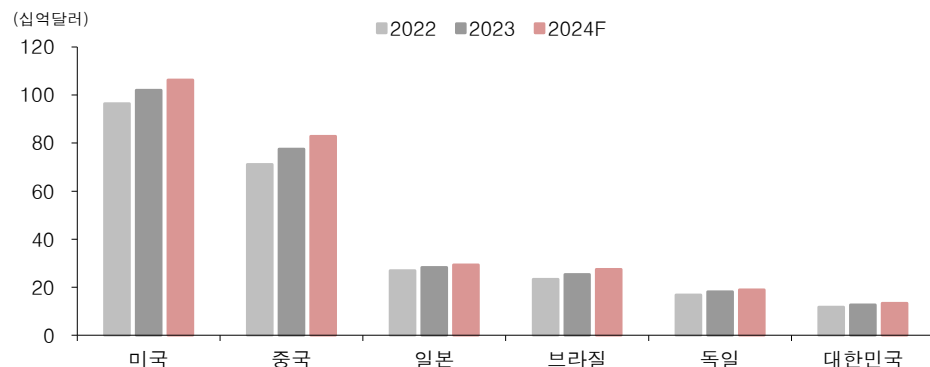
미국 내 K-화장품
 Indie 브랜드들의 약진,
 미국 내 수입 화장품
 시장 점유율 2위 상승

글로벌 화장품 시장 규모 1위인 미국에서 한국 화장품이 지금처럼 큰 인기를 끌었던 적이 없었을 것이다. 2023년 기준 미국 내 전체 수입 화장품 시장에서 한국 화장품은 점유율 17%를 차지하며 프랑스에 이어 2위를 차지하는 성과를 보여주었다. 라네즈, 코스알엑스와 같이 미국에 비교적 이른 시기에 출사표를 던진 브랜드들이 맞춤형 현지화전략과 적극적인 마케팅으로 미국 내 존재감을 지속적으로 높인 것도 무시할 수 없지만 아누아, 조선티너, 스킨1004 등 신흥 인디 브랜드들의 SNS를 활용한 기민한 시장 침투 전략 또한 미국 내 한국 화장품의 급성장에 크게 기여하였다.

그렇다면 미국에서 갑자기 최근 몇 년 사이 한국 화장품의 위상이 높아진 것은 무엇 때문일까? 기존 대형 브랜드사들은 치열한 한국 화장품 시장에서 오랜 기간 경쟁하며 가격 및 품질 경쟁력을 충분히 갖추어 놓았지만 신흥 인디 브랜드들의 경우 ‘해외 먼저->국내 나중’ 역진출 방식을 통해 해외 시장에서 빠르고 유연한 마케팅전략을 구사하고 있다. 대형브랜드와 작고 빠른 인디브랜드 모두 근본적 성장 동력은 ‘K-Wave’ 즉 ‘한류’ 라고 본다. 드라마, 음악, 음식 등 거의 모든 문화 분야에서 ‘Made in Korea’ 신드롬은 전 세계 특히 BTS를 사랑하는 미국에서도 식지 않는 열기를 보여주고 있다. 그 한류 열풍이 한국의 화장품 업체들에게도 온기를 넣어 주고 있는 것이다.

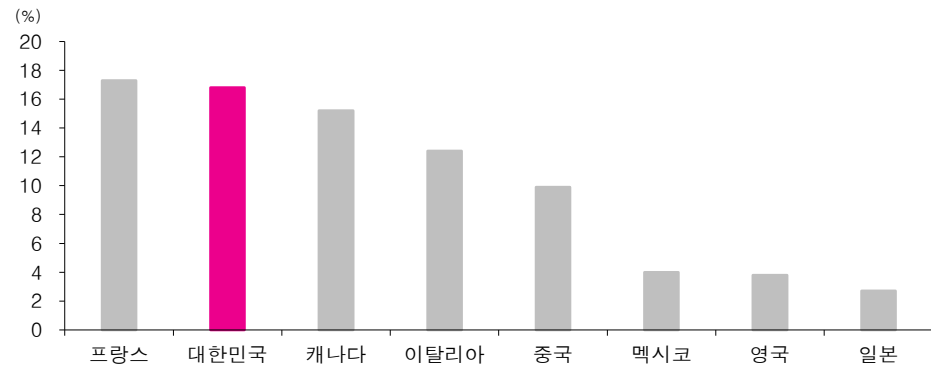
구글트렌드에 따르면 최근 3년 간 미국 내 ‘Korean drama’, ‘Korean music’ 등 한국 문화 콘텐츠 관련 포털 검색량은 과거 2010-2014년 대비 4-5배 급증하였고 이는 한국 화장품에 대한 미국인들의 전반적인 관심도 또한 높아지게 되는 결과를 낳았다 (미국에서 Korean beauty, Korean skincare에 대한 구글 검색 수 또한 과거 대비 수십 배 증가하였음).

그림 50 글로벌 화장품 시장 규모



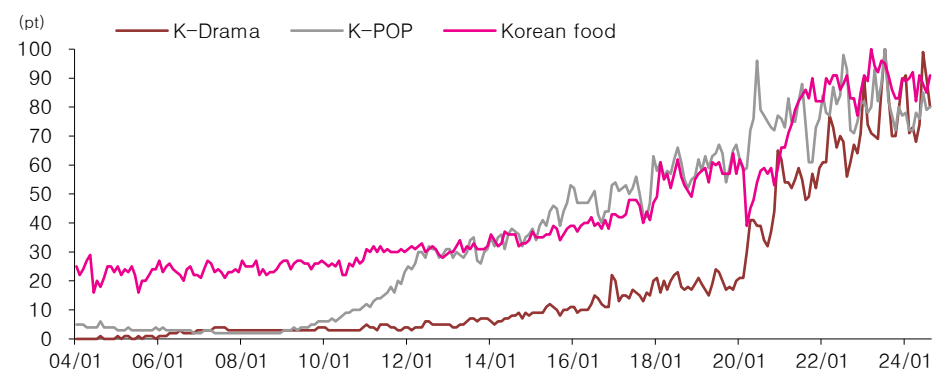
자료: 보건산업통계, 흥국증권 리서치센터

그림 51 미국 내 수입 화장품 시장 국가 별 점유율 순위 (2023년 기준)



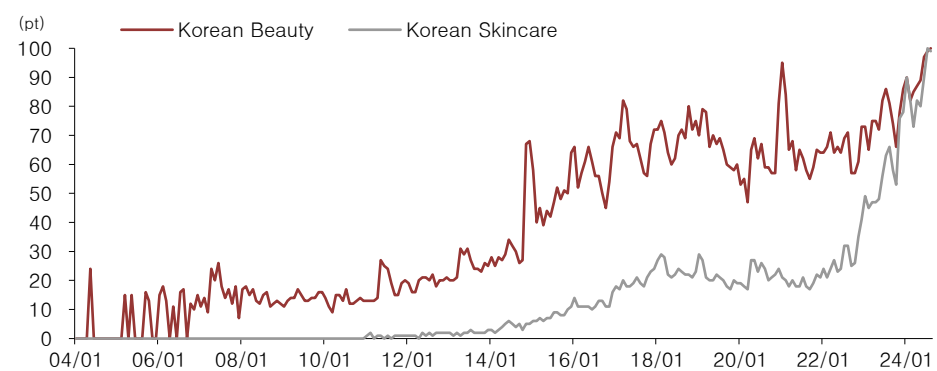
자료: KOTRA, 흥국증권 리서치센터

그림 52 미국 내 한류 관련 구글 검색 트렌드 추이



자료: Google Trends, 흥국증권 리서치센터

그림 53 미국 내 K-화장품 관련 구글 검색 트렌드 추이



자료: Google Trends, 흥국증권 리서치센터

2. 미국 내 K-화장품 Indie 브랜드들의 영업 전략

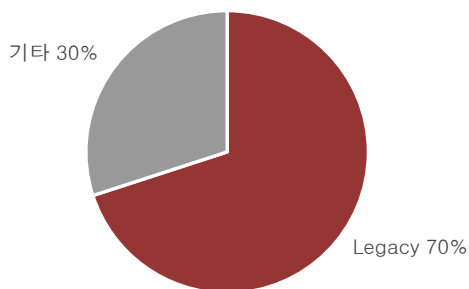
애국주의 소비에
 심취되어 있지는 않은
 미국의 Gen-Z

미국 내 Legacy 화장품 업체들의 전체 시장 점유율은 2023년 기준 70%에 달하며 P&G, Unilever, L'Oréal 등 상위 6개 업체들이 약 50%의 점유율을 향유하고 있다. 최근 미국 내 공룡 화장품 기업들에 맞서 한국의 브랜드들이 온라인 채널에서 높은 판매실적을 보여주고 있는데 주요한 원인은 크게 두 가지로 볼 수 있다. 첫번째로, 미국과 중국의 Gen-Z들은 화장품 소비에 있어서 가성비 및 합리적이고 다양한 소비 경험을 중시한다는 측면에서는 유사하지만 미국의 젊은 소비층은 애국주의에 심취되어 있지 않다는 것이다. 이는 곧 가성비 좋고 높은 품질을 자랑하는 한국의 인디 화장품 브랜드들이 이미 자국 토종 인디브랜드들로 포화 되어있는 중국보다 수월하게 미국 시장에 진출하여 사업을 영위할 수 있게 하였다. 두번째로, 온라인 채널 향 판매 집중 전략과 미국의 Gen-Z들이 가장 많이 사용하는 Tiktok, Instagram 등 인기 SNS 플랫폼을 활용한 빠르고 공격적인 마케팅 전략이 유효하였다는 것이다.

Amazon을 점령한
 한국의 뷰티 브랜드들

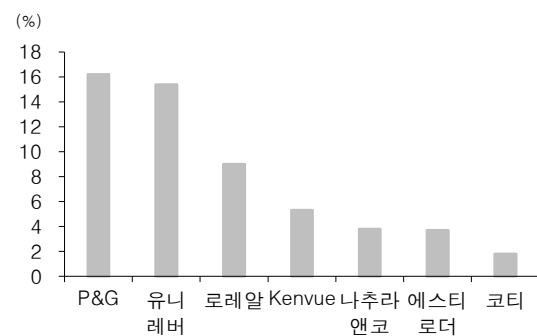
한국 화장품 브랜드들의 창의적인 제품 기획력과 SNS를 통한 브랜드 경험 창출 능력에 힘입어 올해 7월 16~17일에 진행된 아마존 연중 최대 할인 행사 'Amazon Prime Day'에서 아모레퍼시픽의 코스알에스, 라네즈 제품들이 뷰티 및 퍼스널 케어 부문 전체 랭킹 1~3위를 차지하며 역대 최대 판매 성과를 기록하였다. 또한 아누아의 'Heartleaf Pore Control Cleansing Oil'과 바이오딘스의 'Bio-Collagen Real Deep Mask', 에이블씨엔씨의 'M Perfect Cover BB Cream' 등 인디 브랜드들도 행사 기간 높은 판매실적을 보여주었다.

그림 54 미국 내 Legacy 화장품 업체 시장 점유율



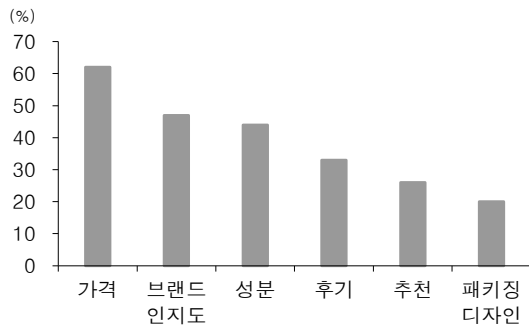
자료: 언론종합, 흥국증권 리서치센터

그림 55 미국 내 주요 화장품 업체 점유율 순위



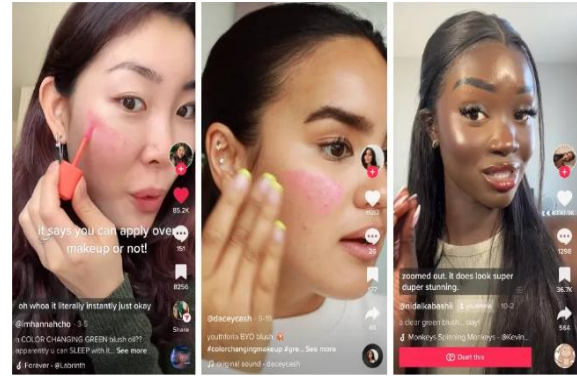
자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

그림 56 미국 Gen-Z들의 화장품 소비 성향



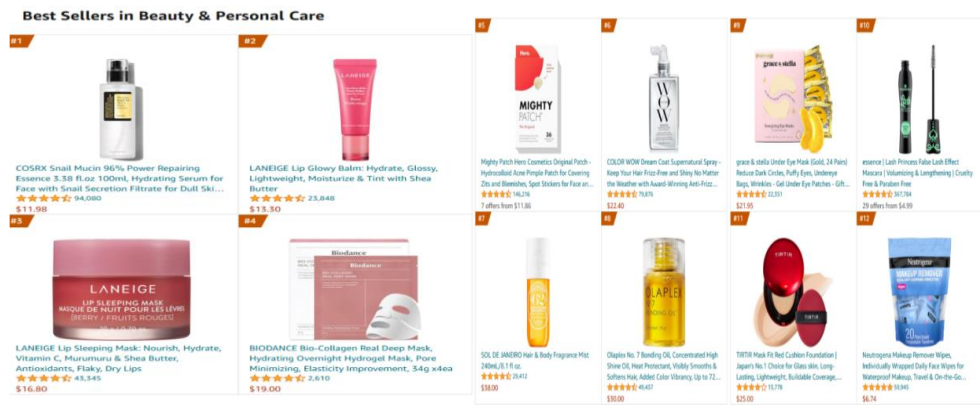
자료: Statista, 흥국증권 리서치센터

그림 57 미국 내 화장품 Tiktok 마케팅 사례



자료: 유로모니터, 흥국증권 리서치센터

그림 58 2024년 Amazon Prime Day 뷰티 및 퍼스널케어 베스트셀러



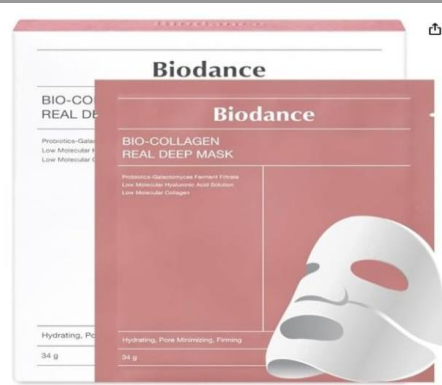
자료: Amazon, 흥국증권 리서치센터

그림 59 아누아 Heartleaf Pore Control Cleansing Oil



자료: 아누아, 흥국증권 리서치센터

그림 60 바이오던스 Bio-Collagen Real Deep Mask



자료: 바이오던스, 흥국증권 리서치센터

3. 한국 Indie 화장품의 약진 = ODM 수요 증가

과거 K-화장품 산업의
키맨은 중국의 큰손

과거 2000년대 초반 한국 화장품 업체들은 연구개발, 생산, 마케팅 및 유통의 모든 단계에 직접적으로 관여하며 종합적인 품질관리와 제품판매 전략을 채택하였다. 이는 중국 화장품 시장의 ‘큰손’ 들을 주요 타겟으로 하여 대형 브랜드사들을 중심으로 높은 품질과 고급스러운 ‘Made in Korea’ 경험을 제공하는데 유효한 전략이었다. 그러나 2014~16년 중국 위주 화장품 빅사이클이 끝난 이후 중국 화장품 시장의 소비 트렌드와 핵심 소비계층이 변화하며 더 이상 중국의 ‘큰손’ 들은 한국의 화장품을 무작정 대량구매하고 있지 않다.

이제 화장품 산업의
대세는 ODM 아웃소싱

최근 마케팅과 현지 유통에만 집중하며 연구개발과 생산은 화장품 ODM 업체들에게 위탁하는 슬림화된 화장품 브랜드들이 많이 등장하였다. ODM 아웃소싱을 통하여 인디 브랜드들은 연구개발과 생산에 투자하는 비용과 리스크를 줄였으며 대신 창의적이고 한국적인 제품들을 기획하고 효율적이고 빠른 마케팅 아이디어를 고안하는데 집중할 수 있게 되었다. 이는 자연스럽게 화장품 ODM에 대한 의존도를 높였으며 한국 ODM 업체들의 경쟁력 제고에도 크게 기여하는 결과를 가져왔다.

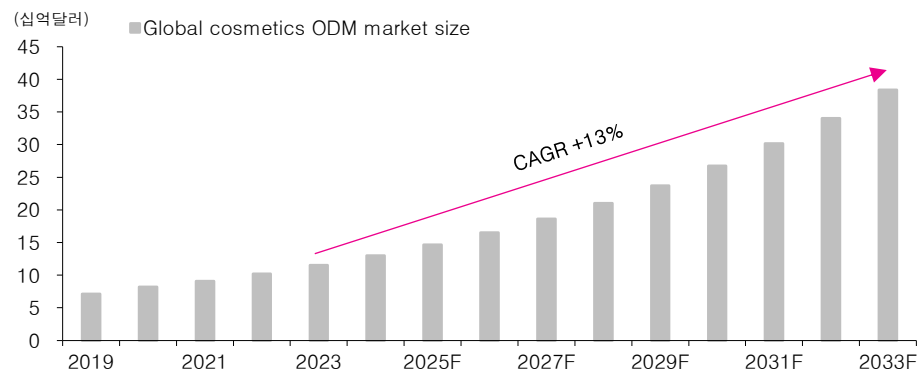
빠르고 품질 좋고
연구개발을 중시하는
한국의 ODM

한국 ODM의 핵심 경쟁력은 크게 세 가지: 1) Short lead time (제품 디자인과 생산, 출하까지의 모든 프로세스에서 최대의 효율성 제고), 2) High quality (불량품 최소화를 위한 개별 프로젝트 단위 생산 책임 시스템), 3) Strong R&D (한국 ODM 업체들의 경우 글로벌 화장품 브랜드사와 유사한 수준의 R&D 센터를 운영 중).

글로벌 1위 ODM
코스맥스

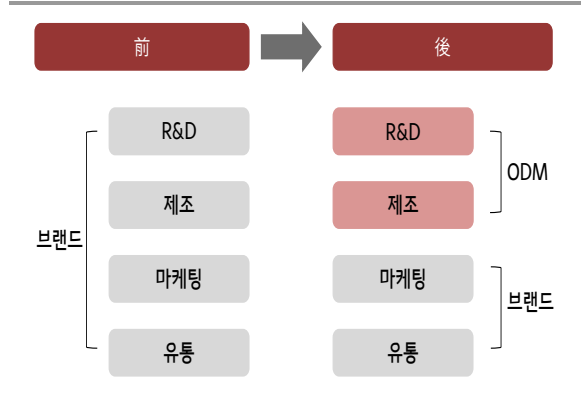
위의 경쟁력에 기반하여 지난 10년간 한국 주요 화장품 ODM 업체들은 비약적 매출성장을 이루었으며 세계 1위 ODM 코스맥스의 생산능력은 2023년 기준 18억개로 2015년 대비 3.3배 증가하였다. Indie K-화장품 브랜드들의 지속적인 미국 시장 침투와 온라인 채널 내 판매 호조에 힘입어 향후 한국 화장품 ODM 업체들의 높은 타라인 성장세는 지속가능 할 것으로 전망한다.

그림 61 글로벌 화장품 ODM 시장 규모 전망



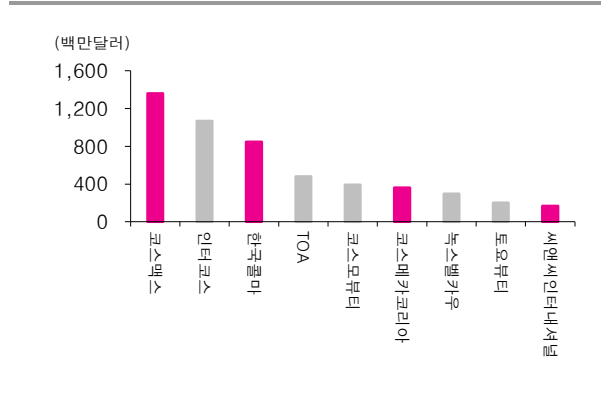
자료: Straits Research, 흥국증권 리서치센터

그림 62 한국 화장품 산업의 구조적 변화



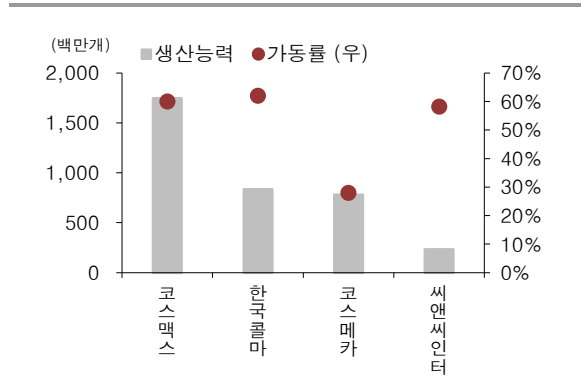
자료: 흥국증권 리서치센터

그림 63 글로벌 화장품 ODM 매출액 순위 (2023년 기준)



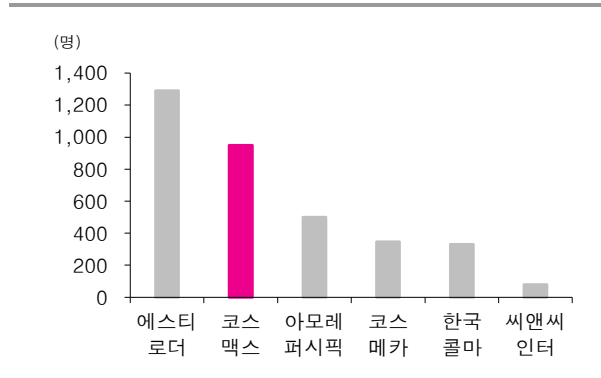
자료: Bloomberg, 각사, 흥국증권 리서치센터

그림 64 한국 ODM 주요 업체 CAPA 비교 (2023년 말 기준)



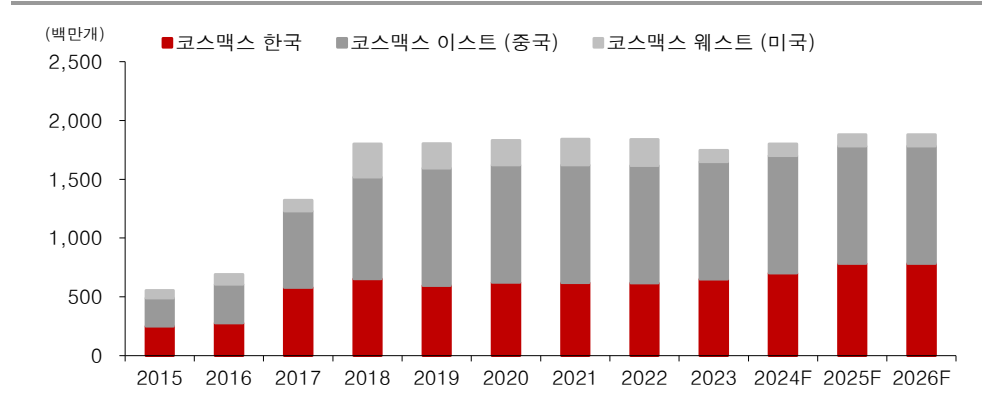
자료: 각사, 흥국증권 리서치센터

그림 65 주요 글로벌 화장품 기업들의 R&D 센터 운영 현황



자료: 각사, 흥국증권 리서치센터

그림 66 코스맥스 지역 별 CAPA 추이 및 전망



자료: 코스맥스, 흥국증권 리서치센터

그림 67 코스맥스 국내 주요 ODM 파트너십 현황

DOMESTIC PARTNERS			

자료: 코스맥스, 흥국증권 리서치센터

그림 68 코스맥스 해외 주요 ODM 파트너십 현황

GLOBAL PARTNERS			

자료: 코스맥스, 흥국증권 리서치센터

최근 주요 ODM 4사의 2분기 실적을 들여다보면 전방 인디브랜드들의 해외 판매 호조에 따른 강한 ODM 수요, 가동률 상승 그리고 견조한 ODM 탑라인 성장세를 확인할 수 있다. 코스맥스(192820)의 경우 국내 법인 2분기 탑라인 성장률은 +25% yoy를 기록하였으며 영업이익 또한 +14% yoy 성장하며 두 자릿수 이익률을 달성하였다. 중견/인디브랜드 고객사로의 수주가 확대되고 있으며 하반기 영업환경 또한 크게 달라지지 않을 것으로 예상된다. 중국 소비 침체가 해소되지 않으며 중국 법인의 2분기 실적은 악화되었으며 (Cosmax East 매출: -4% yoy, 영업이익: -60% yoy 추정) 대손충당금 설정액 또한 보수적으로 증가하며 단기적인 주가 하락을 이끌었지만 비중국 지역의 ODM 수요와 중장기적 탑라인 성장 모멘텀은 여전히 유효하다고 판단한다. 코스맥스 국내법인 2024~26년 매출/영업이익 성장률은 +15~28% yoy/+15~40% yoy의 견조한 성장세를 보일 것으로 전망하며 전사 호실적을 견인할 것으로 판단한다.

