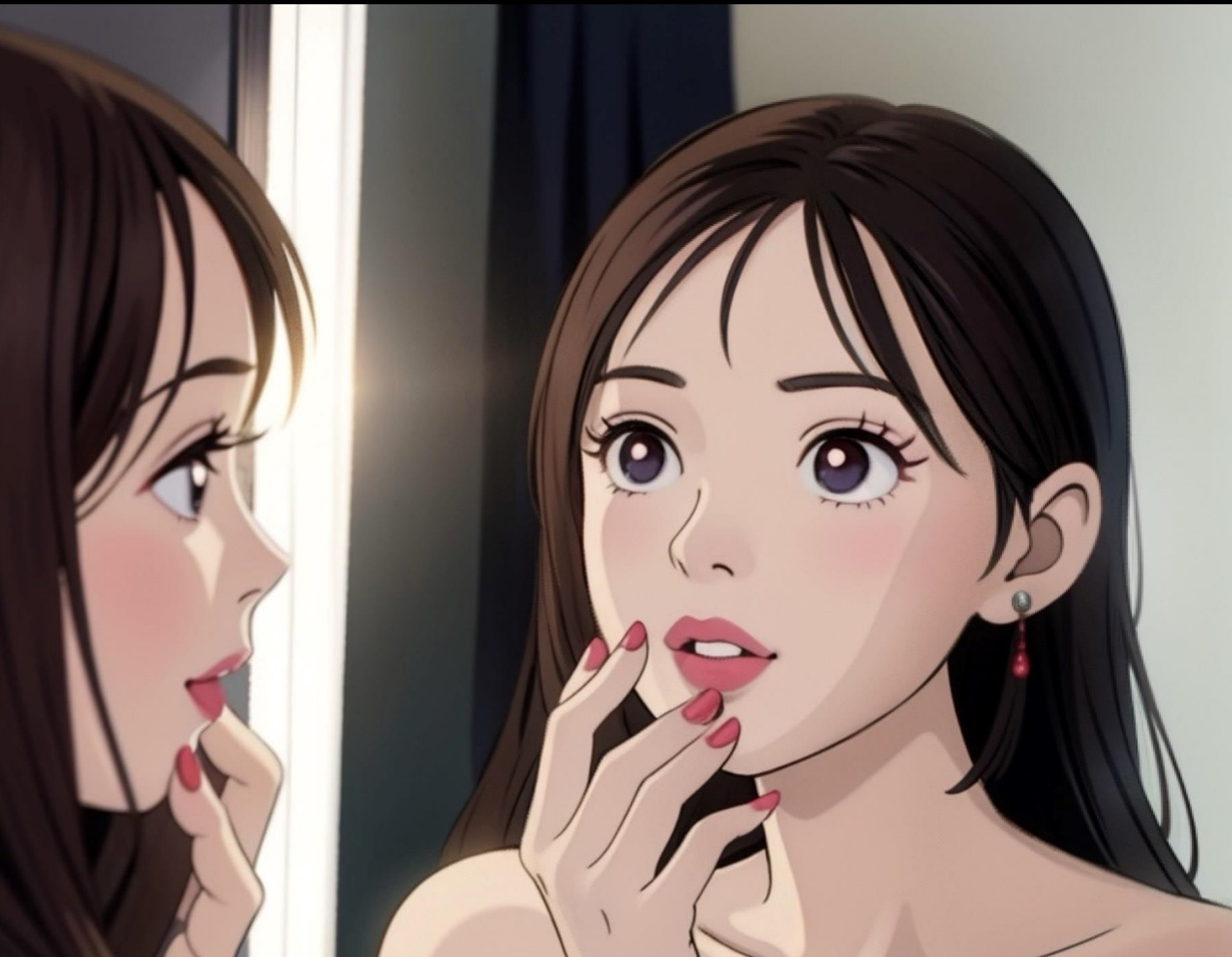


외포 CHEER~!

화장품 Initiation



화장품/패션/유통 이해니

02)368-6155_hnlee@eugenefn.com

Contents

I. Quick View	5
II. K-Beauty 위치	6
K-Brand의 침투력	6
글로벌 및 한국의 화장품 시장 규모	8
글로벌 침투력	9
한국 화장품 수출액	10
중국: 미워도 다시 한 번	12
미국: 아마존부터 공격	14
III. 화장품 브랜드	17
1) 세계인들의 추구미는 K-BEAUTY	17
2) 듀프 소비? 그것도 한국이 먼저야	23
3) 화장품과 뷰티 기술은 환상의 짝꿍	31
IV. 화장품 ODM	35
1) 3 만개의 화장품 브랜드 보유국	35
2) 캐파 확대	41
기업분석	45
LG 생활건강(051900.KS)	
아모레퍼시픽(090430.KS)	
코스맥스(192820.KS)	
한국콜마(161890.KS)	

외모 Check!

Executive Summary

by 이해니

한국은 단군 이래 최고의 인지도를 보이고 있다. K-Culture 기반으로 마련된 글로벌 K-BEAUTY의 장이 열렸다. 한국 화장품의 글로벌 침투는 중국 뿐만 아니라 미국, 동남아, 유럽, 아프리카, 중동 등 모든 대륙이 권역이다. 23년 글로벌 화장품 시장은 5,083억달러(574조원)이다. 한국 점유율은 10%로 추정한다. 수입액 기준 침투율은 일본 39%, 미국 21%, 태국 17%, 중국 14%이다. 24년 8월 수출액은 7.1억달러로 전년동기누적대비 +18% 증가하며 고성장 중이다. 중국 경기 부양으로 개인 가계와 소비 선순환 유도까지 기대감은 멀지만 달콤할 것이다. 24년 중국 노출도는 코스맥스, 아모레퍼시픽, LG생활건강, 한국콜마 순이다. 인디 브랜드에 중국은 새로운 시장이 될 것이다.

K-BEAUTY의 인기는 식지만 하나의 장르로 남게된다. K-BEAUTY는 원초적인 아름다움을 지향한다. 자연스러운 한국식 화장은 기본 피부가 좋아야 하므로 한국식 스킨케어에 대한 관심도 늘었다. 썬케어는 한국 버프가 끝난 후에도 승산이 있다. 피부 손상, 노화 방지를 위해 필수적이기 때문이다. 글로벌 시장 내 썬케어 비중은 아직 한자리수대이다. 듀프소비는 패션, 뷰티 중고가 제품을 저렴한 대체재로 소비하는 것이다. 저가 화장품 확산은 10대의 참여가 크다. 미국은 엘프, 아마존, 한국은 다이소, 올리브영이 구매환경을 조성했다. 아마존은 떠오르는 뷰티 채널로 매출 비중은 2분기 5.5%로, 고성장의 중심에 한국이 있다. 시술의 증가는 화장품의 매출을 확대시킨다. 시술 후에는 피부가 약해져 보습이 중요해지며, 효과 보전을 위해 더 많은 기초를 해야한다. 자극적인 시술 대신 홈케어나 시술을 적용한 화장품에 눈을 돌리는 소비자도 생겨난다.

전세계의 한국 화장품 수요를 ODM이 받쳐준다. 한국 대형 ODM 4사 캐파를 합산하면 연간 47.8억개이다. 코스맥스는 연간 최대 25.6억개, 한국콜마는 10.2억개를 생산할 수 있는 능력을 갖췄다. 향후 미국, 태국, 인도네시아 등지에서 램프업, 신규 설립이 예정되어 있다. 국내 상위 10개 인디 브랜드 매출 합산액은 2조원(한국 시장의 6%)에 도달했다. 국내 인디 브랜드 부흥의 어머니는 올리브영이다. 다이소, 무신사, 컬리가 뒤를 쫓고 있다. 해외는 실리콘투라는 역직구플랫폼이 170개 국가를 커버한다. 구다이글로벌은 조선미녀를 자금력으로 M&A를 통해 포트폴리오 구성 중이다.

Top pick: 코스맥스, 차선후주: 한국콜마

I. Quick View

도표 1. 화장품 기업 Quick View

(원, 십억원, %)		한국콜마	코스맥스	LG 생활건강	아모레퍼시픽
투자의견		BUY	BUY	BUY	BUY
현재주가(원)		76,000	144,000	383,500	152,200
목표주가(원)		110,000	210,000	500,000	200,000
Upside(%)		44.7%	38.9%	30.4%	31.4%
3Q24E	매출액	641	529	1,721	941
	영업이익	60	47	132	45
	세전손익	50	35	120	62.5
	당기순이익	35	27	83	37
2024E	매출액	2,472	2,133	6,891	3,812
	영업이익	222	175	540	207
	세전손익	155	145	467	758
	당기순이익	112	94	339	675
	EPS(원)	3,329	8,048	21,275	11,945
	PER(배)	22.8	17.9	18.0	12.7
	ROE(%)	10.9	23.0	5.9	13.6
	PBR(배)	2.3	3.8	1.2	2.0
	EV/EBITDA(배)	8.4	9.4	7.6	28.3
2025E	매출액	2,727	2,403	7,190	4,250
	영업이익	261	217	611	463
	세전손익	221	172	540	480
	당기순이익	159	112	392	384
	EPS(원)	5,136	11,188	24,591	6,794
	PER(배)	14.8	12.9	15.6	22.4
	ROE(%)	14.4	25.8	6.4	7.2
	PBR(배)	2.0	3.0	1.1	1.8
	EV/EBITDA(배)	7.7	8.0	7.1	19.4

자료: 유진투자증권, 현재주가는 09/27 기준

II. K-Beauty 위치

K-Brand 의 침투력

금번 파리 올림픽에서 BTS 의 진이 성화 봉송에 참여했다. 예술과 패션 유행의 중심지인 파리에서 동양인 아이돌이 개회식에 참여한 것은 한국의 위상을 알려 주는 대목이다. 한국의 인지도는 단군 이래 최고가 아닐까 싶을 정도로 K 가 붙은 것들은 높은 인기와 관심을 몰고 다닌다. K-Drama, K-Pop Idol, K-Food 등 K-Culture 의 기반으로 마련된 K-BEAUTY 의 장이 열리는 시기라고 판단한다. 사실 K-Food 가 전세계를 휩쓴 것이 가장 고무적인 성과이다. 미식 문화는 소비에 있어 미각, 후각, 시각, 청각, 촉각 등 모든 감각을 사용하므로 가장 예민하고 진입 장벽이 높은 영역으로 보인다. 가장 민감한 미식 부문에서 한국 문화가 전세계를 관통했기 때문에 화장품의 소비도 지속성이 높아 보인다.

도표 2. BTS 진의 파리올림픽 성화 봉송



자료: 언론종합, 유진투자증권

도표 3. K-food 의 글로벌 확장



자료: 언론종합, 유진투자증권

과거 K-Beauty는 이미 시장이 형성되어 있다고 판단한 중국 위주의 진출만 했었다. 중국과의 정치/경제 문제가 발생할 때마다 화장품 판매에 타격을 입힐 만한 반한 정서가 형성되거나 규제가 만들어졌다. 최근 한국 화장품의 글로벌 진출에서 다행인 점은 이제 중국 뿐만 아니라 미국, 일본, 동남아, 유럽, 아프리카, 중동 등 사실상 모든 대륙이 한국 화장품의 수출 권역이라는 것이다. 과거처럼 한 국가 집중도가 높지 않기 때문에 수출 국가마다 정치 관계, 경제 상황에 따른 실적 리스크가 낮아지는 추세이다.

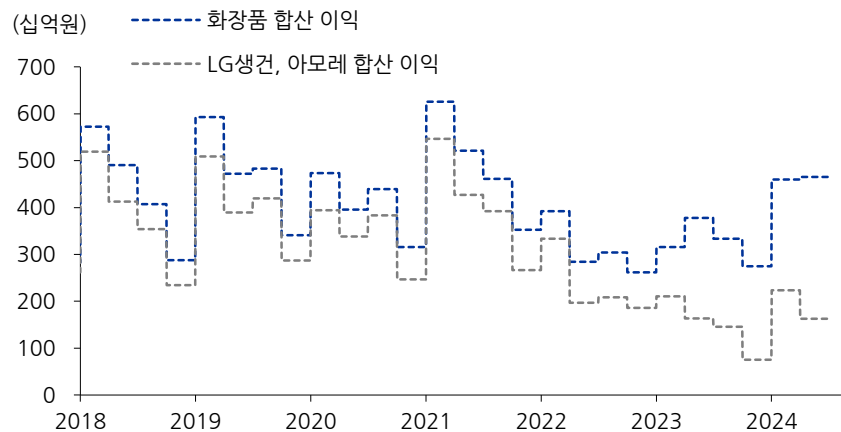
또한 인디 브랜드의 선방으로 대형사에 집중되었던 화장품 시장에 변화가 일어났다. M&A, 지분 투자 등 화장품 산업 내 자금 거래가 활발하다. 국내 대형 브랜드의 수출은 아직까지 규모에 비해 큰 성과를 내지는 못 하고 있다. 이에 대형 브랜드 화장품 기업들은 기존의 브랜드를 리브랜딩 하기 위해 신규 모델을 기용하거나 로컬/인디 브랜드를 인수(투자)하는 방식으로 대응 중이다. 구다이글로벌처럼 인디 브랜드가 수출 기반의 매출 성장으로 다른 브랜드를 인수하거나, 실리콘투처럼 여러 인디 브랜드에 지분 투자를 하는 등의 사례도 존재한다.

도표4. 화장품 합산 vs. 대형 2 사 시가총액 추이



자료: QuantiWise, 유진투자증권

도표5. 화장품 합산 vs. 대형 2 사 영업이익 추이

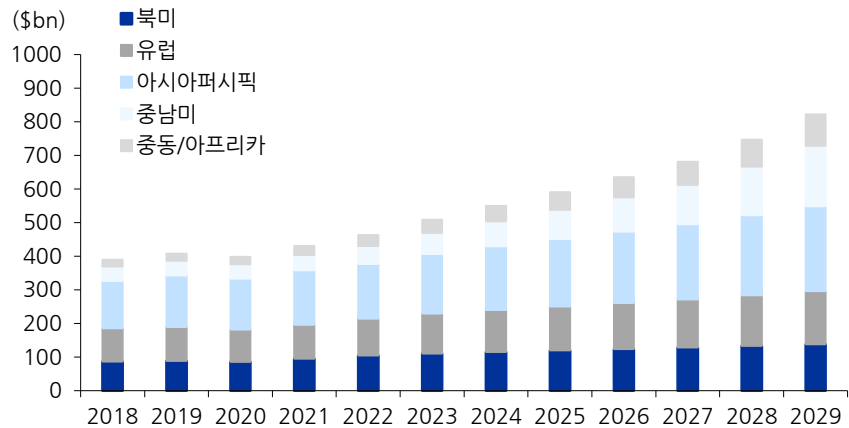


자료: QuantiWise, 유진투자증권

글로벌 및 한국의 화장품 시장 규모

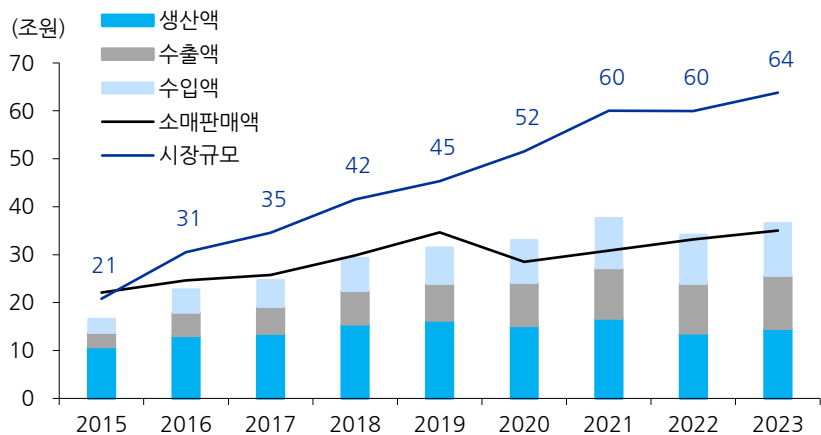
2023년 글로벌 화장품 시장 규모는 5,083억달러(574조원)으로 추산된다. 글로벌 시장에서 한국의 시장점유율은 약 9.6% 수준이다. 2023년 한국의 화장품 시장 규모를 약 64조원으로 추정했을 때의 수치이다. 한국의 내수 화장품 소매액만을 보면 35조원 수준이다, 수출액은 11조원, 수입액은 2조원, 생산액은 14조원인데, 화장품 생산액의 76% 가량을 수출하고 있다. 권역별로 시장을 구분해보면 아시아퍼시픽, 유럽, 북미, 중남미, 중동/아프리카 순으로 규모가 크다. 한국의 화장품이 진출할 영역은 중국, 미국 외에도 아직 많다.

도표6. 글로벌 권역별 화장품 시장 규모



자료: Euromonitor, 유진투자증권

도표7. 한국 화장품 시장 규모 추정

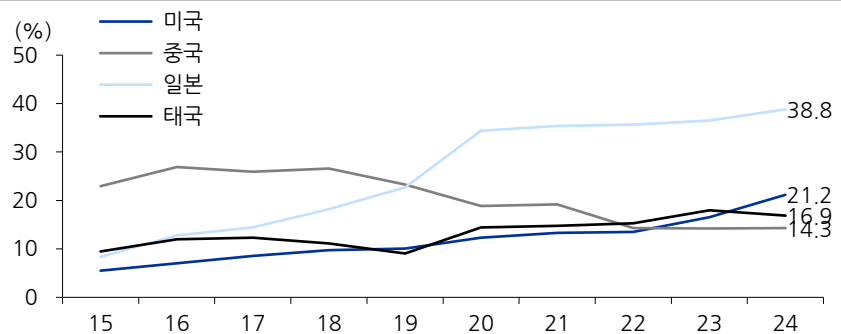


자료: KOSIS, 유진투자증권

글로벌 침투력

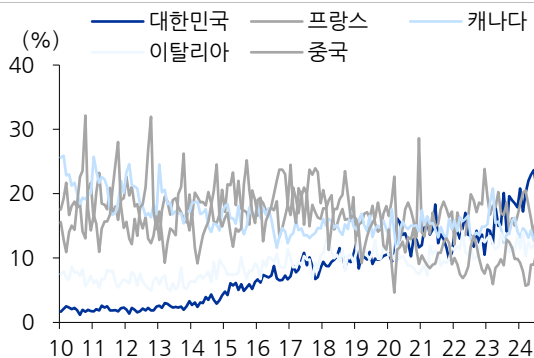
한국 화장품의 글로벌 침투력은 놀라운 수준이다. 한국 화장품은 각 국가의 수입액 (24.07 기준)으로 일본은 39%, 미국은 21%, 태국은 17%, 중국은 14%의 비중을 차지한다. 2023 년 미국이 중국을 제치고 한국 화장품 수입 1 위가 되었다. 중국은 2020 년 이후 구어차오 영향으로 로컬 점유율이 높아졌다.

도표8. 한국 화장품의 글로벌 시장 침투율(국가별 화장품 수입액 기준)



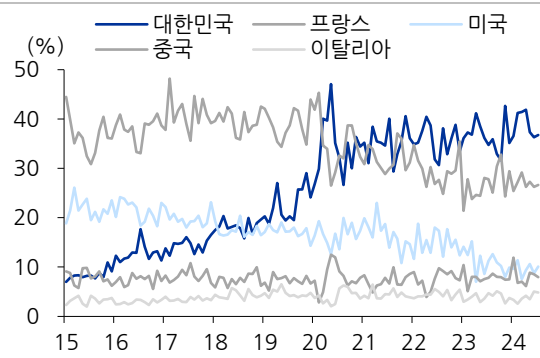
자료: 각국의 수입 통계, 유진투자증권

도표9. 미국 내 한국 화장품 침투율(수입액 기준)



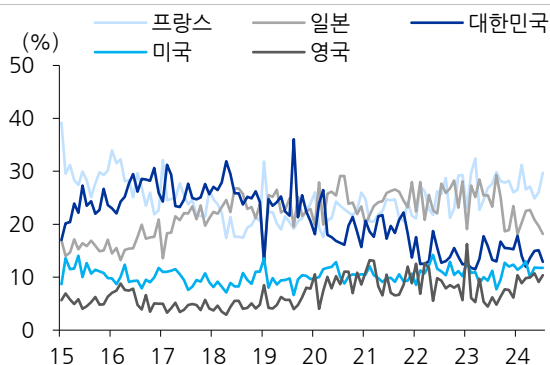
자료: 각국의 수입 통계, 유진투자증권

도표10. 일본 내 한국 화장품 침투율(수입액 기준)



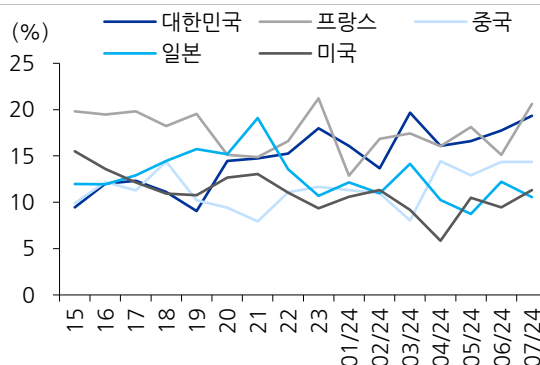
자료: 각국의 수입 통계, 유진투자증권

도표11. 중국 내 한국 화장품 침투율(수입액 기준)



자료: 각국의 수입 통계, 유진투자증권

도표12. 태국 내 한국 화장품 침투율(수입액 기준)



자료: 각국의 수입 통계, 유진투자증권

한국 화장품 수출액

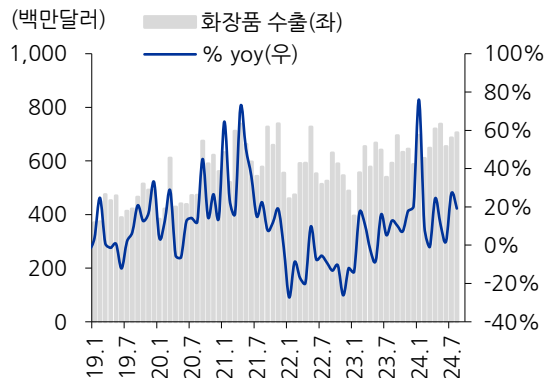
2024년 8월 화장품 전체 수출액은 7.1억달러로 전년동기대비 +19%, 전년동기누적대비 +18% 증가했다. 연간 누적 국가별 수출 비중을 보게 되면 미국 19%, 중국 24%, 일본 10%, 홍콩 5%이다. 2023년 대비 미국 수출액 비중의 증가와 함께 중국외 국가의 수출 비중 확대가 두드러진다. 기초와 색조 모두 고르게 늘고 있다.

도표 13. 한국 화장품 월별 수출액

(백만달러)	전체 수출액	yoy	YTD	중국	yoy	미국	일본	yoy	중국외 국가
23/01	395.3	-13.9%	-13.9%	114.3	-41.1%	55.7	-6.4%	45.1	281.0
23/02	555.6	17.1%	1.9%	193.8	-10.7%	65.0	30.0%	54.9	361.8
23/03	654.5	10.8%	5.3%	238.7	-10.9%	79.7	28.4%	67.2	415.8
23/04	578.2	-2.4%	3.2%	220.4	-22.3%	76.3	14.8%	47.8	357.8
23/05	667.2	-8.2%	0.3%	264.8	-34.9%	81.1	31.3%	54.7	402.4
23/06	641.0	16.0%	2.8%	197.7	-15.0%	95.0	56.3%	62.3	443.2
23/07	539.7	5.2%	3.2%	162.7	-26.3%	79.9	29.8%	47.8	377.1
23/08	591.6	12.8%	4.3%	175.6	-22.5%	93.1	62.1%	61.4	416.0
23/09	694.9	10.2%	5.0%	249.6	-21.4%	112.7	101.7%	59.2	445.3
23/10	632.4	7.3%	5.3%	222.0	-23.5%	83.6	49.5%	53.2	410.4
23/11	644.0	18.0%	6.4%	169.2	-28.2%	109.3	115.8%	62.1	474.8
23/12	587.5	20.3%	7.4%	168.3	-4.4%	91.7	61.2%	51.3	419.2
24/01	695.6	76.0%	76.0%	225.5	97.3%	103.2	85.3%	60.3	470.1
24/02	609.5	9.7%	37.2%	151.5	-21.8%	99.6	53.2%	69.0	457.9
24/03	648.6	-0.9%	21.7%	161.9	-32.2%	107.7	35.2%	68.1	486.7
24/04	719.6	24.4%	22.4%	171.6	-22.2%	142.9	87.2%	70.8	548.0
24/05	738.1	10.6%	19.7%	201.9	-23.8%	138.8	71.3%	63.8	536.2
24/06	653.7	2.0%	16.4%	138.5	-30.0%	126.2	32.9%	58.2	515.2
24/07	685.8	27.1%	17.8%	139.8	-14.1%	138.0	72.7%	61.1	546.0
24/08	705.0	19.2%	18.0%	135.8	-22.7%	157.9	69.6%	73.8	569.2

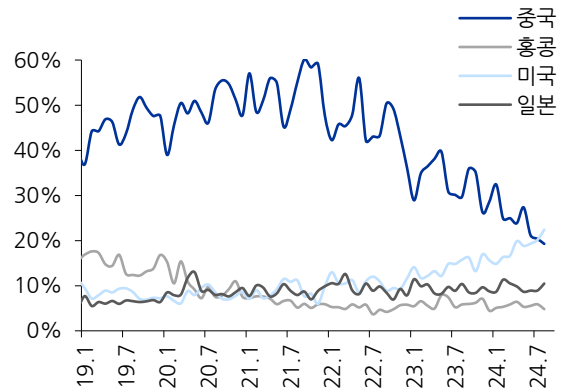
자료: Trass, 유진투자증권

도표 14. 한국 화장품 수출액 및 증감율



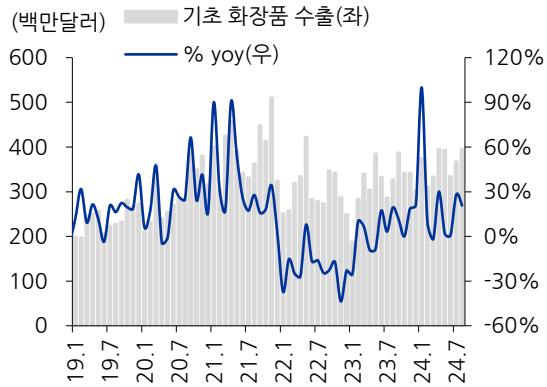
자료: Trass, 유진투자증권

도표 15. 한국 화장품 수출 국가별 비중



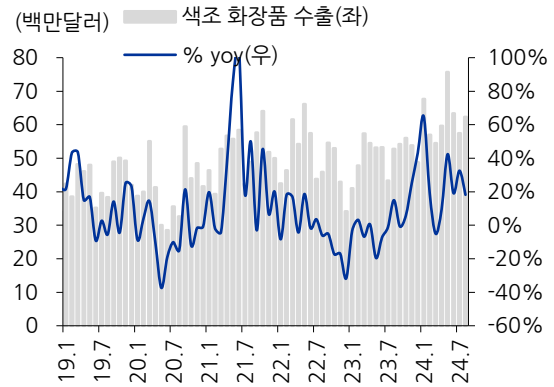
자료: Trass, 유진투자증권

도표 16. 한국 기초 화장품 수출액 및 증감율



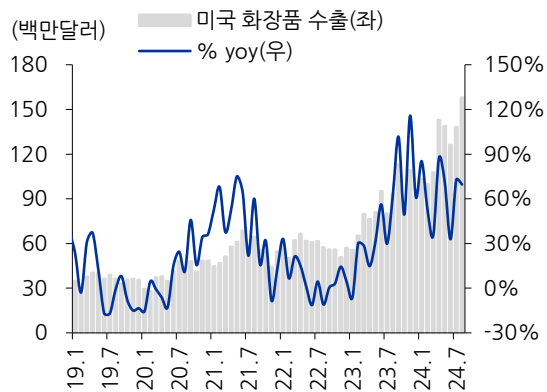
자료: Trass, 유진투자증권

도표 17. 한국 색조 화장품 수출액 및 증감율



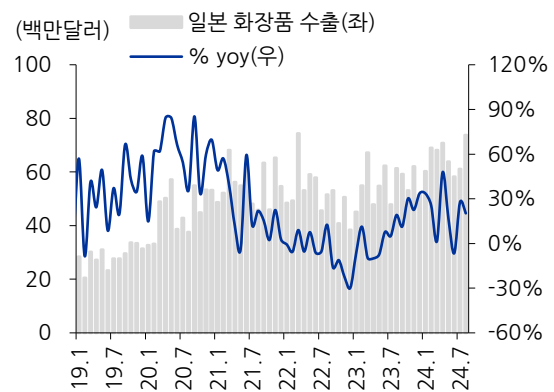
자료: Trass, 유진투자증권

도표 18. 화장품 미국 수출액 및 증감율



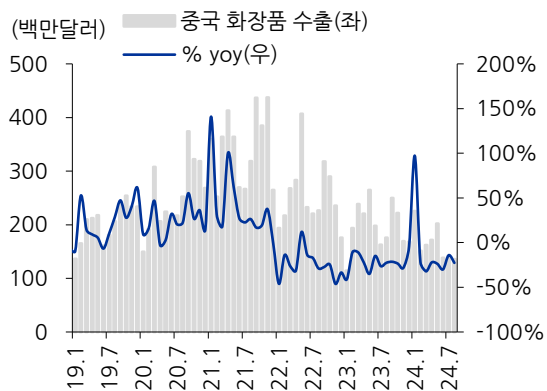
자료: Trass, 유진투자증권

도표 19. 화장품 일본 수출액 및 증감율



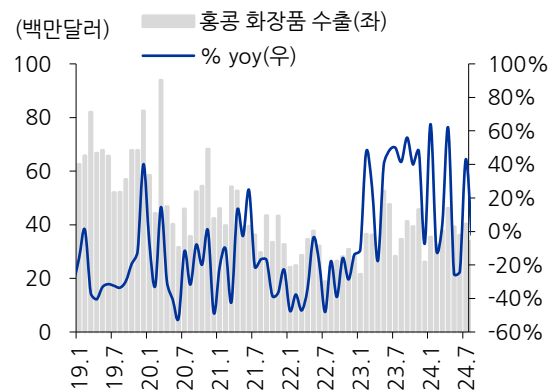
자료: Trass, 유진투자증권

도표 20. 화장품 중국 수출액 및 증감율



자료: Trass, 유진투자증권

도표 21. 화장품 홍콩 수출액 및 증감율



자료: Trass, 유진투자증권

중국: 미워도 다시 한 번

중국의 경기 부양안은 올해보다는 내년에 기업에 미칠 실적 상향 요소가 클 것이다. 과거 중국의 경기 부양을 돌아보면, 정책 시행 이후 효과가 나타나기까지는 시차가 필요했다. 중국 경기 부양안은 전반적으로 시장에 유동성을 공급하여 정부의 부채를 줄이고 기업의 경영난을 해소하면, 자연스럽게 개인 가계와 소비까지 선순환되는 구조를 유도하는 것으로 보인다. 선순환되기까지의 기다림은 불가피하다.