한국콜마(161890) 또한 이번 2분기에 강한 Sun 제품 관련 수요와 고객사 믹스 개선에 힘입어 사상 최고 분기 실적을 갱신하였다. 국내 별도 법인의 2분기 매출액과 영업이익이 각각 +17% yoy, +28% yoy 성장하였으며 영업이익률 또한 15%를 달성하며 강력한 ODM 역량을 증명하였다. 중국을 비롯 해외 ODM은 2분기에도 부진을 이어갔지만 대부분 인디브랜드 ODM 수요는 국내에서 발생하므로 이번 분기 호실적 시현에 큰 영향을 주지는 못하였다. 한국콜마의 국내 ODM 공장 가동률은 2분기 100%를 상회하는 수준으로 파악되며 연내 세종1공장 증설 등 국내 추가 CAPA 확보에도 적극적으로 나서고 있다. 향후 중국 매크로의 불확실성으로 인해 중국 법인의 실적 악화가 우려되는 상황이지만 강한 Sun/기초제품 ODM 역량에 기반한 탑라인 성장 모멘텀과 수익성 개선 모멘텀은 훼손되지 않을 것으로 전망한다. 한국콜마 별도법인 2024~26년 매출/영업이익 성장률은 +16~26% yoy/+8~54% yoy로 지속적인 성장세를 이어나갈 것으로 전망한다.

코스메카코리아(241710)도 올해 2분기 사상 최대 분기 실적을 시현하며 한국 화장품 ODM 산업의 저력을 보여주는데 기여하였다. 코스메카코리아 2분기 연결 매출액/영업이익은 각각 +24% yoy/+62% yoy 성장하며 영업이익률 또한 13% 시현, 시장 기대치를 크게 상회하는 호실적을 기록하였다. 한국 법인 2분기 매출액이 전년 동기 대비 두 자릿수, 영업이익이 세 자릿수 성장률을 기록하며 가동률을 작년 말 28% 수준에서 2분기 40% 초반 수준으로 끌어올리면서 강력한 전방 수요를 확인하였다. 주요 고객사들의 핵심 제품들이 미국 이커머스 채널에서 상위권을 유지하고 있는 가운데 올해 하반기와 내년 ODM 수요도 증가할 것으로 전망되며 아직 여유있는 CAPA 상황은 향후 지속적인 주문량 증가와 탑라인 성장세로 이어질 것으로 판단한다.

씨앤씨인터내셔널(352480) 2분기 매출은 분기 사상 최대치인 803억원 시현하며 전년 동기 대비 41% 성장하였으며 영업이익 또한 전년 동기 대비 14% 증가한 118억원으로 영업이익률 15%의 호실적을 기록하였다. 2분기 탑라인의 성장세는 고객사 다변화와 글로벌 K-뷰티 점유율 확대에 따른 ODM 수요 증가에 힘입어 대부분 국내 ODM 공장에서 비롯되었는데 국내 매출 529억원 시현하며 +95% yoy의 높은 성장률을 기록하였다. 특히 립 제품 수주가 증가하며 립 관련 매출이 +54% yoy 상승하며 전반적인 호실적을 견인하였다. 씨앤씨인터내셔널의 경우 이미 작년 3분기 ODM 수요 증가에 대비하여 추가 CAPA를 확보해놓은 상태이며 하반기부터 본격 가동되며 지속적인 ODM 매출 성장을 견인할 것으로 전망한다.

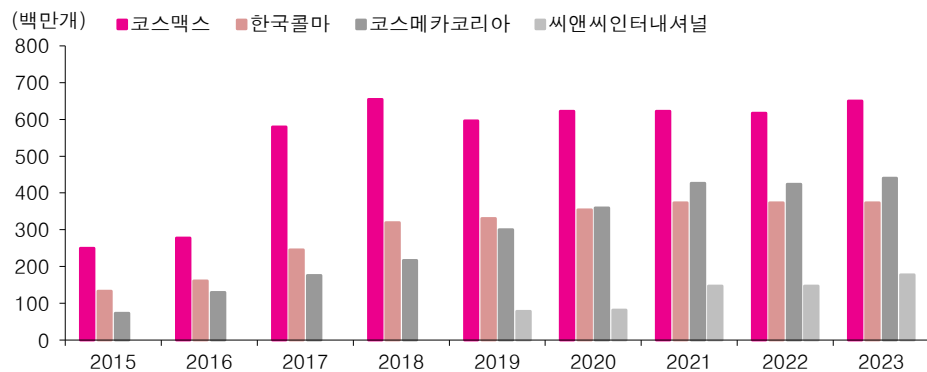
2분기 한국 ODM
 어닝 서프라이즈 속
 중국 사업 리스크,
 적극적인 CAPA 확보
 노력

한국 ODM 탑라인
 증장기 성장 지속 전망

한국 ODM 4사의 2분기 실적에는 다음과 같은 공통점이 있다: 1) 국내 ODM 공장들의 매출 증가와 가동률 상승이 눈에 띄게 돋보였다는 점이다. 해외 이커머스 채널에서 그 인기와 수요가 입증된 K-Beauty의 확대된 점유율 상승에 힘입어 전방 고객군이 기존의 전통고객사에서 다양한 신규 인디브랜드들로 확대되며 주문량이 증가하고 수익성 또한 개선되었다. 2) 중국 내수 경기 침체에 의한 화장품 사업 부진으로 중국 법인들의 실적이 악화되었으나 전사 분기 실적을 크게 훼손한 정도는 아니라는 점이다. 3) 하반기와 내년 확대된 ODM 수요에 맞게 CAPA 증설을 적극적으로 추진하고 있는 점도 긍정적이다. 결국 여유 CAPA를 활용하여 추가 수주 능력을 확보하는 것이 지속적인 탑라인 성장으로 이어진다고 보는 것이다.

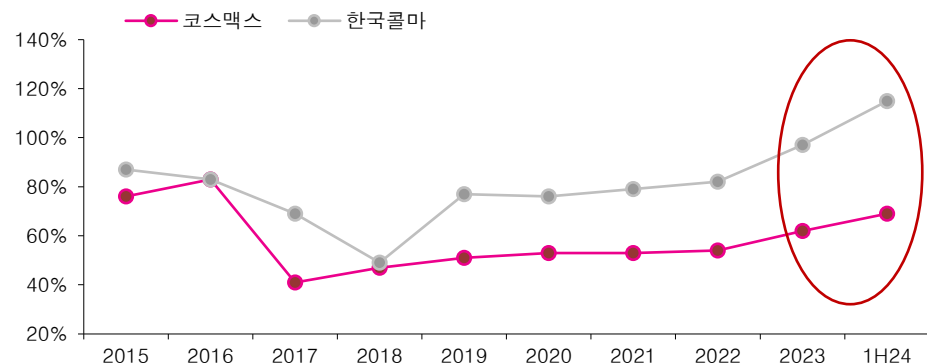
결론적으로, 중국 사업 악화는 여전히 리스크 포인트이지만 향후 해외 화장품 시장에서 K-화장품 인디브랜드들의 인기가 당분간 시들지 않을 것이라는 가정하에 ODM 수요는 꾸준히 증가할 것으로 판단하며 Short lead time, High quality, Strong R&D의 3가지 핵심 경쟁력을 보유하고 있는 한국 ODM 업체들의 탑라인 성장세는 지속될 것으로 전망한다. 그 중에서 글로벌 1위의 ODM 생산능력과 시장 점유율, 차별화된 ODM 경쟁력을 통해 2026년까지 두 자릿수 탑라인 성장률을 시현할 것으로 추정되는 코스맥스를 업종 최선호주로 제시한다.

그림 69 화장품 ODM 4사 국내 공장 CAPA 비교



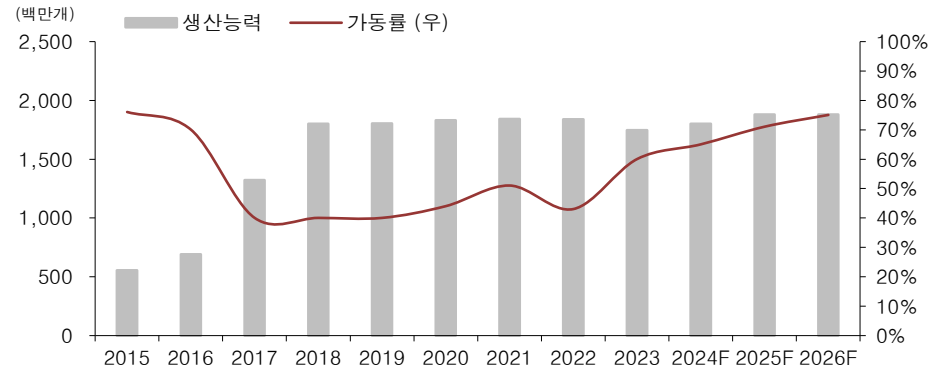
자료: 각사, 흥국증권 리서치센터

그림 70 코스맥스 vs. 한국콜마 국내 공장 가동률 비교 (코스맥스 여유 CAPA 확보)



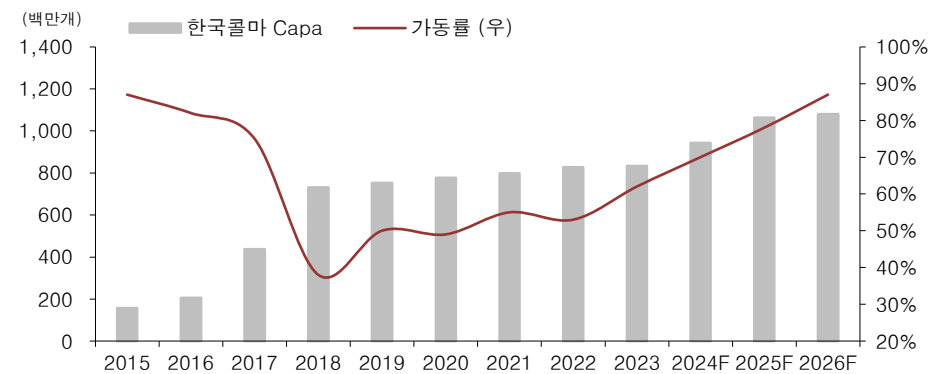
자료: 각사, 흥국증권 리서치센터

그림 71 코스맥스 전체 연간 CAPA 및 가동률 추이



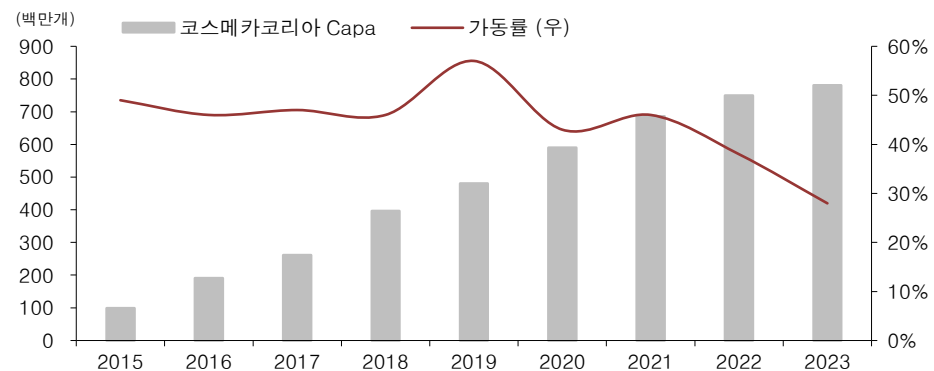
자료: 코스맥스, 흥국증권 리서치센터

그림 72 한국콜마 전체 연간 CAPA 및 가동률 추이



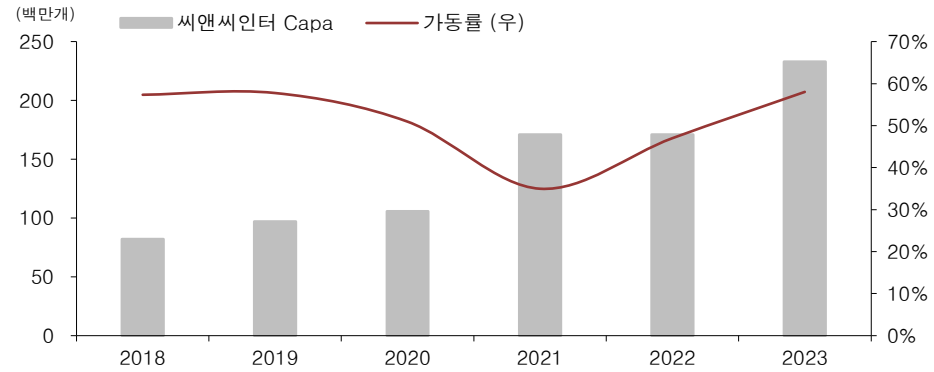
자료: 한국콜마, 흥국증권 리서치센터

그림 73 코스메카코리아 전체 연간 CAPA 및 가동률 추이



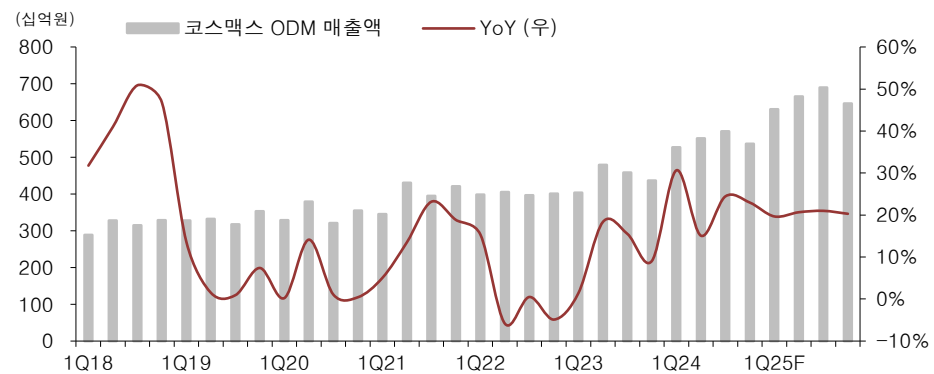
자료: 코스메카코리아, 흥국증권 리서치센터

그림 74 씨앤씨인터내셔널 전체 연간 CAPA 및 가동률 추이



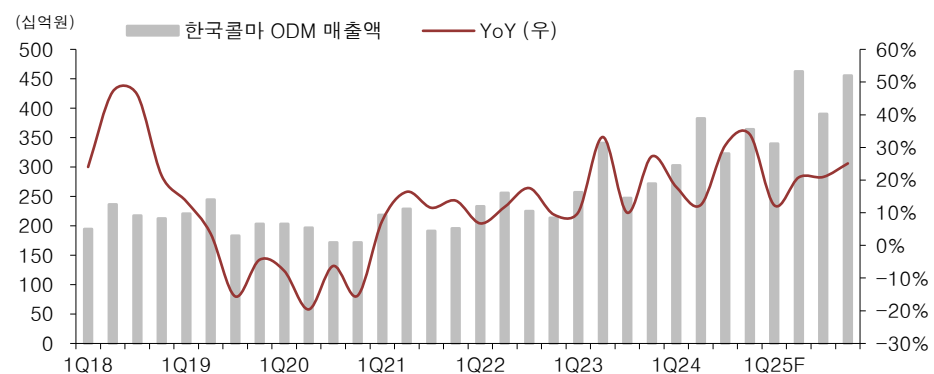
자료: 씨앤씨인터내셔널, 흥국증권 리서치센터

그림 75 코스맥스 화장품 ODM 매출액 및 성장률 추이



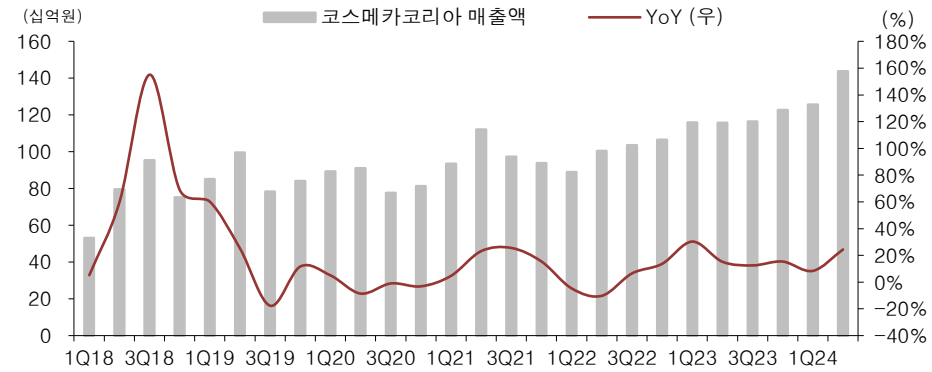
자료: 코스맥스, 흥국증권 리서치센터

그림 76 한국콜마 화장품 ODM 매출액 및 성장률 추이



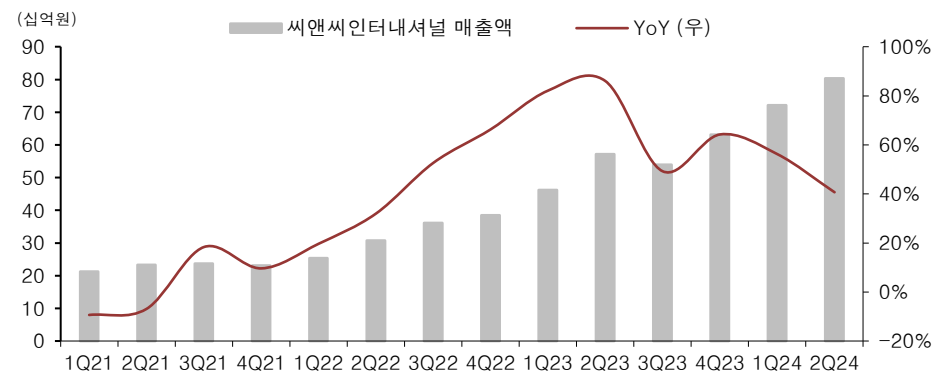
자료: 한국콜마, 흥국증권 리서치센터

그림 77 코스메카코리아 화장품 ODM 매출액 및 성장률 추이



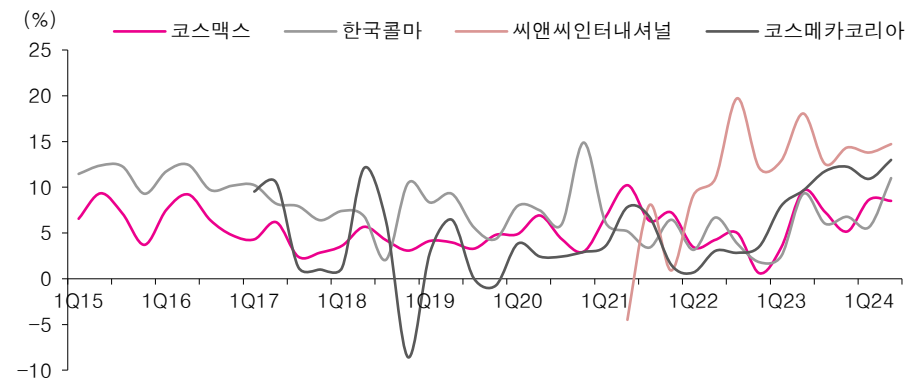
자료: 코스메카코리아, 흥국증권 리서치센터

그림 78 씨앤씨인터내셔널 화장품 ODM 매출액 및 성장률 추이



자료: 씨앤씨인터내셔널, 흥국증권 리서치센터

그림 79 한국 주요 화장품 ODM 업체 분기 영업마진 추이



자료: 각사, 흥국증권 리서치센터

IV. 투자전략 및 Valuation

1. Legacy 브랜드: 중국 판매 저조 리스크, Historical low P/E

과거 중국의 한류 열풍과 ‘큰 손’들의 대량 구매 소비 행태로 인해 아모레퍼시픽과 LG생활건강은 면세채널에서는 기업형 다이공들과, 온라인 채널에서는 왕홍들과 손을 잡고 중국 내 고가 프리미엄 스킨케어 제품 (설화수/후) 매출을 극대화하는 전략을 유지하였다. 그러나 앞서 언급한 ‘한한령’, 코로나19 사태를 겪으며 더 이상 중국의 새로운 소비세대로 급부상한 Gen-Z의 마음을 공략하는데 실패하였고 이는 최근 몇 년간 중국 사업 역성장과 수익성 악화로 이어지는 결과를 낳았다.

아직 중국 사업
 노출도가 높은 한국의
 레거시 브랜드

문제는 아직 아모레퍼시픽과 LG생활건강의 중국 사업 비중이 작지 않다는 것이다. 2024년 1분기 기준 아모레퍼시픽과 LG생활건강 뷰티부문의 중국 향 매출 (면세 포함) 비중은 각각 28%, 46%에 달한다. 중국 화장품 시장의 침체된 소비심리와 사업성 악화는 Legacy 브랜드들의 전사 영업마진을 하락시키는 주된 요인이며 이는 중국 사업비중을 획기적으로 줄이지 않는 한 향후 지속될 것으로 본다. 특히 LG생활건강의 경우, 경쟁사 대비 비중국 화장품 사업 전략이 뚜렷하지 않은 상황이며 주력 제품 라인업의 리뉴얼 또한 상대적으로 더딘 편이다.