중국은 9월 24일 추가 경기 부양책을 발표했고, 중국 노출도가 있는 한국 기업들의 주가가 크게 뛰었다. 2024년 9월까지 발표된 경기 부양책의 주요 내용은 1) 정책 금리 및 기준율 인하 등을 통한 유동성 증가, 2) 기존 주담대 금리 인하 및 2주택 보증금 비율 하향 조정, 3) 상장사/주요 주주 대출 지원, 4) 재대출을 통한 증시 부양이다.

도표 22. 중국 경기 부양안 비교

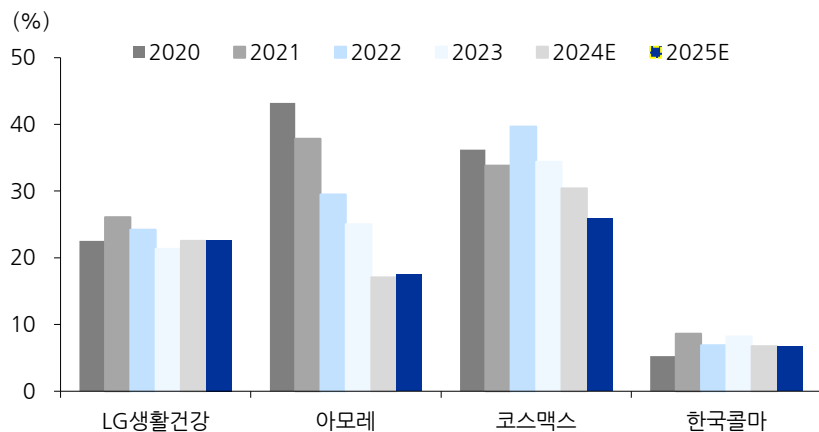
구분	2024년(9월 기준)	2018~2019년	2008년~2009년
경제성장 목표	GDP 5% 내외 성장	2019년: 6~6.5%	2009년: 8% 내외
M2 증가 목표	명목 GDP 증가속도	명목 GDP 증가속도	2009년: 17% 전후
금리 인하	- LPR 금리 1회, 0.1%p(3.45%→3.35%) - MLF 금리 0.3%p 인하 - 주택대출 금리 0.5%p 인하	없음	2008년: 총 5회, 2.16%p(7.47%→5.31%)
기준율 인하	0.5%p 인하(1조위안 장기 유동성 공급 예정) - 향후 25~50bp 추가 인하 가능	2018년: 4회, 총 2.5%p 2019년: 2회, 총 1%p * 추가 인하 가능	2008년: (대형) 3회, 총 2.0%p, (중소형) 4회, 총 3.5%p 2009년: 없음
소비 촉진	- 노후설비 및 소비재 교체 방안 발표(24년 양회) - 소비재 이구환신(자동차, 가전, 가구 및 인테리어 제품 등 노후 소비재 교체 지원)	- 소비촉진 방안 발표(2019.1.29) - 자동차, 고급소비재, 농촌 소비 확대 - 개인 소득세 감면 - 면세한도 상향, 공제항목 추가 - 소비재 수입관세 인하 - 자동차, 일반 소비재	- 주민소득 증대 지원 - 부동산 활성화 - 임대주택 확대, 대출 완화 등 - 이구환신, 자동차 하향 정책 시행 * 개인소득세 면세한도 상향 계획은 (2천→3천위안) 재정문제 등으로 무산
주요 특징	- 정책 금리 및 기준율 인하 등을 통한 유동성 증가 - 기존 주담대 금리 인하 및 2주택 보증금 비율 하향 조정 - 상장사/주요 주주 대출 지원 - 재대출을 통한 증시 부양	- 감세 위주 부양 - 합리적인 수준의 부양(과잉 경계) - 유동성 공급 확대에 보다 신중 - 기업활동 지원 강조 - 공급 개혁, 기업 구조조정 지속 노력	- 대형 SOC 투자 위주 부양 - 재난 복구를 부양에 활용(25%) - 기준율/기준금리 인하로 유동성 급증 - 감세, 소비확대 등 민생 개선 추진 - 수출둔화 방지 지원

자료: 언론종합, 국제무역연구원, 유진투자증권

2024 년 중국 노출도는 코스맥스, 아모레퍼시픽, LG 생활건강, 한국콜마 순으로 추정한다. 대형 화장품 기업들은 중국 경기 둔화 기간 동안, 매장, 인력, 계약, 사업부 조정을 통해 내실을 다지고 있다. 내년 상반기 효율화 작업 마무리 시점과 더불어 중국 경기 개선이 맞물린다면, 큰 폭의 실적 개선이 기대된다.

인디 브랜드들에게는 더할 나위 없는 기회이다. 미국 시장만큼 큰 시장 하나가 열린 것이다. 드높았던 미국 장벽을 뚫었던 기술력, 기획력에 합리적인 가격까지 갖추고 있다. 게다가 중국은 이미 대형 화장품 기업들이 길을 닦아놓았다. 대형 화장품 기업들의 흥망성쇠를 타산지석 삼아 중국 침투에 시도할 것이다.

도표 23. 대형 화장품 기업 중국 노출도 추정



자료: 회사자료, 유진투자증권

미국: 아마존부터 공격

아마존의 화장품 카테고리에서 한국 브랜드를 쉽게 찾아볼 수 있다. 9/8~9/24 기간 아마존 기초 카테고리 검색어 점유율 순위에는 7 위 코스알엑스, 9 위 아누아, 21 위 라네즈, 25 메디큐브가 올라있다. 색조 카테고리 검색어 점유율 순위에는 대부분 외국 브랜드지만 티르티르가 23 위에 안착해있다. 7월 프라임 데이 이후, 신제품을 내거나 프로모션을 하지 않았다는 점을 감안하면 훌륭한 성적으로 보인다. 아마존 검색량 순위에 올라있는 한국 브랜드들의 검색량은 2023 년을 기점으로 큰 폭 상승 후 2024년에도 꾸준히 이어지는 추세이다. 온라인 쇼핑 모멘텀은 상반기보다는 하반기에 몰려있다. 하반기 블랙프라이데이, 사이버먼데이 등 이벤트 기간의 매출 상승도 기대되는 부분이다.

도표 24. 아마존 기초 카테고리 상위 검색 브랜드

Top 25 Brands (By Above-the-Fold SOV)	Selected Period Total SOV		
1. Dove ▷	2.92%	16. NIVEA ▷	0.72%
2. CeraVe ▷	2.71%	17. e.l.f. ▷	0.70%
3. La Roche-Posay ▷	2.49%	18. Clinique ▷	0.70%
4. Neutrogena ▷	2.39%	19. eos ▷	0.67%
5. Olay ▷	1.64%	20. Burt's Bees ▷	0.66%
6. Paula's Choice ▷	1.38%	21. LANEIGE ▷	0.61%
7. COSRX ▷	1.26%	22. Good Molecules ▷	0.55%
8. Cetaphil ▷	1.19%	23. Native ▷	0.54%
9. ANUA ▷	1.14%	24. PanOxyl ▷	0.54%
10. Mighty Patch ▷	1.02%	25. Medcube ▷	0.52%

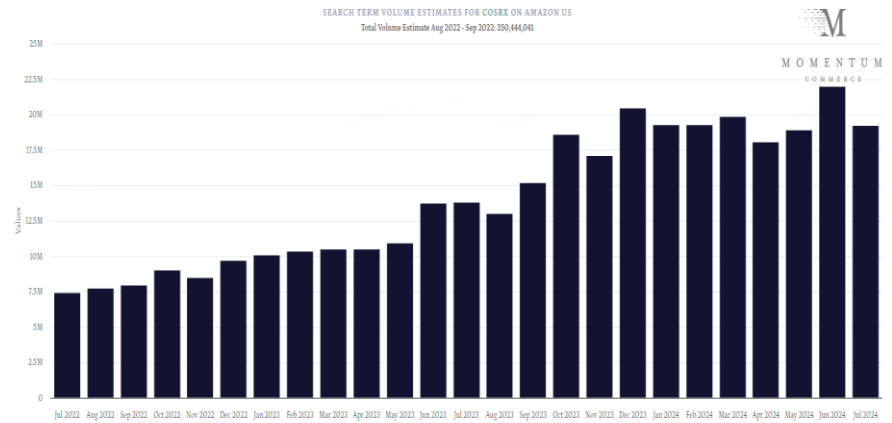
자료: Velocity, 유진투자증권/ 주: SOV(Share of Voice)는 아마존 상위 100 만개 검색어 점유율을 수치화한 인덱스

도표 25. 아마존 색조 카테고리 상위 검색 브랜드

Top 25 Brands (By Above-the-Fold SOV)	Selected Period Total SOV		
1. e.l.f. ▷	8.41%	15. Anastasia Beverly Hills ▷	1.12%
2. Maybelline New York ▷	4.10%	16. Wonderskin ▷	1.08%
3. LAURA GELLER NEW YORK ▷	3.68%	17. Wet n Wild ▷	1.00%
4. L'Oreal Paris ▷	3.56%	18. Milani ▷	0.87%
5. NYX PROFESSIONAL MAKEUP ▷	3.36%	19. Dermablend ▷	0.85%
6. REVLON ▷	2.14%	20. Sacheu ▷	0.78%
7. COVERGIRL ▷	2.00%	21. SHEGLAM ▷	0.78%
8. Clinique ▷	1.88%	22. MAYBELLINE ▷	0.76%
9. bareMinerals ▷	1.83%	23. TIRTIR ▷	0.74%
10. Too Faced ▷	1.71%	24. LANCOME PARIS ▷	0.73%
		25. Grande Cosmetics ▷	0.68%

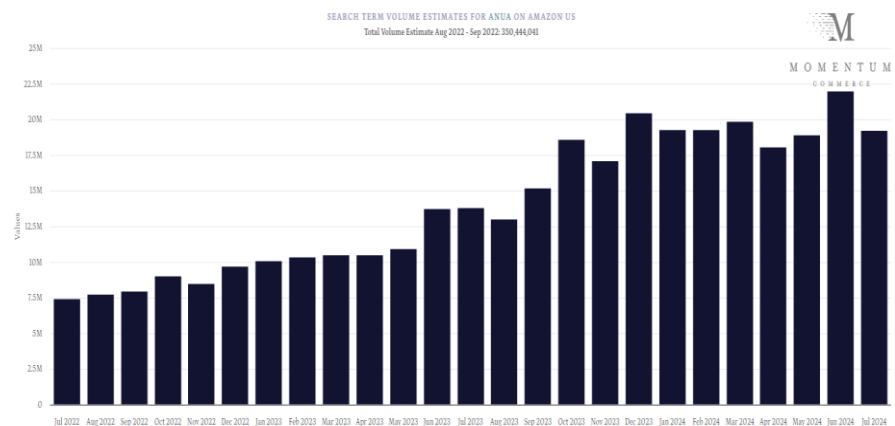
자료: Velocity, 유진투자증권/ 주: SOV(Share of Voice)는 아마존 상위 100 만개 검색어 점유율을 수치화한 인덱스

도표 26. 코스알엑스 검색량(22/07~24/07)



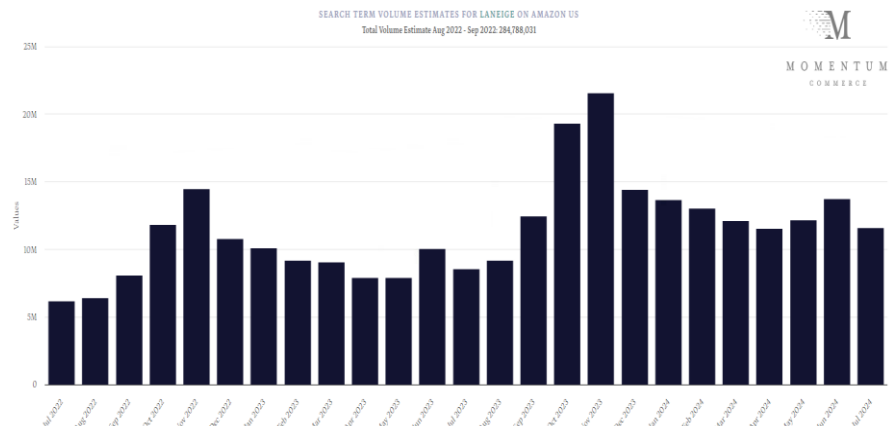
자료: Velocity, 유진투자증권

도표 27. ANUA 검색량(22/07~24/07)



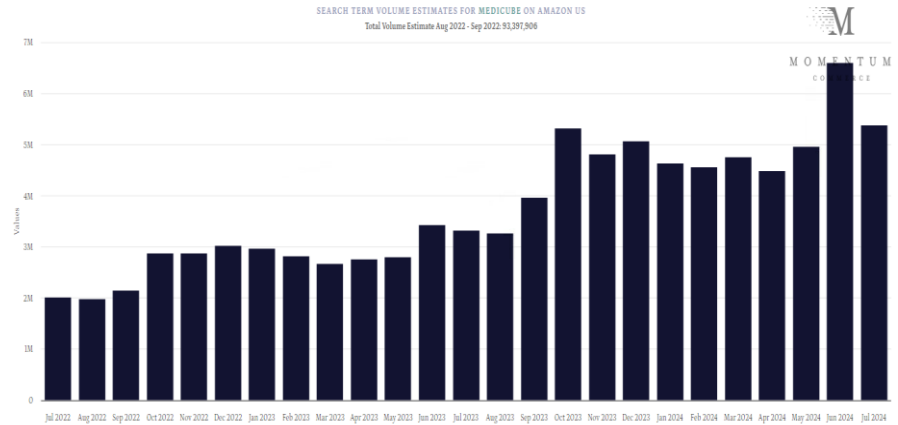
자료: Velocity, 유진투자증권

도표 28. 라네즈 검색량(22/07~24/07)



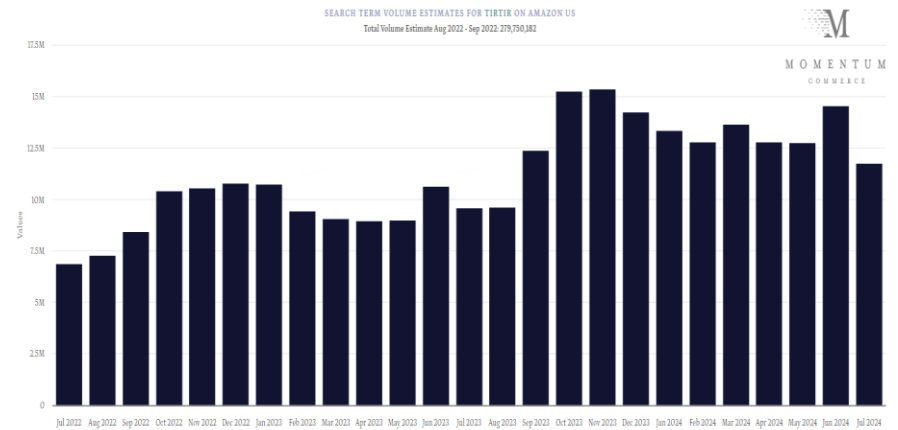
자료: Velocity, 유진투자증권

도표 29. 메디큐브 검색량(22/07~24/07)



자료: Velocity, 유진투자증권

도표 30. 티르티르 검색량(22/07~24/07)



자료: Velocity, 유진투자증권

Ⅲ. 화장품 브랜드

1) 세계인들의 추구미는 K-BEAUTY

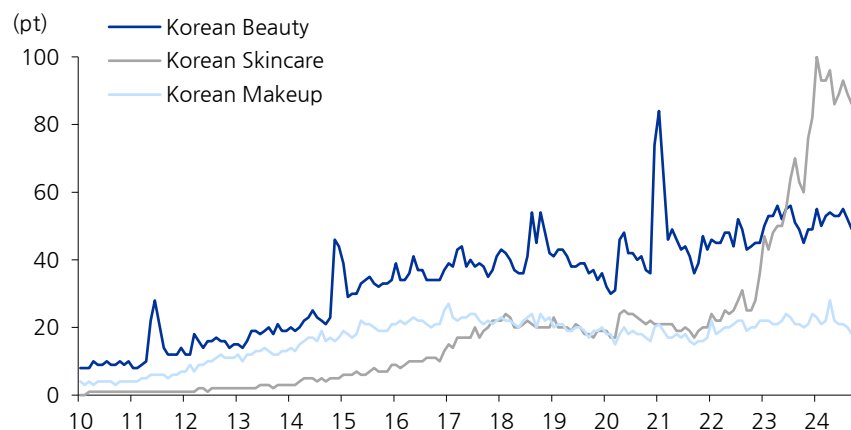
아직도 일부는 K-BEAUTY 를 단기적인 트렌드 정도로 인식하고 있다. **트렌드**로서 K-BEAUTY 의 인기는 당연히 시간이 지나며 식겠지만 하나의 장르로 남게될 것이다. 코스메슈티컬, 비건뷰티, 이너뷰티가 트렌드에서 장르로 변환된 성공적 사례가 되겠다. K-BEAUTY 는 제품력, 기획력이 좋은데다 가격까지 합리적이기 때문에 한 장르로서 자리메김 할 가능성이 높다. 게다가 K-BEAUTY 가 추구하는 미의 기준은 동서고금을 막론하고 가장 원초적인 아름다움과 맞닿아있다.

도표 31. 장르로 남은 트렌드: 코스메슈티컬, 비건뷰티, 이너뷰티

	코스메슈티컬(Cosmeceutical)	비건뷰티	이너뷰티(건강식)
어원	화장품(Cosmetic)과 의약품(Pharmaceutical)의 합성어	비건(Vegan): 완전한 채식주의	이너(Inner)와 뷰티(Beauty)의 합성어
정의	제약사와 화장품사와 합작하여 개발하는 형태로 피부재생/주름개선/미백효과 등 의학적으로 검증된 기능성 성분 포함한 제품	동물성 원료 및 부산물의 사용과 동물 실험을 하지 않고 제조한 제품	몸 속부터 건강을 채워서 아름다움을 찾는다는 의미의 '먹는 화장품'
대표성분(제품) 및 브랜드	- 마데카소사이드(라로슈포제 시카플라스트 멀티 리페어 크림) - 세불라이즈(에빠끌라 MAT 세보 컨트롤 링 모이스춰라이저)	- 이슈 · 러쉬 - 달바 '비거너리' · 상테카이 - 디어달리아	- 콜라겐, 히알루론산(비비랩 저분자 콜라겐 S) - 레티놀(스키니랩 먹는 레티놀 C 부스터, 바이탈뷰티 슈퍼레티놀 C)
유행 이유	피부와 시술로 나타나는 개선 효과를 가정용 화장품들 통해 얻고자 함	과거 화장품 생산/테스트에 포함되었던 비윤리적인 동물 실험에 대한 거부감으로 비건 제품 탄생	'물광 피부'와 '동안'의 유행으로 피부 속부터 건강하고 맑게 관리하기 위한 먹는 이너뷰티 시장의 성장 시작

자료: 언론종합, 유진투자증권

도표 32. 구글 트렌드의 지속 상승



자료: 구글트렌드, 유진투자증권

1-1) K-BEAUTY 의 추구미: 베이스 추구미: 깨끗하고 건강한 피부

K-BEAUTY 가 추구하는 피부는 가장 원초적인 아름다움을 지향한다. 과거 프랑스의 프렌치시크(매트한 피부 표현), 일본의 가루화장(동양인에게 심하게 어두운 피부 표현)은 매니아 정도에만 소구되었다.

잡티 없이 적당한 광이 도는 한국식 피부 메이크업은 한국인 피부라는 고유 명사를 만들 정도로 유명하다. 게다가 아시아인 뿐만 아니라 다른 인종도 사용 가능하도록 색상(어두움-밝음), 질감(매트-촉촉), 커버력(낮음-강함)까지 갖춘 제품이 런칭 되고있다. 깨끗한 베이스 메이크업은 연한 색조 화장에도, 짙은 색조 화장에도 잘 어울리기 때문에 트렌드가 빠른 현 화장품 산업에서도 선방할 수 있다.

도표 33. 프랑스의 프렌치 시크 메이크업



자료: 언론종합, 유진투자증권

도표 34. 일본의 가루 메이크업



자료: 언론종합, 유진투자증권

도표 35. 다양한 셰이드



자료: 언론종합, 유진투자증권

도표 36. 다양한 피부 표현



자료: 언론종합, 유진투자증권

1-2) 스킨케어(스킨케어)/홈케어: 한국인 피부의 비결

K-BEAUTY 의 추구미는 결국 깨끗한 피부에 피부 톤에 맞는 색조를 얹는 것이 핵심이다. 깨끗한 피부 표현과 또렷한 색조 발색을 위해서는 건강한 피부가 준비되어야 한다. 한국식 화장 영상 댓글이나 해외 지식인 같은 사이트에는 한국인들은 피부가 왜 이렇게 좋은지 질문이 자주 있다.

도표 37. 한국인 피부는 왜 좋나요?

Quora
https://www.quora.com › What-is-the-reason-behind-K...
What is the reason behind Koreans having smooth skin? Is ...
The reason Koreans have clear skin is **because of the skincare routine they follow**. South Korea is definitely known for its amazing skincare ...
Why do **Koreans** have beautiful **skin**? - Quora 112 answers May 24, 2014
How do **Koreans** have **such** bright **skin** with no ... 2 answers Aug 10, 2023
How do **Koreans** have **such** clear and glowing **skin** ... 5 answers Feb 8, 2022
Why is **Korean skincare** so good? - Quora 4 answers May 12, 2022
More results from www.quora.com

자료: 언론종합, 유진투자증권

과거 피부를 한 겹 덮어버리는 듯한 화장을 주로 하던 외국인에게는 피부 상태는 크게 중요하지 않았다. 하지만 한 듯 안 한 듯한 한국식 화장을 따라하려면 기본 피부가 좋아야 하기 때문에 한국식 스킨케어에 대한 관심도 늘고 있다.

도표 38. 한미 화장 비교



1 Daiya 다이아
(출처: Daiya 다이아 유튜브)

한국	미국
내추럴한 피부	한 톤 어두운 파운데이션
촉촉한 피부 표현	베이킹 메이크업
은은한 느낌의 아이 메이크업	아이홀 강조 메이크업
자연스러운 일자 눈썹	아치형 눈썹
채도가 높은 립스틱	채도가 낮은 립스틱

자료: 언론종합, 유진투자증권

도표 39. 한미 화장 비교



KOREAN **AMERICAN**

자료: 언론종합, 유진투자증권

한국식 스킨케어는 섬세하다. 피부타입에 맞춰 다양한 제형/방법으로 잘 닦아주고, 여러 단계를 나누어 적절한 제품을 발라주어야 한다. 한국인의 스킨케어는 10 단계라는 우스갯소리가 돌기도 한다. 10 단계까지는 과하지만 4~5 단계 정도는 한국 여성이라면 매일 물 흐르듯이 하는 루틴일 것이다. 2차 클렌징부터 토너, 세럼, 크림 등 한국인에게 익숙한 이 루틴을 전세계 뷰티인들이 따라하고 있다.

도표 40. 한국식 스킨케어 단계



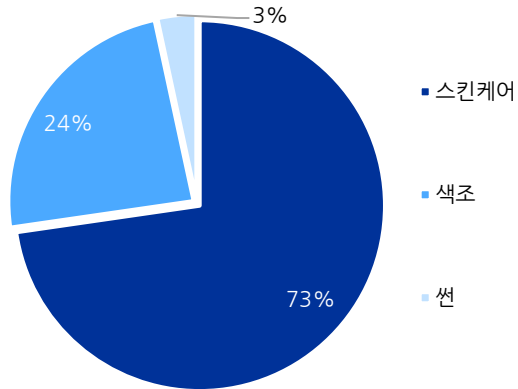
자료: 언론종합, 유진투자증권

그 중에서도 썬케어는 한국인이 이끈 글로벌 트렌드 중 가장 오래 지속될 것으로 보인다. 나아가 중장기적으로 현재 K-Beauty 에서 한국 버프가 지나간 후에도 한국 화장품 기업의 승산이 있는 부문으로 보인다. 사실상 피부의 손상/노화를 방지하기 위해 썬케어는 무조건적이기 때문이다.

글로벌 화장품 시장에서 썬케어 제품 비중은 아직 한자리수대이다. 그동안 햇빛 노출에 거부감이 없던 서양인들은 피부과 질환, 잡티, 노화에 대한 위협을 느끼게 되었다. 동양에서도 한국인을 제외하고는 매일 썬크림을 챙겨바르는 국가는 드물다. 동남아도 자외선이 워낙 강하기 때문에 신경쓰지 않는 경우가 많다.

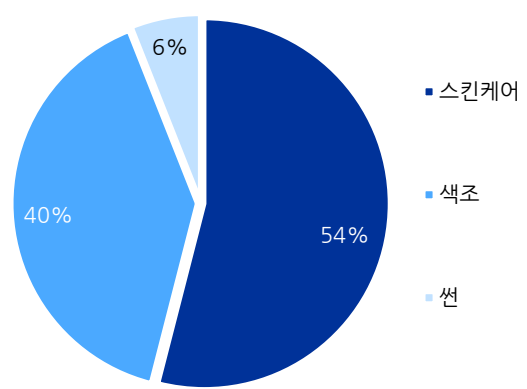
화장품 ODM 기업들의 2분기 실적을 책임졌던 썬케어 제품은 앞으로도 효자 제품군으로 남을 것이다. 아마존에서 한국 썬케어 제품이 잘 먹혔던 이유는 강력한 자외선 차단 효과에 더한 부드러운 발림성, 순한 성분, 브랜드 아이덴티티, 합리적인 가격 때문이다. 기존 미국/유럽의 썬케어 제품은 자외선 차단은 잘 하지만 백탁 현상이 심하거나, 뽀뽀하게 발리거나, 트러블 유발 성분이 있는 경우가 많았다. 이런 단점이 없다면 고가의 브랜드로 가격이 높았다. 한국에서는 당연하다고 생각했던 썬케어 제품이 전세계에서 인정받는 기술력과 가격을 지닌 제품이 었다.

도표41. 한국 화장품 시장 제품별 판매 믹스



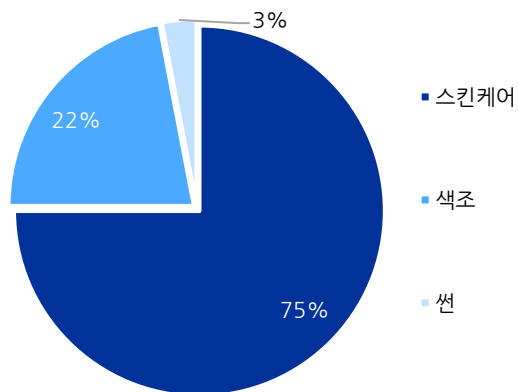
자료: 언론종합, 유진투자증권

도표42. 미국 화장품 시장 제품별 판매 믹스



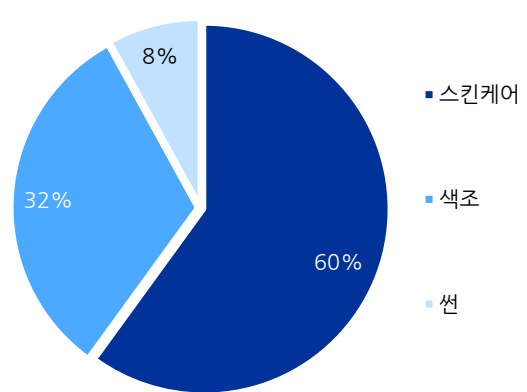
자료: Euromonitor, 유진투자증권

도표43. 일본 화장품 시장 제품별 판매 믹스



자료: Euromonitor, 유진투자증권

도표44. 유럽 화장품 시장 제품별 판매 믹스



자료: Euromonitor, 유진투자증권

1-3) 색조 추구미: 네가 뭘 좋아할 지 몰라서 다 준비해봤어

하늘 아래 같은 색조 없다는 유명한 뷰티 문구가 있다. 한국의 색조 화장품 /ODM 은 명도, 채도가 다른 색상을 만들어낸다. 같은 핑크라도 핫핑크, 코랄핑크, 로즈핑크, 살몬핑크, 푸시아핑크, 레드핑크 등 명도나 채도에 따라 차이가 있기 때문이다. 심지어 같은 색상도 어떤 피부에 바르냐에 따라 발색이 달라지기도 하고, 시간이 지나거나 덧발랐을 때의 변화도 존재한다. 색조의 미묘한 차이는 얼굴의 혈색과 직결되므로 최근 MZ 들의 퍼스널 컬러 컨설팅 열풍이 다양한 색조의 수요를 증명한다. 색조 시장은 이제 색상 뿐만 아니라 질감(보송-촉촉), 제형(액체-고체), 어플리케이션(도구)까지 활용하여 영역을 확대하고 있다.

도표 45. 한국 화장품의 팻타입 블러셔 색상



자료: 언론종합, 유진투자증권

도표 46. 핑크 명도, 채도표



자료: 언론종합, 유진투자증권

도표 47. 퍼스널컬러 열풍



자료: 언론종합, 유진투자증권

2) 듀프 소비? 그것도 한국이 먼저야

최근 글로벌 소비 트렌드 하나를 뽑아보자면 단연 듀프 소비일 것이다. 듀프 소비란 'Dupe' 혹은 'Dooop'이라는 축약어와 소비를 합친 신조어이다. 복제품을 뜻하는 Duplication 에서 발생했다. 주로 패션, 뷰티, 가전제품 같은 카테고리에서 중고가 이상의 인기 제품과 비슷하면서도 가격은 저렴한 제품을 소비하는 것을 의미한다. 가장 대표적인 예로는 고가 브랜드인 롤루레몬의 레깅스 대신 저렴한 가격대의 대체 브랜드인 갭, 아베크롬비, 아마존의 레깅스를 구매하는 식이다. 물론 제품의 품질이 같은 것은 아니지만 비슷한 제품을 구매하면서 소비 욕구를 채울 수 있다. 글로벌 소비의 선행 지표인 미국 시장에서의 듀프 트렌드 유행이 시사하는 바는 합리적인 가격에 제품력이 있다면 미국 시장에 침투하는 것은 어렵지 않다는 것이다.

한국은 소비에 있어서는 전세계에서 가장 빠른 국가 중 하나이다. 화장품 시장은 글로벌보다 몇 수 앞에 있다고 봐도 무방하다. 미국의 듀프 소비 이전, 한국에는 로드샵 제품을 주로 칭하는 저렴이와 고가의 제품을 의미하는 고렴이라는 신조어가 있었다. 과거 화장품 커뮤니티에서는 "S 사(고가) 브랜드 제품 P 에센스 저렴이 있나요?" 라는 식의 게시글이 많이 올라왔다. 화장품에서는 Makeup Dupe 라는 콘텐츠가 이미 SNS에 만연하다. 명품 브랜드와 저렴한 브랜드 제품을 비교하거나 처음부터 끝까지 메이크업을 하는 비교 영상도 다수 업로드 되어있다. 글로벌 제품의 경우 고가 브랜드 샤넬과 저가 브랜드 엘프의 멀티밤을 비교하는 틱톡 영상이 18 만뷰 이상을 기록했다. 명품 외국 브랜드 화장품과 한국 브랜드 화장품을 비교하는 틱톡 영상도 많아지고 있다. 그만큼 한국 화장품은 고가의 명품 브랜드와 견줄 정도의 제품력을 가지고 있고, 이를 알아주는 소비자들도 점차 늘어나고 있다.

도표 48. 룰루레몬 vs. 아마존 Dupe



자료: 언론종합, 유진투자증권

도표 49. 샤넬 헬시핑크 vs. 다이소 손앰박 선셋



자료: 유튜브, 유진투자증권

도표 50. Chanel Baume Essential Vs Elf Dew



자료: Tiktok, 유진투자증권

도표 51. Chanel Baume Essential vs Hince radiance balm



자료: 언론종합, 유진투자증권

2-1) 글로벌 저렴이 트렌드 우세

글로벌 경기 둔화로 인한 소비 여력 감소는 임의 소비재에 가장 큰 영향을 미쳤다. 글로벌 저렴이 화장품 트렌드 확산에는 경기 위축 영향도 있지만 10 대들의 화장 참여 역할이 크다. 10 대들의 영상/사진 베이스 미디어 노출이 빨라지며 10 대들의 화장 시기가 앞당겨졌다. 잘파로 불리는 전세계의 10 대~20 대는 화장품 시장의 트렌드를 창출해 낼 것이며, 새로운 고객군으로 추가되었다.

미국에는 세포라 키즈(세포라에서 화장품을 구매하는 어린이)라는 단어가 하나의 현상으로 등장하고 있다. 세포라는 컨퍼런스 콜에서 자세한 수치는 아니지만 10 대 고객 상승이 가파르다는 언급을 했다. 엘타의 Q4 컨퍼런스 콜에서도 어린 소비자들 매스(저가) 화장품 뿐만 아니라 프레스티지(고가) 화장품까지 관심을 보이고 있다고 밝혔다. 3 세 이상부터 사용 가능한 온(Yawn), 8 세 이상 청소년을 위한 그릿(Gryt) 등 키즈 전용 브랜드도 등장했다. E.l.f 는 저가와 트렌드 팔로우에 장점을 가졌고, 10 대 사이에서 가장 선호하는 화장품 브랜드 1 위에 등극했다.

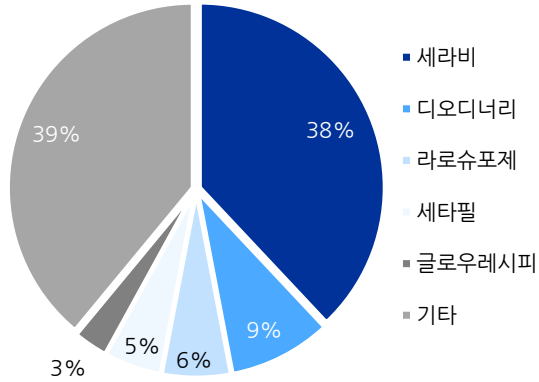
한국도 다르지 않다. 올리브영도 과거 로드샵으로 불리던 인디 브랜드 화장품을 중심으로 매출 3.8 조원까지 성장했으며, 다이소의 화장품 매출은 2022 년 대비 2023 년 85% 성장했다. 올리브영과 다이소의 성장은 코로나 이후 마스크오프 영향도 있지만, 10 대들의 빨라진 화장 시작에 기인한다.(p27 에서 후술)

도표 52. 세포라 키즈



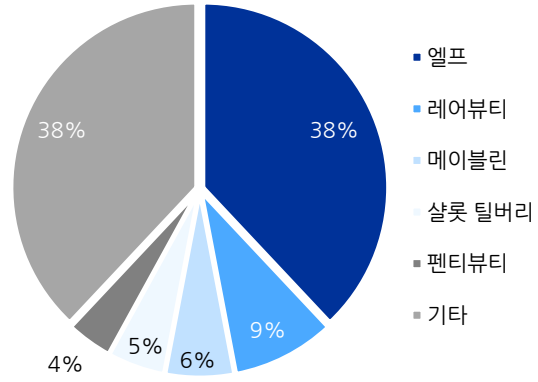
자료: 언론종합, 유진투자증권

도표 53. 미국 스킨케어 브랜드 상위



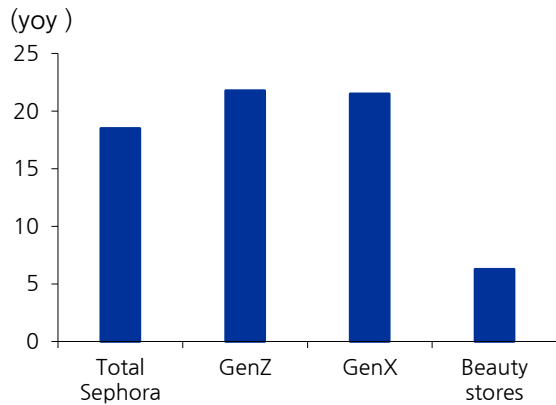
자료: 언론종합, 유진투자증권

도표 54. 미국 색조 브랜드 상위



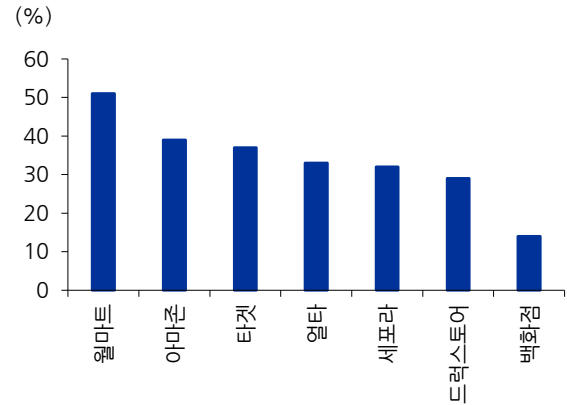
자료: 언론종합, 유진투자증권

도표 55. 미국 10~20대 화장품 구매 빈도



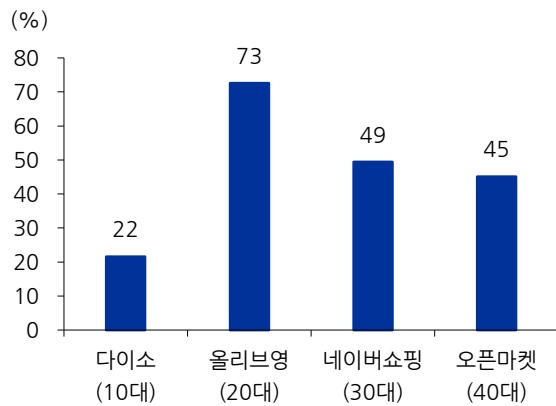
자료: 오픈서베이<뷰티 트렌드 리포트 2024>, 유진투자증권

도표 56. 미국 10대 화장품 구매 채널



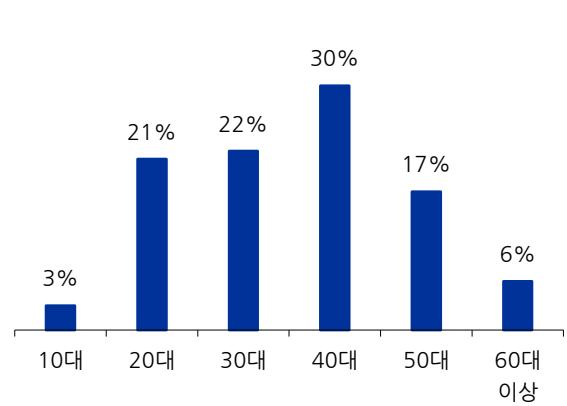
자료: 언론종합, 유진투자증권/ 주: 복수선택 허용

도표 57. 한국 연령대별 화장품 구매 선호 채널



자료: 오픈서베이<뷰티 트렌드 리포트 2024>, 유진투자증권

도표 58. 다이소 연령대별 매출 비중



자료: 언론종합, 유진투자증권

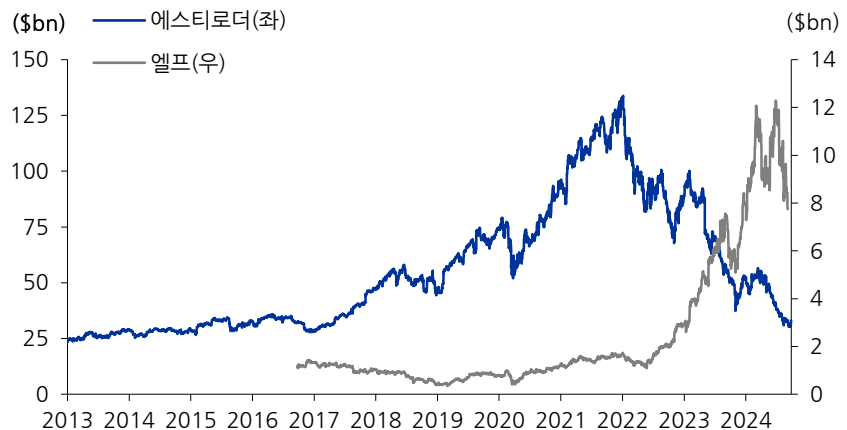
듀프를 차치하고서라도 저렴하면서 효과가 좋은 화장품들이 많아졌다. 과거 값 비싼 명품 화장품에 가졌던 환상이 다소 누그러졌다. 사실 비싼 화장품을 바른다고 외모가 바뀌는 것은 아니기 때문이다. 아마존, 엘프, 얼타를 필두로 저렴한 화장품을 제공하는 채널들이 많아졌다. 저가 화장품 사용 후 고가 제품과 큰 차이를 느끼지 못 한다면 전자를 찾을 가능성이 높아진다. 실제로 미국 아마존 상위 10 개 평균 가격을 비교해보면 메이크업, 스킨케어 평균 8.8 달러에 안착해있다. 엘프 뷰티의 베스트셀러 상위 10 개 평균 가격은 5.5 달러 수준이다. 미국 스타벅스에서 카페모카(5.25 달러)를 먹는 정도의 가격인 것이다. **저렴하기 때문에 실패해도 부담이 적어져 인디 브랜드를 시험 삼아 구매해보는 소비자들도 늘었을 것이다.** 에스티로더의 같은 기준 평균 가격은 42.3 달러로 엘프뷰티의 7.7 배이다. 이러한 저가 선호 현상으로 에스티로더와 엘프의 주가 방향은 갈렸다. 전분기 엘프뷰티는 매출액 325 백만달러로 전년 대비 50%가 증가한 실적을 보였고, 에스티로더의 매출액은 156 억달러로 전년 대비 2% 하락했다.

도표 59. 채널별 베스트셀러 화장품 가격 평균

채널 - 카테고리	평균 가격
엘프 뷰티	\$ 5.5
아마존 - 메이크업 카테고리	\$ 8.7
아마존 - 스킨케어 카테고리	\$ 8.9
에스티로더	\$42.3

자료: 언론종합, 유진투자증권

도표 60. 엘프 vs. 에스티로더 시가총액



자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 61. 아마존 - 스킨케어 카테고리 베스트 셀러

 Lancôme Advanced Génifique Radiance Boosting Anti-Aging Face Serum - Visibly Hydrates & Plumps Skin - 2.5 Ounce ★★★★★ 3,798 24+ bought in past month \$45.99 (\$50.18/Fl Oz) List: \$66.66 \$4.67, with Subscribe & Save discount FREE delivery Mon, Sep 9 Or fastest delivery Overnight 4 AM - 8 AM Or fastest delivery Overnight 4 AM - 8 AM Add to cart	 Estée Lauder Beautiful Eau de Parfum Spray for Women, 2.5 Ounce ★★★★★ 5,154 30+ bought in past month \$39.97 (\$15.99/Fl Oz) List: \$49.99 FREE delivery Thu, Sep 12 Or fastest delivery Fri, Sep 6 Only 11 left in stock - order soon. Add to cart	 Estée Lauder Advanced Night Repair Serum Synchronized Multi-Recovery Complex with Hyaluronic Acid &... ★★★★★ 5,010 24+ bought in past month \$82.97 (\$45.09/Fl Oz) List: \$99.99 FREE delivery Sep 10 - 12 Or fastest delivery Mon, Sep 9 Only 7 left in stock - order soon. Add to cart	 Estée Lauder DayWear Multi-Protection Anti-Oxidant 24-Hour Moisture Cream, SPF 15, For... ★★★★★ 3,910 14+ bought in past month \$39.99 (\$16.25/Fl Oz) List: \$66.66 FREE delivery Fri, Sep 13 Or fastest delivery Mon, Sep 9 Only 2 left in stock - order soon. Add to cart	 Estée Lauder Beautiful Women EDP Spray, 2.5 Ounce ★★★★★ 3,899 24+ bought in past month \$34.00 (\$13.60/Fl Oz) List: \$66.66 \$4.00 delivery Sep 11 - 13 Or fastest delivery Mon, Sep 9 Only 2 left in stock - order soon. Add to cart
 Estée Lauder Pleasures Eau de Parfum Spray with notes of Lilies, White Peonies and Jasmine Women's Perfume ★★★★★ 6,700 24+ bought in past month \$35.31 (\$10.44/Fl Oz) FREE delivery Sep 12 - 17 Add to cart	 Estée Lauder Youth Dew by Estée Lauder for Women - 2.25 Ounce EDP Spray ★★★★★ 11,234 14+ bought in past month \$23.47 (\$10.25/Fl Oz) List: \$66.66 FREE delivery Thu, Sep 12 Add to cart	 Estée Lauder DayWear Moisturizer Anti-Oxidant 72H-Hydration Serum Moisturizer, SPF 15, 1.7 oz. ★★★★★ 788 14+ bought in past month \$47.99 (\$28.25/Fl Oz) List: \$66.66 FREE delivery Sep 9 - 12 Add to cart	 Estée Lauder DayWear Moisturizer ★★★★★ 2,115 300+ bought in past month \$30.00 (\$5.17/Fl Oz) FREE delivery Sep 10 - 12 Or fastest delivery Mon, Sep 9 Only 9 left in stock - order soon. Add to cart	 Estée Lauder Double Wear Stay-in-Place 24-Hour Long-Wear Matte Foundation ★★★★★ 13,544 14+ bought in past month \$49.97 (\$46.80/Fl Oz) List: \$66.66 FREE delivery Tue, Sep 10 Add to cart

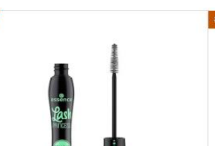
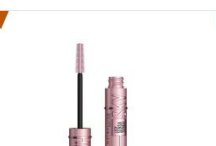
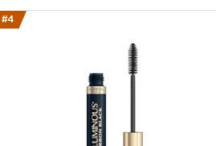
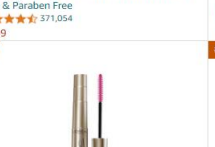
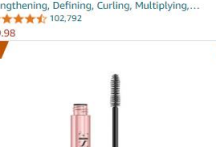
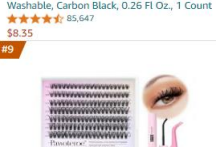
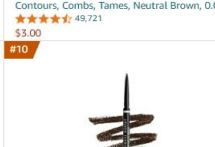
자료: 언론종합, 유진투자증권

도표 62. 아마존 - 메이크업 카테고리 베스트 셀러

Best Sellers in Makeup				
#1  Neutrogena MAKEUP REMOVER WIPES Ultra-Soft Cleansing Facial Towelettes for Waterproof Makeup, Alcohol-Free, Plant... ★★★★★ 110,481 \$9.97	#2  essence Lash Princess False Lash Effect Mascara Volumizing & Lengthening Cruelty Free & Paraben Free ★★★★★ 371,054 \$4.99	#3  Neutrogena MAKEUP REMOVER WIPES Ultra-Soft Cleansing Facial Towelettes for Waterproof Makeup, Alcohol-Free, Plant... ★★★★★ 61,532 \$6.98	#4  Maybelline Lash Sensational Sky High Washable Mascara Makeup, Volumizing, Lengthening, Defining, Curling, Multiplying... ★★★★★ 102,792 \$9.98	#5  Julep Eyeshadow 101 Creme to Powder Waterproof Eyeshadow Stick, Champagne Shimmer ★★★★★ 47,803 \$16.00
#6  L'Oréal Paris Original Voluminous Mascara, Building Mascara Volume and Length Formula, Washable, Carbon Black, 0.26 Fl Oz., 1 Count ★★★★★ 85,647 \$8.35	#7  Anua Heartleaf Pore Control Cleansing Oil, Oil Cleanser for Face, Makeup Blackhead Remover, Korean Skin Care 6.76 Fl oz(200ml) (original) ★★★★★ 11,562 \$17.69	#8  e.l.f. Monochromatic Multi Stick, Luxuriously Creamy & Blendable Color, For Eyes, Lips & Cheeks, Dazzling Peony, 0.17 oz (5 g) ★★★★★ 65,725 \$5.00	#9  e.l.f. Instant Lift Brow Pencil, Dual-Sided, Precise, Fine Tip, Shapes, Defines, Fills Brows; Contours, Combs, Tames, Neutral Brown, 0.0... ★★★★★ 49,721 \$3.00	#10  NYX PROFESSIONAL MAKEUP Butter Gloss, Non-Sticky Lip Gloss - Sugar Glass (Clear) ★★★★★ 110,480 \$4.71

자료: 언론종합, 유진투자증권

도표 63. 아마존 - 아이메이크업 카테고리 베스트 셀러

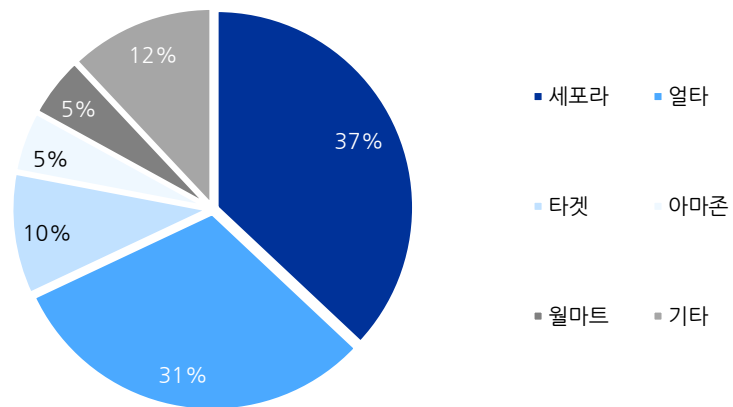
Best Sellers in Eye Makeup				
#1  essence Lash Princess False Lash Effect Mascara Volumizing & Lengthening Cruelty Free & Paraben Free ★★★★★ 371,054 \$4.99	#2  Maybelline Lash Sensational Sky High Washable Mascara Makeup, Volumizing, Lengthening, Defining, Curling, Multiplying... ★★★★★ 102,792 \$9.98	#3  Julep Eyeshadow 101 Creme to Powder Waterproof Eyeshadow Stick, Champagne Shimmer ★★★★★ 47,803 \$16.00	#4  L'Oréal Paris Original Voluminous Mascara, Building Mascara Volume and Length Formula, Washable, Carbon Black, 0.26 Fl Oz., 1 Count ★★★★★ 85,647 \$8.35	#5  e.l.f. Instant Lift Brow Pencil, Dual-Sided, Precise, Fine Tip, Shapes, Defines, Fills Brows, Contours, Combs, Tames, Neutral Brown, 0.0... ★★★★★ 49,721 \$3.00
#6  L'Oréal Paris Makeup Original Telescopic Mascara, Separating Mascara Volume and Length Formula, Washable, Black, 0.27 Fl Oz... ★★★★★ 29,902 \$10.99	#7  L'Oréal Paris Voluminous Makeup Lash Paradise Mascara, Voluminous Volume, Intense Length, Featherly Soft Full Lashes, No Flaking... ★★★★★ 83,394 \$9.97	#8  e.l.f. No Budge Retractable Eyeliner, Creamy, Ultra-Pigmented & Waterproof, Creates Bold & Defined Lines, Vegan & Cruelty-Free, Black... ★★★★★ 21,426 \$4.00	#9  Pawotence Lash Extension Kit DIY 280pcs Lash Clusters Eyelash Extension Kit, 9-16mm 30D 400 Individual Lashes Kit with Lash Bond an... ★★★★★ 11,686 \$13.98	#10  NYX PROFESSIONAL MAKEUP Micro Brow Pencil, Eyebrow Pencil - Espresso ★★★★★ 62,574 \$8.20

자료: 언론종합, 유진투자증권

2-2) 저렴이 채널 선호

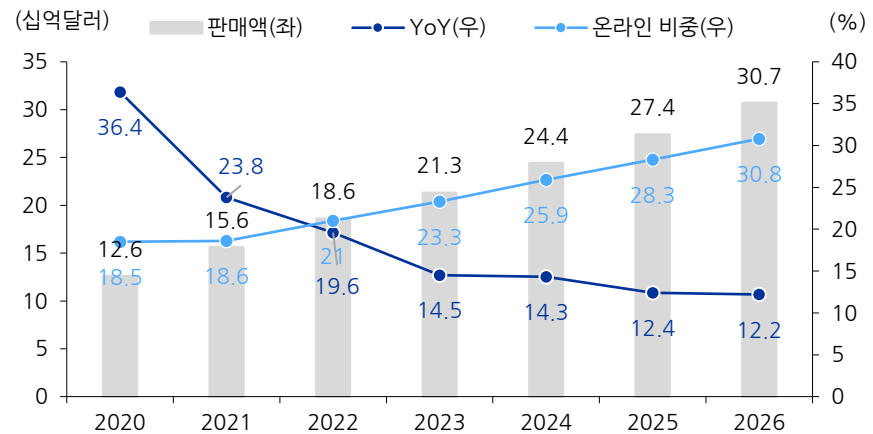
글로벌 저가 선호 현상은 저렴한 가격대의 제품을 찾는 것에 더해 더 저렴한 채널을 찾게 되었다. 화장품 전문 채널인 세포라 알타 뿐만 아니라 저가 채널인 마트, 할인샵, 이커머스에서도 화장품의 매출 성장이 이루어지고 있다.