코스알엑스와 라네즈는
 미국에서 높은 매출
 성장 전망

아모레퍼시픽의 코스알엑스와 라네즈가 미국에서 선방하고 있는 가운데 중국 법인의 2024~25년 매출성장률은 8~10% 수준의 역성장을 기록하고 영업적자 또한 지속될 것으로 전망한다. 코스알엑스와 라네즈의 미국 판매 실적에 따라 단기 투자매력도는 상승할 것으로 예상하지만 (2024~25년 코스알엑스 매출액 성장률 추정: +40~50% yoy, 2024~25년 OP Margin 추정: 30~33%) 중국 사업의 불확실성과 구조조정 관련 일회성 비용 증가에 따른 영업적자 확대는 향후 중장기적인 투자 매력도를 반감시키는 요소로 작용할 것으로 판단한다.

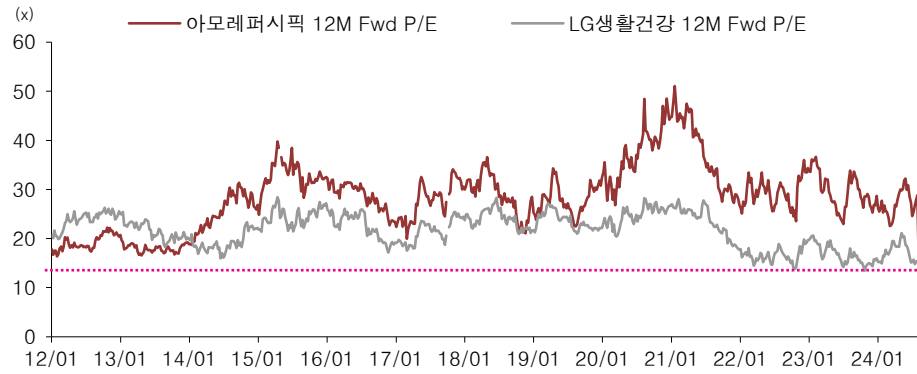
한국 Legacy 브랜드
 현재 Historical low
 P/E

그러나 불행 중 다행인 것은 한국 Legacy 업체들의 주가가 이미 상당 부분 중국 사업 부진에 대한 시장의 우려를 선반영하고 있다는 점이다. 블룸버그 컨센서스 순이익 기준 아모레퍼시픽과 LG생활건강의 12M Fwd P/E는 현재 15~16배 수준이며 이는 양사 모두 역사적 저점에 이르렀다고 판단한다. 과거 1차 화장품 빅사이클 이전 국내 판매에 의존하던 시기 아모레퍼시픽과 LG생활건강의 주가는 17~20배 수준에서 거래되었는데 지금은 심지어 코로나19 발생 초기보다도 낮은 수준의 P/E를 부여받고 있는 것이다. 시장이 양 대형 브랜드사의 중국 사업 노출도에 그에 따른 실적 악화 리스크를 이미 충분히 주가에 반영해놓았다고 판단한다.

Legacy 브랜드 저가
 매수 고려 시점

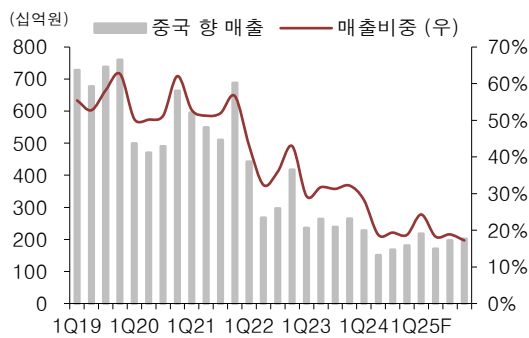
특히 아모레퍼시픽의 경우 8월 초 2분기 실적 발표 이후 예상보다도 더 안 좋았던 중국 화장품 사업 적자 쇼크에 실망한 투자자들의 매도세가 이어지며 회사의 주가는 29% 하락하였다. 향후 중국 사업 적자 리스크는 여전히 무시할 수 없지만 코스알엑스를 중심으로 한 비중국 지역 브랜드 매출 성장 대비 밸류에이션 매력도는 높다고 할 수 있다. 중국 온라인/면세 채널의 구조조정이 마무리되기 전 아모레퍼시픽의 안정적 어닝 그로스를 전망할 수 없지만 지금의 P/E수준은 충분히 저가 매수를 고려해볼만 한 시점이라고 판단한다.

그림 80 한국 Legacy 브랜드: Historical low valuation



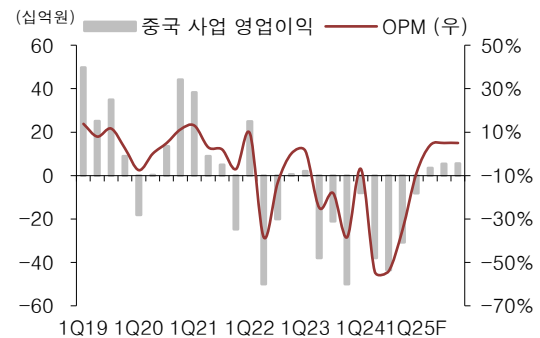
자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

그림 81 아모레퍼시픽 중국 향 매출 비중 추이 (면세 포함)



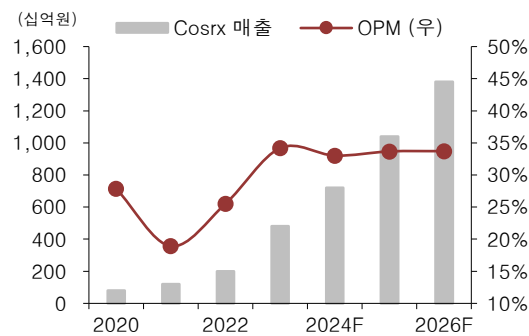
자료: 아모레퍼시픽, 흥국증권 리서치센터

그림 82 아모레퍼시픽 중국 사업 영업이익 및 마진 추이



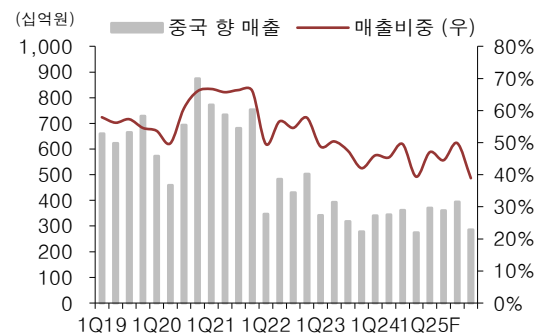
자료: 아모레퍼시픽, 흥국증권 리서치센터

그림 83 아모레퍼시픽 코스알엑스 매출 및 영업이익률 전망



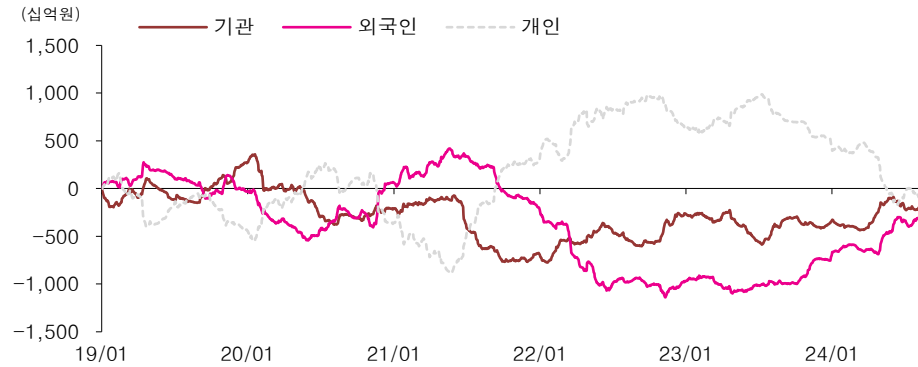
자료: 아모레퍼시픽, 흥국증권 리서치센터

그림 84 LG생활건강 중국 향 매출 비중 추이 (면세 포함)



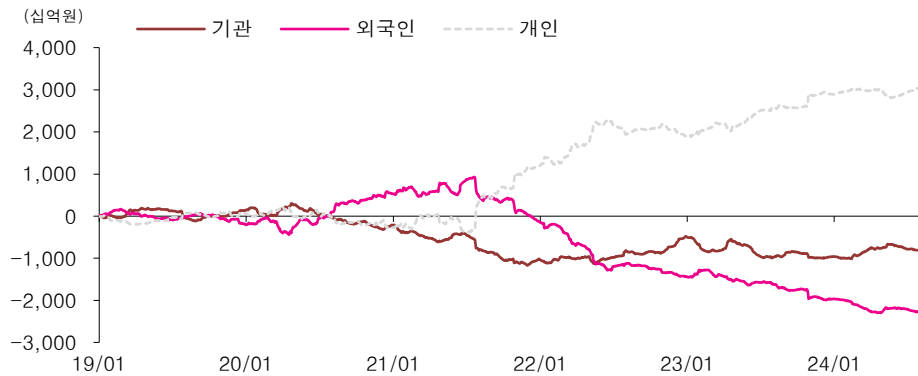
자료: LG생활건강, 흥국증권 리서치센터

그림 85 아모레퍼시픽 투자자 별 누적 순매수 추이



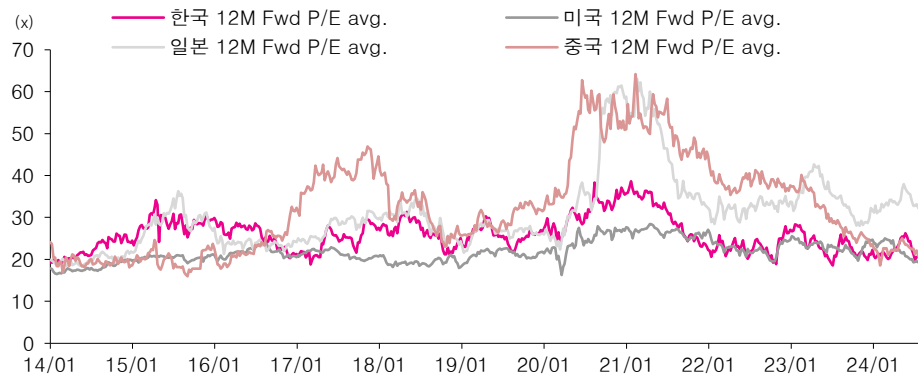
자료: Quantiwise, 흥국증권 리서치센터

그림 86 LG생활건강 투자자 별 누적 순매수 추이



자료: Quantiwise, 흥국증권 리서치센터

그림 87 한국 vs. 해외 주요 레거시 브랜드 업체 평균 밸류에이션 비교



자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

2. Indie 브랜드: 비중국 화장품 시장 내 브랜드 경쟁력 상승

미국과 일본 등 비중국 지역에서 선풍적 인기를 끌고 있는 주요 한국 화장품 브랜드들의 공통점이 있다. 바로 가성비와 SNS 마케팅을 내세운 인디브랜드들이라는 것이다. 이들은 개별 제품의 연구개발과 대량생산을 포기하고 창의적인 컨셉과 제품 디자인, 그리고 가장 효율적인 현지 마케팅과 유통에 집중하며 아마존을 비롯한 주요 글로벌 온라인 쇼핑 플랫폼에서 화장품 부문 상위권 랭크를 유지하고 있다. 기존 레거시 브랜드들의 한국에서 검증된 화장품 제품들을 해외로 판매하는 전략이 아닌 철저하게 현지 맞춤형 마케팅/영업 전략을 구사하고 있다.

개별 브랜드 별 판매
성과 트래킹 필요, 단기
투자전략 유효

미국 화장품 시장에서 인기가 좋은 아누아, 조선티너, 스킨1004, 바이오던스 등 대부분의 인디 브랜드들은 비상장사이며 ‘해외 먼저 → 한국 나중’에 진출 전략을 채택하고 있기 때문에 직접적인 투자는 어렵다. 마녀공장과 토니모리와 같은 상장사라고 하더라도 해외 화장품 시장의 차열한 경쟁 속 지속성장 가능한 개별 인디브랜드의 중장기적인 이익 성장성을 전망하는 것은 어렵다고 본다. 따라서 개별 브랜드 별 인기도와 온라인 판매 실적에 기반한 단기 투자전략이 유효할 것으로 판단한다.

3. ODM: 높은 경쟁력 기반 안정적 Topline growth + 매력적인 Valuation

한국 ODM 압도적
CAPA와 다양한
국내외 고객군 보유

해외에서 돌풍을 일으키고 있는 한국 인디 화장품 브랜드의 약진 뒤에는 Short lead time, High quality, Strong R&D를 핵심 경쟁력으로 하는 ODM 기업들이 자리한다. 2023년 기준 전체 화장품 ODM 매출액 기준 글로벌 1위는 코스맥스이며 한국콜마는 3위이다. 2023년 기준 한국콜마의 연간 제품 생산 능력은 8억3천만개 정도이며 코스맥스의 연간 제품 생산 능력은 18억7천만개에 달한다. 한국콜마의 국내외 고객사 수는 900개 이상, 코스맥스의 국내외 고객사 수는 1,300여 곳이상으로 두 ODM 업체의 시장 내 존재감은 뚜렷하다.

ODM 사 최소주문정책
(MOQ)으로 인디
고객사 기반 확대 중

특히 코스맥스의 경우 해외 중소규모 브랜드사들까지 합할 경우 전체 고객사 수는 3,000개 수준으로 보고 있으며 생산능력 역시 2교대 풀가동 가정 시 연간 28억 개 정도까지 상승하는 것으로 파악된다. 글로벌 1위의 ODM 경쟁력과 생산능력을 바탕으로 코스맥스와 한국콜마는 신규 인디 브랜드 유치에 적극적으로 나서고 있으며 최소주문수량 정책을 유연하게 채택하여 고객기반을 더욱 확대하고 있다.

해외 경쟁사 대비 낮은
밸류에이션

한국 ODM 업체의 경우 밸류에이션 또한 해외 주요 경쟁사 대비 매력적이라고 본다. 코스맥스와 한국콜마는 각각 블룸버그 컨센 순이익 기준 12M Fwd P/E 11배, 15배 수준에 거래되고 있으며 이는 2014~16년 중국 발 화장품 빅사이클 이후 가장 저평가된 모습이다. 특히 ODM 글로벌 1위 코스맥스 향 건조한 화장품 ODM 수주 증가와 압도적 생산능력을 감안하면 글로벌 2위 ODM 업체 Intercos 대비 코스맥스의 밸류에이션 매력도는 상당히 높다고 볼 수 있다.

중국 사업 리스크는 여전히 존재, 대손충당금 추가 설정

주요 리스크포인트는 코스맥스와 한국콜마 모두 중국 매크로 불확실성과 함께 화장품 소비경기 침체에 따른 중국 ODM 사업 부진 리스크에 노출되어 있으며 이는 최근 실제로 중국 법인 대손충당금의 설정액 증가로 이어지고 있다는 점이다. 코스맥스의 경우 최근 2분기 실적발표를 통해 중국 내수 수요 부진에 따른 사업 악화 리스크와 그에 따른 대손충당금 설정액 증가를 확인하였고 아모레퍼시픽 등 레거시 브랜드사의 중국 사업 리스크와 더불어 화장품 섹터 내 전반적인 투자자 심리를 악화시켜 실적발표 이후 15% 주가 하락을 야기하였다.

레거시 브랜드의 중국 사업 리스크보다는 양호

그러나 화장품 브랜드사가 촉발한 이번 2분기 중국 발 실적 리스크는 ODM업체들에게는 단기적이고 비핵심적인 이슈라고 판단한다. 사실상 중국 향이 대부분인 면세와 중국 온라인 이커머스 매출 비중이 아직 상당히 높은 레거시 브랜드 업체 대비 한국 ODM 업체의 중국 사업 비중과 주요 고객 구성 비율은 상대적으로 낮고 전사 실적에 끼치는 영향이 브랜드 업체만큼 크지 않은 편이다. 실제로 코스맥스의 경우 비중국 지역 ODM 수주 증가에 의해 중국 법인 매출비중이 하락세를 이어가고 있으며 아직까지는 중국 내 토종 인기 색조 브랜드들을 주요 고객층으로 하고 있어 급진적인 수익성 악화 리스크는 전방 레거시 브랜드 업체 대비 낮다고 본다.

K-인디의 지속성장, ODM 수요 증가, 선제적 CAPA 확보, 안정적 탑라인 성장

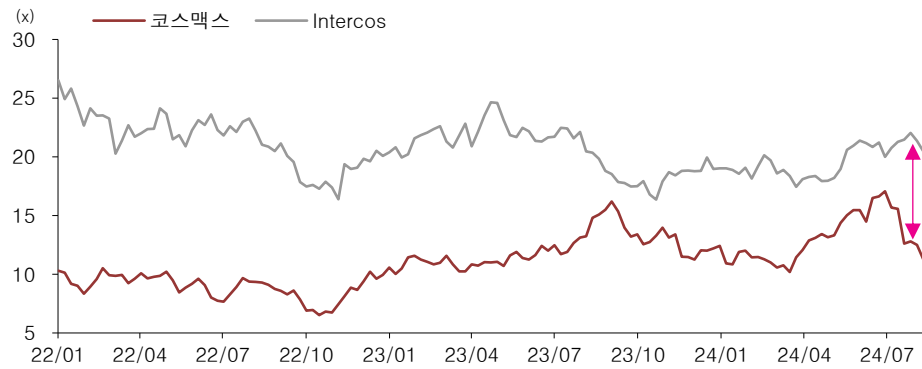
미국, 일본 등 비중국 지역에서 한국의 인디브랜드들이 지금처럼 인기를 거둬해 나갈수록 한국 ODM 업체들의 중국 발 사업 리스크는 점차 감소하고 관련 대손충당금 이슈 또한 해소될 것이라고 판단한다. 향후 K-Indie 화장품 브랜드들의 지속적인 판매 호조 속 ODM 수요 증가에 따른 선제적인 CAPA 확보와 강력한 ODM 경쟁력에 기반한 한국 ODM 업체들의 안정적인 탑라인 성장세와 수익성 개선을 전망하며 화장품 섹터 내 최선호주로 ODM 글로벌 1위 코스맥스를 제시한다.

그림 88 한국 주요 ODM 업체 12M Fwd P/E 추이



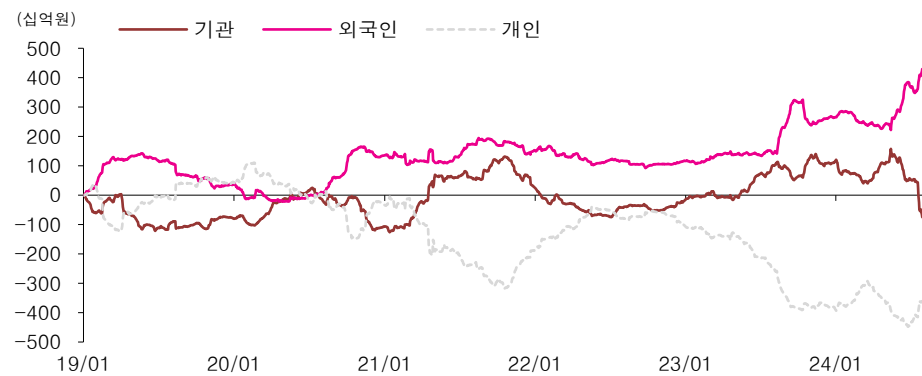
자료: Bloomberg, 홍콩증권 리서치센터

그림 89 글로벌 ODM 1위 코스맥스 vs. 2위 Intercos 12M Fwd P/E 비교



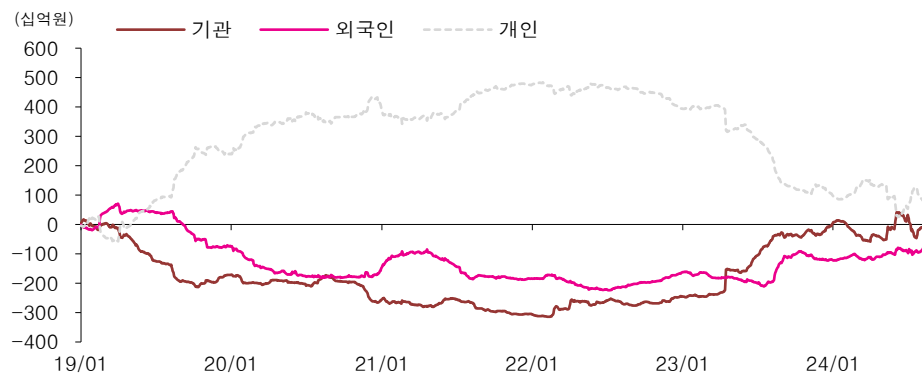
자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

그림 90 코스맥스 투자자 별 누적 순매수 추이



자료: Quantwise, 흥국증권 리서치센터

그림 91 한국콜마 투자자 별 누적 순매수 추이



자료: Quantwise, 흥국증권 리서치센터

표 5 글로벌 주요 화장품 회사 Peer Valuation 비교

회사	시가총액 (백만달러)	주가수익률(%)				P/E(배)		P/B(배)		EV/EBITDA(배)		ROE(%)	
		1M	3M	6M	12M	24E	25E	24E	25E	24E	25E	24E	25E
국내													
아모레퍼시픽	5,080	-23.8	-30.2	-4.5	-10.4	13.3	19.1	1.5	1.4	12.1	7.8	12.0	7.6
LG생활건강	3,877	-6.4	-25.1	9.4	-31.9	17.3	15.5	1.0	0.9	5.7	5.0	6.5	6.9
코스맥스	1,039	-31.0	-22.6	7.3	-12.5	13.6	10.6	3.1	2.4	7.0	5.8	25.2	24.8
한국콜마	1,095	3.5	17.5	31.0	8.4	16.5	11.8	2.0	1.7	8.1	6.6	8.5	10.5
코스메카코리아	581	-9.8	66.8	91.2	178.9	19.6	15.8	3.7	3.0	10.1	8.2	20.5	20.6
씨앤씨인터내셔널	754	-13.1	24.5	40.6	56.3	20.6	16.3	4.6	3.6	19.1	14.3	25.1	24.7
클리오	421	-13.9	-14.3	1.1	44.0	14.3	12.4	2.3	2.0	9.6	7.4	17.1	17.4
애경산업	344	-6.5	-12.2	4.6	-27.6	8.7	7.6	1.1	0.9	4.1	3.4	13.1	13.6
중국													
Proya Cosmetics	34,260	-19.7	-23.6	1.1	-20.8	22.5	18.3	6.2	4.9	15.5	12.6	29.0	28.4
Shanghai Chicmax	13,752	-20.3	-36.9	-12.5	55.0	14.4	11.2	4.7	3.5	11.2	9.0	33.8	34.1
Guangdong Dongpeng	6,745	0.0	-20.5	-25.3	-47.1	8.4	7.4	0.8	0.8	4.1	4.1	9.9	10.4
Hangzhou Haoyue	5,795	-2.0	-21.5	-0.7	-14.0	11.0	9.5	1.6	1.3	6.3	5.5	14.1	14.2
Yunnan Botanee	2,618	-6.3	-25.4	-28.1	-54.1	17.6	14.1	2.8	2.4	12.7	10.4	16.1	17.2
Shanghai Jahwa	1,642	-3.6	-19.2	-7.9	-37.6	20.1	17.6	1.4	1.3	11.6	10.6	7.4	8.0
Yatsen Holding	394	4.9	-19.6	25.1	-27.5	512.9	38.3	0.6	0.7	-	2.0	0.1	1.7
유럽													
LVMH	353,104	-11.5	-19.0	-20.1	-21.4	21.2	19.2	4.6	4.1	12.4	11.4	23.3	22.6
L'Oreal	223,353	-8.1	-17.0	-12.1	-8.7	29.8	27.4	6.3	5.7	20.2	18.7	21.9	21.6
Unilever	152,245	7.3	11.0	19.4	16.2	19.2	17.9	7.1	6.5	13.2	12.5	38.3	37.1
Henkel Ag & Co	35,826	-2.6	-3.1	13.3	11.6	13.9	12.9	1.4	1.4	8.7	8.3	10.2	9.5
Beiersdorf	33,882	-9.9	-14.6	-9.6	1.7	28.7	25.8	3.3	3.0	15.1	14.0	11.7	12.0
Intercos	1,655	-3.6	12.9	4.7	6.1	22.6	19.0	3.0	2.7	10.8	9.5	14.1	15.4
일본													
Kao	19,961	-6.5	-8.2	14.2	8.7	27.4	24.1	2.9	2.8	12.7	11.7	10.8	11.8
Shiseido	9,303	-26.9	-28.8	-15.9	-46.8	55.3	21.4	2.1	2.0	13.0	9.9	3.9	10.1
Kose	3,550	-18.2	-14.2	-7.4	-33.9	28.0	24.6	1.8	1.7	11.9	10.3	6.4	7.3
Fancl	2,473	2.8	37.0	27.2	2.8	33.3	29.3	3.9	3.6	18.0	16.2	12.3	13.0
미국													
Procter & Gamble	393,809	0.4	0.9	7.5	7.4	24.1	22.6	7.5	6.9	17.2	16.2	32.7	33.2
Johnson & Johnson	381,283	5.7	4.6	1.7	-8.7	15.8	14.8	5.1	4.6	12.6	11.8	33.4	34.6
Colgate-Palmolive	82,191	2.6	6.4	20.2	32.8	28.2	25.9	141.9	91.8	17.9	16.9	569.8	331.8
Estee Lauder	32,959	-11.1	-31.4	-35.6	-45.0	41.4	22.9	6.0	5.6	16.7	12.4	14.4	25.5
Ulta Beauty	15,821	-19.7	-17.5	-37.0	-27.7	12.9	11.8	6.2	4.8	8.1	7.8	50.7	46.0
Elf Beauty	8,382	-29.5	-8.0	-10.9	10.8	42.2	33.5	10.0	7.6	28.0	22.3	27.3	27.6
Coty Inc	7,941	-12.4	-16.4	-21.3	-22.9	20.9	16.0	1.9	1.8	11.0	10.1	9.3	11.1

주: 2024년 8월 14일 종가 기준 컨센서스

자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

V. 기업분석

1. 코스맥스 (192820)	글로벌 1위의 화장품 ODM 경쟁력	41p
2. 한국콜마 (161890)	Sun 제품 중심 강한 ODM 역량	48p
3. 아모레퍼시픽 (090430)	이제 미래를 봐야 할 때	55p
4. LG생활건강 (051900)	저가 매수 시점	62p

화장품/제약·바이오

이지원

02)6742-3584

leejw9205@heungkuksec.co.kr

(192820)

코스맥스

글로벌 1위의 화장품 ODM 경쟁력

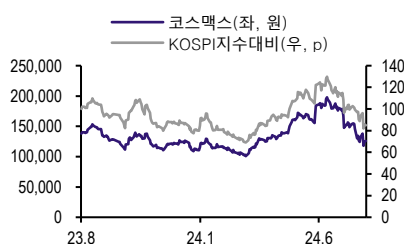
BUY(신규)

목표주가	185,000원(신규)
현재주가(08/16)	125,600원
상승여력	47.3%
시가총액	1,425십억원
발행주식수	11,350천주
52주 최고가 / 최저가	197,800 / 100,800원
3개월 일평균거래대금	27십억원
외국인 지분율	31.3%
주요주주	
코스맥스비티아이 (외 13인)	26.1%
국민연금공단 (외 1인)	12.3%
코스맥스우리사주 (외 1인)	1.8%
주가수익률(%)	1개월 3개월 6개월 12개월
절대수익률	-28.6 -22.2 10.1 -9.1
상대수익률(KOSPI)	-22.7 -20.2 8.2 -15.9

(단위: 십억원, 원, %, 배)

재무정보	2022	2023	2024E	2025E
매출액	1,600	1,777	2,185	2,631
영업이익	53	116	174	229
EBITDA	112	175	242	299
지배주주순이익	21	57	95	147
EPS	1,837	5,034	8,353	12,979
순차입금	429	442	463	383
PER	40.3	25.1	15.0	9.7
PBR	1.4	4.0	3.2	2.4
EV/EBITDA	11.3	10.7	7.8	6.0
배당수익률	n/a	0.4	0.4	0.4
ROE	3.6	12.1	23.3	28.2
컨센서스 영업이익	53	116	177	225
컨센서스 EPS	1,837	5,034	8,723	12,512

주가추이



코스맥스에 대한 투자의견 BUY/목표주가 185,000원으로 커버리지 개시. 글로벌 1위의 화장품 ODM업체로서 과거 중국 중심 성장에서 향후 미국, 일본 등 비중국 시장 고객 다변화를 통해 안정적인 탑라인 성장세를 이어 나갈 것으로 전망한다. 화장품 섹터 내 최선호주로 제시한다.

더 이상 중국에 의존하지 않는다

과거 중국의 6/18 쇼핑축제와 광군제 대목의 ODM 주문 증감 여부에 따라 당해 실적과 주가의 희비가 엇갈렸던 시기는 이제 끝났다. 여전히 저조한 중국 내 화장품 시장 성장세와 한국 브랜드의 현지 경쟁력 저하에 의해 2021년 기준 40% 초반 수준까지 상승하였던 코스맥스의 중국 법인 매출 기여도는 2023년 30.8%로 낮아졌고 미국 등 비중국 지역에서 한국 Indie 브랜드들이 약진함에 따라 중국 매출 비중은 2024년 28%, 2026년 24% 수준까지 하락할 것으로 예상한다. 중국 의존도가 낮아짐에 따라 연중 쇼핑 대목의 주문실적에 따라 변동성이 컸던 탑라인 성장률이 향후 안정적인 우 상향을 보여줄 것으로 기대한다.

안정적인 탑라인 성장 + 수익성 개선

미국, 일본 등 비중국 지역에서 인디브랜드 중심으로 화장품 업체들의 판매 호조가 지속됨에 따라 R&D 및 제조기술에 있어 풍부한 경험을 보유하고 있는 코스맥스 향 ODM 주문량은 꾸준히 증가할 것으로 전망한다. 제품 의 Lifecycle을 짧게 가져가야 하는 인디브랜드 특성 상 Lead time과 품질 에 있어 글로벌 최고 수준의 경쟁력을 지니고 있는 코스맥스를 ODM 파트 너로 우선적으로 선택할 수밖에 없다고 본다. 신규 ODM 물량 증가에 따른 double-digit 탑라인 성장세 (2024~26E 매출액 성장률: +12.6~22.9% yoy) 를 전망하며 기존 ODM 리오더율이 75% 수준까지 상승함에 따라 수익성 또한 보다 개선될 것으로 전망한다 (2024~26E 영업이익률: 8.0~8.7%).

코스맥스 투자의견 BUY/TP 185,000원 제시

코스맥스에 대해 투자의견 BUY와 목표주가 18.5만원을 제시한다. 비중국 지역 한국 Indie 브랜드 성장의 최대 수혜주로, 안정적 매출 성장과 수익성 개선이 동시에 이루어질 것으로 전망하며 Target P/E 16.7배를 적용.

I. 이익전망 및 Valuation

코스맥스의 2024년 매출액 2.19조원 (+22.9% yoy), 영업이익 1,744억원 (+50.8% yoy, OP Margin: 8.0%)을 전망한다. 2025년 매출액은 2.63조원 (+20.4% yoy), 영업이익은 2,290억원 (+31.3% yoy, OP Margin: 8.7%)으로 견조한 실적을 이어갈 전망이다.

미국, 일본 등 Non-China 지역에서 한국 화장품에 대한 인기가 높아짐에 따라 제품의 라이프사이클을 짧게 가져가면서 현지 마케팅과 유통에만 집중해야 하는 인디브랜드들의 특성으로 인하여 ODM 경험과 제조기술력이 뛰어난 코스맥스 향 신규 ODM 주문량은 지속적으로 증가할 것으로 전망한다. 생산능력 역시 연간 18억7천만 개 수준으로 2교대 풀가동 시 28억 개 정도까지 생산 가능하므로 신규 ODM 유입 여력은 충분한 것으로 본다. 또한 최소주문수량 (MOQ) 유연화 정책을 통해 3,000개 이하 주문건에 대해서도 고객사 여건별로 유연하게 적용하면서 신규 인디 브랜드 유입에 적극적인 모습을 보이고 있다.

코스맥스에 대한 투자 의견 BUY, 목표주가 185,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 12M Fwd EPS에 Target P/E 16.7배를 적용했다. Target P/E은 글로벌 화장품 ODM업체들의 12M Fwd P/E 평균값을 적용했다. 화장품 섹터 내 최선호주로서 안정적인 탑라인 성장세와 더불어 기존 ODM 리오더율 및 단가 상승을 통한 수익성 개선을 전망한다.

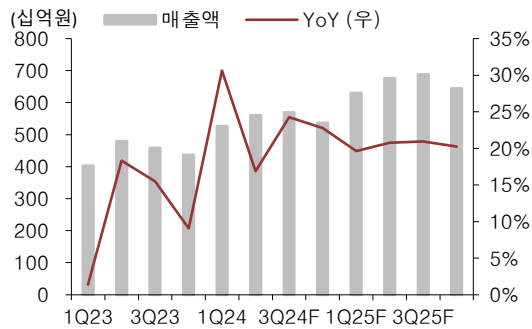
표 1 코스맥스 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24E	2023	2024E	2025E
연결 매출액	403	479	458	437	527	552	570	537	1,777	2,185	2,631
코스맥스코리아	243	278	288	248	315	348	369	317	1,058	1,350	1,673
코스맥스이스트	122	154	124	148	157	148	145	166	547	616	679
코스맥스웨스트	27	38	37	38	39	36	39	43	140	157	177
코스맥스	19	21	23	23	24	25	28	26	86	103	124
인도네시아											
코스맥스태국	5	7	7	7	10	10	10	11	26	41	59
영업이익	14	46	33	23	45	47	45	37	116	174	229
코스맥스코리아	13	30	26	18	30	35	33	24	87	122	159
해외 및 기타	1	16	8	5	15	12	12	13	29	53	70
연결 순이익	7	30	15	5	19	30	28	24	57	101	147
수익성(%)											
영업이익률	3.4%	9.6%	7.3%	5.2%	8.6%	8.5%	7.9%	6.9%	6.5%	8.0%	8.7%
순이익률	1.7%	6.4%	3.3%	1.1%	3.7%	5.4%	4.9%	4.4%	3.2%	4.6%	5.6%
성장성(% YoY)											
연결 매출액	1.4%	18.3%	15.5%	9.0%	30.6%	15.1%	24.4%	22.9%	11.1%	22.9%	20.4%
코스맥스코리아	18.7%	23.4%	39.3%	14.4%	29.6%	25.1%	28.0%	28.0%	23.8%	27.6%	24.0%
코스맥스이스트	-17.8%	12.0%	-7.5%	7.8%	28.6%	-4.0%	17.1%	12.6%	-1.7%	12.5%	10.2%
코스맥스웨스트	-39.1%	0.3%	-17.6%	3.3%	43.2%	-5.5%	5.7%	13.8%	-14.6%	12.1%	13.0%

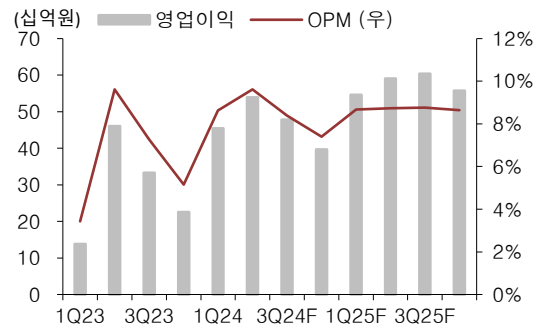
자료: 흥국증권 리서치센터

그림 1 코스맥스 분기별 매출액 추이 및 전망



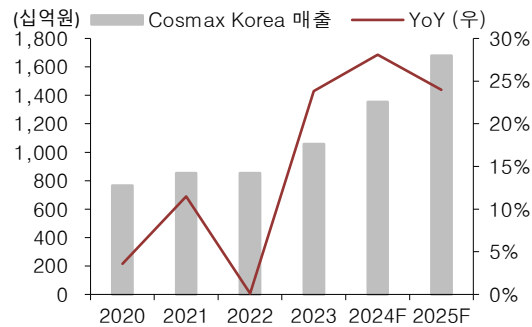
자료: 코스맥스, 흥국증권 리서치센터

그림 2 코스맥스 분기별 영업이익 추이 및 전망



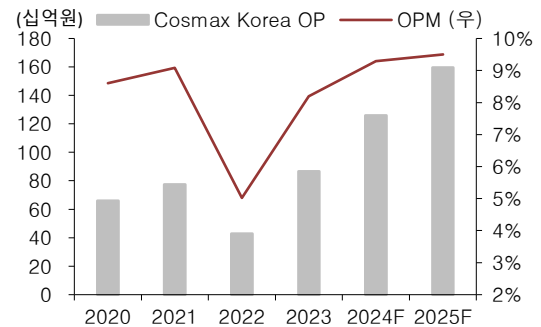
자료: 코스맥스, 흥국증권 리서치센터

그림 3 코스맥스 코리아 연간 매출액 추이 및 전망



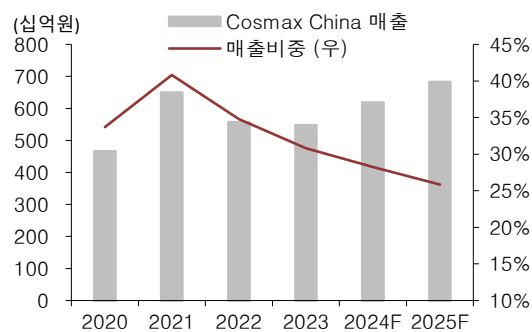
자료: 코스맥스, 흥국증권 리서치센터

그림 4 코스맥스 코리아 연간 영업이익 추이 및 전망



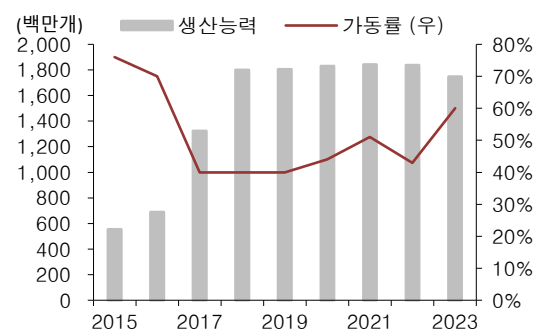
자료: 코스맥스, 흥국증권 리서치센터

그림 5 코스맥스 중국 연간 매출액 및 매출비중 전망



자료: 코스맥스, 흥국증권 리서치센터

그림 6 코스맥스 연간 CAPA 및 가동률 추이



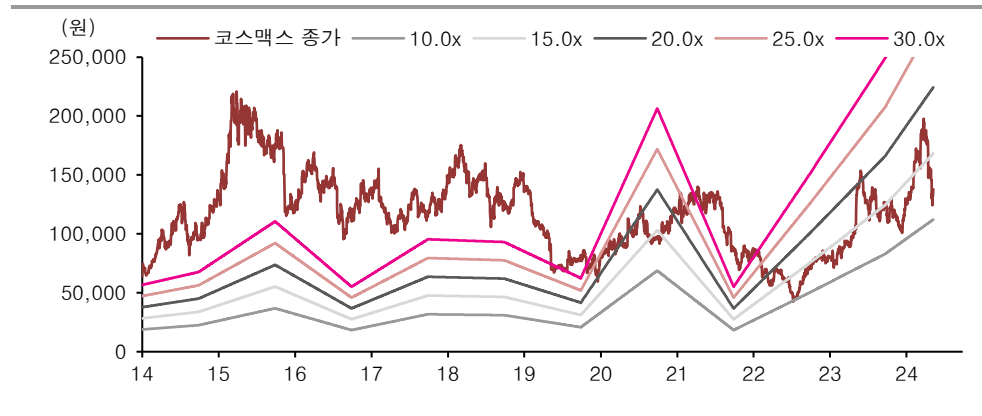
자료: 코스맥스, 흥국증권 리서치센터

표 2 코스맥스 목표주가 산정 PER Multiple Valuation

	2024E	2025E	비고
EPS (원)	8,353	12,979	12M Fwd EPS 11,236
목표 PER (배)		16.7	글로벌 화장품 ODM 업체 12M Fwd PER 평균
목표주가 (원)		185,000	
현재주가(원)		125,600	
상승여력 (%)		47.3	

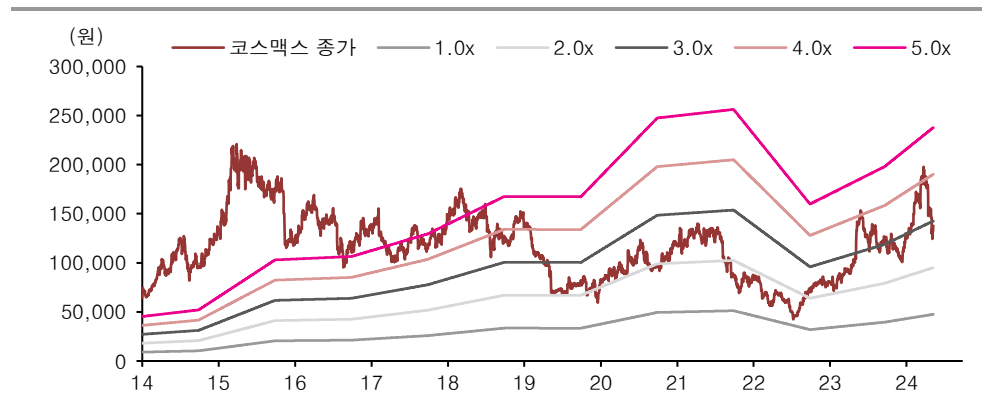
자료: 흥국증권 리서치센터

그림 7 코스맥스 12개월 선행 PER Band



자료: DataGuide, 흥국증권 리서치센터

그림 8 코스맥스 12개월 선행 PBR Band



자료: DataGuide, 흥국증권 리서치센터

II. 기업개요

코스맥스는 R&D를 기반으로 화장품을 생산하여 고객에게 공급하는 ODM 전문 기업이다. 해외 주요 거점 지역에 생산 공장을 설립하여 각 시장을 공략하는 전략을 취하고 있다.

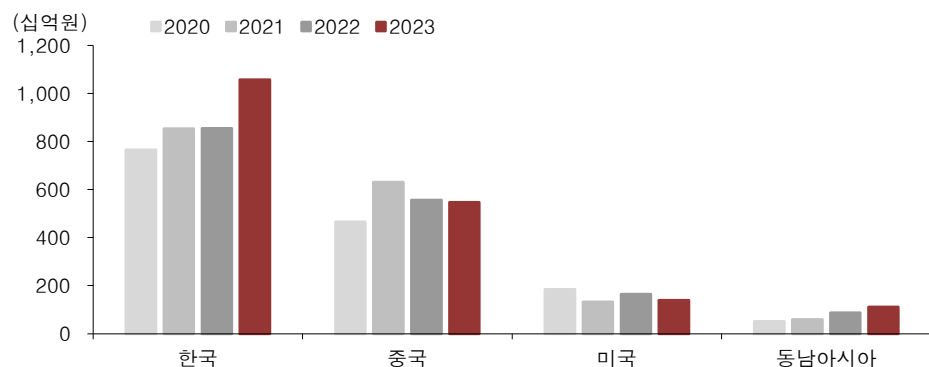
2004년 상해에 코스맥스차이나를 설립하며 시작한 중국 사업은 2013년 코스맥스광저우를 설립하며 가속화되었고, 현재 중국 내에서 가장 큰 화장품 ODM 기업으로서 입지를 다지고 있다. 나아가 2013년에 진출한 미국 시장에서도 모든 카테고리 제품을 공급할 수 있는 종합 화장품 ODM 기업으로 거듭나고 있다. 코스맥스는 이러한 성장 경험을 기반으로 동남아시아 시장을 공략 중에 있다. 2018년부터 태국 법인을 본격적으로 가동하여 태국 및 인근 국가에도 제품을 공급하며 사업 확장에 박차를 가하고 있다.