도표 64. 미국 뷰티 시장내 상위 채널



자료: 언론종합, 유진투자증권

도표 65. 미국 뷰티 판매액 추이



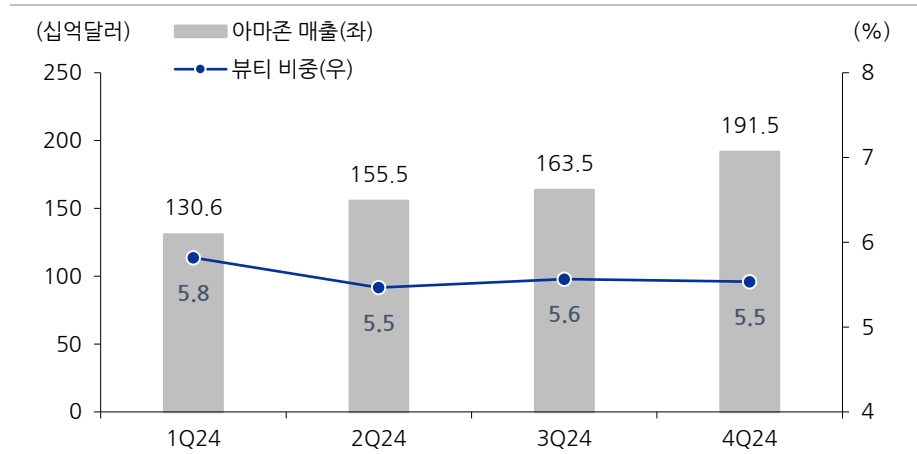
자료: 언론종합, 유진투자증권

상반기 유통 채널에서 임의 소비재 소비가 부진한 가운데, 화장품은 많은 저가 채널에서 선방했다, 대표적인 저가 채널인 타겟의 Q1 2024 실적 발표에서는 뷰티 카테고리 지속 성장 관련 코멘트가 작년부터 이어졌다.

Christina Hennington(Vice president) "Amidst the pressure, beauty continues to be a standout category, delivering growth in the low single digits in the quarter," "This growth was led by continued strength in Ulta Beauty at Target as well as strong performance in personal care and skin care categories."

아마존 역시 뷰티를 성장하는 카테고리여기고 있다. 아마존 매출 중 뷰티 카테고리 비중은 2 분기 기준 5.5%에 도달한 것으로 추정한다. 한국 화장품의 글로벌 수요에 대한 아마존의 기대도 높다. 2024년 6월 27일 아마존은 한국에서 케이뷰티 컨퍼런스를 개최했다. 아마존 입장에서는 한국 화장품이 고성장하는 신규 카테고리로서 여기고 있다는 의미이다. 한국 화장품에 대한 전세계의 수요를 아마존이 역직구 플랫폼으로서의 역할을 해주며 매출 확대, 셀러 확충 모두 챙길 수 있는 것이다.

도표 66. 아마존 뷰티 카테고리 매출 비중 추이



자료: Velocity, 유진투자증권

도표 67. 아마존 뷰티 컨퍼런스



자료: 언론종합, 유진투자증권

3) 화장품과 뷰티 시술은 환상의 짝꿍

뷰티 시술(스킨부스터, 리프팅)의 증가로 화장품 수요가 줄어들까? 오히려 화장품과 뷰티 시술은 환상의 짝꿍이라고 볼 수 있다. 피부과 시술의 가격은 공장형 피부과의 등장으로 큰 폭 하락했다. 저렴한 가격으로 유입된 다수의 사람들이 피부과 시술을 받더라도 완벽한 피부, 100% 만족스러운 얼굴을 가질 수 있는 사람은 없다고 봐도 무방하다. 어차피 화장품은 개성 표현, 콤플렉스 보완, 데일리 케어의 목적이 짝다.

아름답고 멋진 외모를 지닌 남녀 연예인 모두 화장을 한다. 외적으로 표현하고 싶은 이미지는 시술보다는 화장에서 결정이 된다. 시술이 필요 없다는 것이 아니라, 시술은 바탕을 만들어주는 개념이라는 것이다. 화장의 중요성이라는 말씀을 보면 얼굴의 바탕은 바뀌지 않았으나 미묘한 각도, 색상, 질감, 선의 차이로 이미지가 크게 바뀐다. 퍼스널컬러/퍼스널이미지 컨설팅, 유명 메이크업샵 투어 등이 유행하는 이유이다.

도표 68. 탕웨이의 한국 화장 전후



자료: 언론종합, 유진투자증권

도표 69. 효연의 화장법 변경 전후



자료: 언론종합, 유진투자증권

3-1) 시술할 수록 기초는 더 중요해

게다가 시술을 한다고 기초 스킨케어, 썬크림, 색조 메이크업이 필요없어 지는 것은 아니다. 시술을 한 후에는 피부가 약해지므로 보습이 더 중요해지며, 시술 효과를 보전하기 위해 더 많은 데일리케어(기초 화장)를 하게 된다. 시술 후 피부가 좋아지면 화장이 잘 받기 때문에 베이스 색조류(파운데이션, 쿠션 등)을 바꾸는 경우도 있다. 또는 외모가 원하는 방향으로 바뀌게 되면 그동안 시도하지 못 했던 포인트 색조류(아이섀도우, 립스틱)을 새로 구매할 것이다.

도표 70. 시술의 종류

목적	개선 포인트			시술	화장품
넣기	수분	콜라겐	필러	스킨부스터(엑소좀, 주베록, 리주란), 레이저(프락셀, IPL), 리프팅(올쎄라, 써마지, 인모드, 슈링크), 보톡스	세안, 보습, 자외선 차단 필수
빼기	잡티	지방	근육		
조이기	모공	탄력	근육		

자료: 언론종합, 유진투자증권

3-2) 화장품에 시술을 적용해볼게! 압!

게다가 화장품 기업들은 시술을 화장품에 영리하게 적용하기 시작했다. 침습적 시술인 MTS(미세다룬침)를 화장품에 적용한 브이티의 리들샷이 대표적 예이다. MTS 라는 피부과에서 하는 시술을 약한 강도로 데일리 홈케어로 할 수 있게 만들어 새로운 화장품 시장을 열었다. 리들샷의 원리는 뽀족한 리들(마이크로 미세 입자)이 피부에 자극을 주어 화장품의 유효 성분 흡수를 돕는다. 리들이 피부에 낸 미세 상처가 회복되는 과정에서 효과가 극대화 된다. 미세 상처에 미세 통로가 생기면서 성분이 피부 깊이 흡수되는 것이다. 화장품의 성분도 점점 진화하고 있다. 레티놀, PDRN, 히알루론, 시카, 나이아신아마이드 같은 약국이나 피부과 시술에 사용될 법한 성분을 찾는 추세이다.

도표 71. 화장품 인기 성분

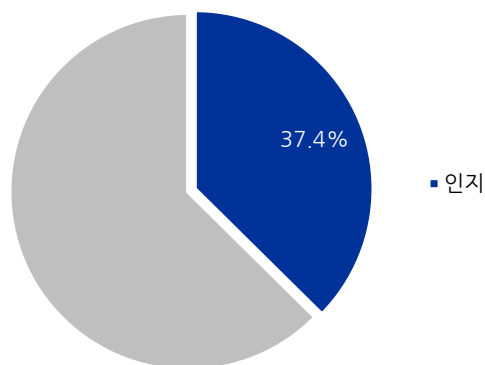
구분	레티놀	PDRN	히알루론	시카
정의	■ 비타민 A 분자	■ 연어송어의 생식세포에서 유전자 조각 추출한 재생물질.	■ 자체 무게의 300~1000배의 수분 보유할 수 있는 다당류	■ 프랑스어 시카트리스 유래
효과	■ 탄력을 회복시켜 건조하거나 거칠어진 피부 결을 케어하는 안티에이징 도모	■ 항노화 효능 및 피부재생에 탁월한 효과, 최근 브이티 '리들샷' + PDRN 제품 조합 인기	■ 수분을 끌어당겨 피부의 보습력을 유지하여 피부 보호기능을 강화	■ 피부 염증 및 손상을 완화, 민감성 피부 진정 효과
대표 제품	■ 레티놀 시카 흔적 크림(innisfree) ■ 레티놀 세럼(아이오펜) ■ 슈퍼 레티놀 C(바이탈 뷰티) ■ 레티놀 볼륨 립 세럼(프레메라)	■ PDRN 에센스(브이티) ■ PDRN 리페어 리얼 밤(노바기) ■ 레티놀 그린티 PDRN 스킨부스터 앰플(이니스프리 출시 예정)	■ 다이버인 세럼(토리든) ■ 그린티 씨드 히알루론산 세럼(innisfree)	■ 레티놀 시카 흔적 크림(innisfree) ■ 시카페인트러블리셋세럼(베레디) ■ 에이스카 365 흔적 진정 세럼(에스트라)

자료: 언론종합, 유진투자증권

3-3) 파데프리? 파운데이션말고 톤업 선크림은 어때?

코로나 기간 마스크를 착용하면서 화장의 불편함에 대해 크게 대두되었다. 화장 빈도를 줄이거나 화장의 단계를 적게 하는 사람들도 생겨났다. 최근 베이스 메이크업에 유행하는 파운데이션-프리(파운데이션을 사용하지 않는 화장), 노메이크업 트렌드조차 화장품 업체에서는 상품으로 승화시킨다. 베이스에서는 커버력이 좋은 파운데이션 대신 톤업 선크림, 컨실러, 비비크림으로 피부에 부담을 덜어준다. 색조에서는 투명 브로우카라, 투명 마스크라, 혈색 립밤 정도를 가미하여 자연스러운 파데프리 화장을 완성한다.

도표 72. 파데프리 메이크업 인지 비중



자료: 아이보스, 유진투자증권/ 주: 전체 응답자 3000 명 중 비중

도표 73. 파운데이션프리 화장법



자료: 올리브영, 유진투자증권

도표 74. 파운데이션 대신 톤업선크림

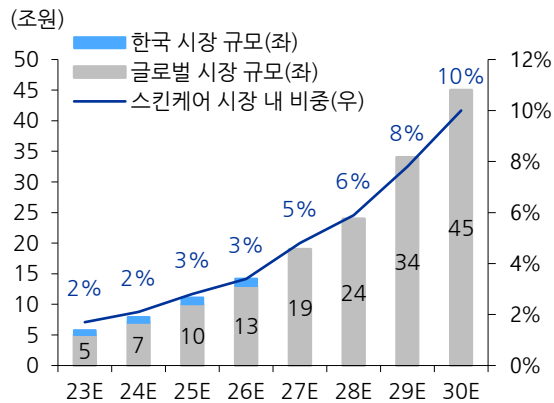


자료: 네이버, 유진투자증권

3-4) 홈디바이스

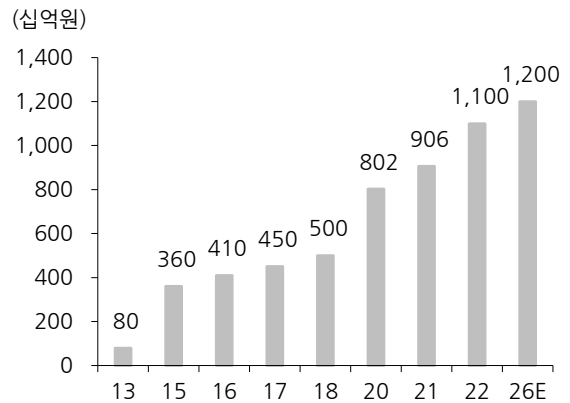
자극적인 시술 대신 꾸준한 홈케어로 노선을 돌리는 소비자들도 생겨나고 있다. 시술의 효과는 아무리 길더라도 1 년 혹은 그 이하인 경우가 많다. 게다가 부작용이나 시술 후 예민해지는 피부의 경우도 배재할 수 없다. 그렇기 때문에 홈케어용 디바이스나 화장품도 하나의 카테고리로서 자리 잡고 있다. 피부과 시술도 주 목적은 보습, 탄력에 있기 때문에 관련한 효과를 주는 홈케어 디바이스 시장이 커지고 있다. 대표적으로는 LG 생활건강의 써마샷, LG 전자의 프라엘, 메디큐브의 부스터프로/울트라톤, 클래시스의 볼리움, 지온메디텍 듀얼소닉 등이 있다.

도표 75. 홈뷰티 디바이스 글로벌 시장 규모



자료: Euromonitor, 유진투자증권

도표 76. 홈뷰티 디바이스 한국 시장 규모



자료: LG 경제연구원, 유진투자증권

도표 77. 홈뷰티 디바이스 정리

기업	제품명	정가	할인가	케어효과
에이피알	에이지알 부스터 힐러	₩418,000	₩251,000	광채
에이피알	에이지알 부스터 프로	₩375,000	₩295,000	모공,각질,피부결,탄력,흡수력 강화
LG 전자	프라엘 더마썸라	₩1,590,000	₩1,290,000	탄력개선
누스킨	에이지락 갈바닉	₩375,000		탄력개선, 흡수력 강화
동국제약	센텔리안 24 마데카 프라임	₩459,000	₩299,000	모공,각질,피부결,탄력,흡수력 강화
지온메디텍	듀얼소닉 프로페셔널 세트	₩2,650,000		피부탄력 개선, 재생 활성화, 보습 개선
닥터스텍	바나브 UP6	₩320,000	₩262,000	흡수율 개선, 피부 탄력, 속보습 개선
이루다	뉴즈미 라인소닉	₩2,300,000		탄력개선, 눈가, 피부결 개선, 피부차짐, 모공
하이로닉	홈썸라	₩2,120,000	₩1,690,000	탄력, 모공, 주름방지, 피부톤 개선
파마리서치	리쥬리프	₩1,590,000		탄력, 피밀도, 이중턱 완화, 피부 거칠기 개선

자료: 삼일 PwC 경영연구원, 유진투자증권

IV. 화장품 ODM

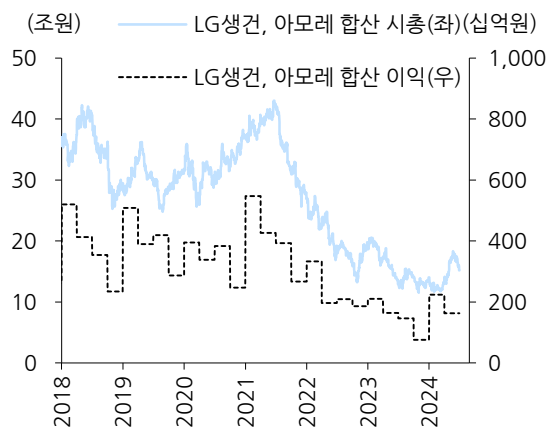
1) 3 만개의 화장품 브랜드 보유국

1-1) 인디 브랜드의 추격 오히려 좋아

전세계에서 밀려오는 한국 화장품 수요를 받쳐주는 것이 ODM 기업이다. ODM 기업은 국내 인디 브랜드의 수출과 함께 성장하고 있다. 과거 화장품 수출은 자금력이 좋은 빅브랜드 위주로 전개되었다. 코로나 이후 전세계의 트렌드를 연결시켜주는 SNS 의 발달로 인디 브랜드도 제품력과 마케팅력만 있다면 언제든지 수출할 수 있는 환경이 조성되었다.

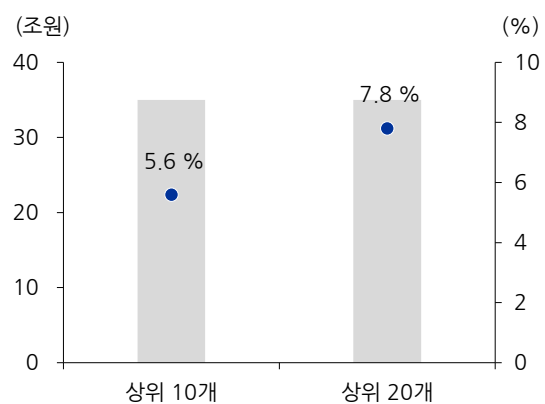
국내 화장품 상장사의 시가총액과 영업이익 합산 추이 차트를 보게 되면 대형 2개 기업의 비중은 줄어들고 있다. **국내 상위 10 개 인디 브랜드 매출액을 합산해 보면 2 조원(한국 시장의 6%)에 육박한다.** 국내 화장품 소매 판매액이 35 조원 인 점을 감안했을 때의 수치이다. 화장품 생산 실적 기준으로도 상위 10 개 기업의 비중이 55.5%로 절대적이기는 하나 감소 추세에 있다. 대형 화장품 기업의 부침도 이유겠지만 인디 브랜드의 성장도 주요 요인으로 보인다. 2023 년까지 국내 화장품 기업 수는 기하급수적으로 증가하며 31,524 개를 기록했다. 중소 기업 화장품 수출 금액도 538 억달러로 국내 전체 수출의 4.8%까지 차지한다.

도표 78. 화장품 합산 vs. 대형 2사 시총 및 이익 추이



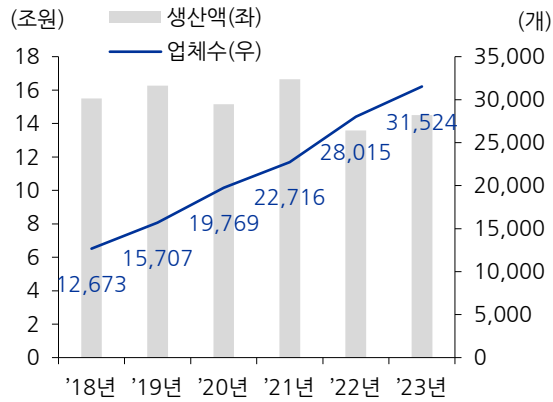
자료: QuantiWise, 유진투자증권

도표 79. 국내 화장품 판매액 대비 상위 10개 비중



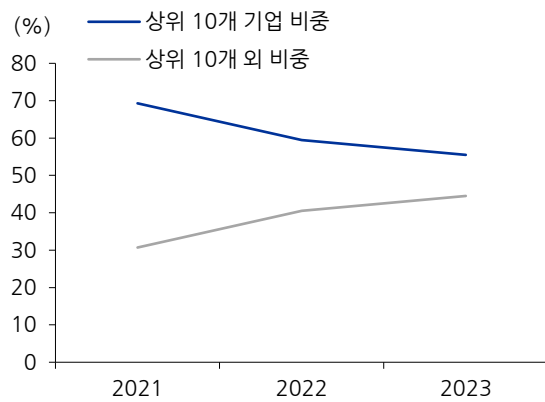
자료: 언론종합, KOSIS, 유진투자증권

도표 80. 국내 화장품 기업수 및 생산 실적 추이



자료: 언론종합, 유진투자증권

도표 81. 화장품 생산실적 상위 10개 기업 비중



자료: 언론종합, 유진투자증권

도표 82. 인디브랜드 매출액

기업명	브랜드명	2023년 매출액(억원)
아모레퍼시픽	코스알엑스	4,862
브이티	VT 코스메틱	2,955
에이피알	메디큐브, 에이프릴스킨	2,143
달바글로벌	달바	2,008
고운세상코스메틱	닥터지	1,984
구다이글로벌	조선미녀	1,395
티르티르	티르티르	1,719
라카코스메틱스	라카	125
크레이버코퍼레이션	스킨천사	956
더파운더즈	아누아	1,432
서린컴퍼니	라운드랩	1,156
비나우	뛰, 넘버즈인	1,145
마녀공장	마녀공장	1,050
아이패밀리에스씨	룸앤	1,487
토리든	토리든	673
올리브인터네셔널	밀크터치, 성분에디터	608
포컴퍼니	아비브	602
빠아	빠아	383
신세계인터네셔널	어뮤즈	368
데이지크	데이지크	242
LG 생활건강(지분 75%)	힌스	218
바람인터네셔널	디어달리아	191
엘씨엠코스메틱	무지개맨션	109

자료: 언론종합, 유진투자증권

주: 라카는 23년 3분기 누적 기준, 힌스는 22년 기준

주: 구다이글로벌은 티르티르, 라카 인수. 스킨천사는 인수중

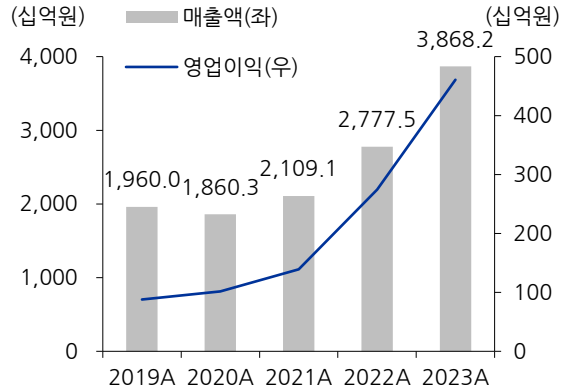
1-2) 인디 브랜드 육성 채널 2nd Round

한국의 인디 브랜드 부흥에 큰 역할을 한 것은 단연 올리브영이다. 올리브영은 국내 시장점유율 1 위의 H&B 스토어이다. H&B 시장 독과점 업체이자 코스메틱 버티컬 커머스 킬러로서 5 조원이 넘는 기업가치를 가진 것으로 추정된다. 싸드 이후 중국인 관광객이 줄어들며 힘을 잃은 화장품 가두점을 점차 대체했다. 대형/중소형 화장품은 고정비가 많이 드는 가두점 출점 대신 올리브영 입점을 택했다. 중소형 보다 더 작은 규모의 인디 브랜드 입장에서도 1,338개의 전국 단위 점포를 보유하고, 온라인과의 확실한 연계가 있고, 인지도를 한번에 높일 수 있는 올리브영은 가능하다면 높은 수수료를 감수하고서라도 입점하고 싶은 채널일 것이다.

최근에는 올리브영의 독주를 막을 대항마들이 속속 나타나고 있다. 무신사, 컬리, 에이블리, 지그재그 등 다양한 이커머스 플랫폼에서 화장품의 온라인 판매를 성장의 촉매로 활용하려는 모습이다. 무신사는 2021년 11월 뷰티 전문관을 분리시켰고, 올해 카리나를 앰배서더로 뷰티 카테고리에 힘을 주고 있다. 무신사의 대형 할인 행사인 뷰티 페스타(8/19~9/8) 기간 거래액은 전년동기대비 5.8배 이상 증가했다. 전체 구매자 중 뷰티 상품 구매 고객 비율은 22%를 기록했다. 이 중 28%는 남성 고객이 차지하며 남성 고객 비중이 높은 무신사의 뷰티 카테고리 성장 가능성을 보여줬다. 컬리는 2022년 11월 기준 식품 빠른 배송에서 힌트를 얻어 화장품도 배송 서비스에 포함한 뷰티컬리 서비스를 런칭했다. 이에 런칭 1년만에 누적 거래액 3,000억원, 누적 주문건수 600만건을 달성했다.

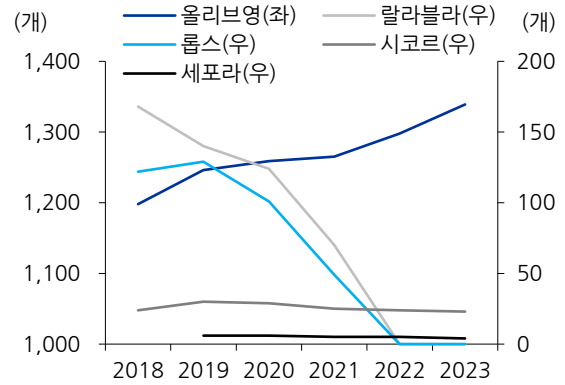
다이소는 현시점 오프라인에서 올리브영에 그나마 대적할만한 채널이다. 매장수도 전국에 1,519개를 운영하고 있고, 화장품 입점 브랜드도 26개(260여종)까지 늘었다. 화장품 매출 성장률은 전년대비 85%를 기록했는데, 이는 다이소 연간 매출 신장률인 9.7%를 훨씬 뛰어넘는다. 다이소의 화장품 매출 신장률은 2021년 52%, 2022년 50%로 고성장을 갱신 중이다.

도표 83. 올리브영 매출액 및 영업이익 추이



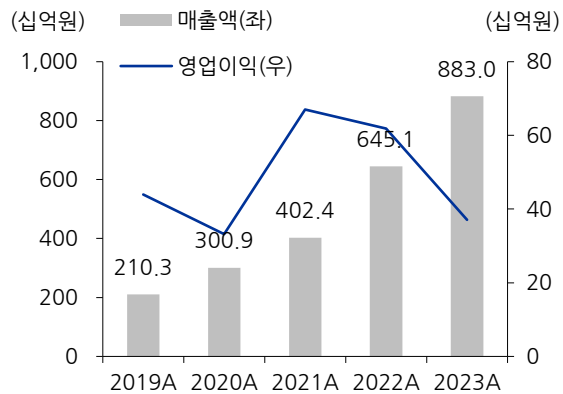
자료: 언론종합, 회사자료, 유진투자증권

도표 84. 기업별 H&B 스토어 점포수



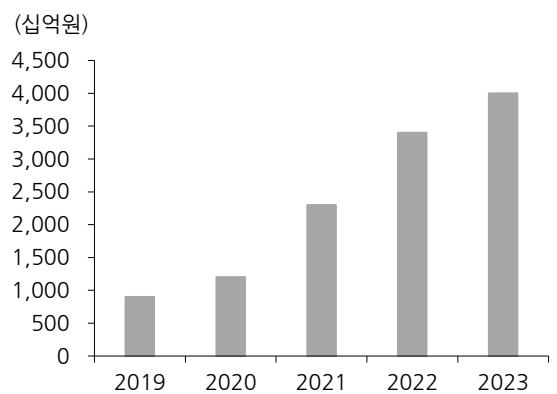
자료: 언론종합, 회사자료, 유진투자증권

도표 85. 무신사 매출액 및 영업이익 추이



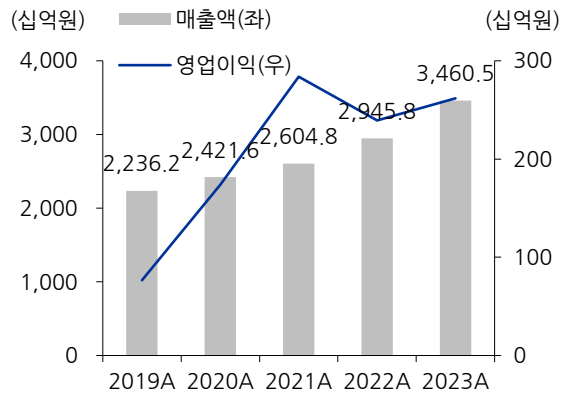
자료: 언론종합, 회사자료, 유진투자증권

도표 86. 무신사 거래액 추이



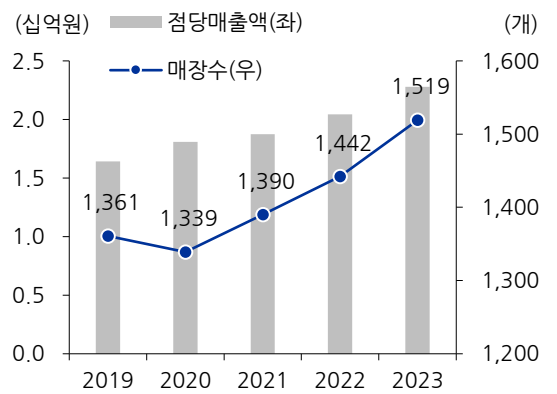
자료: 언론종합, 회사자료, 유진투자증권

도표 87. 다이소 매출액 및 영업이익 추이



자료: 언론종합, 회사자료, 유진투자증권

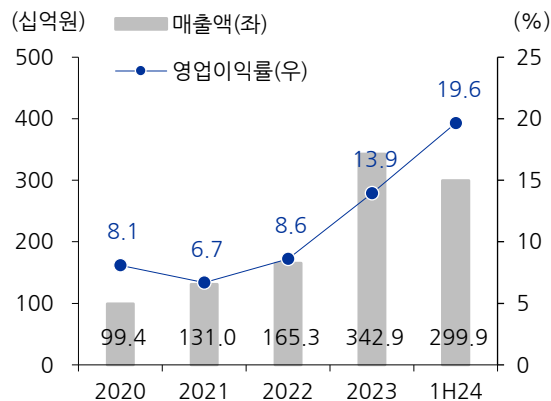
도표 88. 다이소 점당매출액 및 점포수 추이



자료: 언론종합, 회사자료, 유진투자증권

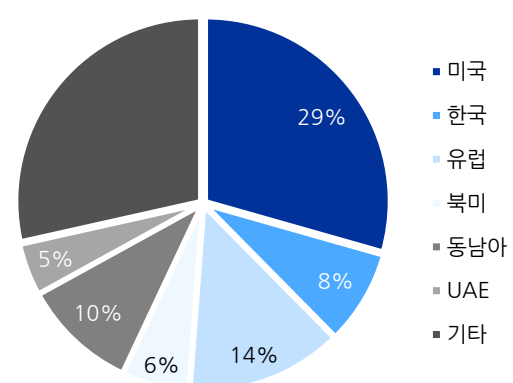
화장품에 대한 전세계의 수요는 실리콘투라는 기존에 없던 역직구플랫폼을 만들어냈다. 실리콘투는 스타일코리안(Stylekorean.com)이라는 K-Beauty 플랫폼을 운영하며, 300 여개 브랜드, 170 개 이상의 국가를 커버하고 있다. 매출액은 2023 년 3,429 억원에서 2024 년 2 분기 2,999 억원을 기록했다. 이미 올해 상반기 매출이 작년 연간에 달한다. 매출 구성은 CA(해외 유통 사업자) 84%, 풀필먼트(브랜드 운영/배송 대행) 14%, PA(해외 개인 소비자) 3% 이다. 2 분기 기준 국가별 매출 비중을 보게 되면 1 위인 미국(29.4%)가 압도적이지만 인도까지 포함한 한국 비중 8.2%, 유럽 전역을 포함한 폴란드/네덜란드 비중 13.6%에 달한다. 동남아(말레이시아, 인도네시아, 캄보디아) 비중은 10%, 중동 소비의 중심 UAE 비중도 4.5%로 그야말로 전세계에서 매출이 급등하고 있다.

도표 89. 실리콘투 매출액 및 영업이익 추이



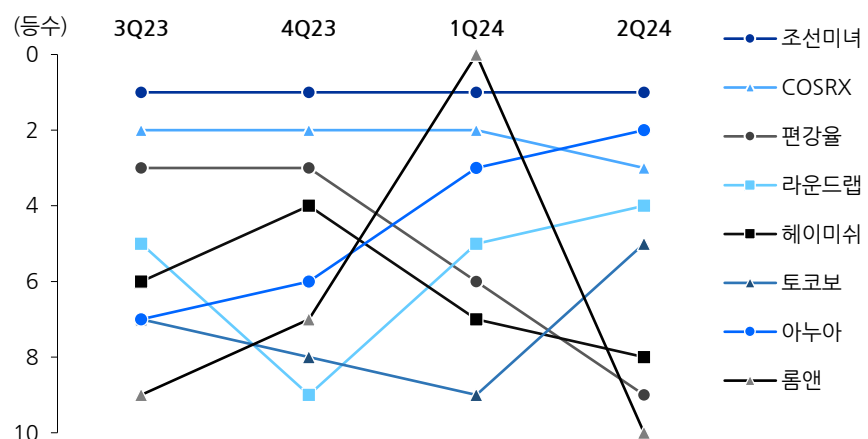
자료: 언론종합, 회사자료, 유진투자증권

도표 90. 실리콘투 권역별 매출 비중



자료: 회사자료, 유진투자증권

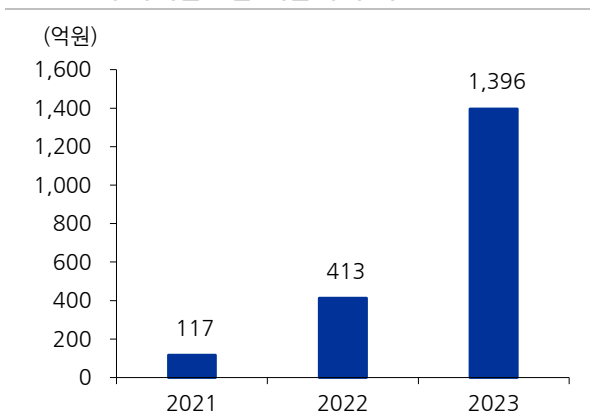
도표 91. 실리콘투 브랜드 매출 순위 추이



자료: 회사자료, 유진투자증권

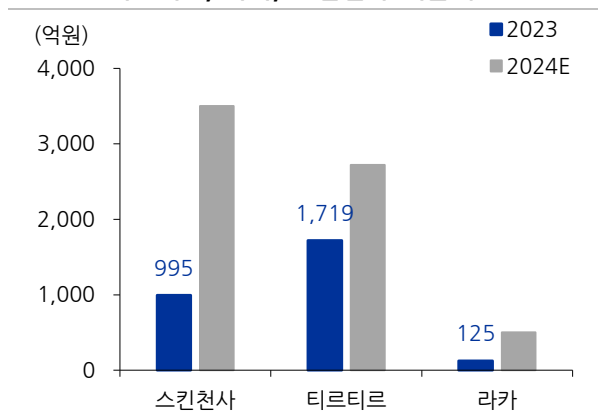
또한 한국의 로레알이라고 불리는 구다이글로벌이라는 회사도 인디 브랜드의 부흥을 이끄는 유통 회사이다. 2015 년 설립된 글로벌 화장품 유통 회사가 모태이다. 조선미녀 브랜드의 독점 판권을 2~3 년간 운영하다가, 2019 년 인수 후 모던 한방 화장품으로 리브랜딩했다. 아마존 기초 화장품 카테고리 베스트셀러에 오르며 2023 년 매출액 1,400 억원을 기록했다. 최근에는 티르티르, 라카, 스킨천사 등 해외 매출이 발생하는 인디 브랜드를 차례로 인수했다. 2024 년 매출액은 조선미녀만으로 3,000억원 이상일 것으로 추정된다. 여기에 인수가 완료된 티르티르, 라카의 매출이 합쳐진다면 보수적으로 2,000 억원의 매출이 추가된다. 스킨천사(크레이버코퍼레이션)과는 주식매매계약을 9 월 체결했다. 인수가는 3,000 억원대로 출자 금액 구성은 구다이글로벌은 30%, FI(더터닝포인트, 미래에쿼티파트너스)은 70%이다.

도표 92. 구다이글로벌 매출액 추이



자료: 언론종합, 유진투자증권

도표 93. 티르티르, 라카, 스킨천사 매출액



자료: 언론종합, 유진투자증권

도표 94. 구다이글로벌 인수 브랜드

브랜드	형태	시기	인수 금액	23년 매출액	중점 국가
스킨천사	주식매매 계약 체결	2024.09	3,000 억원 (출자 금액 중 30% 구다이글로벌, 70% FI)	995	미국, 동남아, 일본, 중국, 유럽
라카	인수	2024.07	425 억원(지분 88%)	3분기 누적 125 억	일본
티르티르	인수	2024.04	1,500 억원(100%)	1,719	일본, 미국
조선미녀	인수	2019	-	1,400	미국, 동남아

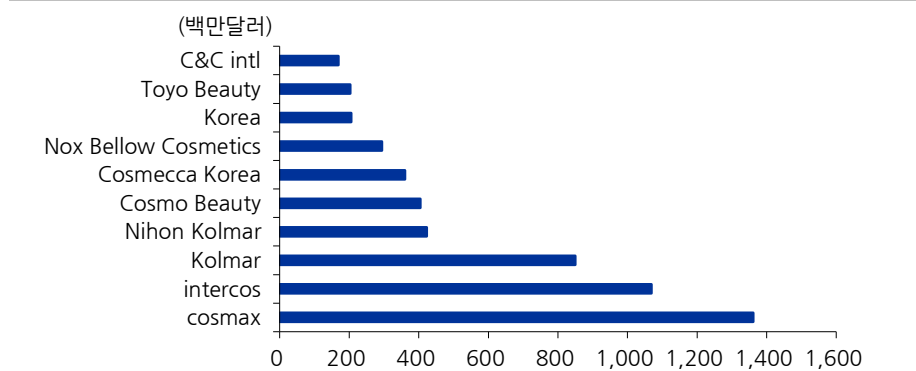
주: 언론종합, 유진투자증권

2) 캐파 확대

ODM 기업들은 국내 및 해외의 쏟아지는 수요를 맞추기 위해 생산 능력을 증설하고 있다. 코스맥스와 한국콜마의 글로벌 고객사는 2024년 2분기 기준 2,300개까지 늘었다. 한국 인디 브랜드 뿐만 아니라 해외 브랜드 고객사도 한국 ODM을 찾고 있다는 의미이다. 한국의 코스맥스, 한국콜마는 이탈리아의 인터코스와 함께 세계 3대 화장품 ODM 기업으로 꼽힌다. 매출액 기준 코스맥스는 글로벌 1위 화장품 제조 기업이다.

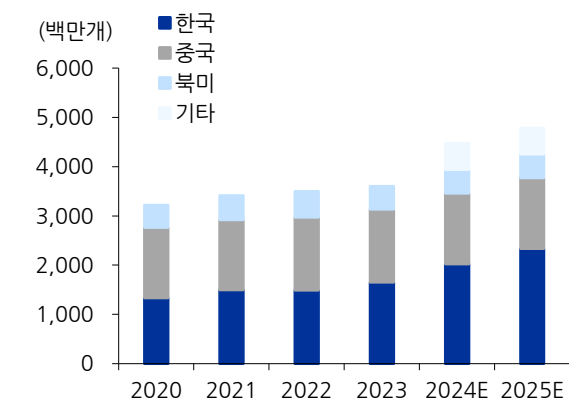
한국 대형 ODM 4사 캐파를 합산하면 연간 47.8억개이다. 코스맥스는 연간 최대 25.6억개, 한국콜마는 10.2억개를 생산할 수 있는 능력을 갖췄다. 코스맥스는 미국, 태국, 인도네시아 공장 증설을 계획하고 있다. 한국콜마는 한국, 미국 공장에 대한 투자 집행 중이다. 신규 공장 증설 외에도 생산시설 재배치, 작업 인력 숙련도 증가 등 간접적인 방법으로도 생산성을 높이고 있다.

도표 95. 글로벌 ODM 기업 매출



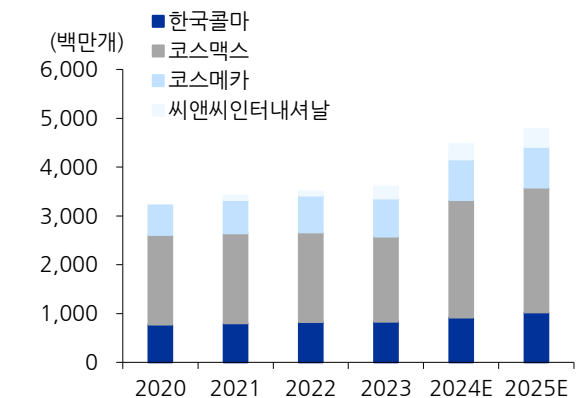
자료: 언론종합, 유진투자증권

도표 96. 대형 ODM 4사 국가별 합산 CAPA



자료: 회사자료, 유진투자증권

도표 97. 대형 ODM 4사 합산 CAPA



자료: 회사자료, 유진투자증권

도표 98. 대형 ODM 4사 국가별 합산 CAPA

(백만개)	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
한국	1,336	1,495	1,488	1,651	2,023	2,335
중국	1,426	1,425	1,481	1,485	1,437	1,436
북미	453	492	531	468	480	482
기타	-	-	-	-	530	530
총계	3,215	3,412	3,500	3,603	4,470	4,783

자료: 회사자료, 유진투자증권

도표 99. 대형 ODM 4사 합산 CAPA

(백만개)	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
코스맥스	1,831	1,842	1,838	1,747	2,407	2,563
한국콜마	776	799	827	833	919	1,021
코스메카	608	686	750	781	832	832
씨앤씨인터내셔널	0	85	85	243	312	367
총계	3,215	3,412	3,500	3,603	4,470	4,783

자료: 회사자료, 유진투자증권

ODM의 캐파 확장 시, 1) 바이어 수요 지속성과 2) 신규 플레이어 등장에 관련 된 우려는 항상 따라다닌다. 첫번째 우려는 수요 증가 지속성인데, 앞서 브랜드 부분에서 충분한 글로벌 시장 성장성에 대해 언급했다. 두번째 우려는 ODM의 신규 플레이어 등장에 따른 시장점유율 하락이다. ODM은 화장품 밸류체인 상 가장 높은 진입 장벽을 갖고 있다. 브랜드, 부자재, 원료 순으로 진입 장벽이 낮다. 화장품 ODM은 화장품의 제조 레시피를 직접 만들 수 있는 역량을 지녔다. 매년 연구 비용으로 매출의 5~7%까지 지출해왔다. 인디 브랜드가 원하는 컨셉을 보여주면, ODM 기업이 원료와 기술로 완제품을 생산해낸다. 그렇기 때문에 브랜드사 화장품의 제조 레시피를 ODM사에서 보유하고 있다. 또한, 레시피 보안, 생산 수율 같은 이유로 ODM사를 변경하기도 어렵다.

미국 화장품 규제 현대화법인 MoCRA는 2024년 7월부터 시행되었다. 기존 VCRP(Voluntary Cosmetic Registration Program)를 통해 기업의 자율적인 업체 등록 및 제품 리스팅에서 시설 및 제품 등록을 의무화했다. 국내 대형 ODM(코스맥스, 한국콜마, 코스메카, 씨앤씨인터내셔널)은 규정에 맞추어 시설 등록을 마쳤다. 국내 대형 브랜드사(LG생활건강, 아모레퍼시픽)도 세부 규정에 맞추어 제품을 판매 중이다.

도표 100. MoCRA(Modernization of Cosmetics Regulation Act) 법안

정의	화장품 규제 현대화 법으로 미국에서 화장품을 판매하는 경우 반드시 지켜야하는 법률 2022년 미국에서 제정되어 24년 7월 1일부터 발효
규제 변화	기존(OTC 외 화장품 자율적 진행) ■ 자외선 방지 효능이 함유된 제품만 OTC(일반의약품) 승인 관련 법안: '연방 식품, 의약품 및 화장품 법(1938년 제정) ■ 그 외의 화장품은 기업들이 자율적으로 업체 등록 및 제품 리스팅 진행 관련 법안: VCRP(Voluntary Cosmetic Registration Program, 자율등록규제) 변경(FDA, 식품의약품 승인) ■ 모든 화장품에 FDA, 미국 식품의약품 승인 필수 관련 법안: MoCRA(Modernization of Cosmetics Regulation Act)
화장품 범주(FDA 기준)	유아용, 목욕, 메이크업, 향수, 헤어케어, 헤어컬러, 메니큐어, 구강, 개인 청결, 면도, 스킨케어, 선텐, 문신 등 제품
주요 규정	시설 및 제품 등록 의무화 제품 안전성 입증 ■ 라벨링 규제 ■ 우수 제조 관행 가이드라인 표준화 ■ 유해 사례 보고 및 관리 ■ 활석 및 과불화화합물 함유(Talc and PFAS)
대응 현황	■ 코스맥스: 한, 미 공장 화장품 제조 시설 및 의약품 제조 시설 FDA 승인 완료 ■ 한국콜마: 시설 등록 완료 ■ 코스메카: 잉글우드랩, 코스메카 코리아 GMP 인증 완료 공장으로, 모크라 법안의 시설등록 완료 ■ LG 생활건강: 미국 진출한 'Belief' 모크라 규제에 맞춰 판매 중 ■ 아모레퍼시픽: 설화수, 라네즈 등 모크라 가이드와 세부 규정에 맞춰 판매 중

자료: 언론종합, 유진투자증권

도표 101. Global Peers

(십억달러, %, 배)			2024E						2025E					
국 가	기업명	시가 총액	매출 yoy	EPS yoy	PER	PBR	EV/EB ITDA	ROE	매출 yoy	EPS yoy	PER	PBR	EV/EB ITDA	ROE
한 국	애경산업	0.37	9.0	6.3	9.3	1.1	4.5	13.1	9.4	12.2	8.2	1.0	4.1	13.5
	아모레퍼시픽	6.46	8.9	255.5	15.8	1.8	16.7	11.5	14.7	-31.3	23.0	1.7	11.2	7.3
	클리오	0.43	20.6	40.3	14.6	2.3	8.8	17.4	14.4	15.0	12.7	2.0	7.3	19.3
	LG 생활건강	4.28	2.5	150.5	17.1	1.1	6.2	6.1	3.6	11.6	15.3	1.0	5.8	6.6
	신세계인터	0.37	0.7	43.8	8.6	0.5	5.9	6.5	5.6	22.6	7.0	0.5	5.3	7.6
	C & C	0.74	43.4	53.8	20.2	4.4	16.5	24.5	24.9	14.2	17.7	3.5	12.5	22.0
	코스맥스	1.11	20.6	79.8	14.4	3.2	7.6	25.4	13.1	25.0	11.5	2.5	6.7	24.5
	코스메카	0.77	19.1	78.6	25.7	4.8	13.6	20.9	15.4	26.8	20.3	3.8	11.3	21.2
	한국콜마	1.33	15.2	1,519	20.3	2.3	11.2	12.3	10.1	45.3	14.0	2.0	9.7	15.6
중 국	Dongpeng	0.98	-5.4	-7.5	10.4	0.8	5.2	7.8	6.0	9.6	9.5	0.8	5.1	8.3
	Marubi	1.50	30.5	42.3	28.3	2.9	22.2	10.4	23.9	25.6	22.5	2.7	17.5	12.3
	Haoyue	0.83	10.2	9.4	12.0	1.7	7.8	14.1	11.1	22.1	9.8	1.5	6.7	14.9
	Proya	5.24	29.5	30.2	23.6	6.7	16.7	29.8	23.0	23.5	19.1	5.3	13.5	29.0
	Chicmax	1.95	70.3	90.0	15.4	5.1	11.8	34.6	25.2	30.4	11.8	3.8	9.4	35.3
	상하이자화	1.55	0.0	-5.1	22.6	1.3	12.3	6.1	7.3	14.7	19.7	1.3	11.4	6.7
	잇센홀딩스	0.36	1.2	39.5	-	0.6	-	-4.1	5.7	128.5	50.8	0.6	3.9	1.4
	베이타이니	2.82	22.6	29.7	20.2	3.0	14.3	14.9	17.5	20.6	16.7	2.6	12.0	15.8
유 럽	바이어스도르프	36.52	5.0	12.9	30.8	3.5	16.3	11.3	5.0	11.6	27.6	3.2	15.1	11.9
	헨켈	37.78	1.1	21.5	14.0	1.5	9.5	10.4	2.7	7.1	13.1	1.4	9.0	10.5
	로레알	227.99	6.6	5.5	30.0	6.4	20.3	22.1	6.3	9.7	27.3	5.8	18.9	21.7
	LVMH	344.51	1.1	-2.3	20.8	4.5	12.2	22.9	6.2	8.3	19.2	4.0	11.4	22.2
	유니레버	162.86	2.3	11.3	20.3	7.6	13.8	38.7	3.6	8.4	18.7	6.9	13.0	37.3
일 본	판클	2.54	7.0	77.7	38.8	4.2	19.9	11.5	6.5	13.9	33.9	4.0	18.3	12.2
	KA0	22.58	4.8	145.9	30.3	3.2	14.1	10.8	2.6	14.5	26.4	3.1	12.8	11.8
	KOSE	3.79	8.4	41.1	31.4	1.9	13.2	5.9	4.5	11.2	28.2	1.9	11.4	6.5
	시세이도	10.44	4.7	-9.8	77.1	2.4	15.3	3.2	4.8	190.5	26.5	2.3	11.3	9.0
미 국	콜게이트	84.77	3.9	10.3	29.1	146.3	18.4	569.8	3.8	8.9	26.7	94.7	17.3	332.0
	코티	7.83	10.2	-30.2	20.5	1.9	10.8	9.5	5.7	51.4	16.1	1.9	9.9	11.8
	에프 뷰티	6.18	76.9	91.6	36.7	10.4	27.7	33.7	28.8	10.4	31.2	7.4	20.8	27.3
	에스티 로더	32.89	-1.9	-25.1	41.2	5.9	16.5	14.4	0.5	13.0	31.3	6.2	14.4	20.7
	존슨앤드존슨	386.60	3.9	1.0	16.0	5.2	12.8	33.0	3.0	6.9	15.0	4.7	12.0	33.8
	프록터&갬블	404.76	2.5	11.7	26.3	8.4	18.6	32.9	2.6	5.6	24.8	7.7	17.6	32.6
	샐리 뷰티	1.34	-0.3	-9.2	7.9	2.1	5.1	31.9	1.1	7.1	7.3	1.7	5.2	28.0
	얼타 뷰티	18.95	9.8	8.4	15.8	8.6	9.8	59.7	-0.3	-10.6	17.3	7.8	10.9	46.5

자료: Bloomberg, 유진투자증권

기업분석

[LG 생활건강\(051900.KS\)](#)
BUY(신규) / TP 500,000 원
중국 Check!

[아모레퍼시픽\(090430.KS\)](#)
BUY(신규) / TP 200,000 원
신입 Check!

[코스맥스\(192820.KS\)](#) Top pick
BUY(신규) / TP 210,000 원
캐파 Check!

[한국콜마\(161890.KS\)](#) 차선희주
BUY(신규) / TP 110,000 원
수주 Check!

LG 생활건강 (051900.KS)

중국 Check!

투자의견

BUY(신규)

목표주가

500,000 원(신규)

현재주가

383,500 원(09/27)

시가총액

5,990(십억원)

유통/패션/화장품 이해니_02)368-6155_hnlee@eugenefn.com

- 3Q24E 매출액 1.72조원(-1.4%, 이하 yoy), 영업이익 1,316억원(+2.4%), OPM 7.6%를 전망한다.
- 2024E 매출액 6.89조원(+1.3%), 영업이익 5,398억원(+10.8%), OPM 7.6%를 예상한다.
- 작년 하반기부터 지속된 더후의 리브랜딩 효과가 내년부터는 중국 실적에 반영되며 흑자전환 가능성이 높아진다.
- 중국 매출액은 2024년 9.5% 증가할 것으로 추정한다. 수익성은 마케팅비 집행으로 적자개선 수준에 그친다.
- 중국 정부가 2024년 9월 추가 발표한 경기 부양책 시행에 따른 소비 촉진 수혜가 기대된다.
- 중국 외 국가 매출 다각화 일환으로 빌리프, 더페이스샵, 피지오겔의 미국 마케팅 강화 및 영업권 확장 중이다.
- 화장품 북미 매출은 2024년 -1.4%로 소폭 역신장을 예상, 2025년에는 +4.9%를 추정한다.
- 투자의견 BUY로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 500,000원이다.

주가(원,9/27)	383,500
시가총액(십억원)	5,990

발행주식수	15,618천주
52주 최고가	480,000원
최저가	300,000원
52주 일간 Beta	1.13
60일 일평균거래대금	223억원
외국인 지분율	27.3%
배당수익률(2024F)	0.9%

주주구성	
LG(외 3인)	34.0%
국민연금공단(외 1인)	9.1%

주가상승	1M	6M	12M
절대기준	11.0	-2.2	-14.1
상대기준	12.5	1.7	-21.6

	현재	직전	변동
투자의견	BUY	-	신규
목표주가	500,000	-	-
영업이익(24)	540	-	-
영업이익(25)	611	-	-

12월 결산(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E
매출액	7,186	6,805	6,891	7,190
영업이익	711	487	540	611
세전손익	418	276	467	540
당기순이익	258	164	339	392
EPS(원)	15,147	9,140	21,275	24,591
증감률(%)	-72.0	-39.7	132.8	15.6
PER(배)	47.7	38.8	18.0	15.6
ROE(%)	4.4	2.7	5.9	6.4
PBR(배)	2.4	1.2	1.2	1.1
EV/EBITDA(배)	11.9	7.3	7.6	7.1

자료: 유진투자증권



투자 포인트

중국 내년 턴어라운드

작년 하반기부터 지속된 더후의 리브랜딩 효과가 내년부터는 중국 실적에 반영되며 흑자전환 가능성이 높아진다. 중국 매출액은 2024년 9.5% 증가할 것으로 추정한다. 다만 올해 하반기까지는 마케팅비 집행이 계속되며 수익성은 적자개선 수준에 그칠 것으로 보인다. 작년 하반기 전략적 마케팅 비용 집행으로 화장품의 중국 부문은 적자전환 했었다. 그 효과가 올해 상반기 탑라인, 바텀라인에서 나타나며 흑자 기조를 보였다. 하반기 중 3분기는 계절적 비수기 영향, 4분기는 온라인 성수기에도 경기 침체 영향에 따라 다소 보수적인 실적을 예상한다. 다만, 내년에는 중국 소비에도 우호적인 환경이 조성된다. 중국 정부가 2024년 9월 추가 발표한 경기 부양책 시행에 따른 소비 촉진 수혜가 기대된다.