표 3 코스맥스의 연혁

연도	내용
1992	일본 미로토와 기술 제휴 체결, 한국 미로토 설립
1994	연구개발능력 강화를 위해 일본 미로토와의 제휴를 끝내고 COSMAX(주)로 사명 변경
1997	자체 화장품 연구소 정식 인가
2002	코스닥 상장
2004	화장품 ODM 업계 최초로 상해에 코스맥스차이나 설립
2007	일진제약(現 코스맥스바이오) 계열회사 편입, 코스맥스바이오 중앙연구소 설립
2008	국내 화장품 ODM 업계 최초로 ECOCERT, COSMEBIO 인증 동시 획득
2010	중국 현지 법인 코스맥스광저우 유한공사 설립
2012	코스맥스바이오 사명 변경 및 제천 공장 기공
2015	연간 1억 개 생산 규모의 오하이오 솔론 공장 완공 및 생산 설비 가동 글로벌 건강기능식품 ODM 기업 뉴트리바이오텍(現 코스맥스엔비티) 코스닥 상장
2017	미국 색조 화장품 전문 ODM 기업 누월드 뷰티 인수
2021	코스맥스 광저우와 Yatsen JV 설립(연간 약 4억개 CAPA)

자료: 코스맥스, 흥국증권 리서치센터

그림 9 코스맥스 지역별 매출액 추이

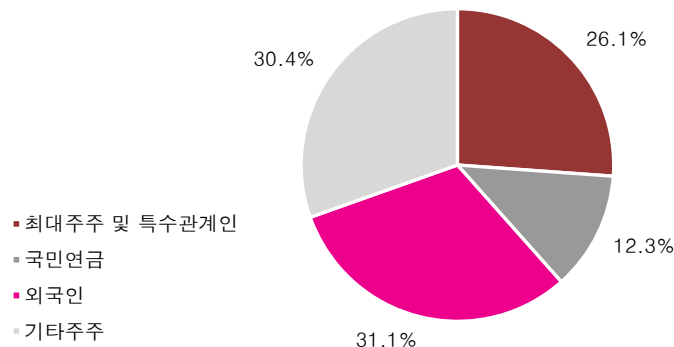


자료: 코스맥스, 흥국증권 리서치센터

Ⅲ. 지배구조 및 종속기업

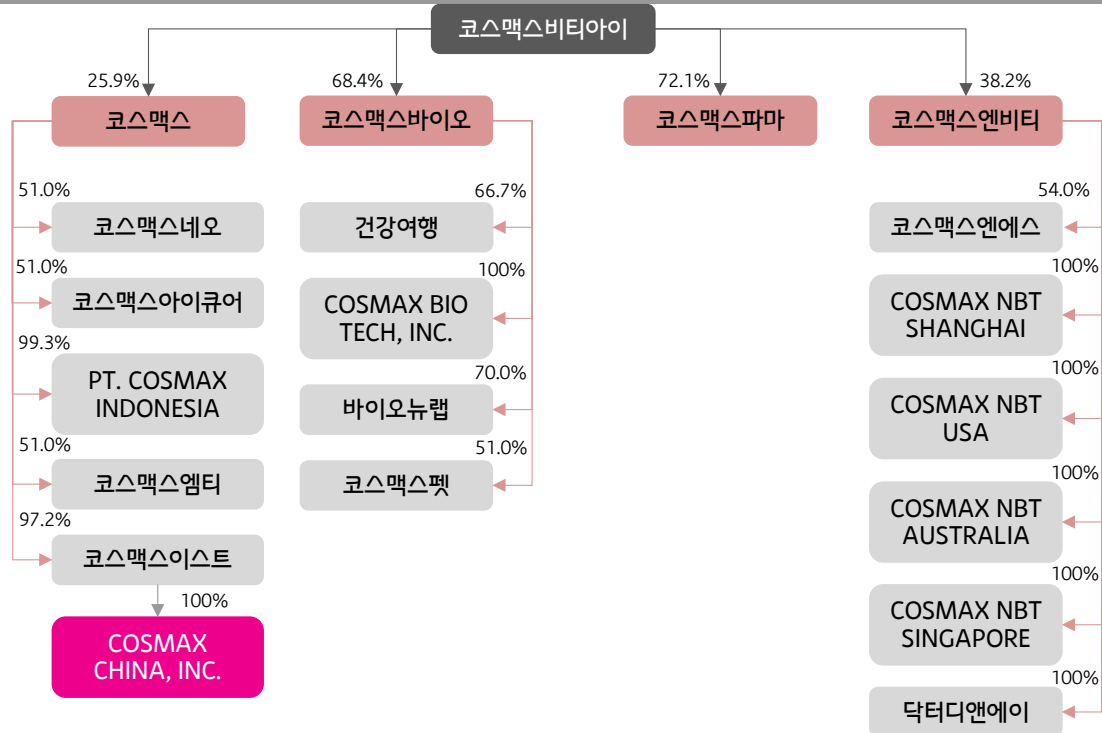
코스맥스의 최대주주는 코스맥스비티아이로 25.9%의 지분을 보유하고 있다. 코스맥스비티아이는 코스맥스의 모회사이자 지주회사로서, 코스맥스 이외에도 코스맥스바이오, 코스맥스파마, 코스맥스엔비티를 자회사로 보유하고 있다.

그림 10 코스맥스의 주주구성 현황



주: 2024년 8월 13일 기준
 자료: DataGuide, 흥국증권 리서치센터

그림 11 코스맥스 지배구조



주: 2023년 말 기준
 자료: 전자공시시스템, 흥국증권 리서치센터

코스맥스(192820) 요약 재무제표

포괄손익계산서

(단위:십억원)

결산기	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	1,600	1,777	2,185	2,631	2,962
증가율 (Y-Y,%)	0.5	11.1	22.9	20.4	12.6
영업이익	53	116	174	229	258
증가율 (Y-Y,%)	(56.7)	117.9	50.8	31.3	12.9
EBITDA	112	175	242	299	332
영업외손익	(47)	(31)	(44)	(40)	(40)
순이자수익	(18)	(26)	(38)	(38)	(37)
외화관련손익	(1)	(1)	2	(1)	(1)
지분법손익	0	(2)	0	0	0
세전계속사업손익	6	84	131	189	218
당기순이익	(16)	38	80	117	135
지배기업당기순이익	21	57	95	147	171
증가율 (Y-Y,%)	(72.0)	174.1	65.9	55.4	15.9
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	6.3	8.7	11.2	18.0	18.6
영업이익증가율(3Yr)	(0.6)	20.2	12.5	62.7	30.7
EBITDA증가율(3Yr)	6.8	15.9	11.5	38.8	23.7
순이익증가율(3Yr)	n/a	n/a	32.3	n/a	53.0
영업이익률(%)	3.3	6.5	8.0	8.7	8.7
EBITDA마진(%)	7.0	9.9	11.1	11.4	11.2
순이익률 (%)	(1.0)	2.1	3.6	4.4	4.6
NOPLAT	(142)	52	106	142	160
(+) Dep	59	59	67	70	73
(-) 운전자본투자	(85)	(133)	39	35	25
(-) Capex	84	86	91	96	101
OpFCF	(81)	158	43	81	107

재무상태표

(단위:십억원)

결산기	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	737	822	998	1,190	1,382
현금성자산	179	271	325	389	485
매출채권	318	283	348	418	471
재고자산	202	218	269	323	364
비유동자산	659	735	846	875	907
투자자산	119	134	108	112	117
유형자산	491	547	682	707	733
무형자산	50	54	56	56	57
자산총계	1,396	1,557	1,845	2,065	2,288
유동부채	812	874	1,106	1,175	1,222
매입채무	257	365	435	525	592
유동성이자부채	517	454	602	579	556
비유동부채	140	325	257	267	278
비유동이자부채	91	259	186	193	201
부채총계	952	1,199	1,362	1,442	1,500
자본금	6	6	6	6	6
자본잉여금	287	29	29	29	29
이익잉여금	268	313	402	544	709
자본조정	21	15	15	15	15
자기주식	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
자본총계	444	359	482	624	789
투하자본	826	754	934	995	1,048
순차입금	429	442	463	383	272
ROA	1.5	3.9	5.6	7.5	7.8
ROE	3.6	12.1	23.3	28.2	25.3
ROIC	(16.5)	6.6	12.6	14.7	15.7

주요투자지표

(단위:십억원, 원)

결산기	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Per share Data					
EPS	1,837	5,034	8,353	12,979	15,037
BPS	51,203	31,941	39,766	52,241	66,773
DPS	0	500	500	500	500
Multiples(x, %)					
PER	40.3	25.1	15.0	9.7	8.4
PBR	1.4	4.0	3.2	2.4	1.9
EV/ EBITDA	11.3	10.7	7.8	6.0	5.1
배당수익률	n/a	0.4	0.4	0.4	0.4
PCR	6.3	7.2	7.8	6.5	5.8
PSR	0.5	0.8	0.7	0.5	0.5
재무건전성 (%)					
부채비율	214.3	334.3	282.6	231.1	190.2
Net debt/Equity	96.6	123.2	96.1	61.4	34.5
Net debt/EBITDA	383.3	252.3	191.5	128.1	82.1
유동비율	90.8	94.0	90.3	101.3	113.1
이자보상배율	2.9	4.5	4.6	6.0	6.9
이자비용/매출액	1.3	1.8	2.1	1.8	1.5
자산구조					
투하자본(%)	73.5	65.1	68.3	66.5	63.5
현금+투자자산(%)	26.5	34.9	31.7	33.5	36.5
자본구조					
차입금(%)	57.8	66.5	62.0	55.3	49.0
자기자본(%)	42.2	33.5	38.0	44.7	51.0

주) 재무제표는 연결기준으로 작성

현금흐름표

(단위:십억원)

결산기	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업현금	103	231	98	185	221
당기순이익	(16)	38	80	117	135
자산상각비	59	59	67	70	73
운전자본증감	28	79	(77)	(35)	(25)
매출채권감소(증가)	40	8	(71)	(71)	(53)
재고자산감소(증가)	23	(15)	(42)	(55)	(41)
매입채무증가(감소)	(11)	60	52	90	67
투자현금	(31)	(104)	(80)	(100)	(105)
단기투자자산감소	78	(22)	3	(1)	(1)
장기투자증권감소	(20)	4	(0)	(0)	(0)
설비투자	(84)	(86)	(91)	(96)	(101)
유무형자산감소	2	1	1	1	1
재무현금	3	(39)	30	(22)	(21)
차입금증가	10	(39)	30	(16)	(15)
자본증가	0	(115)	0	0	0
배당금지급	(6)	0	(6)	(6)	(6)
현금 증감	70	88	53	63	95
총현금흐름(Gross CF)	134	199	183	220	247
(-) 운전자본증가(감소)	(85)	(133)	39	35	25
(-) 설비투자	84	86	91	96	101
(+) 자산매각	2	1	1	1	1
Free Cash Flow	137	247	53	90	121
(-) 기타투자	20	(4)	0	0	0
잉여현금	117	250	53	90	121

화장품/제약·바이오

이지원

02)6742-3584

leejw9205@heungkuksec.co.kr

(161890)

한국콜마

Sun 제품 중심 강한 ODM 역량

BUY(신규)

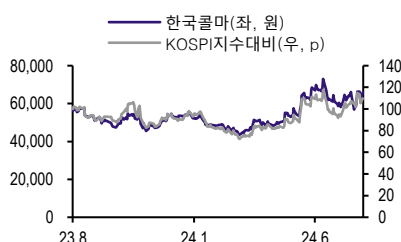
목표주가	80,000원(신규)
현재주가(08/16)	66,000원
상승여력	21.2%
시가총액	1,558십억원
발행주식수	23,605천주
52주 최고가 / 최저가	73,000 / 43,500원
3개월 일평균거래대금	30십억원
외국인 지분율	31.2%
주요주주	
한국콜마홀딩스 (외 25인)	26.9%
NIHON KOLMAR (외 1인)	11.8%
국민연금공단 (외 1인)	11.3%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	12.4	23.4	35.7	13.8
상대수익률(KOSPI)	18.3	25.4	33.8	7.0

(단위: 십억원, 원, %, 배)

재무정보	2022	2023	2024E	2025E
매출액	1,866	2,156	2,396	2,576
영업이익	73	136	211	253
EBITDA	149	230	309	353
지배주주순이익	-22	5	92	127
EPS	-961	227	3,888	5,399
순차입금	770	835	810	696
PER	-44.3	236.2	17.0	12.2
PBR	1.5	1.9	1.9	1.7
EV/EBITDA	11.7	9.0	7.7	6.4
배당수익률	1.2	1.1	0.9	0.9
ROE	-3.3	0.8	12.6	14.7
컨센서스 영업이익	73	136	214	254
컨센서스 EPS	-961	227	3,855	5,295

주가추이



한국콜마에 대한 투자 의견 BUY/목표주가 80,000원으로 커버리지 개시. 국내 압도적 Sun 제품 점유율에 기반한 수출 역량 확대 중이며 하반기 확대 예상되는 스킨케어/선 ODM 수요에 맞추어 연내 적극적인 증설을 계획하고 있다. 계절성이 강한 Sun 제품 수요가 완화된 이후에도 견고한 매출 성장이 기대되는 ODM업체이다.

국내외 압도적 Sun 제품 존재감

한국콜마의 2분기 매출/영업이익은 6,603억원/717억원(+10.1%/+28.9% yoy)으로 사상 최고 분기 실적을 경신하며 컨센서스를 크게 상회하였는데 그 중심에는 국내외 강력한 Sun 제품 수요가 있었던 것으로 보인다. 국내 Sun 제품 점유율은 이미 75% 수준의 압도적 존재감을 보이고 있는 가운데 유럽과 중동으로까지 확대된 Sun 수출 수요가 확인되고 있으며 신규 인디 브랜드 판매 비중이 상승하면서 전반적 수익성 개선에도 기여하고 있다. 주요 Sun 제품 수요 고객층과 지역이 다변화되면서 계절성 또한 완화되고 있는 추세이며 향후 Sun 수출 수요는 신규 인디 브랜드의 확대된 SKU와 함께 지속적인 강세를 보일 것으로 전망한다.

적극적인 ODM 증설 계획 속 견고한 매출 성장세 전망

Sun 제품 외 기초제품 ODM 수주도 활발히 진행중이며 국내외 고객사들로부터 ODM 경쟁력을 인정받고 있는 가운데 향후 지속적인 인디 브랜드 고객 수 증가는 견고한 ODM 매출로 이어질 것으로 전망한다. ODM 수요 증가와 더불어 연내 세종1공장 증설 등 적극적인 증설 또한 예정되어 있으며 국내 CAPA는 2024년 말 기준 4.8억개, 25년 말 기준 6억개 수준으로 증가할 것으로 전망한다. 적극적인 ODM 증설 계획과 신규 고객 확보에 힘입어 2024/25년 한국콜마 별도법인의 매출액은 1.08조원/1.3조원 (+26.1% yoy/+20.2% yoy)으로 추정한다.

한국콜마 투자의견 BUY/TP 80,000원 제시

한국콜마에 대해 투자의견 BUY와 목표주가 8만원을 제시한다. 국내외 압도적인 Sun 제품 경쟁력에 기반한 매출 성장과 신규 인디 브랜드 확보에 의한 기초제품 ODM 주문량 증가를 전망하며 Target P/E 16.7배를 적용.

I. 이익전망 및 Valuation

한국콜마의 2024년 매출액 2.4조원 (+11.2% yoy), 영업이익 2,116억원 (+55.4% yoy, OP Margin: 8.8%)을 전망한다. 2025년 매출액은 2.58조원 (+7.5% yoy), 영업이익은 2,533억원 (+19.7% yoy, OP Margin: 9.8%)으로 강력한 Sun 제품 ODM 경쟁력과 신규 인디브랜드 확보를 통한 기초제품 ODM 주문량 증가 속 견조한 실적 성장세를 전망한다.

국내 Sun 제품 점유율은 이미 75% 수준의 압도적인 수준에 도달하였다고 판단하는데 이에 더해 과거 미주와 아시아 중심의 Sun 제품 수출 수요가 유럽, 러시아, 중동 등으로 확대되었으며 이는 2분기 사상 최고 분기 실적 경신에 기여한 것으로 보인다. 지역과 고객층이 다변화하며 향후 Sun 제품의 계절성이 다소 완화될 것으로 전망하며 특히 신규 인디브랜드의 고객편입이 수익성 개선에도 크게 기여할 것으로 전망한다. 인디브랜드들의 확대된 sku에 맞추어 한국법인의 CAPA 증설이 진행중이며 연말까지 4.8억개 수준으로 증가할 것으로 전망한다. 북미법인 주요 고객의 리뉴얼 제품 생산에 따른 가동률 상승과 추가 인디고객 확보에 따라 2025년에는 흑자로 전환할 것으로 전망한다.

한국콜마에 대한 투자 의견 BUY, 목표주가 80,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 12M Fwd EPS에 Target P/E 16.7배(글로벌 화장품 ODM 업체들의 12M Fwd P/E 평균)를 적용했다.

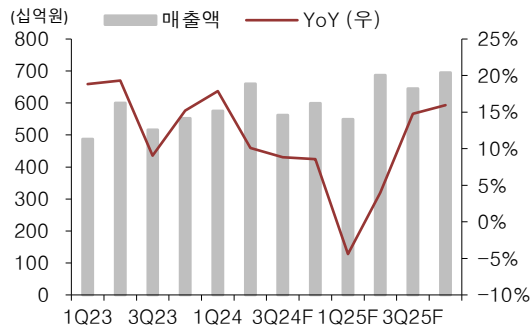
표 1 한국콜마 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24E	2023	2024E	2025E
매출액	488	600	516	552	575	660	562	599	2,156	2,396	2,576
별도	202	254	186	215	248	297	243	293	857	1,081	1,299
베이징콜마	4	7	4	4	4	7	4	3	18	19	18
무석콜마	33	56	36	33	35	53	55	42	158	184	225
미국법인	7	8	10	12	7	13	11	18	37	50	66
캐나다법인	12	14	11	9	9	13	10	8	46	40	41
HK이노엔	185	204	216	224	213	219	244	240	829	916	959
연우	51	63	61	62	67	74	68	69	237	279	301
영업이익	12	56	31	37	32	72	48	59	136	212	253
별도	14	35	13	19	23	44	19	37	80	123	132
베이징콜마	-1	-1	-1	-1	-3	-1	-1	-1	-3	-5	-4
무석콜마	1	9	2	1	2	7	1	2	13	12	14
미국법인	-4	-3	-2	-2	-3	-1	-2	-3	-10	-8	-4
캐나다법인	0	1	-1	-1	-2	-1	0	-1	-2	-4	5
HK이노엔	6	15	22	22	17	24	33	26	65	101	138
연우	-3	1	2	0	0	1	3	3	0	7	14
영업이익률	2.5%	9.3%	6.0%	6.8%	5.6%	10.9%	8.5%	9.9%	6.3%	8.8%	9.8%
별도	6.7%	13.6%	7.0%	8.8%	9.2%	14.9%	7.8%	12.7%	9.3%	11.4%	10.2%
베이징콜마	-17.1%	-6.9%	-29.3%	-17.1%	-62.8%	-7.1%	-30.5%	-21.5%	-15.8%	-27.6%	-21.7%
무석콜마	1.8%	16.3%	4.7%	3.7%	5.2%	12.7%	1.6%	5.3%	8.0%	6.3%	6.4%
미국법인	-56.9%	-30.1%	-16.5%	-13.0%	-35.7%	-9.7%	-14.1%	-15.5%	-25.4%	-16.5%	-6.5%
캐나다법인	-1.7%	4.9%	-9.5%	-14.3%	-23.3%	-7.1%	-4.4%	-8.6%	-3.9%	-10.5%	11.8%
HK이노엔	3.0%	7.5%	10.4%	9.6%	8.1%	11.1%	13.7%	11.0%	7.8%	11.1%	14.4%
연우	-5.0%	1.9%	2.6%	0.0%	0.0%	1.6%	4.0%	4.0%	0.1%	2.4%	4.5%

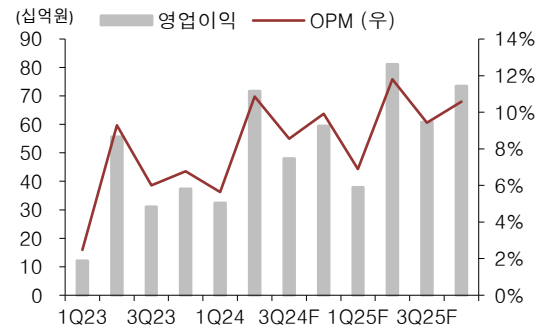
자료: 흥국증권 리서치센터

그림 1 한국콜마 분기별 매출액 추이 및 전망



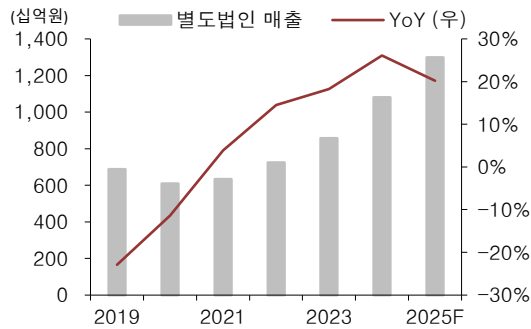
자료: 한국콜마, 흥국증권 리서치센터

그림 2 한국콜마 분기별 영업이익 추이 및 전망



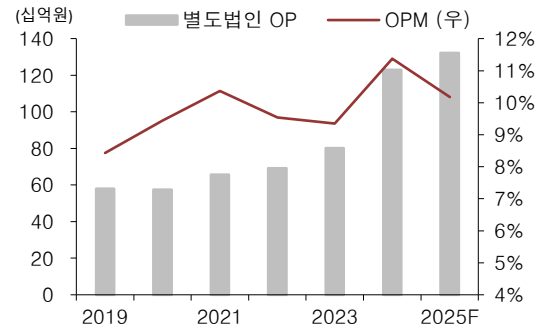
자료: 한국콜마, 흥국증권 리서치센터

그림 3 한국콜마 별도법인 연간 매출액 추이 및 전망



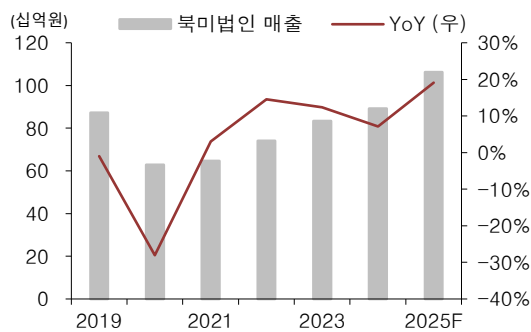
자료: 한국콜마, 흥국증권 리서치센터

그림 4 한국콜마 별도법인 연간 영업이익 추이 및 전망



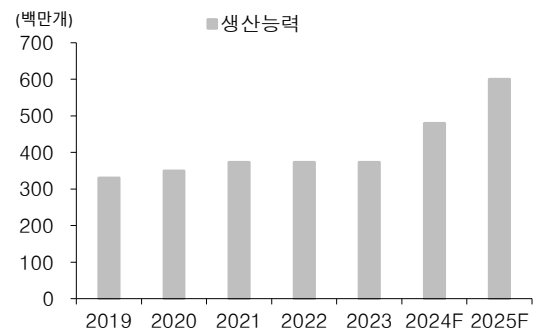
자료: 한국콜마, 흥국증권 리서치센터

그림 5 한국콜마 북미법인 연간 매출액 추이 및 전망



자료: 한국콜마, 흥국증권 리서치센터

그림 6 한국콜마 별도법인 연간 CAPA 추이 및 전망



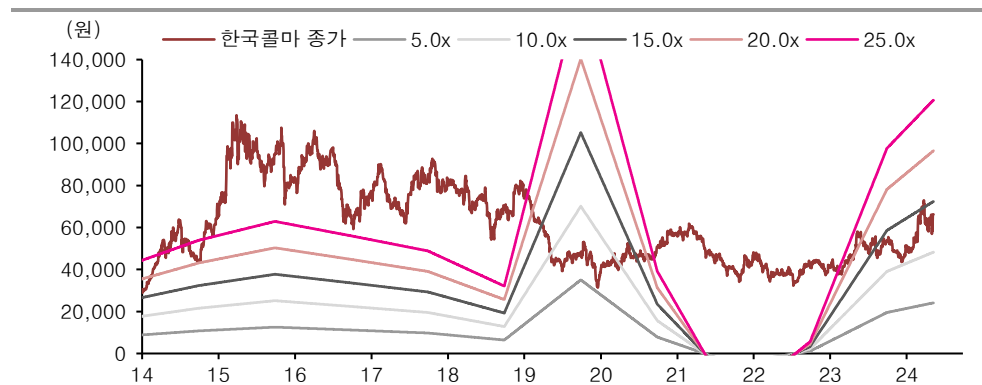
자료: 한국콜마, 흥국증권 리서치센터

표 2 한국콜마 목표주가 산정 PER Multiple Valuation

	2024E	2025E	비고
EPS (원)	3,888	5,399	12M Fwd EPS 4,770
목표 PER (배)		16.7	글로벌 화장품 ODM 업체 12M Fwd PER 평균
목표주가 (원)		80,000	
현재주가(원)		66,000	
상승여력 (%)		21.2	

자료: 흥국증권 리서치센터

그림 7 한국콜마 12개월 선행 PER Band



자료: DataGuide, 흥국증권 리서치센터

그림 8 한국콜마 12개월 선행 PBR Band



자료: DataGuide, 흥국증권 리서치센터

II. 기업개요

한국콜마는 화장품 ODM, 전문의약품 및 HB&B, 화장품 패키징 사업을 영위하고 있다.