미국, 일본도 시작

중국 외 국가에 대한 매출 다각화 중에 있다. 미국 진입을 위해 CNP(빌리프), 더페이스샵, 피시오겔 마케팅 강화 및 영업권 확장 중이다. 화장품 북미 매출은 2024년 -1.4%로 소폭 역신장을 예상, 2025년에는 +4.9%를 추정한다. 빌리프는 이미 세포라에 입점한지 10년된 브랜드로서 올해는 온라인을 강화하고자 얼타, 아마존에 입점했다. 합리적인 가격대에 색조, 기초 라인이 모두 탄탄한 더페이스샵은 아마존에 입점했다. 작년 해외 매출 100억원대의 힌스를 비바웨이브로부터 425억원(지분 75%)에 인수했다. 해외 매출의 상당 부분이 일본에서 나오기 때문에 브랜드 재정비 후 일본 매출 발생도 생각해볼 수 있다. 당사는 자체 브랜드도 탄탄하지만 2003년 더페이스샵, 2014년 CNP를 성공적으로 인수한 기록도 있다.

실적 추정 및 목표 추가

3Q24E 매출액 1.72조원(-1.4%, 이하 yoy), 영업이익 1,316억원(+2.4%), OPM 7.6%를 전망한다. 2024E 매출액 6.89조원(+1.3%), 영업이익 5,398억원(+10.8%), OPM 7.6%를 예상한다.

투자의견 BUY로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 500,000원이다.

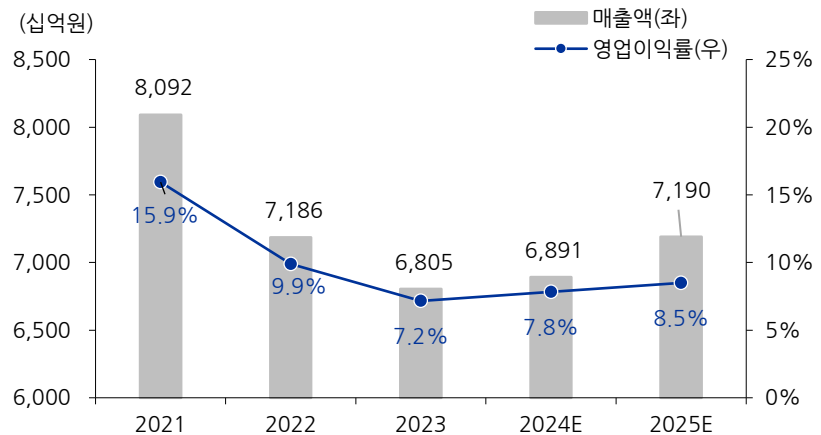
실적 추이 및 전망

도표 102. LG 생활건강 분기별 실적 전망

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24E	2023	2024E	2025E
매출액	1,684	1,808	1,746	1,567	1,729	1,760	1,721	1,682	6,805	6,891	7,190
화장품	702	781	670	664	741	760	661	760	2,816	2,922	3,118
생활용품	563	546	570	503	553	521	558	508	2,182	2,140	2,190
음료	419	481	506	401	434	479	502	413	1,807	1,829	1,883
영업이익	146	158	128	55	151	159	132	99	487	540	611
%	8.7	8.7	7.4	3.5	8.7	9.0	7.6	5.9	7.2	7.8	8.5
화장품	61	70	8	7	63	73	41	48	147	225	275
%	8.7	9.0	1.2	1.1	8.5	9.6	6.2	6.4	5.2	7.7	8.8
생활용품	33	28	47	18	35	34	40	20	125	129	143
%	5.8	5.1	8.2	3.6	6.4	6.5	7.2	3.9	5.7	6.0	6.5
음료	52	60	74	29	53	52	51	30	215	185	193
%	12.4	12.5	14.6	7.3	12.1	10.8	10.1	7.3	11.9	10.1	10.3
지배순이익	91	89	84	-122	107	100	79	47	143	332	384
%	5.4	4.9	4.8	-7.8	6.2	5.7	4.6	2.8	2.1	4.8	5.3
yoy											
매출액	2.4	-3.0	-6.6	-13.3	2.7	-2.7	-1.4	7.3	-5.3	1.3	4.3
화장품	0.3	-8.5	-15.1	-23.7	5.6	-2.7	-1.4	14.6	-12.3	3.8	6.7
생활용품	1.9	0.5	-2.9	-4.5	-1.7	-4.6	-2.1	1.0	-1.3	-1.9	2.3
음료	6.7	3.2	2.4	-2.6	3.6	-0.5	-0.7	3.1	2.4	1.2	2.9
영업이익	-16.9	-27.1	-32.4	-57.6	3.5	0.4	2.4	80.2	-31.5	10.8	13.2
화장품	-11.3	-25.0	-88.2	-90.8	3.1	4.0	410.4	562.9	-52.6	53.7	22.0
생활용품	-40.8	-53.7	-16.8	-3.7	8.3	23.2	-14.1	9.4	-34.0	3.4	10.5
음료	1.2	-5.5	11.3	-5.3	1.0	-13.8	-31.4	3.9	1.4	-13.9	4.3
지배순이익	-16.6	-25.2	-30.1	흑전	16.6	12.5	-6.4	흑전	-39.7	132.8	15.6

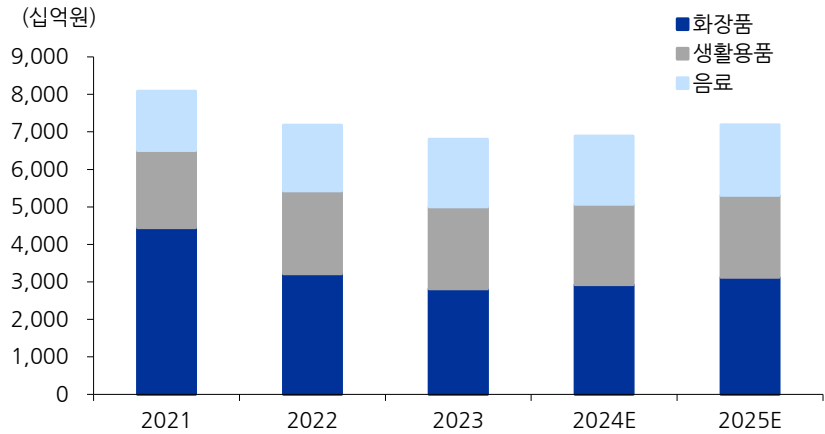
자료: 회사자료, 유진투자증권

도표 103. 연간 실적 추이 및 전망



자료: 회사자료, 유진투자증권

도표 104. 사업부별 매출액 추이



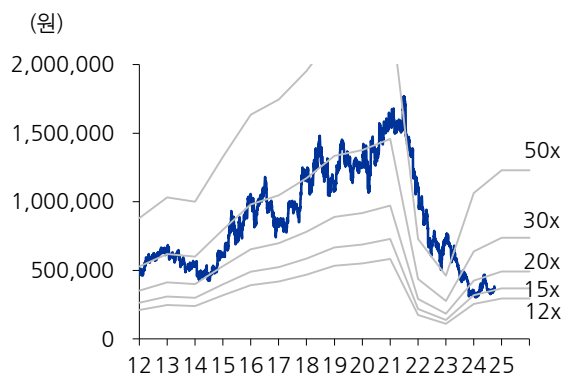
자료: 회사자료, 유진투자증권

도표 105. Valuation

(십억원, 천주, 원, %)	계산	비고
2025년 순이익(십억원)	3,841	
Target PER(배)	21	
적정 시가총액(십억원)	7,279	
주식수(천주)	15,618	
적정 주가(원)	500,000	
현재 주가(원)	387,000	
상승여력(%)	29.2	

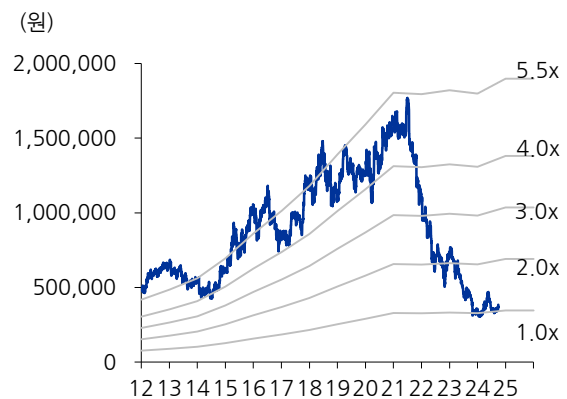
자료: 회사자료, 유진투자증권

도표 106. PER BAND



자료: QuantWise, 유진투자증권

도표 107. PBR BAND



자료: QuantWise, 유진투자증권

기업 개요

당사는 2001년 (주)LG화학에서 분할 신설되어 상장한 화장품 브랜드사로 화장품 이외에도 생활용품, 음료 제조 및 판매 사업을 영위한다. 당사의 전신인 락히화학공업사는 화장품 브랜드 '드봉'을 시작으로 오희, 더후, 숨, 빌리프 등의 브랜드를 런칭하였다. 또한, 음료부터 화장품까지 다수의 브랜드를 인수하여 다각화된 브랜드 포트폴리오를 보유하고 있다.

사업 부문은 제품군에 따라 화장품 제조부문인 Beauty, 생활용품 제조부문인 HDB(Home Care & Daily Beauty), 식음료 부문인 Refreshment로 구분된다.

Beauty 사업 부문은 3가지 사업부 중 핵심부문으로, 2023년 전체 매출 비중의 41%를 차지한다. 그 중 더후는 국내외 시장에서 높은 인지도를 기반으로 당사의 뷰티 매출에 크게 기여하고 있으며, 이외에도 글린트, 프레시안, 힌스 등의 브랜드를 통해 색조 화장품 시장에서의 입지를 확대하고 있다. HDB 사업 부문은 2023년 전체 매출에서 각각 32%, 27%를 차지한다. Refreshment의 핵심 브랜드는 '코카콜라'로, 꾸준한 인기를 보이며 당사의 안정적인 캐시카우 역할을 수행한다. 종속회사인 '코카콜라음료(TCCC)'의 보틀링 파트너로서, TCCC로부터 원액을 구매해 제조 및 판매를 하는 수직 계열화 된 구조를 갖추고 있다.

지역별 매출 비중으로는 2024년 상반기 기준 국내 70%, 중국 12%, 북미 7%, 일본 5%로, 내수와 중국 시장 위주로 구성이 되어있다. 2019년 이후 대외적 환경, 중국 내 화장품 브랜드 경쟁 심화 등의 이유로 중국 및 면세채널 매출이 이 지속 감소하였다. 23년 하반기부터 더 후 리뉴얼로 브랜드력 강화 및 소비 반등 추세가 보인다는 점이 고무적이다.

주요주주는 (주)LG 34%, 국민연금공단 10%, 기타소액주주 52%이다.

도표 108. LG 생활건강 Beauty 브랜드

브랜드명	구분	런칭연도	비고
더후	자체	2003	
VDL	자체	2012	
비온드	자체	2005	
프레시안	자체	2022	비건 쿠션, 립밤
리튬	인수	2012	이너뷰티 / 2017년 프리미엄 건기식 브랜드 '리튬' 인수
오희	자체	1997	
더페이스샵	인수	2003	2009년 LG 생활건강이 인수 / 2013년 캐나다 Fruits&Passion 인수 / 2019 AVON 광저우 공장 인수
수려한	자체	2003	
팜알엑스	자체	2021	비건 더마 스킨케어 브랜드
생활정원	자체	2018	건기식. 하나미/황후단/진효삼/베이지밸런스
숨 37도	자체	2008	
닥터벨머	자체	2016	
이자녹스	자체	1995	
아우어와이	자체	2024	클린뷰티 라이프스타일 브랜드. 스킨케어/퍼스널케어/뽀케어/이너케어
보떼	자체	-	스타일 라이프 샵
CNP	인수	2000	2014년 LG 생건 인수
예화담	자체	2016	
글린트	자체	2020	
VDMOV(비디모브)	자체	2017	
네이처컬렉션	자체	2016	뷰티브랜드 편집샵
빌리프	자체	2010	
탐시	자체	2017	
코드글로컬러	자체	2014	실용뷰티브랜드
어글리러블리	자체	2023	패드/마스크팩. 못난이 농작물 업사이클링 원료 + 재생소재 -> 용기 제작
힌스	인수	2023	비바웨이브로부터 425억원에 지분 75% 인수. 국내 매출 50%, 해외 매출 50%

자료: LG 생활건강, 언론종합, 유진투자증권

도표 109. LG 생활건강 Refreshment 브랜드

브랜드명	부문	구분	런칭연도	비고
코카콜라	스파클링	인수	1887	2007년 LG 생활건강이 '한국코카콜라보틀링' 인수
스프라이트	스파클링	인수	1961	
닥터페퍼	스파클링	인수	1885	한국에서는 코카콜라가 위탁판매
환타	스파클링	인수	1940	한국 유통권 소유
암바사	스파클링	인수	1982	코카콜라사의 밀크소다 제품.
씨그램	스파클링	인수	2014	코카콜라의 탄산수 브랜드
미닛메이드	주스	인수	1945	1960년 코라콜라컴퍼니에 인수
코코팜	주스	인수	1995	해태 htb가 생산 판매 중. 2011년 LG 생활건강이 '해태음료(주)' 인수
갈아만든 배	주스	인수		
봉봉	주스	인수		
조지아	커피&티	인수		
태양의 마테차	커피&티	인수		
파워에이드	스포츠 & 에너지음료	인수	1988	코카콜라사 제조
토레타	스포츠 & 에너지음료	인수	2015	코카콜라사 제조
몬스터에너지	스포츠 & 에너지음료	인수	2002	코카콜라사 제조
구론산	스포츠 & 에너지음료	인수	1963	영진약품 제조. 2013년 영진약품 드링크 사업 인수
휘오 다이아몬드 샘물	생수	인수		2009년 다이아몬드샘물(주) 인수
평창수	생수	인수		
글라스 비타민워터	라이프 스타일	인수	1996	코카콜라사 제조

자료: LG 생활건강, 언론종합, 유진투자증권

도표 110. LG 생활건강 HDB 브랜드

브랜드명	부문	구분	런칭 연도	비고
엘라스틴	헤어케어	자체	2001	
오가니스트	헤어케어	자체	2013	
리엔	헤어케어	자체	2005	한방헤어
닥터그루트	헤어케어	자체	2017	탈모헤어
실크테라피	헤어케어	자체	2000	에센스
벨먼	스킨케어	자체	2018	프리미엄 바디케어
온더바디	스킨케어	자체	2011	풋삼푸
피지오겔	스킨케어	인수	2000	2020 피지오겔 사업권 인수/DMT(더마)
강남 glow	스킨케어	자체	2023	
페리오	구강용품	자체	1981	
죽염치약	구강용품	자체	1992	
리치	구강용품	인수	2016	2020 년 존슨앤존슨 오랄케어 브랜드 '리치' 사업권 인수. 칫솔, 치실
유시몰	구강용품	인수	1898	2020 년 존슨앤존슨 오랄케어 브랜드 '유시몰' 사업권 인수. 21 년 한국 론칭
샤프란	세탁용품	자체	1993	섬유유연제
아우라	세탁용품	자체	2017	섬유유연제
한입	세탁용품	자체	2012	소다류
테크	세탁용품	자체	2000	세탁세제
수퍼타이	세탁용품	자체	1985	세탁세제
fil	세탁용품	자체	2016	프리미엄 세탁세제
산소크린	세탁용품	자체	2016	표백제
홈스타	주거용품	자체	1988	락스 세제
자연풍	주거용품	자체	1991	주방세제
풍풍	주거용품	자체	1972	주방세제
SAFE	주거용품	자체	2000	프리미엄 주방세제
아우라	방향/탈취제	자체	2018	프리미엄 방향제/섬유탈취제
샤프란 케어	방향/탈취제	자체	2018	섬유탈취제
베이비언스	베이비&기타	자체	2012	베이비 스킨케어 . 페브릭케어
메소드	베이비&기타	자체	2012	프리미엄 라이프스타일 브랜드. 호텔 캘리포니아 룸애펬브릭, 스마트 클린
시리우스	베이비&기타	자체	2017	펫케어
선물세트	세트	자체	1960	
미니스	세트	자체	2002	여행용 패키지

자료: LG 생활건강, 언론종합, 유진투자증권

도표 111. LG 생활건강 일본 주요 브랜드별 제품

CNP(차앤박)						
제품명	프로폴리스 미스트		인비지블 필링 부스터		안티포어 블랙헤드 클리어 키트	
가격	¥	1,650	¥	3,410	¥	2,650
판매량(개)	12,478		3,989		2,644	
이미지						
빌리프						
제품명	모이스처 밤 토너		클래식 크림		더 트루 크림	
가격	¥	3,300	¥	4,900	¥	4,795
판매량(개)	2,244		1,588		1,144	
이미지						
VDL						
제품명	퍼펙팅 실키 피트 커버 쿠션		컬러 코렉팅 프라이머		치크 스테인 블러셔	
가격	¥	1,250	¥	3,026	¥	2,310
판매량(개)	8,992		15,832		8,280	
이미지						

자료: 큐텐, 유진투자증권

도표 112. LG 생활건강 일본 주요 브랜드별 제품

한스			
제품명	뉴덱스 아이섀도우 팔레트	트루 디멘션 글로우 블러셔	트루 디멘션 래디언스 밤
가격	¥ 4,620	¥ 2,750	¥ 3,300
판매량(개)	107,502	77,262	67,420
이미지			
글린트(Glint)			
제품명	Glint 하이라이터	Glint 립세린	Glint 글리터 젤
가격	¥ 2,630	¥ 2,290	¥ 2,080
판매량(개)	17,209	3,096	4,378
이미지			
LG Daily Beauty			
브랜드	유시몰	유시몰	도미나스
제품명	화이트닝 퍼플 콜렉터 치약	화이트닝 미백 치약	앳클리닉 보르피린 링클샷 앰플
가격	¥ 4,030	¥ 3,750	¥ 3,875
판매량(개)	28,483	21,811	7,790
이미지			

자료: 큐텐, 유진투자증권

도표 113. LG 생활건강 미국 주요 브랜드별 제품

CNP(차앤박)			
제품명	허니 립 버터(프로폴리스 립세린)	허니 세라마이드 토너	프로폴리스 에너지 세럼
가격	\$ 14	\$ 24.90	\$ 18.99
전월 판매량(개)	10,000+	400+	200+
이미지			
빌리프			
제품명	더 트루 크림 - 아쿠아밤	아쿠아밤 쿨링 아이 젤	더 트루 크림 - 모이스처링 밤
가격	\$ 36	\$ 30	\$ 36
전월 판매량(개)	3,000+	1,000+	1,000+
이미지			
한스			
제품명	트루 디멘션 래디언스 밤	세컨드 스킨 메쉬 매트 쿠션	무드 인해서 립 글로우
가격	\$ 24	\$ 26	\$ 17
전월 판매량(개)	300+	100+	50+
이미지			

자료: 아마존, 유진투자증권

도표 114. LG 생활건강 미국 주요 브랜드별 제품

피지오겔						
제품명	카밍 릴리프 페이스얼 크림		바이오 컨디셔닝 에센스		레티놀 슈퍼 바운스 세럼	
가격	\$ 23.99		\$ 24.90		\$ 18.99	
전월 판매량(개)	900+		74,603		20,629	
이미지						
VDL						
제품명	허브 립세린		치크 스테인 블러셔		루마레이어 프라이머	
가격	\$ 19.99		\$ 24.09		\$ 24.90	
전월 판매량(개)	200+		-		50+	
이미지						
glint						
제품명	스틱하이라이터		리퀴드 젤 하이라이터		듀이 하이라이터	
가격	\$ 23.70		\$ 19.90		\$ 23.00	
전월 판매량(개)	50+		-		-	
이미지						

자료: 아마존, 유진투자증권

LG생활건강(051900.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
자산총계	7,303	7,220	7,734	8,100	8,491
유동자산	2,284	2,430	3,054	3,499	3,961
현금성자산	678	928	1,468	1,850	2,248
매출채권	604	571	678	706	733
재고자산	955	885	863	898	932
비유동자산	5,019	4,791	4,679	4,601	4,531
투자자산	534	476	455	474	493
유형자산	2,384	2,307	2,236	2,164	2,099
기타	2,101	2,008	1,988	1,963	1,939
부채총계	1,834	1,671	1,815	1,859	1,904
유동부채	1,163	1,090	1,223	1,257	1,291
매입채무	693	749	810	843	876
유동성이자부채	282	222	293	293	293
기타	188	119	120	121	122
비유동부채	671	582	592	602	613
비유동이자부채	389	319	327	327	327
기타	282	263	264	275	286
자본총계	5,469	5,549	5,919	6,241	6,588
지배지분	5,339	5,433	5,795	6,117	6,464
자본금	89	89	89	89	89
자본잉여금	97	97	97	97	97
이익잉여금	5,542	5,604	5,877	6,199	6,546
기타	(389)	(357)	(268)	(268)	(268)
비지배지분	130	115	124	124	124
자본총계	5,469	5,549	5,919	6,241	6,588
총차입금	671	541	620	620	620
순차입금	(7)	(387)	(848)	(1,230)	(1,628)

현금흐름표

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업현금	497	659	657	468	487
당기순이익	258	164	339	392	419
자산상각비	288	270	186	109	102
기타비현금성손익	391	266	173	(20)	(20)
운전자본증감	(200)	113	(37)	(29)	(29)
매출채권감소(증가)	13	24	(105)	(27)	(27)
재고자산감소(증가)	62	75	35	(35)	(35)
매입채무증가(감소)	(65)	39	41	33	33
기타	(209)	(25)	(8)	1	1
투자현금	(197)	(141)	(684)	(48)	(50)
단기투자자산감소	76	4	(598)	(25)	(26)
장기투자증권감소	0	4	3	5	5
설비투자	157	152	69	0	0
유형자산처분	34	22	1	0	0
무형자산처분	(5)	(10)	(13)	(12)	(12)
재무현금	(374)	(268)	(40)	(62)	(64)
차입금증가	(161)	(171)	19	0	0
자본증가	(201)	(97)	(59)	(62)	(64)
배당금지급	201	97	59	62	64
현금 증감	(79)	255	(58)	357	373
기초현금	735	655	910	852	1,209
기말현금	655	910	852	1,209	1,582
Gross Cash flow	937	700	723	496	516
Gross Investment	473	32	123	52	53
Free Cash Flow	464	668	600	444	463

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	7,186	6,805	6,891	7,190	7,453
증가율(%)	(11.2)	(5.3)	1.3	4.3	3.7
매출원가	3,169	3,178	3,208	3,311	3,409
매출총이익	4,017	3,627	3,683	3,879	4,043
판매 및 일반관리비	3,306	3,140	3,144	3,268	3,396
기타영업손익	(12)	(5)	0	4	4
영업이익	711	487	540	611	647
증가율(%)	(44.9)	(31.5)	10.8	13.2	5.9
EBITDA	999	757	726	720	748
증가율(%)	(36.1)	(24.2)	(4.1)	(0.7)	3.9
영업외손익	(293)	(211)	(73)	(71)	(69)
이자수익	11	27	31	32	33
이자비용	15	19	17	18	18
지분법손익	7	10	8	7	7
기타영업외손익	(297)	(228)	(94)	(93)	(92)
세전순이익	418	276	467	540	577
증가율(%)	(64.8)	(33.8)	69.0	15.6	6.9
법인세비용	159	113	128	148	159
당기순이익	258	164	339	392	419
증가율(%)	(70.0)	(36.7)	107.2	15.6	6.9
지배주주지분	237	143	332	384	411
증가율(%)	(72.0)	(39.7)	132.8	15.6	6.9
비지배지분	22	21	7	8	8
EPS(원)	15,147	9,140	21,275	24,591	26,294
증가율(%)	(72.0)	(39.7)	132.8	15.6	6.9
수정EPS(원)	15,147	9,140	20,797	24,100	25,790
증가율(%)	(72.0)	(39.7)	127.5	15.9	7.0

주요투자지표

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	15,147	9,140	21,275	24,591	26,294
BPS	301,350	306,665	327,074	345,245	364,817
DPS	4,000	3,500	3,510	3,610	3,710
밸류에이션(배, %)					
PER	47.7	38.8	18.0	15.6	14.6
PBR	2.4	1.2	1.2	1.1	1.1
EV/ EBITDA	11.9	7.3	7.6	7.1	6.3
배당수익율	0.6	1.0	0.9	0.9	1.0
PCR	13.7	9.0	9.4	13.7	13.2
수익성(%)					
영업이익율	9.9	7.2	7.8	8.5	8.7
EBITDA이익율	13.9	11.1	10.5	10.0	10.0
순이익율	3.6	2.4	4.9	5.4	5.6
ROE	4.4	2.7	5.9	6.4	6.5
ROIC	8.3	5.6	7.8	8.9	9.5
안정성(배, %)					
순차입금/자기자본	(0.1)	(7.0)	(14.3)	(19.7)	(24.7)
유동비율	196.5	223.0	249.8	278.4	306.9
이자보상배율	47.9	25.1	31.2	33.8	35.8
활동성(회)					
총자산회전율	1.0	0.9	0.9	0.9	0.9
매출채권회전율	12.0	11.6	11.0	10.4	10.4
재고자산회전율	7.3	7.4	7.9	8.2	8.1
매입채무회전율	9.2	9.4	8.8	8.7	8.7

아모레퍼시픽 (090430.KS)

신입 Check!

투자의견

BUY(신규)

목표주가

200,000 원(신규)

현재주가

152,200 원(09/27)

시가총액

8,903(십억원)

유통/매선/화장품 이해니_02)368-6155_hnlee@eugenefn.com

- 3Q24E 매출액 9,417억원(+6.0%, 이하 yoy), 영업이익 450억원(+160.7%), OPM 4.8% 전망한다.
- 2024E 매출액 3.81조원(+3.8%), 영업이익 2,073억원(+91.6%), OPM 5.4%를 예상한다.
- 2024년 중국 매출액 -34%, 영업이익 적자의 부진을 겪지만, 2025년 매출액 +6% 및 적자개선을 전망한다.
- 올해 부진은 중국 사업부의 대규모 구조 조정(계약구조 변경, 매장 축소, 인력 재배치) 때문이다.
- 중국 사업부가 정상화 되는 시점에 중국 부양책도 시행된다면 실적 개선을 방해할 외부 요인이 없다.
- 코스알엑스 2024년 매출액 4,775억원을 예상한다. 인수 전 OPM 30%대로 수익성 개선에 큰 기여를 할 것이다.
- 투자의견 BUY로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 200,000원이다.