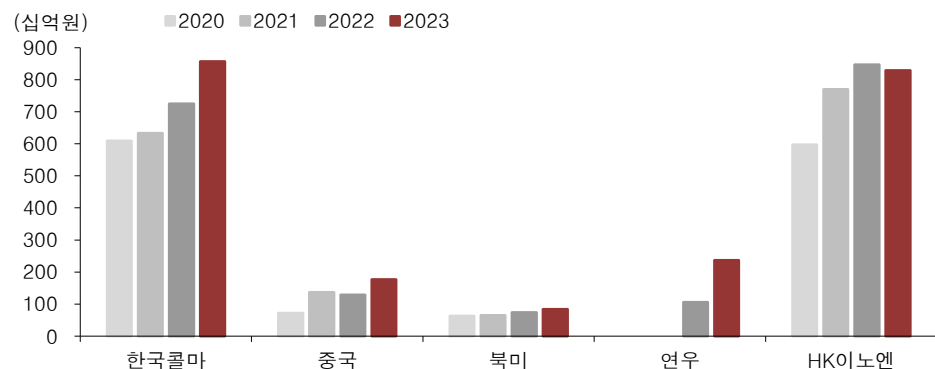
화장품 ODM은 직접 제품을 연구 개발하여 생산 후 고객사의 주문에 의해 납품되는 방식으로 화장품 매출의 95% 이상을 차지하는 사업이다. 전문의약품 사업부문과 같은 경우, 1984년에 설립된 에이치케이이노엔을 2018년 동사가 인수함으로써 의약품뿐만 아니라 다양한 사업에서 시너지를 내고 있다. 음료 사업에서 시작한 HB&B 사업은 현재 더마 코스메틱 시장과 두피케어 시장까지 진출하였다.

표 3 한국콜마의 연혁

연도	내용
1990	한국콜마 설립
1991	전의 화장품공장 준공
2002	제약산업 진출 및 제약공장 준공, 한국증권거래소 상장
2003	업계 최초 생명과학연구소 설립
2004	민·관 최초 합작법인 선바이오텍(現 콜마비앤에이치) 설립
2007	중국법인 콜마화장품 유한공사 설립
2012	지주사 체제 전환 및 법인 분할 마스크팩 제조 전문 관계사 콜마스크 설립
2016	미국 화장품 ODM 업체 PTP 인수 캐나다 화장품 OEM·ODM 업체 CSR Cosmetic Solutions 인수
2018	CJ헬스케어(現 HK inno.N) 인수
2019	티케이엠(現 HK바이오이노베이션) 인수
2022	화장품 패키징 기업 연우 인수

자료: 한국콜마, 언론보도, 흥국증권 리서치센터

그림 9 한국콜마 부문별 매출액 추이

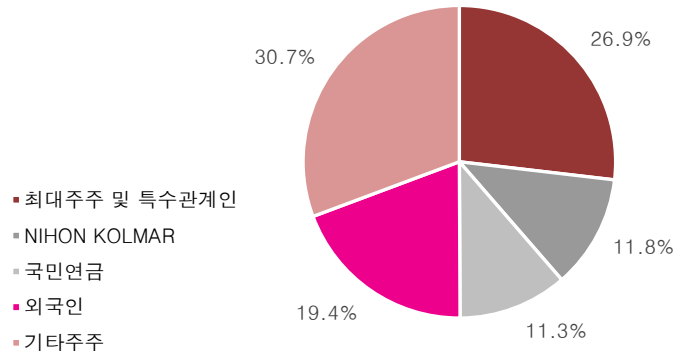


자료: 한국콜마, 흥국증권 리서치센터

Ⅲ. 지배구조 및 종속기업

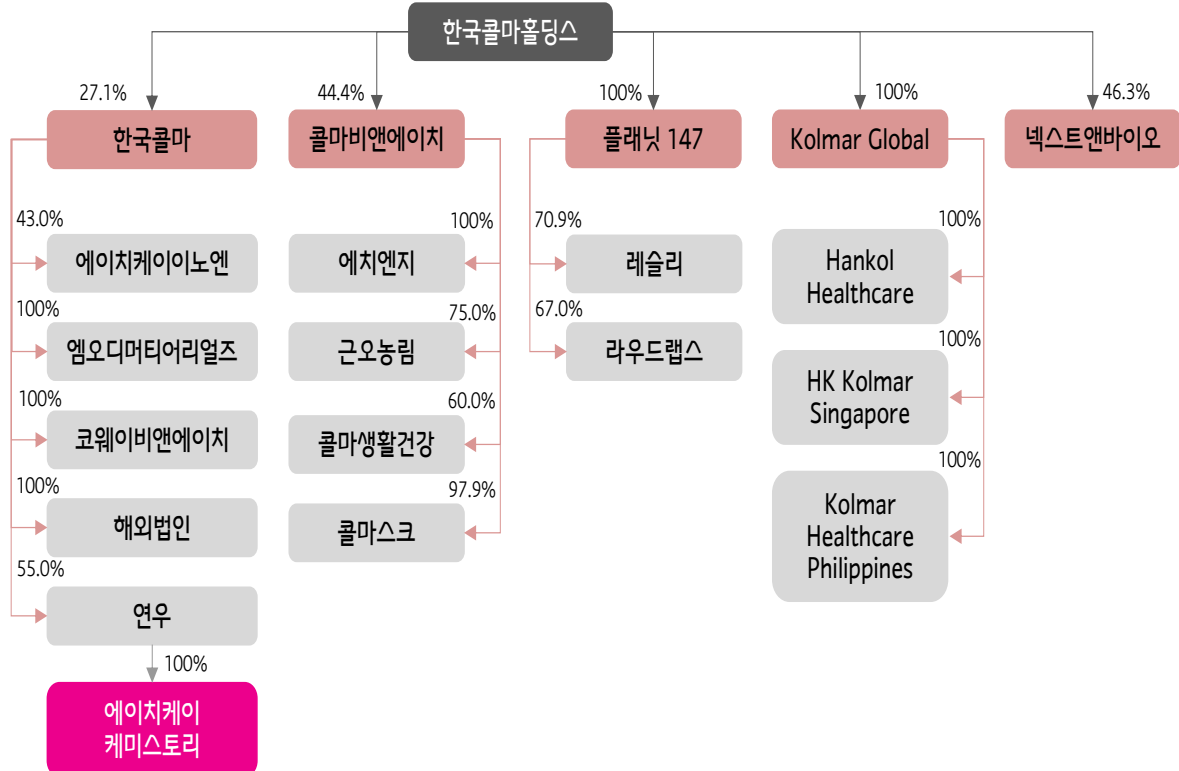
한국콜마의 최대주주는 한국콜마홀딩스로 26.3%의 지분을 보유하고 있다. NIHON KOLMAR와 국민연금공단은 각각 11.8%, 11.3%를 보유하고 있다.

그림 10 한국콜마의 주주구성 현황



주: 2024년 8월 13일 기준
자료: DataGuide, 흥국증권 리서치센터

그림 11 한국콜마 지배구조



주: 2023년 말 기준
자료: 전자공시시스템, 흥국증권 리서치센터

한국콜마(161890) 요약 재무제표

포괄손익계산서

(단위:십억원)

결산기	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	1,866	2,156	2,396	2,576	2,917
증가율 (Y-Y,%)	17.6	15.5	11.2	7.5	13.2
영업이익	73	136	211	253	280
증가율 (Y-Y,%)	(13.0)	85.8	54.8	20.2	10.3
EBITDA	149	230	309	353	378
영업외손익	(56)	(102)	18	19	18
순이자수익	(25)	(36)	(41)	(42)	(43)
외화관련손익	2	1	6	1	1
지분법손익	(1)	2	3	3	3
세전계속사업손익	17	34	229	272	298
당기순이익	(4)	25	183	212	232
지배기업당기순이익	(22)	5	92	127	151
증가율 (Y-Y,%)	적전	흑전	1,667.9	38.9	18.5
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	10.6	17.7	14.7	11.4	10.6
영업이익증가율(3Yr)	(9.8)	3.8	35.7	51.2	27.1
EBITDA증가율(3Yr)	(2.5)	7.8	29.3	33.4	18.0
순이익증가율(3Yr)	n/a	(46.1)	61.4	n/a	109.8
영업이익률(%)	3.9	6.3	8.8	9.8	9.6
EBITDA마진(%)	8.0	10.7	12.9	13.7	13.0
순이익률 (%)	(0.2)	1.2	7.6	8.2	8.0
NOPLAT	(18)	100	168	198	218
(+) Dep	75	94	98	100	98
(-) 운전자본투자	(70)	17	51	18	35
(-) Capex	38	107	97	69	69
OpFCF	90	70	118	211	213

재무상태표

(단위:십억원)

결산기	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	816	898	1,048	1,248	1,498
현금성자산	298	269	343	492	644
매출채권	261	324	360	387	438
재고자산	239	281	312	336	380
비유동자산	2,117	2,111	2,113	2,096	2,082
투자자산	206	180	178	186	193
유형자산	609	660	677	665	655
무형자산	1,302	1,271	1,258	1,245	1,233
자산총계	2,933	3,009	3,161	3,345	3,579
유동부채	868	1,284	1,303	1,336	1,398
매입채무	298	390	409	441	501
유동성이자부채	533	854	849	849	849
비유동부채	596	307	362	400	435
비유동이자부채	535	249	304	339	373
부채총계	1,464	1,591	1,665	1,736	1,833
자본금	11	11	12	12	12
자본잉여금	264	262	293	293	293
이익잉여금	384	368	496	609	746
자본조정	4	7	7	7	7
자기주식	0	0	0	0	0
자본총계	1,469	1,419	1,496	1,609	1,746
투하자본	2,206	2,209	2,260	2,258	2,274
순차입금	770	835	810	696	578
ROA	(0.8)	0.2	3.0	3.9	4.4
ROE	(3.3)	0.8	12.6	14.7	15.3
ROIC	(0.9)	4.5	7.5	8.8	9.6

주요투자지표

(단위:십억원, 원)

결산기	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Per share Data					
EPS	(961)	227	3,888	5,399	6,397
BPS	29,024	28,347	34,237	39,036	44,833
DPS	500	600	600	600	600
Multiples(x,%)					
PER	(44.3)	236.2	17.0	12.2	10.3
PBR	1.5	1.9	1.9	1.7	1.5
EV/ EBITDA	11.7	9.0	7.7	6.4	5.7
배당수익률	1.2	1.1	0.9	0.9	0.9
PCR	5.4	5.0	7.0	6.9	6.3
PSR	0.5	0.6	0.7	0.6	0.5
재무건전성 (%)					
부채비율	99.6	112.1	111.3	107.9	105.0
Net debt/Equity	52.4	58.8	54.1	43.3	33.1
Net debt/EBITDA	517.8	363.1	262.4	197.1	152.8
유동비율	94.0	70.0	80.5	93.4	107.1
이자보상배율	2.9	3.8	5.2	6.0	6.5
이자비용/매출액	1.8	2.1	2.0	1.9	1.8
자산구조					
투하자본(%)	81.4	83.1	81.2	76.9	73.1
현금+투자자산(%)	18.6	16.9	18.8	23.1	26.9
자본구조					
차입금(%)	42.1	43.8	43.5	42.5	41.2
자기자본(%)	57.9	56.2	56.5	57.5	58.8

주) 재무제표는 연결기준으로 작성

현금흐름표

(단위:십억원)

결산기	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업현금	91	112	186	208	214
당기순이익	(4)	25	183	212	232
자산상각비	75	94	98	100	98
운전자본증감	(32)	(76)	(21)	(18)	(35)
매출채권감소(증가)	(4)	(60)	(29)	(27)	(51)
재고자산감소(증가)	(10)	(41)	(31)	(23)	(44)
매입채무증가(감소)	(7)	26	73	32	60
투자현금	(145)	(156)	(94)	(84)	(84)
단기투자자산감소	75	(25)	16	(3)	(3)
장기투자증권감소	(1)	1	1	1	1
설비투자	(38)	(107)	(97)	(69)	(69)
유무형자산감소	(12)	(16)	(8)	(8)	(8)
재무현금	82	(8)	(3)	21	19
차입금증가	121	8	46	35	33
자본증가	0	0	0	0	0
배당금지급	(15)	(17)	(14)	(14)	(14)
현금 증감	29	(49)	90	145	149
총현금흐름(Gross CF)	181	245	223	227	249
(-) 운전자본증가(감소)	(70)	17	51	18	35
(-) 설비투자	38	107	97	69	69
(+) 자산매각	(12)	(16)	(8)	(8)	(8)
Free Cash Flow	201	106	66	132	137
(-) 기타투자	1	(1)	(1)	(1)	(1)
잉여현금	200	106	67	133	139

화장품/제약·바이오

이지원

02)6742-3584

leejw9205@heungkuksec.co.kr

(090430)

BUY(신규)

이제 미래를 봐야 할 때

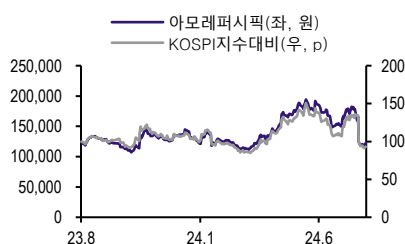
목표주가	160,000원(신규)
현재주가(08/16)	122,900원
상승여력	30.2%
시가총액	7,189십억원
발행주식수	58,493천주
52주 최고가 / 최저가	194,200 / 107,100원
3개월 일평균거래대금	65십억원
외국인 지분율	29.6%
주요주주	
아모레퍼시픽그룹 (외 11인)	50.2%
국민연금공단 (외 1인)	7.4%
자사주 (외 1인)	0.2%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-18.0	-30.3	-1.7	-3.3
상대수익률(KOSPI)	-12.1	-28.3	-3.5	-10.1

(단위: 십억원, 원, %, 배)

재무정보	2022	2023	2024E	2025E
매출액	4,135	3,674	3,872	4,495
영업이익	214	108	207	440
EBITDA	503	360	457	682
지배주주순이익	134	180	609	363
EPS	2,175	2,914	10,259	6,052
순차입금	-200	-330	-1,186	-1,452
PER	63.2	49.8	12.0	20.3
PBR	2.0	2.0	1.6	1.5
EV/EBITDA	16.6	23.7	14.0	9.0
배당수익률	0.5	0.6	0.7	0.7
ROE	2.8	3.7	11.8	6.5
컨센서스 영업이익	214	108	238	520
컨센서스 EPS	2,175	2,914	9,983	5,923

주가추이



아모레퍼시픽에 대한 투자의견 BUY/목표주가 160,000원으로 커버리지 개시. 중국 사업 불확실성은 2분기 실적 발표 이후 급락한 주가에 이미 충분히 반영되었다고 판단한다. 향후 코스알엑스의 지속적인 성장과 비중국 지역에서의 매출 성장에 기반하여 주가는 점차 회복할 것으로 전망한다.

중국 사업 악화로 인한 최근 주가 급락

중국 법인 사업의 체질 개선을 위한 구조조정의 일환으로 판매 방식이 변경되면서 2분기 중국 지역 매출은 54% yoy 하락한 700억원 수준으로 추정된다. 영업적자 또한 380억원 수준으로 확대되었는데 아직 재고 조정 및 인력 축소 관련 일회성 비용이 추가적으로 발생할 가능성이 높으므로 3분기 영업적자 또한 2분기와 비슷한 수준 혹은 소폭 증가할 것으로 전망한다. 시장의 예상보다 더 심했던 중국 사업 악화로 인해 지난 8월 6일 2분기 실적 발표 이후 아모레퍼시픽의 주가는 28% 급락한 상황이며 24년 컨센 기준 P/E는 14배 수준으로 떨어졌다.

코스알엑스의 성장세 + 부담없는 밸류에이션

중국 사업이 2분기 실적의 발목을 잡긴 하였지만 여전히 미국에서 잘 나가고 있는 코스알엑스의 성장세는 아직 크게 훼손되어 보이지 않는다. 코스알엑스(5월부터 연결 편입) 2분기 매출/영업이익은 960억원/290억원 (OPM: 30%) 수준으로 추정되는데 높았던 시장 기대치보다는 소폭 하회하면서 중국 사업 악화분을 커버하지 못한 것으로 보인다. 그러나 핵심 제품군이 여전히 미국에서 잘 나가고 있으며 가이던스 또한 매출 +50% yoy, OPM 30% 이상으로 유지되고 있는 것은 고무적이다. 코스알엑스의 지속적인 성장세와 비중국 지역 아모레퍼시픽 브랜드들의 판매 호조에 힘입어 2024/25년 해외지역 매출액은 +19.5% yoy/+31.2% yoy 성장할 것으로 전망한다.

아모레퍼시픽 투자의견 BUY/TP 160,000원 제시

아모레퍼시픽에 대해 투자의견 BUY와 목표주가 16만원을 제시한다. 중국 사업 악화로 인해 낮아진 밸류에이션 매력도에 더해 코스알엑스의 지속적인 성장세와 비중국 지역 브랜드 판매 호조를 전망하며 Target P/E 20.5배를 적용하였다.

I. 이익전망 및 Valuation

아모레퍼시픽의 2024년 매출액 3.87조원 (+5.4% yoy), 영업이익 2,070억원 (+91.4% yoy, OP Margin: 5.3%)을 전망한다. 2025년 매출액은 4.5조원 (+16.1% yoy), 영업이익은 4,404억원 (+112.7% yoy, OP Margin: 9.8%)으로 미국에서 잘 나가고 있는 코스알엑스의 연결편입과 비중국 지역 판매 호조에 힘입어 견조한 실적을 보여줄 것으로 전망한다.

중국 사업은 주요 제품 판매 방식 변경, 재고 조정, 인력 축소 등 일련의 추가적인 구조조정이 예고되어 있으며 올해는 쉽사리 그 적자폭을 줄이지 못할 것으로 전망한다. 3분기 중국 사업 적자는 2분기(-380억원)와 비슷한 수준 혹은 소폭 확대를 전망하며 이에 따라 아모레퍼시픽 아시아 지역 영업적자는 2023년 760억원에 이어 2024년에도 650억원 기록할 것으로 전망한다. 중국 사업 구조조정은 2025년 상반기가 되어야 일정 수준 마무리되어 다시 흑전할 것으로 전망하며 코스알엑스의 편입 및 라네즈 등 비중국 지역 인기 브랜드 매출증가에 힘입어 2025년 전체 해외 사업 매출액은 2.19조원 (+31.2% yoy), 영업이익은 3,470억원 (+226% yoy, OP Margin: 15.9%)으로 성장할 것으로 전망한다.

아모레퍼시픽에 대한 투자의견 BUY, 목표주가 160,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 12M Fwd EPS에 Target P/E 20.5배(글로벌 화장품 브랜드 12M Fwd P/E 평균)를 적용했다.