주가(원,9/27)	152,200
시가총액(십억원)	8,903

발행주식수	58,493천주
52주 최고가	200,500원
최저가	105,900원
52주 일간 Beta	0.07
60일 일평균거래대금	606억원
외국인 지분율	32.1%
배당수익률(2024F)	0.7%

주주구성	
아모레퍼시픽그룹(외 16인)	50.2%
국민연금공단(외 1인)	6.4%

주가상승	1M	6M	12M
절대기준	24.4	24.4	24.8
상대기준	25.9	28.3	17.3

	현재	직전	변동
투자의견	BUY	-	신규
목표주가	200,000	-	
영업이익(24)	207	-	
영업이익(25)	463	-	

12월 결산(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E
매출액	4,135	3,674	3,812	4,250
영업이익	214	108	207	463
세전손익	224	281	758	480
당기순이익	129	174	675	384
EPS(원)	2,299	3,079	11,945	6,794
증감률(%)	-30.6	33.9	288.0	-43.1
PER(배)	59.8	47.1	12.7	22.4
ROE(%)	2.8	3.7	13.6	7.2
PBR(배)	2.0	2.0	2.0	1.8
EV/EBITDA(배)	16.6	23.7	28.3	19.4

자료: 유진투자증권



아모레 투자 포인트

중국 적자 사업 구조 개편

중국은 2024 년 매출액 -34%, 영업이익 적자의 부진을 겪을 것으로 예상된다. 2025 년 매출액 +6% 및 적자개선을 전망한다. 올해 부진은 중국 사업부의 대규모 구조 조정 때문이다. 2 분기부터 계약구조 변경, 매장 축소, 인력 재배치 등 할 수 있는 모든 효율화가 이루어지고 있다. 작년 중국 적자 규모는 1,000 억원 대였다. 내년에는 중국 사업부가 정상화 되는 시점에 중국 부양책도 시행되고 있을 것으로 보인다. 소비만 일어나 준다면 실적 개선을 방해할 외부 요인이 없다.

미국 신입 코스알엑스

연결 실적에 편입되는 신규 인수 브랜드 코스알엑스 2024 년 매출액 4,775 억원을 예상한다. 코스알엑스에서 발생하는 글로벌 매출이 중국 사업 안정화에 대한 부진을 상쇄해 줄 것이다. 인수되기 전 영업이익률은 30%대로 추정되며 당사 수익성 개선에 큰 기여를 할 것으로 보인다. 코스알엑스는 2018 년부터 미국, 유럽, 일본 아마존에 입점을 시작하여 현재는 베스트셀러 상위권에 랭크되고 있다. 인수 과정을 살펴보면 2021 년 당사는 코스알엑스 지분 38.4%를 1,818 억원에 취득, 2023 년 10 월 지분 57.6%를 7,551 억원에 매수하는 주식매매계약을 체결했다. 올해 4 월 지분 48%(6,080 억원)를 인수했고, 잔여 지분 9.6%는 2025 년 1,471 억원(미정)에 매입 예정이다.

실적 추정 및 목표 주가

3Q24E 매출액 9,417 억원(+6.0%, 이하 yoy), 영업이익 450 억원(+160.7%), OPM 4.8% 전망한다. 2024E 매출액 3.81 조원(+3.8%), 영업이익 2,073 억원(+91.6%), OPM 5.4%를 예상한다.

투자의견 BUY 로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 200,000 원이다.

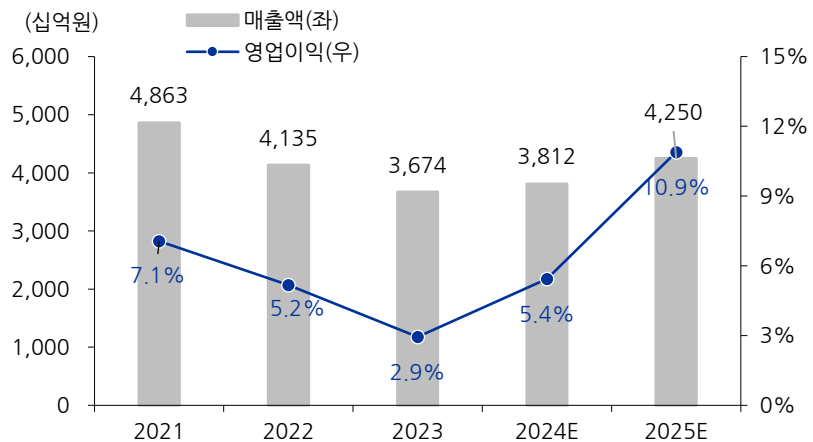
실적 추이 및 전망

도표 115. 아모레퍼시픽 분기별 실적 전망

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24E	2023	2024E	2025E
매출액	914	945	889	926	911	905	942	1,054	3,674	3,812	4,250
국내	552	555	543	560	564	512	520	541	2,211	2,137	2,204
화장품	455	459	446	465	469	423	424	449	1,824	1,764	1,827
생활용품	97	96	98	96	95	89	96	93	386	373	377
해외	345	372	318	357	337	382	403	503	1,392	1,624	1,989
코스알엑스	-	-	-	-	-	94	169	214	-	478	885
영업이익	64	6	17	21	73	4	45	85	108	207	463
%	7.0	0.6	1.9	2.2	8.0	0.5	4.8	8.1	2.9	5.4	10.9
국내	38	37	19	52	49	15	24	42	146	130	168
화장품	35	31	22	48	47	21	24	39	136	130	160
생활용품	4	5	-3	4	2	-5	0	3	10	0	8
해외	32	-33	-8	-34	32	5	6	39	-43	82	232
코스알엑스	-	0	0	0	-	28	49	61	-	139	231
지배순이익	87	22	28	43	79	531	39	50	180	699	397
%	9.6	2.3	3.2	4.6	8.6	58.7	4.1	4.7	4.9	18.3	9.4
yoy											
매출액	-21.6	0.0	-5.1	-14.9	-0.2	-4.3	6.0	13.9	-11.1	3.8	11.5
국내	-24.6	-11.6	-7.5	-11.6	2.1	-7.8	-4.3	-3.4	-14.4	-3.3	3.1
화장품	-25.0	-13.6	-8.9	-12.2	2.9	-7.8	-4.9	-3.5	-15.4	-3.3	3.6
생활용품	-22.9	-0.4	-0.6	-8.4	-2.0	-7.7	-1.5	-3.0	-9.1	-3.5	1.1
해외	-17.9	27.5	-3.6	-18.4	-2.3	2.5	26.9	40.9	-5.9	16.7	22.5
코스알엑스	-	-	-	-	-	-	29.0	28.6	-	29.0	26.2
영업이익	-59.3	흑전	-8.2	-63.7	12.9	-29.5	160.7	313.3	-49.5	91.6	123.4
국내	-65.7	0.3	-34.6	16.6	27.9	-58.7	24.5	-19.6	-34.2	-11.2	29.1
해외	-24.9	적지	적지	적전	0.0	흑전	흑전	흑전	적전	흑전	182.9
코스알엑스	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	67.1
지배순이익	-0.3	흑전	0.2	80.8	-9.9	23.0	38.0	17.1	33.9	288.0	-43.1

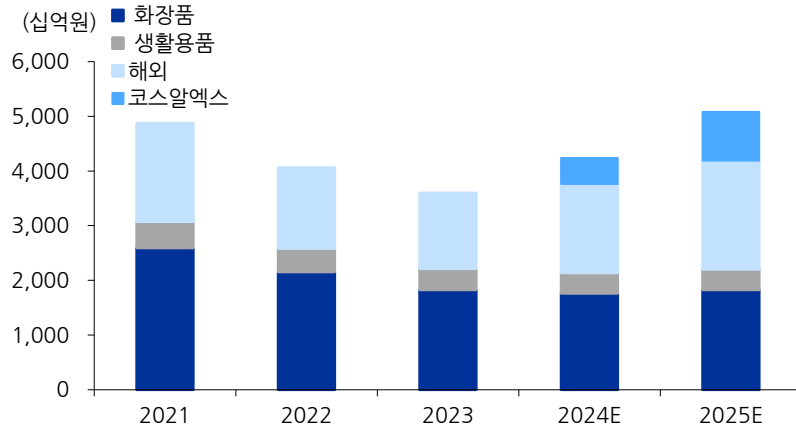
자료: 회사자료, 유진투자증권/ 주: 코스알엑스는 국내 및 해외 실적에 포함

도표 116. 연간 실적 추이 및 전망



자료: 회사자료, 유진투자증권

도표 117. 사업부별 매출액 추이



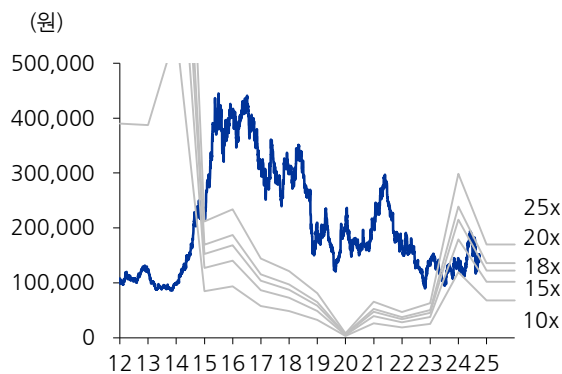
자료: 회사자료, 유진투자증권

도표 118. Valuation

(십억원, 천주, 원, %)	계산	비고
2025년 지배순이익(십억원)	397	
Target PER(배)	31	
적정 시가총액(십억원)	12,263	
주식수(천주)	58,397	
적정 주가(원)	200,000	
현재 주가(원)	152,000	
상승여력(%)	38.2	

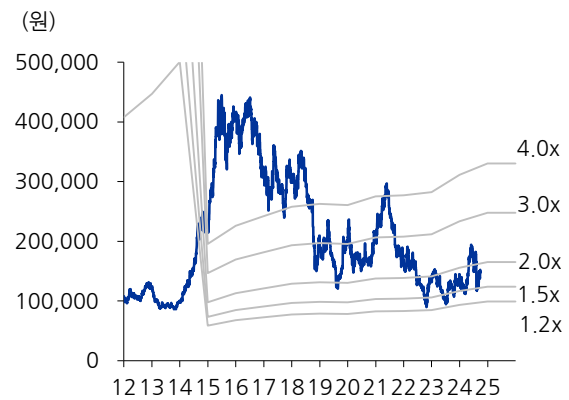
자료: 회사자료, 유진투자증권

도표 119. PER BAND



자료: QuantiWise, 유진투자증권

도표 120. PBR BAND



자료: QuantiWise, 유진투자증권

기업 개요

당사는 2006 년에 (주)태평양으로부터 인적 분할하여 설립된 화장품 브랜드사로 화장품의 제조 및 판매 사업을 영위한다. 당사의 전신인 태평양 화학공업사는 1973 년 국내 최초 한방인삼화장품 브랜드 삼미(현 설화수)를 발매하였으며, 이를 시작으로 헤라, 라네즈, 마장센 등 다수의 브랜드를 런칭하였다. 또한, 에스트라, 코스알엑스와 같은 브랜드와 인수합병을 통해 다양한 브랜드 포트폴리오를 갖추고 있다.

사업 부문은 24 년 상반기 기준 매출의 89%를 차지하는 화장품 부문과 생활용품 브랜드인 DB(Daily Beauty) 로 나뉘어진다. DB 부문의 대표적 브랜드에는 라보에이치, 러, 일리운 등이 있다.

판매 경로는 크게 순수 국내, 면세, 해외 법인 및 수출로 구분 되어있다. 24 년 상반기 기준 판매 경로별 매출 비중은 순수 국내 48%, 면세 11%, 해외 법인 및 수출은 41%으로 구성된다.

2010 년대 중반까지 해외 매출 비중의 약 80%를 차지하던 중국 시장의 비중을 줄이고, 성장 잠재력이 큰 북미, EMEA 지역 중심의 비중국 매출을 늘리는 '글로벌 리밸런싱 전략'을 시행 중이다.

미국 시장은 23 년 미국 매출의 60%를 차지한 라네즈를 필두로, 올 5 월 연결 편입한 코스알엑스까지 합세하여 매출과 이익 단의 성장이 기대된다. 일본 시장에서는 이니스프리, 에뛰드, 라네즈를 중심으로 매스 브랜드로서의 입지를 다져 나가고자 한다.

최대주주인 (주)아모레퍼시픽그룹과 특수관계인 9 명이 50.2%의 지분을 소유하고 있으며, 그 외의 주주는 국민연금공단 7.4%, 소액주주 39.5%이다.

도표 121. 아모레퍼시픽 화장품 브랜드

브랜드명	구분	런칭연도	비고
설화수	자체	1966	1932 윤독경 여사 동백기름으로 시작
라네즈	자체	1994	
이니스프리	자체	2009	
에이피뷰티	자체	2024	
헤라	자체	1995	
프리메라	자체	-	
아이오펜	자체	1996	
마몽드	자체	1991	
한울	자체	2007	
에스쁘아	자체	2015	1999년 아모레의 전신 태평양의 향수 브랜드 기업 '빠팡에스쁘아'로 시작.
에뛰드	자체	1966	
오딧세이	자체	1996	남성 스킨케어 브랜드
바레디	자체	2023	남성 타깃 브랜드 _ 베이스.립밤
홀리추얼	자체	2020	홈에스테틱 브랜드
미모바이마몽드	자체	2024	마몽드 세컨드 브랜드, 다이소 입점
코스알엑스	인수	2013	2021년 인수
에스트라	인수	2012	

자료: 아모레퍼시픽, 언론종합, 유진투자증권

도표 122. 아모레퍼시픽 DB(생활용품) 브랜드

브랜드명	구분	런칭연도	비고
구딸	향수	인수	1981 2011년 프랑스 향수 브랜드 '아늑구딸' 인수
려	헤어	자체	2008
미장센	헤어	자체	2000
라보에이지	헤어	자체	2020 두피 스킨케어 브랜드
아운채	헤어	자체	-
아모스프로페셔널	헤어	자체	1990
롱테이크	헤어	자체	2022
일리운	바디	자체	2012 2012 바디 뷰티케어 브랜드 '일리' 2017년 일리운으로 변경
해피바스	바디	자체	2000
스킨유	바디	자체	2021
메디안	덴탈	자체	1983
젠티스트	덴탈	자체	2022 프리미엄 덴탈케어
메이크온	뷰티 디바이스	자체	2014
바이탈뷰티	이너뷰티	자체	1972 수출용 인삼정, 전진통 출시
오설록	티 걸쳐	자체	1982

자료: 아모레퍼시픽, 언론종합, 유진투자증권

도표 123. 아모레퍼시픽 일본 주요 브랜드별 제품

라네즈						
제품명	립 슬리핑 마스크		네오쿠션		크림스킨 로션	
가격	¥	2,365	¥	3,300	¥	3,630
판매량(개)	203,797		74,603		20,629	
이미지						
	이니스프리					
제품명	레티놀 사카 리페어 세럼		노세범 파우더		그린티 씨드 히알루론산 세럼	
가격	¥	3,960	¥	899	¥	2,710
판매량(개)	560,879		241,139		187,256	
이미지						
	설화수					
제품명	자음생 앰플		퍼펙팅 파운데이션		윤조 에센스	
가격	¥	16,800	¥	8,400	¥	12,600
판매량(개)	12,668		9,399		8,795	
이미지						

자료: 큐텐, 유진투자증권

도표 124. 아모레퍼시픽 일본 주요 브랜드별 제품

아이오페				
제품명	글루타 비타민 C 토닝 앰플		바이오 컨디셔닝 에센스	레티놀 슈퍼 바운스 세럼
가격	¥	6,600	¥	7,200
판매량(개)		53,604		33,983
이미지				
에스트라				
제품명	아토베리아 365 크림		아토베리아 365 세라미드 크림 미스트	아토베리아 365 로션
가격	¥	3,300	¥	2,500
판매량(개)		28,918		8,896
이미지				
코스알엑스				
제품명	RX 더 비타민 C23 세럼		플릿 프로폴리스 시너지 토너	RX 더 6 펩타이드 스킨 부스터 세럼
가격	¥	2,480	¥	2,340
판매량(개)		87,116		79,882
이미지				

자료: 큐텐, 유진투자증권

도표 125. 아모레퍼시픽 미국 주요 브랜드별 제품

라네즈			
제품명	립 슬리핑 마스크	립 글로이 밤	워터 슬리핑 마스크
가격	\$ 21.00	\$ 19.00	\$ 32.00
전월 판매량(개)	10,000+	10,000+	5,000+
이미지			
이니스프리			
제품명	데일리 UV 디펜스 선크림	수퍼 화산송이 모공 마스크	그린티 약산성 클렌징 폼
가격	\$ 18.00	\$ 16.00	\$ 12.00
전월 판매량(개)	10,000+	5,000+	3,000+
이미지			
코스알엑스			
제품명	스네일 96 뮤신 파워 에센스	스네일 92 올인원 크림	더 나이아신아마이드 15 세럼
가격	\$ 16.00	\$ 15.50	\$ 19.50
전월 판매량(개)	100,000+	40,000+	10,000+
이미지			

자료: 아마존, 유진투자증권

아모레퍼시픽(090430.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
자산총계	5,802	5,887	6,644	7,017	7,422
유동자산	1,735	1,952	1,639	2,178	2,527
현금성자산	557	681	188	656	964
매출채권	317	324	424	457	477
재고자산	409	394	474	511	533
비유동자산	4,067	3,934	5,005	4,840	4,895
투자자산	1,234	1,152	930	968	1,007
유형자산	2,475	2,442	2,403	2,400	2,412
기타	358	341	1,672	1,472	1,476
부채총계	1,023	1,014	1,218	1,264	1,296
유동부채	831	813	843	876	895
매입채무	395	374	393	424	442
유동성이자부채	292	299	309	309	309
기타	144	140	141	143	144
비유동부채	191	201	376	388	401
비유동이자부채	65	51	65	65	65
기타	127	150	311	324	337
자본총계	4,779	4,873	5,425	5,754	6,126
지배지분	4,799	4,898	5,376	5,704	6,076
자본금	35	35	35	35	35
자본잉여금	792	794	625	625	625
이익잉여금	4,010	4,101	4,736	5,065	5,437
기타	(38)	(32)	(21)	(21)	(21)
비지배지분	(19)	(25)	50	50	50
자본총계	4,779	4,873	5,425	5,754	6,126
충차입금	357	350	374	374	374
순차입금	(200)	(330)	185	(282)	(591)

현금흐름표

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업현금	151	348	(281)	368	421
당기순이익	129	174	675	384	433
자산상각비	289	252	129	3	(12)
기타비현금성손익	208	16	(1,379)	6	8
운전자본증감	(345)	(36)	(592)	(39)	(22)
매출채권감소(증가)	2	(13)	(80)	(34)	(19)
재고자산감소(증가)	55	(11)	(10)	(38)	(22)
매입채무증가(감소)	(53)	7	(77)	31	18
기타	(349)	(19)	(425)	1	1
투자현금	(69)	(186)	(22)	165	(40)
단기투자자산감소	212	(82)	324	(4)	(4)
장기투자증권감소	0	0	6	4	4
설비투자	99	134	42	0	0
유형자산처분	4	27	2	0	0
무형자산처분	(36)	(39)	194	200	(4)
재무현금	(155)	(99)	(109)	(69)	(76)
차입금증가	(83)	(49)	(38)	0	0
자본증가	(71)	(47)	(74)	(69)	(76)
배당금지급	68	47	63	69	76
현금 증감	(88)	57	(410)	464	304
기초현금	538	450	506	97	561
기말현금	450	506	97	561	865
Gross Cash flow	626	441	316	406	443
Gross Investment	625	140	939	(130)	58
Free Cash Flow	1	301	(623)	537	384

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	4,135	3,674	3,812	4,250	4,543
증가율(%)	(15.0)	(11.1)	3.8	11.5	6.9
매출원가	1,338	1,155	1,161	1,219	1,298
매출총이익	2,797	2,519	2,651	3,031	3,245
판매 및 일반관리비	2,583	2,411	2,444	2,568	2,730
기타영업손익	(18)	(7)	1	5	6
영업이익	214	108	207	463	514
증가율(%)	(37.6)	(49.5)	91.6	123.4	11.1
EBITDA	503	360	336	466	502
증가율(%)	(28.7)	(28.4)	(6.6)	38.6	7.8
영업외손익	10	172	551	17	26
이자수익	9	12	7	15	16
이자비용	12	16	0	0	0
지분법손익	9	39	21	7	7
기타영업외손익	5	138	522	(5)	3
세전순이익	224	281	758	480	541
증가율(%)	(24.6)	25.0	170.1	(36.7)	12.8
법인세비용	95	107	83	96	108
당기순이익	129	174	675	384	433
증가율(%)	(28.5)	34.5	288.0	(43.1)	12.8
지배주주지분	134	180	699	397	448
증가율(%)	(30.6)	33.9	288.0	(43.1)	12.8
비지배지분	(5)	(6)	(24)	(14)	(15)
EPS(원)	2,299	3,079	11,945	6,794	7,663
증가율(%)	(30.6)	33.9	288.0	(43.1)	12.8
수정EPS(원)	2,299	3,079	11,764	6,594	7,445
증가율(%)	(30.6)	33.9	282.1	(43.9)	12.9

주요투자지표

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	2,299	3,079	11,945	6,794	7,663
BPS	69,494	70,933	77,851	82,605	87,996
DPS	680	910	1,000	1,100	1,200
밸류에이션(배, %)					
PER	59.8	47.1	12.7	22.4	19.9
PBR	2.0	2.0	2.0	1.8	1.7
EV/ EBITDA	16.6	23.7	28.3	19.4	17.4
배당수익율	0.5	0.6	0.7	0.7	0.8
PCR	15.2	22.7	33.2	25.9	23.7
수익성(%)					
영업이익율	5.2	2.9	5.4	10.9	11.3
EBITDA이익율	12.2	9.8	8.8	11.0	11.1
순이익율	3.1	4.7	17.7	9.0	9.5
ROE	2.8	3.7	13.6	7.2	7.6
ROIC	2.9	1.6	3.8	6.8	7.6
안정성(배, %)					
순차입금/자기자본	(4.2)	(6.8)	3.4	(4.9)	(9.6)
유동비율	208.8	240.0	194.4	248.7	282.4
이자보상배율	17.5	6.6	n/a	n/a	n/a
활동성(회)					
총자산회전율	0.7	0.6	0.6	0.6	0.6
매출채권회전율	12.7	11.5	10.2	9.6	9.7
재고자산회전율	9.2	9.1	8.8	8.6	8.7
매입채무회전율	7.5	9.6	9.9	10.4	10.5

코스맥스 (192820.KS)

캐파 Check!

투자의견

BUY(신규)

목표주가

210,000 원(신규)

현재주가

144,000 원(09/27)

시가총액

1,634(십억원)

유통/패션/화장품 이해니_02)368-6155_hnlee@eugenefn.com

- 3Q24E 매출액 5,290억원(+15.4%, 이하 yoy), 영업이익 474억원(+42.4%), OPM 9.0%를 전망한다.
- 2024E 매출액 2.13조원(+20.0%, 이하 yoy), 영업이익 1,749억원(51.2%), OPM 8.2%를 예상한다.
- 한국, 중국, 미국, 동남아에 생산 시설을 완비했다. 2024년 생산 능력은 전년대비 38% 증가한 24억개가 되었다.
- 2025년 전체 캐파는 25.6억개를 하단으로 추정한다. 확정된 국내 공장 캐파는 20% 증가한 9.4억개에 도달한다.
- 하반기에도 수주 성장세는 지속된다. 4분기 온라인 쇼핑 이벤트 수요에 대응한 브랜드 수주 가능성이 높다.
- 중국 부양책 시행 시, 중국 앳센(JV) 산하 브랜드 수주 성장이 기대된다.
- 투자의견 BUY로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 210,000원이다.

주가(원,9/27)	144,000
시가총액(십억원)	1,634

발행주식수	11,350천주
52주 최고가	208,000원
최저가	99,800원
52주 일간 Beta	0.06
60일 일평균거래대금	267억원
외국인 지분율	29.9%
배당수익률(2024F)	0.3%

주주구성	
코스맥스비티아이(외 13인)	27.5%
국민연금공단(외 1인)	12.3%

주가상승	1M	6M	12M
절대기준	-4%	-27%	23%
상대기준	-4%	-27%	23%

	현재	직전	변동
투자의견	BUY	-	신규
목표주가	210,000	-	
영업이익(24)	175	-	
영업이익(25)	217	-	

12월 결산(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E
매출액	1,600	1,777	2,133	2,403
영업이익	53	116	175	217
세전손익	6	84	145	172
당기순이익	-16	38	94	112
EPS(원)	1,837	5,034	8,048	11,188
증감률(%)	-72.0	174.1	59.9	39.0
PER(배)	40.3	25.1	17.9	12.9
ROE(%)	3.6	12.1	23.0	25.8
PBR(배)	1.4	4.0	3.8	3.0
EV/EBITDA(배)	11.3	10.7	9.4	8.0

자료: 유진투자증권



투자 포인트

캐파 준비 완료

한국, 중국, 미국, 동남아에 생산 시설을 완비해두었다. 2024 년 생산 능력은 전년대비 38% 증가한 24 억개가 되었다. 2023 년 전체 17 억개에서 국내 공장 1.3 억개가 늘었다. 잔여 캐파 5.3 억개는 2023 년 중국 얏센(Yatsen)사와 JV 설립을 통해 설립한 합작 공장 2억개, 동남아 공장(인도네시아, 태국 공장 3.3억개)의 증분이다. 작년 누적 가동률은 60% 수준으로 화장품의 가동률 상단인 70%에 도달하기 전에 선제적 증설을 한 것으로 보인다. 2025년에는 평택 1 공장의 램프업도 있을 예정이다. 2025 년 전체 캐파는 25.6 억개를 하단으로 추정한다. 확정된 국내 공장 캐파는 20% 증가한 9.4 억개에 도달한다. 인도네시아 신공장, 태국 신공장 물량은 아직 포함하지 않았다. 늘어나는 인디 브랜드의 수요에 원활히 대응 할 수 있을 것으로 보인다.

수주 준비 완료

하반기에도 수주 성장세는 지속될 것으로 보인다. 특히 4 분기 미국 아마존 블랙 프라이데이, 중국의 광군제 등 온라인 쇼핑 이벤트 수요에 대응한 브랜드 수주 가능성이 높다. 특히 중국은 부양책 시행 시, JV를 맺은 얏센의 산하 브랜드 퍼펙트다이어리, 에비스초이스, 핑크베어, 리틀온딘, 닥터우의 수주 성장이 기대된다. 한국은 인디 브랜드의 글로벌 수출 성장이 뒷받침되고 있다. 1 분기 한국, 중국, 미국, 동남아의 매출 성장 흐름을 유지했지만 2 분기 중국, 미국이 시장 기대치 대비 역신장 했었다.