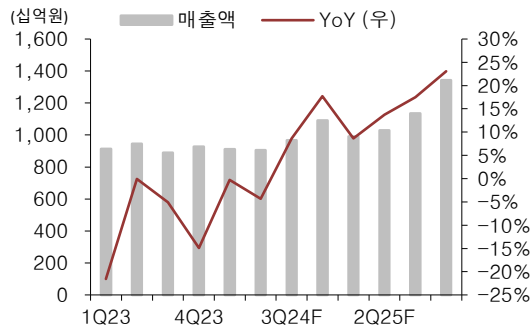
표 1 아모레퍼시픽 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24E	2023	2024E	2025E
매출액	914	945	889	926	911	905	966	1,090	3,674	3,872	4,495
한국	552	555	543	560	564	512	512	570	2,211	2,157	2,259
화장품	455	459	446	465	468	423	423	456	1,825	1,770	1,859
생활용품	97	96	98	96	95	89	89	114	386	387	401
해외	349	372	318	357	337	381	442	509	1,396	1,669	2,190
아시아	275	285	235	263	232	222	252	271	1,058	977	1,171
유럽	11	13	12	15	17	37	37	45	52	136	229
북미	63	74	71	79	88	122	154	193	287	556	790
영업이익	64	6	17	21	73	4	62	68	108	207	440
한국	38	37	19	52	49	15	26	34	146	125	153
화장품	35	31	22	48	47	21	23	30	136	121	136
생활용품	4	5	-3	4	2	-5	3	4	10	4	18
해외	32	-33	-8	-34	32	5	36	34	-43	106	347
아시아	13	-35	-12	-42	3	-32	-15	-21	-76	-65	88
유럽	3	1	-1	1	5	6	6	7	3	24	45
북미	16	2	5	7	24	31	44	47	30	147	214
영업이익률	7.0%	0.6%	1.9%	2.2%	8.0%	0.5%	6.4%	6.2%	2.9%	5.3%	9.8%
한국	7.0%	6.6%	3.5%	9.3%	8.7%	3.0%	5.2%	6.0%	6.6%	5.8%	6.8%
화장품	7.7%	6.8%	4.9%	10.3%	10.1%	4.9%	5.5%	6.6%	7.5%	6.8%	7.3%
생활용품	3.6%	5.6%	-2.8%	4.3%	1.8%	-6.1%	3.7%	3.6%	2.7%	1.0%	4.4%
해외	9.0%	-8.8%	-2.6%	-9.4%	9.4%	1.3%	8.1%	6.6%	-3.1%	6.4%	15.9%
아시아	4.7%	-12.3%	-5.1%	-16.0%	1.3%	-14.4%	-5.8%	-7.8%	-7.2%	-6.6%	7.5%
유럽	21.9%	3.8%	-6.5%	6.8%	26.0%	16.1%	16.4%	16.8%	6.2%	17.7%	19.8%
북미	25.6%	2.4%	6.4%	9.2%	27.4%	25.5%	28.9%	24.6%	10.4%	26.4%	27.0%

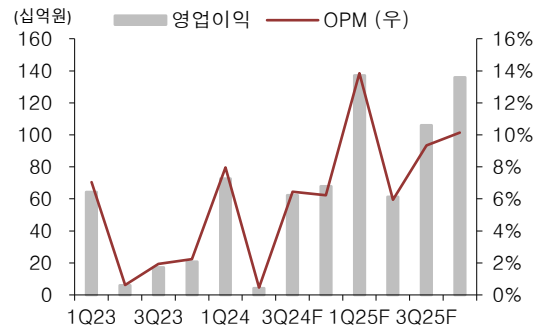
자료: 흥국증권 리서치센터

그림 1 아모레퍼시픽 분기별 매출액 추이 및 전망



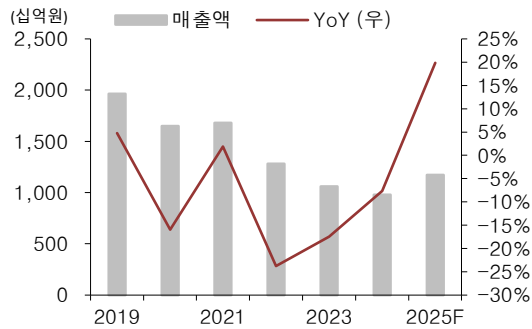
자료: 아모레퍼시픽, 흥국증권 리서치센터

그림 2 아모레퍼시픽 분기별 영업이익 추이 및 전망



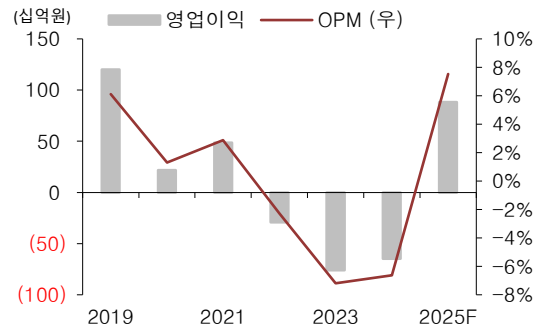
자료: 아모레퍼시픽, 흥국증권 리서치센터

그림 3 아모레퍼시픽 아시아 디비전 매출액 추이 및 전망



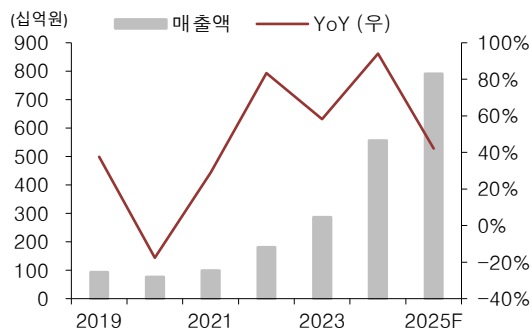
자료: 아모레퍼시픽, 흥국증권 리서치센터

그림 4 아모레퍼시픽 아시아 디비전 영업이익 추이 및 전망



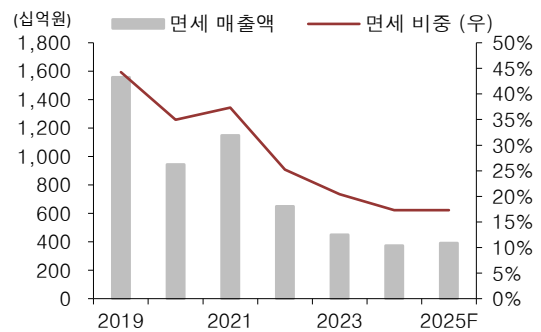
자료: 아모레퍼시픽, 흥국증권 리서치센터

그림 5 아모레퍼시픽 북미지역 매출액 추이 및 전망



자료: 아모레퍼시픽, 흥국증권 리서치센터

그림 6 아모레퍼시픽 화장품 면세 매출액 추이 및 전망



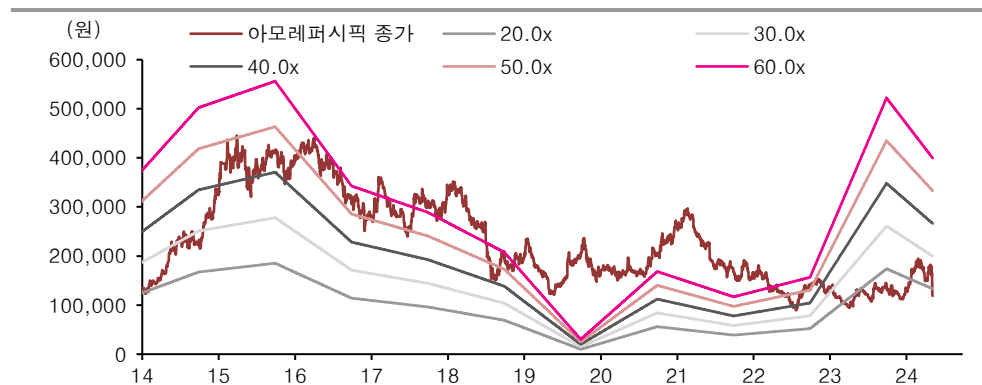
자료: 아모레퍼시픽, 흥국증권 리서치센터

표 2 아모레퍼시픽 목표주가 산정 PER Multiple Valuation

	2024E	2025E	비고
EPS (원)	10,259	6,052	12M Fwd EPS 7,804
목표 PER (배)		20.5	글로벌 화장품 브랜드 업체 12M Fwd PER 평균
목표주가 (원)		160,000	
현재주가(원)		122,900	
상승여력 (%)		30.2	

자료: 홍콩증권 리서치센터

그림 7 아모레퍼시픽 12개월 선행 PER Band



자료: DataGuide, 홍콩증권 리서치센터

그림 8 아모레퍼시픽 12개월 선행 PBR Band



자료: DataGuide, 홍콩증권 리서치센터

II. 기업개요

아모레퍼시픽은 화장품, 생활용품, 건강기능식품 사업을 영위하고 있다.

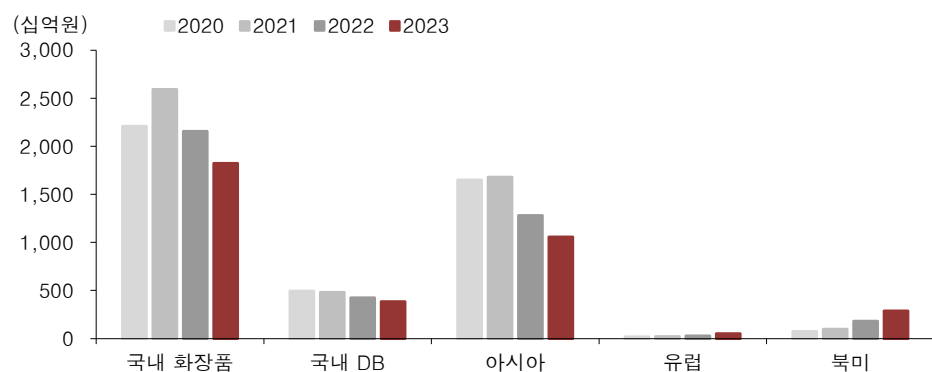
크게 화장품 사업과 Daily Beauty 사업으로 구분되어 있으며, 화장품 사업부문은 다양한 럭셔리 및 프리미엄 브랜드 포트폴리오를 갖고 있다. Daily Beauty 사업부문은 다양한 생활용품을 취급하며 프리미엄 카테고리 강화에 주력하고 있다.

표 3 아모레퍼시픽의 연혁

연도	내용
1945	태평양화학공업사 창립
1962	국내 최대 화장품 자동화 시설 영등포공장 준공
1964	국내 최초 화장품 수출
1990	프랑스 현지법인 설립
1993	(주)태평양으로 상호 변경
1995	에뛰드 출시
2000	이니스프리 출시
2002	아모레퍼시픽으로 사명 변경
2002	중국 상하이공장 준공
2004	프랑스 현지법인 샤르트르 공장 준공
2006	아모레퍼시픽그룹 지주회사 체제 출범
2010	해외지주회사(Amorepacific Global Operations Limited) 설립
2012	오산공장 완공
2014	중국 생산 연구 물류 통합 허브 상하이 뷰티사업장 준공
2019	(주)오설록 독립법인 출범
2021	(주)에스트라 흡수합병, (주)코스비전 자회사 편입

자료: 아모레퍼시픽, 홍콩증권 리서치센터

그림 9 아모레퍼시픽 부문별 매출액 추이

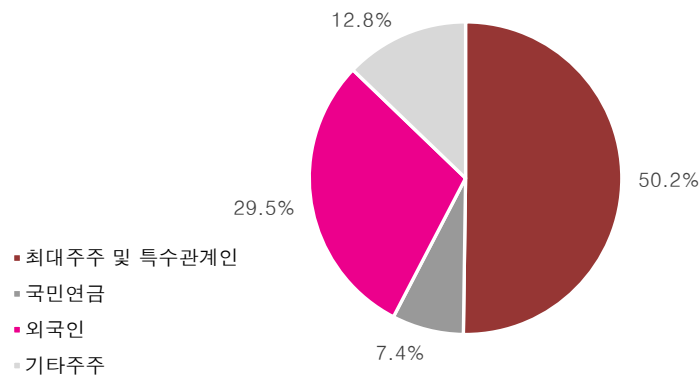


자료: 아모레퍼시픽, 홍콩증권 리서치센터

Ⅲ. 지배구조 및 종속기업

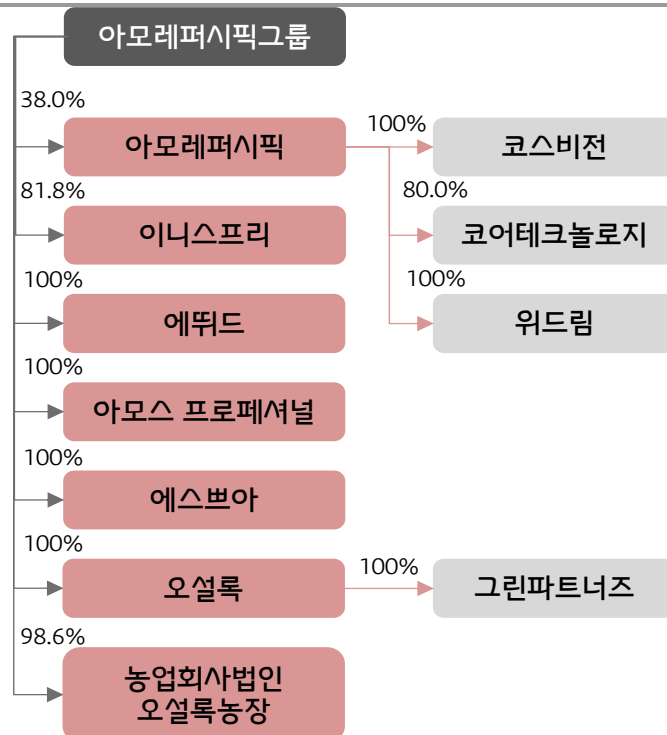
아모레퍼시픽의 최대주주는 아모레퍼시픽그룹으로 38.0%의 지분을 보유하고 있으며, 국민연금 공단이 7.4%의 지분을 보유하고 있다. 아모레퍼시픽그룹은 아모레퍼시픽의 지주회사로 2006년 인적분할을 통해 출범하였다.

그림 10 아모레퍼시픽의 주주구성 현황



주: 2024년 8월 13일 기준
 자료: DataGuide, 흥국증권 리서치센터

그림 11 아모레퍼시픽 지배구조



주: 2023년 말 기준
 자료: 전자공시시스템, 흥국증권 리서치센터

아모레퍼시픽(090430) 요약 재무제표

포괄손익계산서

(단위:십억원)

결산기	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	4,135	3,674	3,872	4,495	5,054
증가율 (Y-Y,%)	(15.0)	(11.1)	5.4	16.1	12.4
영업이익	214	108	207	440	544
증가율 (Y-Y,%)	(37.6)	(49.5)	91.4	112.7	23.5
EBITDA	503	360	457	682	773
영업외손익	10	172	529	10	9
순이자수익	(3)	(4)	9	12	13
외화관련손익	15	6	0	0	0
지분법손익	9	39	65	65	65
세전계속사업손익	224	281	736	450	553
당기순이익	129	174	593	351	431
지배기업당기순이익	134	180	609	363	447
증가율 (Y-Y,%)	(30.6)	33.9	238.4	(40.4)	22.9
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	(9.5)	(6.1)	(7.3)	2.8	11.2
영업이익증가율(3Yr)	(20.6)	(8.9)	(15.5)	27.1	71.3
EBITDA증가율(3Yr)	(18.0)	(15.7)	(13.4)	10.7	29.0
순이익증가율(3Yr)	(16.7)	99.6	48.5	39.5	35.4
영업이익률(%)	5.2	2.9	5.3	9.8	10.8
EBITDA마진(%)	12.2	9.8	11.8	15.2	15.3
순이익률 (%)	3.1	4.7	15.3	7.8	8.5
NOPLAT	123	67	167	344	424
(+) Dep	289	252	250	242	229
(-) 운전자본투자	127	119	(237)	90	66
(-) Capex	99	134	125	140	147
OpFCF	186	66	530	355	440

재무상태표

(단위:십억원)

결산기	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	1,735	1,952	2,818	3,183	3,620
현금성자산	557	681	1,533	1,755	2,060
매출채권	317	324	342	397	446
재고자산	409	394	416	482	542
비유동자산	4,067	3,934	3,844	3,794	3,769
투자자산	1,234	1,152	1,176	1,223	1,273
유형자산	2,475	2,442	2,306	2,177	2,069
무형자산	358	341	362	394	427
자산총계	5,802	5,887	6,663	6,978	7,389
유동부채	831	813	1,095	1,168	1,254
매입채무	395	374	359	395	444
유동성이자부채	292	299	331	351	371
비유동부채	191	201	171	113	54
비유동이자부채	65	51	17	(48)	(113)
부채총계	1,023	1,014	1,267	1,281	1,309
자본금	35	35	35	35	35
자본잉여금	792	794	794	794	794
이익잉여금	4,010	4,101	4,647	4,948	5,332
자본조정	(38)	(32)	(56)	(56)	(56)
자기주식	(9)	(4)	(13)	(13)	(13)
자본총계	4,779	4,873	5,396	5,697	6,080
투하자본	4,317	4,240	3,931	3,954	3,975
순차입금	(200)	(330)	(1,186)	(1,452)	(1,802)
ROA	2.3	3.1	9.7	5.3	6.2
ROE	2.8	3.7	11.8	6.5	7.6
ROIC	2.9	1.6	4.1	8.7	10.7

주요투자지표

(단위:십억원, 원)

결산기	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Per share Data					
EPS	2,175	2,914	10,259	6,052	7,474
BPS	69,494	70,933	78,495	82,849	88,408
DPS	680	910	910	910	910
Multiples(x, %)					
PER	63.2	49.8	12.0	20.3	16.4
PBR	2.0	2.0	1.6	1.5	1.4
EV/ EBITDA	16.6	23.7	14.0	9.0	7.5
배당수익률	0.5	0.6	0.7	0.7	0.7
PCR	15.2	22.7	10.4	15.5	13.8
PSR	2.3	2.7	2.2	1.9	1.7
재무건전성 (%)					
부채비율	21.4	20.8	23.5	22.5	21.5
Net debt/Equity	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Net debt/EBITDA	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
유동비율	208.8	240.0	257.3	272.4	288.6
이자보상배율	63.8	24.8	n/a	n/a	n/a
이자비용/매출액	0.3	0.4	n/a	n/a	n/a
자산구조					
투하자본(%)	70.7	69.8	59.2	57.0	54.4
현금+투자자산(%)	29.3	30.2	40.8	43.0	45.6
자본구조					
차입금(%)	7.0	6.7	6.0	5.0	4.1
자기자본(%)	93.0	93.3	94.0	95.0	95.9

주) 재무제표는 연결기준으로 작성

현금흐름표

(단위:십억원)

결산기	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업현금	151	348	953	456	551
당기순이익	129	174	593	351	431
자산상각비	289	252	250	242	229
운전자본증감	(345)	(36)	135	(90)	(66)
매출채권감소(증가)	2	(13)	39	(55)	(49)
재고자산감소(증가)	55	(11)	(28)	(67)	(60)
매입채무증감(감소)	(53)	7	156	37	49
투자현금	(69)	(186)	(60)	(134)	(146)
단기투자자산감소	212	(82)	49	(7)	(8)
장기투자증권감소	0	0	41	54	53
설비투자	(99)	(134)	(125)	(140)	(147)
유무형자산감소	(31)	(12)	(1)	(5)	(6)
재무현금	(155)	(99)	(49)	(108)	(108)
차입금증가	(83)	(49)	(43)	(45)	(45)
자본증가	0	0	0	0	0
배당금지급	(68)	(47)	(63)	(63)	(63)
현금 증감	(88)	57	848	214	298
총현금흐름(Gross CF)	626	441	819	546	617
(-) 운전자본증가(감소)	127	119	(237)	90	66
(-) 설비투자	99	134	125	140	147
(+) 자산매각	(31)	(12)	(1)	(5)	(6)
Free Cash Flow	369	176	932	312	398
(-) 기타투자	0	0	(41)	(54)	(53)
잉여현금	369	176	972	366	451

화장품/제약·바이오

이지원

02)6742-3584

leejw9205@heungkuksec.co.kr

(051900)

BUY(신규)

저가 매수 시점

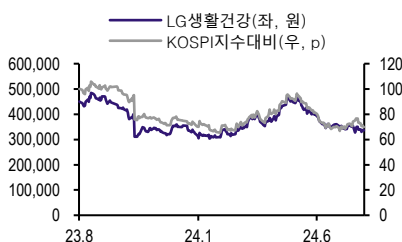
목표주가	430,000원(신규)
현재주가(08/16)	336,000원
상승여력	28.0%
시가총액	5,248십억원
발행주식수	15,618천주
52주 최고가 / 최저가	495,000 / 303,500원
3개월 일평균거래대금	27십억원
외국인 지분율	27.6%
주요주주	
LG (외 3인)	34.0%
국민연금공단 (외 1인)	9.1%
자사주 (외 1인)	6.1%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-1.6	-26.2	-0.1	-27.0
상대수익률(KOSPI)	4.3	-24.1	-2.0	-33.8

(단위: 십억원, 원, %, 배)

재무정보	2022	2023	2024E	2025E
매출액	7,186	6,805	6,863	7,220
영업이익	711	487	581	629
EBITDA	999	757	851	896
지배주주순이익	237	143	377	396
EPS	14,604	8,664	25,191	26,488
순차입금	-7	-387	-709	-1,098
PER	49.4	41.0	13.3	12.7
PBR	2.4	1.2	1.0	1.0
EV/EBITDA	11.9	7.3	5.7	5.0
배당수익률	0.6	1.0	1.0	1.0
ROE	4.4	2.7	6.8	6.8
컨센서스 영업이익	711	487	591	634
컨센서스 EPS	14,604	8,664	19,472	22,254

주가추이



LG생활건강에 대한 투자 의견 BUY/목표주가 430,000원으로 커버리지 개
 시. 중국 사업 노출도가 국내 화장품 기업 중 아직 높은 편이고 중국의 전
 반적인 화장품 소비세가 회복되지 않는 상황 속에서 급반전을 기대하기는
 어렵지만 핵심 브랜드의 리뉴얼 및 구조조정이 순조롭게 진행되고 있는 가
 운데 저가 매수하기 좋은 시점으로 판단된다.

여전히 부진한 중국 면세 채널

중국 화장품 시장이 여전히 회복세를 보이지 못하고 있다. 2024년 2분기
 중국 화장품 소매 판매액은 23년 2분기 대비 +3% yoy 성장하는데 그쳤으
 며 중국의 소비자 신뢰지수는 2024년 6월 말 기준 86.2p를 기록하며
 2022/23년 6월 말 대비 0.2p/2.7p 하락하였다. 중국 화장품 시장 수요가
 부진한 가운데 LG생활건강의 면세 채널 매출은 올해 2분기 24% yoy 하락
 하며 21년 2분기 이후 3년 연속 역성장을 기록 중이다. 당분간 중국 면세
 수요 회복에 대한 기대치는 낮추는 것이 바람직하다고 본다.

Whoo 리브랜딩 효과 기대 속 저가 매수 유효

중국의 더딘 소비심리 회복세와 불리한 매크로 환경 속 중국 사업 실적 급
 반전은 당분간 기대하기 어렵지만 핵심 스킨케어 브랜드인 Whoo의 리뉴얼
 작업과 속도를 내고 있는 비중국 사업부의 구조조정 노력은 관심을 기울여
 볼 만하다고 판단한다. 특히 여전히 중국 내 충성고객을 확보하고 있는
 Whoo가 리브랜딩이 진행되고 있는 가운데 주요 SNS채널에서 판매 호조를
 보이고 있는 것은 긍정적이다 (Whoo의 최근 TikTok 6/18 행사 순위 4위
 기록). 중국 사업 부진 우려는 이미 지금의 주가 수준에 충분히 반영되어
 있으며 핵심 브랜드의 리브랜딩 효과와 구조조정 이후 비중국 사업의 부각
 을 기대하며 현 시점 저가 매수 전략이 유효하다고 판단한다.

LG생활건강 투자 의견 BUY/TP 430,000원 제시

LG생활건강에 대해 투자 의견 BUY와 목표주가 43만원을 제시한다. 중국
 사업 부진의 우려는 이미 주가에 충분히 반영되어 있다고 판단하며 Whoo
 의 리브랜딩과 비핵심 브랜드 오프라인 채널 구조조정으로 인한 중국 내
 사업 안정화와 비중국 사업의 부각을 기대하며 Target P/E 16.4배를 적용.

I. 이익전망 및 Valuation

LG생활건강의 2024년 매출액 6.86조원 (+0.8% yoy), 영업이익 5,816억원 (+19.4% yoy, OP Margin: 8.5%)을 전망한다. 2025년 매출액은 7.22조원 (+5.2% yoy), 영업이익은 6,293억원 (+8.2% yoy, OP Margin: 8.7%)으로 핵심 스킨케어 브랜드 Whoo의 리브랜딩 효과와 비중국 화장품 사업부 구조조정 이후 안정적 실적 성장세를 전망한다.

중국 내 여전히 충성고객을 확보하고 있는 대표 스킨케어 브랜드 Whoo의 리뉴얼 작업이 진행되고 있는 가운데 최근 6/18행사에서 TikTok 매출 순위 4위에 오르는 긍정적인 성과를 보였다. 면세 채널이 여전히 부진한 가운데 온라인 채널 중심의 성장세와 비핵심 비력서리 브랜드들의 오프라인 채널 구조조정 작업은 향후 중국 화장품 사업의 안정적 성장세를 가져다줄 것으로 전망한다. 중국 소비심리가 회복하고 매크로 불확실성이 해소되면 중국 내 존재감이 뚜렷한 LG생활건강의 화장품 사업 성장에 주목해 볼만한 것으로 판단한다. LG생활건강 화장품 사업부문 2024/25년 매출액은 2.93조원/3.13조원 (+4.0%/+6.8% yoy)으로 추정한다.

LG생활건강에 대한 투자의견 BUY, 목표주가 430,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 12M Fwd EPS에 Target PER 16.4배를 적용했다. Target P/E은 글로벌 화장품 브랜드 업체들의 12M Fwd P/E 평균값에 20% 할인하여 적용했다 (비화장품 사업부문 고려).

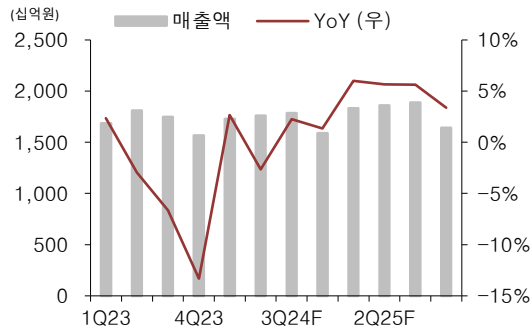
표 1 LG생활건강 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24E	2023	2024E	2025E
연결 매출액	1,684	1,808	1,746	1,567	1,729	1,760	1,786	1,588	6,805	6,863	7,220
화장품	702	781	670	664	741	760	730	698	2,816	2,928	3,127
생활용품	563	546	570	503	553	522	542	490	2,182	2,106	2,231
음료	419	481	506	401	434	479	514	401	1,807	1,828	1,862
영업이익	146	158	128	55	151	159	180	92	487	582	629
화장품	61	70	8	7	63	73	57	44	147	237	263
생활용품	33	28	47	18	35	34	53	18	125	141	157
음료	52	60	74	29	53	52	70	30	215	204	210
영업이익률	8.7%	8.7%	7.4%	3.5%	8.7%	9.0%	10.1%	5.8%	7.2%	8.5%	8.7%
성장성(YoY %)											
연결 매출액	2.4%	-3.0%	-6.6%	-13.3%	2.7%	-2.7%	2.3%	1.4%	-5.3%	0.8%	5.2%
화장품	0.3%	-8.5%	-15.1%	-23.7%	5.6%	-2.7%	8.9%	5.2%	-12.3%	4.0%	6.8%
생활용품	1.9%	0.5%	-2.9%	-4.5%	-1.7%	-4.5%	-5.0%	-2.6%	-1.3%	-3.5%	5.9%
음료	6.7%	3.2%	2.4%	-2.6%	3.6%	-0.5%	1.6%	0.1%	2.4%	1.2%	1.9%
영업이익	-16.9%	-27.1%	-32.4%	-57.6%	3.5%	0.4%	39.8%	68.8%	-31.5%	19.4%	8.2%

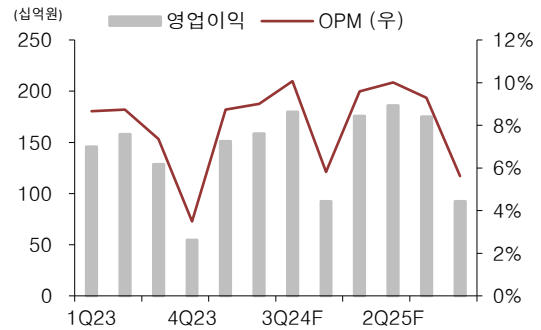
자료: 흥국증권 리서치센터

그림 1 LG생활건강 분기별 매출액 추이 및 전망



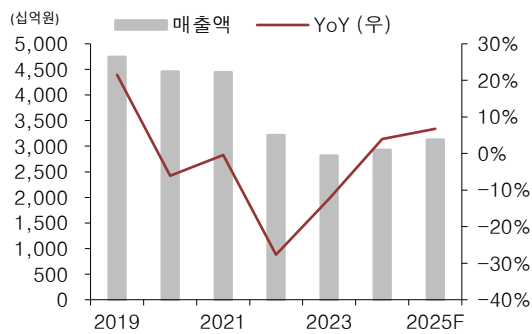
자료: LG생활건강, 흥국증권 리서치센터

그림 2 LG생활건강 분기별 영업이익 추이 및 전망



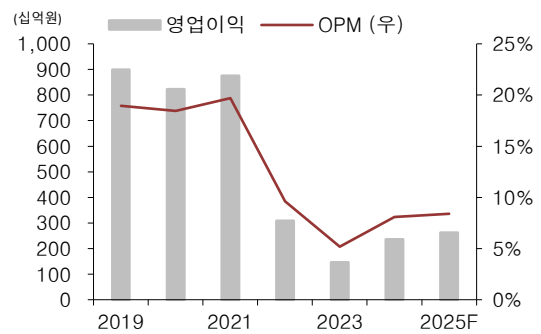
자료: LG생활건강, 흥국증권 리서치센터

그림 3 LG생활건강 화장품 부문 연간 매출액 추이 및 전망



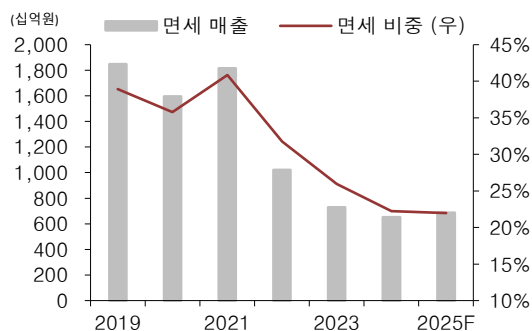
자료: LG생활건강, 흥국증권 리서치센터

그림 4 LG생활건강 화장품 부문 연간 영업이익 추이 및 전망



자료: LG생활건강, 흥국증권 리서치센터

그림 5 LG생활건강 면세 판매액 추이 및 전망



자료: LG생활건강, 흥국증권 리서치센터

그림 6 LG생활건강 Whoo 리브랜딩



자료: LG생활건강, 흥국증권 리서치센터

표 2 LG생활건강 목표주가 산정 PER Multiple Valuation

	2024E	2025E	비고
EPS (원)	25,191	26,488	12M Fwd EPS 25,948
목표 PER (배)		16.4	글로벌 화장품 브랜드 업체 12M Fwd PER 평균에 20% 할인
목표주가 (원)		430,000	
현재주가(원)		336,000	
상승여력 (%)		28.0	

자료: 흥국증권 리서치센터

그림 7 LG생활건강 12개월 선행 PER Band



자료: DataGuide, 흥국증권 리서치센터

그림 8 LG생활건강 12개월 선행 PBR Band



자료: DataGuide, 흥국증권 리서치센터

II. 기업개요

LG생활건강은 Beauty(화장품), HDB(생활용품, Home Care & Daily Beauty), Refreshment(음료) 사업을 영위하고 있다.

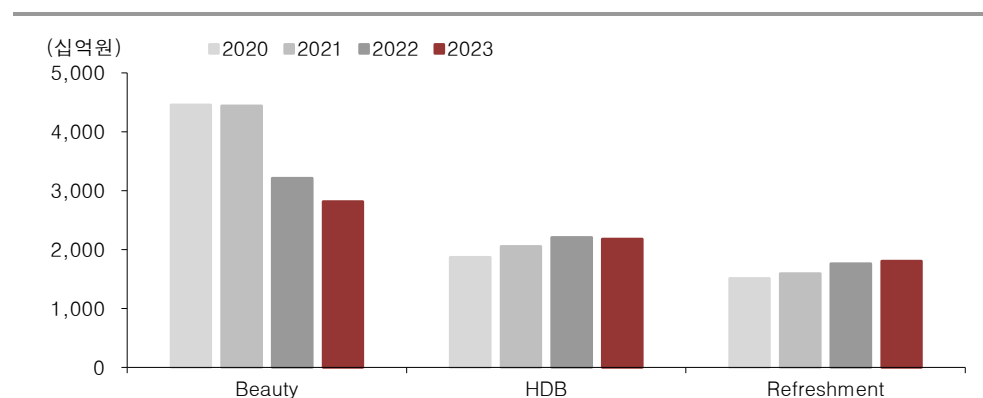
Beauty 사업부문은 다양한 럭셔리 및 프리미엄 브랜드를 보유하고 있으며, 그 중 대표 럭셔리 브랜드 '더후'는 국내외 시장에서의 높은 인지도를 바탕으로 Beauty 매출에 크게 기여하고 있다. HDB 사업부문은 Daily Beauty와 Home Care로 구분되어 있으며, Daily Beauty는 개인 미용과 위생 제품을, Home Care는 집안 청소와 의류 세탁에 사용되는 생활용품을 취급하고 있다. Refreshment 사업부문에서는 '코카콜라'의 매출 비중이 가장 크며, The Coca-Cola Company부터 원액을 구매해 국내에서 제조·판매하는 방식을 취하고 있다.

표 3 LG생활건강의 연혁

연도	내용
1947	락히화학공업사 창립
1974	주식회사 럭키로 상호 변경, 울산 하이타이 공장 준공
1984	청주 화장품 공장 준공
1990	미국내 화장품 판매법인 설립
1995	(주)LG화학으로 상호 변경
2001	(주)LG생활건강 법인 분할
2005	중국 상하이 판매법인 출범
2007	한국코카콜라보틀링 인수
2012	색조화장품 회사 바이올렛드림(舊 VOV), 일본 화장품 회사 긴자스테파니 인수
2017	국내 피부외용제 전문기업 태극제약 지분 인수
2019	프리미엄 오랄케어 (주)루치펠로 코리아 지분 인수
2020	(주)더페이스샵, (주)썬앤피코스메틱스, 케이엔아이(주) 3개 회사 합병
2022	미국 The Crème Shop, Inc. 인수

자료: LG생활건강, 흥국증권 리서치센터

그림 9 LG생활건강 부문별 매출액 추이

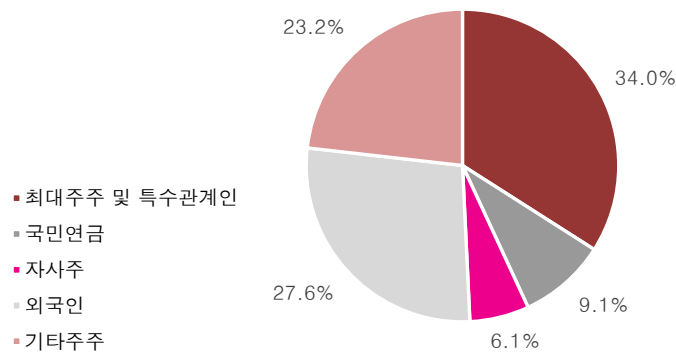


자료: LG생활건강, 흥국증권 리서치센터

Ⅲ. 지배구조 및 종속기업

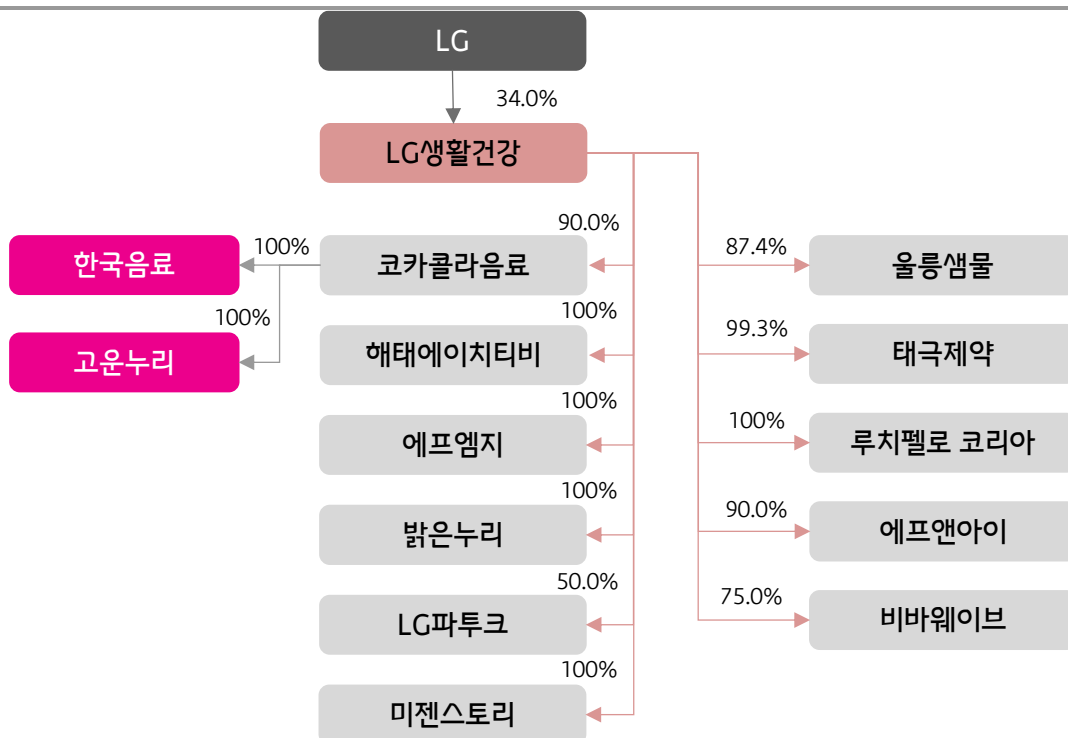
LG생활건강의 최대주주는 LG로 34.0%의 지분을 보유하고 있으며, 국민연금공단이 9.1%의 지분을 보유하고 있다.

그림 10 LG생활건강의 주주구성 현황



주: 2024년 8월 13일 기준
 자료: DataGuide, 흥국증권 리서치센터

그림 11 LG생활건강 지배구조



주: 2023년 말 기준
 자료: 전자공시시스템, 흥국증권 리서치센터

LG생활건강(051900) 요약 재무제표

포괄손익계산서

(단위:십억원)

결산기	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	7,186	6,805	6,863	7,220	7,472
증가율 (Y-Y, %)	(11.2)	(5.3)	0.8	5.2	3.5
영업이익	711	487	581	629	660
증가율 (Y-Y, %)	(44.9)	(31.5)	19.3	8.3	4.8
EBITDA	999	757	851	896	919
영업외손익	(293)	(211)	(22)	(32)	(12)
순이자수익	(3)	7	14	18	22
외화관련손익	(11)	(1)	0	(1)	(1)
지분법손익	7	10	9	9	9
세전계속사업손익	418	276	559	597	647
당기순이익	258	164	407	430	466
지배기업당기순이익	237	143	377	396	429
증가율 (Y-Y, %)	(72.0)	(39.7)	163.9	5.1	8.4
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	(2.2)	(4.6)	(5.3)	0.2	3.2
영업이익증가율(3Yr)	(15.4)	(26.4)	(23.3)	(4.0)	10.6
EBITDA증가율(3Yr)	(11.2)	(20.1)	(18.4)	(3.6)	6.7
순이익증가율(3Yr)	(31.1)	(41.4)	(22.1)	18.5	41.8
영업이익률(%)	9.9	7.2	8.5	8.7	8.8
EBITDA마진(%)	13.9	11.1	12.4	12.4	12.3
순이익률(%)	3.6	2.4	5.9	6.0	6.2
NOPLAT	440	288	423	453	475
(+) Dep	288	270	270	267	260
(-) 운전자본투자	238	(91)	31	31	29
(-) Capex	157	152	187	186	186
OpFCF	333	497	475	503	520

재무상태표

(단위:십억원)

결산기	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	2,284	2,430	2,709	3,042	3,377
현금성자산	678	928	1,180	1,434	1,713
매출채권	604	571	576	606	627
재고자산	955	885	892	938	971
비유동자산	5,019	4,791	4,696	4,624	4,560
투자자산	534	476	471	490	510
유형자산	2,384	2,307	2,236	2,170	2,111
무형자산	2,101	2,008	1,989	1,964	1,940
자산총계	7,303	7,220	7,405	7,666	7,937
유동부채	1,163	1,090	1,069	1,060	1,028
매입채무	693	749	749	793	816
유동성이자부채	282	222	205	148	88
비유동부채	671	582	541	474	407
비유동이자부채	389	319	266	188	110
부채총계	1,834	1,671	1,610	1,534	1,435
자본금	89	89	89	89	89
자본잉여금	97	97	97	97	97
이익잉여금	5,542	5,604	5,922	6,259	6,629
자본조정	(389)	(357)	(433)	(433)	(433)
자기주식	(71)	(71)	(71)	(71)	(71)
자본총계	5,469	5,549	5,795	6,132	6,502
투하자본	5,341	5,023	4,953	4,896	4,844
순차입금	(7)	(387)	(709)	(1,098)	(1,515)
ROA	3.2	2.0	5.2	5.3	5.5
ROE	4.4	2.7	6.8	6.8	6.9
ROIC	8.3	5.6	8.5	9.2	9.8

주요투자지표

(단위:십억원, 원)

결산기	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Per share Data					
EPS	14,604	8,664	25,191	26,488	28,744
BPS	301,350	306,665	320,304	339,326	360,206
DPS	4,000	3,500	3,510	3,520	3,530
Multiples(x, %)					
PER	49.4	41.0	13.3	12.7	11.7
PBR	2.4	1.2	1.0	1.0	0.9
EV/ EBITDA	11.9	7.3	5.7	5.0	4.4
배당수익률	0.6	1.0	1.0	1.0	1.1
PCR	13.7	9.0	9.5	9.0	8.6
PSR	1.8	0.9	0.9	0.8	0.8
재무건전성 (%)					
부채비율	33.5	30.1	27.8	25.0	22.1
Net debt/Equity	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Net debt/EBITDA	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
유동비율	196.5	223.0	253.4	286.9	328.5
이자보상배율	203.2	n/a	n/a	n/a	n/a
이자비용/매출액	0.2	0.3	0.2	0.2	0.1
자산구조					
투하자본(%)	81.5	78.2	75.0	71.8	68.5
현금+투자자산(%)	18.5	21.8	25.0	28.2	31.5
자본구조					
차입금(%)	10.9	8.9	7.5	5.2	3.0
자기자본(%)	89.1	91.1	92.5	94.8	97.0

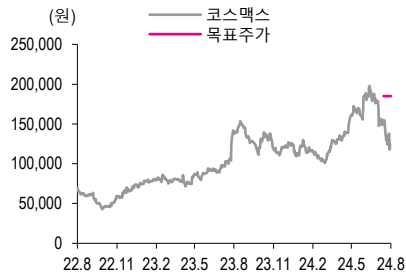
주) 재무제표는 연결기준으로 작성

현금흐름표

(단위:십억원)

결산기	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업현금	497	659	547	633	662
당기순이익	258	164	407	430	466
자산상각비	288	270	270	267	260
운전자본증감	(200)	113	(88)	(31)	(29)
매출채권감소(증가)	13	24	9	(30)	(21)
재고자산감소(증가)	62	75	(0)	(46)	(33)
매입채무증감(감소)	(65)	39	(82)	43	23
투자현금	(197)	(141)	(252)	(189)	(190)
단기투자자산감소	76	4	(63)	(3)	(3)
장기투자증권감소	0	4	3	4	3
설비투자	(157)	(152)	(187)	(186)	(186)
유무형자산감소	30	12	5	10	10
재무현금	(374)	(268)	(109)	(193)	(197)
차입금증가	(161)	(171)	(109)	(135)	(138)
자본증가	0	0	0	0	0
배당금지급	(201)	(97)	(59)	(59)	(59)
현금 증감	(79)	255	190	251	275
총현금흐름(Gross CF)	937	700	624	664	691
(-) 운전자본증가(감소)	238	(91)	31	31	29
(-) 설비투자	157	152	187	186	186
(+) 자산매각	30	12	5	10	10
Free Cash Flow	572	651	410	457	486
(-) 기타투자	0	(4)	(3)	(4)	(3)
잉여현금	572	655	413	461	490

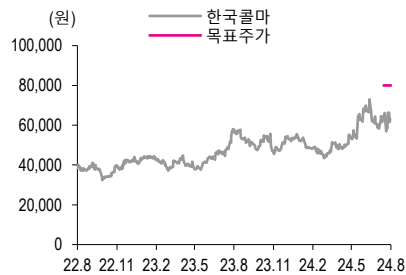
코스맥스 - 주가 및 당사 목표주가 변경



최근 2년간 당사 투자의견 및 목표주가 변경

날짜	투자의견	적정가격(원)	평균주가 과리율(%)	최고(최저)주가 과리율(%)
2024-08-19	담당자변경			
2024-08-19	Buy	185,000		

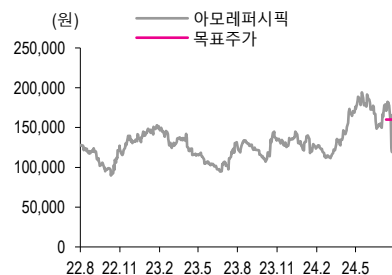
한국콜마 - 주가 및 당사 목표주가 변경



최근 2년간 당사 투자의견 및 목표주가 변경

날짜	투자의견	적정가격(원)	평균주가 과리율(%)	최고(최저)주가 과리율(%)
2024-08-19	담당자변경			
2024-08-19	Buy	80,000		

아모레퍼시픽 - 주가 및 당사 목표주가 변경



최근 2년간 당사 투자의견 및 목표주가 변경

날짜	투자의견	적정가격(원)	평균주가 과리율(%)	최고(최저)주가 과리율(%)
2024-08-19	담당자변경			
2024-08-19	Buy	160,000		

LG생활건강 - 주가 및 당사 목표주가 변경



최근 2년간 당사 투자의견 및 목표주가 변경

날짜	투자의견	적정가격(원)	평균주가 과리율(%)	최고(최저)주가 과리율(%)
2024-08-19	담당자변경			
2024-08-19	Buy	430,000		

투자의견(향후 12개월 기준)

기업	Buy(매수): 15% 이상 Hold(중립): -15% ~15% Sell(매도): -15% 이하	산업	OVERWEIGHT (비중확대): 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상 NEUTRAL (중립): 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준(± 5%) 예상 UNDERWEIGHT (비중축소): 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상
		산업	

최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율 (2024년 06월 30일 기준)

Buy (98.0%)	Hold (2.0%)	Sell (0.0%)
-------------	-------------	-------------

Compliance Notice

- 당사는 보고서 제공시점 현재 상기 종목을 1% 이상 보유하고 있지 않으며, 동 보고서를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자는 상기 종목의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 보고서 제공시점 기준으로 지난 6개월간 상기 종목의 유가증권 발행에 주간사로 참여한 사실이 없습니다.
- 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서는 당사 고객들의 투자에 관한 정보를 제공할 목적으로 당사 고객에 한하여 배포되는 자료입니다. 본 보고서의 내용은 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 신뢰성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 보고서가 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 본 보고서의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 동의없이 무단 복제, 대어, 전송, 변형 및 배포 될 수 없습니다.

흥국씨앗체

흥국씨앗체는 흥국의 기업철학 모티브를 반영한 글씨체로서, 세계 3대 디자인상인 독일 '2015 iF 디자인 어워드'에서 커뮤니케이션 분야 브랜드 아이덴티티 부문 본상을 수상하였습니다. 친근하고 희망적인 느낌의 흥국씨앗체는 고객존중과 으뜸을 지향하는 흥국의 아이덴티티를 부각시킵니다.

Profile



<http://www.heungkuksec.co.kr>

☐ 주소 서울시 영등포구 국제금융로 2길 32(여의도파이낸스타워 6층)
☐ 전화번호 영업부 대표 02)6742-3635
☐ 팩스 영업부 대표 02)739-6286