실적 추정 및 목표 주가

3Q24E 매출액 5,290 억원(+15.4%, 이하 yoy), 영업이익 474 억원(+42.4%), OPM 9.0%를 전망한다. 2024E 매출액 2.13 조원(+20.0%, 이하 yoy), 영업이익 1,749 억원(51.2%), OPM 8.2%를 예상한다.

투자의견 BUY로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 210,000 원이다.

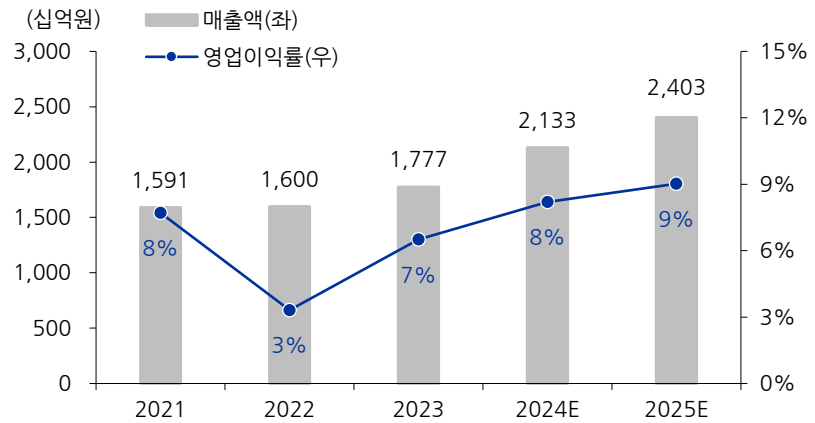
실적 추이 및 전망

도표 126. 코스맥스 분기별 실적 전망

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24E	2023A	2024E	2025E
매출액	403	479	458	437	527	551	529	526	1,777	2,133	2,403
국내	243	278	288	248	315	348	358	320	1,058	1,342	1,516
중국	121	152	122	145	154	147	111	140	540	552	586
상해	92	112	85	111	108	98	69	99	400	373	401
광저우	30	40	37	34	46	50	42	41	141	179	185
미국	27	38	37	38	39	36	38	40	140	152	181
동남아	24	27	30	29	33	35	40	39	111	148	181
인도네시아	19	21	23	22	24	25	30	28	85	107	128
태국	5	7	7	7	9	10	10	11	26	41	52
영업이익	14	46	33	23	45	47	47	35	116	175	217
국내	13	30	26	18	30	35	38	27	87	129	157
국내제외	1	16	7	5	15	12	10	9	29	46	60
%	3.4	9.6	7.3	5.2	8.6	8.5	9.0	6.7	6.5	8.2	9.0
국내	5.4	10.9	9.0	7.1	9.5	9.9	10.5	8.3	8.2	9.6	10.3
해외	0.5	7.8	4.4	2.7	7.3	6.0	5.8	4.2	4.0	5.8	6.8
지배순이익	7	30	15	5	19	34	26	12	57	91	127
%	1.7	6.4	3.3	1.1	3.7	6.1	4.9	2.4	3.2	4.3	5.3
국내	23	9	7	-20	29	30	29	19	18	106	74
중국	4	1	5	3	6	-1	2	3	13	10	26
미국	-13	-10	-12	-14	-3	-10	-3	-2	-50	-18	-13
동남아	3	1	0	-1	1	2	3	2	2	9	12
yoy											
매출액	1.4	18.3	15.5	9.0	30.6	15.1	15.4	20.4	11.1	20.0	12.7
국내	18.6	23.4	39.3	14.4	29.6	25.1	24.4	29.3	23.8	26.9	12.9
중국	-16.5	5.8	-8.9	13.7	26.8	-3.2	-9.2	-3.4	-1.8	2.1	6.2
미국	-40.1	0.1	-19.4	-6.7	43.2	-5.6	1.8	6.1	-17.5	8.9	18.8
동남아	44.2	51.7	18.9	12.2	38.0	29.4	35.0	32.1	28.7	33.5	22.3
영업이익	0.5	167.3	68.7	842.0	229.1	1.4	42.4	56.7	118.1	51.2	24.0
국내	35.0	63.3	121.5	499.2	130.7	13.6	45.2	52.3	102.5	48.4	21.6
국내제외	-81.0	흑전	-7.6	흑전	1,877.7	-22.2	32.9	72.2	182.1	59.5	30.4
지배순이익	-56.1	165.0	34.7	흑전	187.0	10.5	71.3	160.3	174.1	59.9	39.0
국내	119.2	-63.0	-69.0	적지	27.6	247.7	327.2	적지	흑전	484.4	-30.2
중국	-66.4	0.9	-37.8	흑전	61.1	적전	-60.6	-5.6	흑전	-23.4	168.0
미국	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지
동남아	9,787.9	흑전	적지	적전	-48.2	224.7	흑전	흑전	흑전	366.8	33.2

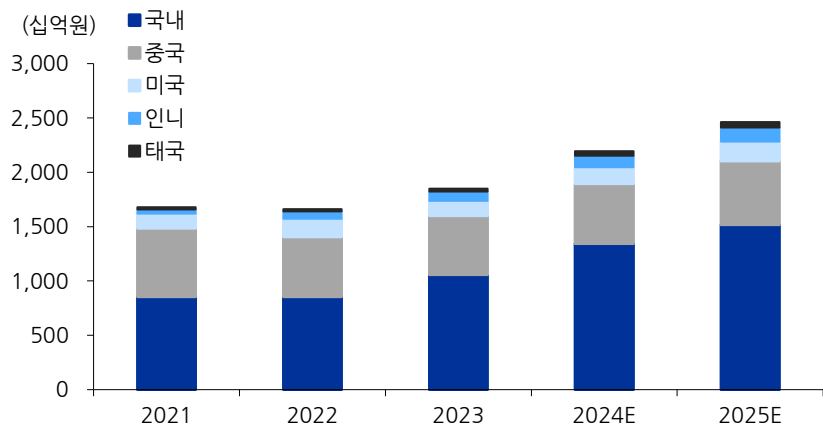
자료: 회사자료, 유진투자증권

도표 127. 연간 실적 추이 및 전망



자료: 회사자료, 유진투자증권

도표 128. 사업부별 매출액 추이



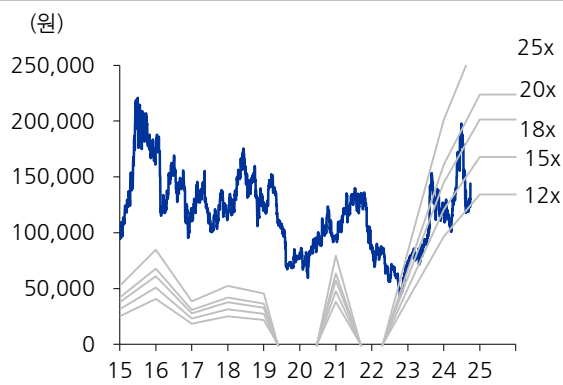
자료: 회사자료, 유진투자증권

도표 129. Valuation

(십억원, 천주, 원, %)	계산	비고
12MF FWD 지배순이익(십억원)	100	
Target PER(배)	24	
적정 시가총액	2,403	
주식수(천주)	11,350	
적정 주가(원)	210,000	
현재 주가(원)	144,000	
상승여력(%)	45.8%	

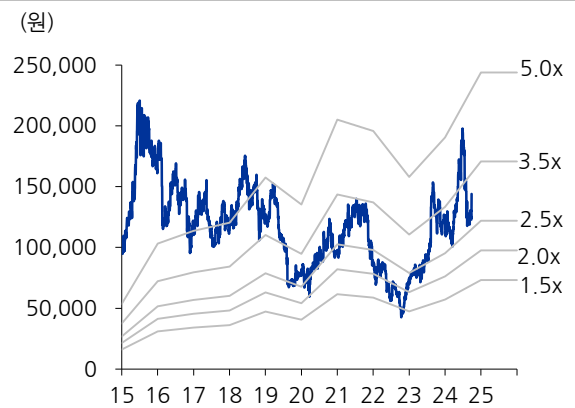
자료: 회사자료, 유진투자증권

도표 130. PER BAND



자료: QuantiWise, 유진투자증권

도표 131. PBR BAND



자료: QuantiWise, 유진투자증권

도표 132. 코스맥스 생산 능력, 실적 및 가동률

생산 능력(천개)	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
본사	622,361	621,951	617,339	649,723	780,000	936,000
상해	692,000	692,000	692,000	692,000	692,000	692,000
광저우	306,000	306,000	306,000	306,000	306,000	306,000
미국	94,770	106,800	106,800	98,800	98,800	98,800
누월드	115,560	115,560	115,560	-	-	-
기타	-	-	-	-	530,000	530,000
합계	1,830,691	1,842,311	1,837,699	1,746,523	2,406,800	2,562,800
생산 실적(천개)	2020	2021	2022	2023	1H24	
본사	329,743	329,107	336,364	404,291	239,654	-
상해	336,488	473,642	320,502	471,488	214,192	-
광저우	102,813	94,038	90,971	111,406	50,516	-
미국	38,057	46,974	43,243	59,916	28,807	-
누월드	23,598	45,786	41,256	0	0	-
합계	830,699	989,547	832,336	1,047,101	533,169	-
가동률	2020	2021	2022	2023	1H24	
본사	53	53	54	62	31	-
상해	49	68	46	68	31	-
광저우	34	31	30	36	17	-
미국	40	44	40	61	29	-
누월드	20	40	36	0	0	-
전체	45	54	45	60	22	-

자료: 회사자료, 유진투자증권

기업 개요

당사는 1992년 설립된 화장품 ODM 전문 기업으로, 2013년 코스맥스비티아이에서 인적분할 후 2014년 코스피에 상장되었다. 24년 1분기 기준 매출의 90% 이상을 ODM(Original Design Manufacturing) 형태로 전세계 100 여개국에 있는 1,300 여개의 브랜드사에게 기초와 색조 및 마스크 시트 제품을 공급한다.

24년 2분기 기준 지역별 매출 비중은 국내 63%, 중국 27%, 미국 7%, 인도네시아 5%, 태국 2%이다. 국내 사업 부문은 순수 국내, 간접수출, 직수출로 이루어져 있다. 간접수출은 미국, 일본향 수출 비중이 높은 롬앤, 서린컴퍼니, 더 파운더즈, 정샘물 뷰티 등의 인디 고객사 기반으로 성장하고 있다. 직수출은 기존 제품의 리오더 비율의 상승, 해외 브랜드향 신규 오더가 증가하고 있다.

코스맥스이스트(중국)는 상해법인과 광저우 법인으로 구분된다. 상해는 색조 중심, 광저우는 썬, 클렌징 제품 등의 기초 중심 제품을 생산한다. 광저우의 경우, 중국 주요 화장품 브랜드사인 잇센과 JV를 맺어 올해 상반기부터 합작 공장으로 이관하였다. 잇센의 산하 브랜드에는 퍼펙트다이어리, 에비스초이스, 핑크베어, 리틀온딘, 닥터우가 있다. 미국은 캔도, 멜라닌, 레어뷰티 등의 현지 고객사향 ODM 매출 비중이 높다. 동남아는 썬, 쿠션 등 고마진 제품 위주의 매출 성장을 기반으로 하여 태국법인 영업 흑자 전환을 달성하였다.

주요 주주는 코스맥스비티아이 25.9%, 국민연금공단 8.6%, 국내 기관투자자 25%, 외국계 투자자 28.5%, 국내 개인투자자 11.7%로 구성되어 있다.

도표 133. 코스맥스 연혁

연도	내용
1992	코스맥스 설립
2002	코스닥 상장
2004	상해 코스맥스차이나 설립
2007	일진제약(現 코스맥스바이오) 계열사 편입, 코스맥스바이오 중앙연구소 설립
2010	중국 현지법인 코스맥스광저우 설립
2012	코스맥스바이오 사명 변경 및 제천 공장 기공
2015	오하이오 솔론 공장(연간 캐파 1억개) 완공 및 생산 시작
	글로벌 건강기능식품 ODM 뉴트리바이오텍(現 코스맥스엔비티) 코스닥 상장
2017	미국 색조 화장품 전문 ODM 기업 누월드 뷰티 인수
2021	코스맥스 광저우와 Yatsen JV(연간 캐파 4억개)

자료: DART, 유진투자증권

코스맥스(192820.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
자산총계	1,396	1,557	1,849	2,027	2,209
유동자산	737	822	968	1,153	1,344
현금성자산	179	271	361	473	601
매출채권	318	283	339	383	422
재고자산	202	218	218	246	271
비유동자산	659	735	880	875	865
투자자산	119	134	125	130	136
유형자산	491	547	693	678	658
기타	50	54	62	67	71
부채총계	952	1,199	1,382	1,440	1,491
유동부채	812	874	1,111	1,166	1,214
매입채무	257	365	419	473	521
유동성이자부채	517	454	636	636	636
기타	38	56	56	57	57
비유동부채	140	325	271	274	277
비유동이자부채	91	259	199	199	199
기타	49	66	72	75	78
자본총계	444	359	466	587	719
지배지분	581	363	432	554	685
자본금	6	6	6	6	6
자본잉여금	287	29	28	28	28
이익잉여금	268	313	399	520	651
기타	21	15	(0)	(0)	(0)
비지배지분	(137)	(4)	34	34	34
자본총계	444	359	466	587	719
총차입금	608	713	835	835	835
순차입금	429	442	474	362	234

현금흐름표

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업현금	103	231	92	144	156
당기순이익	(16)	38	94	112	127
자산상각비	59	59	50	32	32
기타비현금성손익	91	102	(10)	18	13
운전자본증감	28	79	(47)	(18)	(16)
매출채권감소(증가)	40	8	(65)	(44)	(38)
재고자산감소(증가)	23	(15)	11	(28)	(25)
매입채무증가(감소)	(11)	60	17	54	47
기타	(23)	25	(9)	0	0
투자현금	(31)	(104)	(63)	(27)	(22)
단기투자자산감소	78	(22)	3	(1)	(1)
장기투자증권감소	(20)	4	(0)	(1)	(1)
설비투자	84	86	70	12	7
유형자산처분	2	5	2	0	0
무형자산처분	(0)	(4)	(8)	(9)	(9)
재무현금	3	(39)	57	(6)	(6)
차입금증가	10	(39)	62	0	0
자본증가	(6)	(115)	(6)	(6)	(6)
배당금지급	6	0	6	6	6
현금 증감	70	88	91	111	128
기초현금	100	169	257	348	459
기말현금	169	257	348	459	587
Gross Cash flow	134	199	180	162	171
Gross Investment	81	4	113	44	37
Free Cash Flow	53	196	68	117	134

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	1,600	1,777	2,133	2,403	2,626
증가율(%)	0.5	11.1	20.0	12.7	9.3
매출원가	1,395	1,484	1,730	1,944	2,119
매출총이익	205	294	403	459	507
판매 및 일반관리비	152	178	229	243	266
기타영업손익	(2)	17	28	6	10
영업이익	53	116	175	217	241
증가율(%)	(56.7)	117.9	51.2	24.0	11.3
EBITDA	112	175	225	249	273
증가율(%)	(35.8)	56.5	28.7	10.3	9.8
영업외손익	(47)	(31)	(30)	(45)	(46)
이자수익	2	7	9	11	12
이자비용	21	32	46	48	48
지분법손익	0	(2)	(0)	(0)	(0)
기타영업외손익	(28)	(4)	8	(8)	(10)
세전순이익	6	84	145	172	195
증가율(%)	(92.1)	1,265.1	72.5	18.3	13.6
법인세비용	23	46	51	60	68
당기순이익	(16)	38	94	112	127
증가율(%)	적전	흑전	149.8	18.3	13.6
지배주주지분	21	57	91	127	137
증가율(%)	(72.0)	174.1	59.9	39.0	7.8
비지배지분	(37)	(19)	3	(15)	(10)
EPS(원)	1,837	5,034	8,048	11,188	12,062
증가율(%)	(72.0)	174.1	59.9	39.0	7.8
수정EPS(원)	1,837	5,034	8,048	11,188	12,062
증가율(%)	(72.0)	174.1	59.9	39.0	7.8

주요투자지표

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	1,837	5,034	8,048	11,188	12,062
BPS	51,203	31,941	38,096	48,783	60,346
DPS	0	500	500	500	500
밸류에이션(배, %)					
PER	40.3	25.1	17.9	12.9	11.9
PBR	1.4	4.0	3.8	3.0	2.4
EV/ EBITDA	11.3	10.7	9.4	8.0	6.8
배당수익율	0.0	0.4	0.3	0.3	0.3
PCR	6.3	7.2	9.1	10.1	9.5
수익성(%)					
영업이익율	3.3	6.5	8.2	9.0	9.2
EBITDA이익율	7.0	9.9	10.6	10.3	10.4
순이익율	(1.0)	2.1	4.4	4.6	4.8
ROE	3.6	12.1	23.0	25.8	22.1
ROIC	(16.5)	6.6	13.5	15.1	16.7
안정성(배, %)					
순차입금/자기자본	96.6	123.2	101.6	61.6	32.5
유동비율	90.8	94.0	87.2	98.9	110.8
이자보상배율	2.5	3.6	3.8	4.5	5.0
활동성(회)					
총자산회전율	1.1	1.2	1.3	1.2	1.2
매출채권회전율	4.7	5.9	6.9	6.7	6.5
재고자산회전율	7.5	8.5	9.8	10.4	10.2
매입채무회전율	5.9	5.7	5.4	5.4	5.3

편집상의 공백페이지입니다

Korea | 화장품 | 2024.09.30

한국콜마 (161890.KS)

수주 Check!

투자의견

BUY(신규)

목표주가

110,000 원(신규)

현재주가

76,000 원(09/27)

시가총액

1,794(십억원)

유통/매선/화장품 이해니_02)368-6155_hnlee@eugenefn.com

- 3Q24E 매출액 6,405억원(+24.0%, 이하 yoy), 영업이익 596억원(+92.1%), OPM 9.3%를 전망한다.
- 2024E 매출액 2.47조원(+14.7%, 이하 yoy), 영업이익 2,219억원(+63.0%), OPM 9.0%를 예상한다.
- 한국, 중국, 북미(미국, 캐나다)에 생산 시설을 구축했다. 2024년 생산 능력은 전년대비 10% 늘어난 9.2억개이다.
- 2025년 캐파는 최소 10% 증가한 10.2억개에 도달한다. 세종 공장의 1억개 증설, 미국 공장의 램프업 포함이다.
- 썬케어 제품의 강자로서 글로벌 자외선차단제 시장 성장과 같은 방향으로 움직일 것이다.
- 글로벌 대형 브랜드 고객사의 절대 매출, 인디 브랜드 고객사 수익성이 기대된다.
- 한국 시즌리더가 없어지는 썬케어, 미국 홀리데이 시즌, 중국 경기 부양안 등 주가 모멘텀이 산재해있다.
- **투자의견 BUY로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 110,000원이다.**

주가(원,9/27)	76,000
시가총액(십억원)	1,794

발행주식수	23,605천주
52주 최고가	78,100원
최저가	43,150원
52주 일간 Beta	-0.63
60일 일평균거래대금	291억원
외국인 지분율	34.5%
배당수익률(2024F)	0.8%

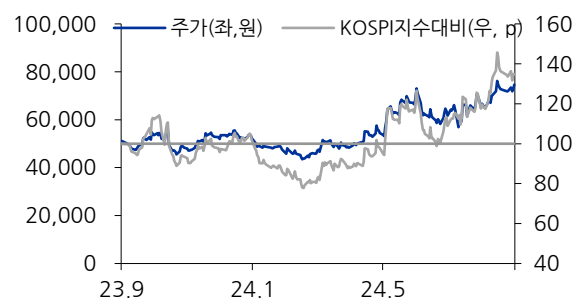
주주구성	
한국콜마홀딩스(외 24인)	26.6%
NIHON KOLMAR(외 1인)	11.8%

주가상승	1M	6M	12M
절대기준	13.9	61.2	48.7
상대기준	15.4	65.0	41.2

	현재	직전	변동
투자의견	BUY		신규
목표주가	110,000		
영업이익(24)	222		
영업이익(25)	261		

12월 결산(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E
매출액	1,866	2,156	2,472	2,727
영업이익	73	136	222	261
세전손익	17	34	155	221
당기순이익	-4	25	112	159
EPS(원)	-961	227	3,329	5,136
증감률(%)	적전	흑전	1,367.0	54.3
PER(배)	na	236.2	22.8	14.8
ROE(%)	-3.3	0.8	10.9	14.4
PBR(배)	1.5	1.9	2.3	2.0
EV/EBITDA(배)	11.7	9.0	8.4	7.7

자료: 유진투자증권



투자 포인트

캐파 이상 무

한국, 중국, 북미(미국, 캐나다)에 생산 시설을 구축했다. 2024년 생산 능력은 전년대비 10% 늘어난 9.2억개이다. 2023년 전체 8.3억개에서 국내 공장 1.6억개가 늘고 중국 공장 7.4만개가 줄었다. 1H24 국내 공장은 세종, 부천 공장의 증설로 4.3억개까지 늘었고, 2H24까지 1억개가 추가될 계획이다. 작년 누적 가동률은 62% 수준으로 급등하는 수주에 맞추어 증설을 집행했다. 2025년 세종 공장의 1억개 증설은 확정되었고, 미국 공장의 램프업도 준비 중이다. **전체 캐파는 2025년 최소 10% 증가한 10.2억개에 도달한다.** 썬케어 제품의 강자로서 글로벌 자외선차단제 시장 성장과 같은 방향으로 움직일 것이다.

고객사 다각화

글로벌 대형 브랜드 고객사, 인디 브랜드 고객사 매출이 함께 확대된다. 당사의 절대 매출은 늘어나는데 상위 고객사 비중이 감소하고 있다. 인디 브랜드 고객사들의 글로벌 수출 성장이 일어나며 매출 영향이 커졌기 때문이다. **인디 브랜드들의 이익 기여도는 당사의 평균 마진 대비 높기 때문에 수익성 개선에도 큰 역할을 할 것이다.** 한국은 시즌리타가 없어지는 썬케어, 미국은 홀리데이 시즌, 중국은 경기 부양안 등 주가 모멘텀이 산재해있다. 하반기에는 미국 뿐만 아니라 중국, 한국 모두 온라인 쇼핑 이벤트가 집중되어 있다. 미국 아마존 블랙프라이데이, 중국의 광군제 등에 대비하기 위한 브랜드의 오더 물량 확대가 기대된다. 한국의 강력한 브랜드들은 썬케어 제품의 부흥과 함께 걱정할 것이 없다. 미국 역시 상위 고객사 위주로 높은 성장률을 기록할 것이다. 중국의 다소 부진했던 브랜드는 내년 중국 경기 부양 효과 발생 시, 점진적 수주 증가를 전망한다.

실적 추정 및 목표 주가

3Q24E 매출액 6,405억원(+24.0%, 이하 yoy), 영업이익 596억원(+92.1%), OPM 9.3%를 전망한다. 2024E 매출액 2.47조원(+14.7%, 이하 yoy), 영업이익 2,219억원(+63.0%), OPM 9.0%를 예상한다.

투자의견 BUY로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 110,000원이다.

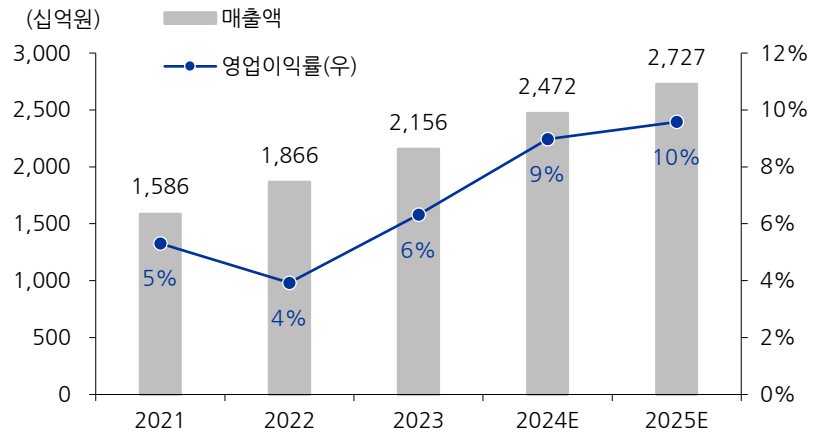
실적 추이 및 전망

도표 134. 한국콜마 분기별 실적 전망

(십억원)	1Q23A	2Q23A	3Q23A	4Q23A	1Q24A	2Q24A	3Q24E	4Q24E	2023A	2024E	2025E
매출액	488	600	516	552	575	660	641	596	2,156	2,472	2,727
국내	202	254	186	215	248	297	285	249	857	1,080	1,188
중국	36	64	40	36	39	53	39	35	177	167	183
북미	18	23	21	21	16	26	23	23	83	88	96
미국	6	8	10	12	7	13	14	15	37	50	55
캐나다	12	14	11	9	9	13	9	8	46	39	41
연우	51	63	61	62	67	74	66	68	236	275	305
이노엔	185	204	216	224	213	219	235	230	829	897	994
영업이익	12	56	31	37	32	72	60	58	136	222	261
%	2.5	9.3	6.0	6.8	5.6	10.9	9.3	9.7	6.3	9.0	9.6
국내	14	35	13	18	23	44	31	28	80	126	146
중국	0	9	0	1	-1	7	3	3	10	11	17
북미	-4	-2	-3	-3	-5	-2	-3	-3	-11	-12	-9
연우	-3	1	2	0	0	1	3	4	0	9	14
이노엔	6	15	22	23	17	24	25	24	66	91	110
순이익	6	35	11	-47	6	35	26	11	5	79	121
%	1.2	5.8	2.2	-8.5	1.1	5.3	4.1	1.9	0.2	3.2	4.4
yoy											
매출액	18.8	19.3	9.1	15.2	17.9	10.1	24.0	8.1	15.5	14.7	10.3
국내	12.4	23.6	6.0	30.9	22.8	16.7	53.3	16.3	18.2	26.0	10.1
중국	0.8	91.7	43.0	15.8	6.4	-16.0	-2.1	-2.5	37.1	-5.4	9.6
북미	4.9	34.8	-1.5	15.2	-13.6	15.2	12.7	7.6	12.4	6.2	8.7
미국	20.9	46.5	21.5	99.2	7.7	61.3	38.0	22.0	45.6	32.6	11.6
캐나다	-2.1	28.8	-16.9	-26.7	-25.1	-11.5	-12.0	-12.0	-5.2	-15.3	5.0
연우	-25.1	3.0	12.5	19.4	33.1	17.1	9.0	9.0	0.7	16.3	11.0
이노엔	2.6	-18.9	8.8	3.6	15.0	7.3	9.2	2.5	-2.1	8.2	10.8
영업이익	-6.6	65.5	71.5	332.8	168.9	28.9	92.1	55.5	85.8	63.0	17.7
국내	-5.9	51.4	25.7	-14.1	68.6	27.6	140.7	50.2	15.3	58.3	15.9
중국	적지	흑전	흑전	흑전	적지	-23.3	488.9	321.6	흑전	14.6	흑전
북미	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지
연우	0.0	0.0	흑전	적지	적지	-2.5	110.1	흑전	적전	흑전	59.9
이노엔	33.3	-13.2	0.7	169.0	206.0	58.9	11.5	8.2	25.5	38.0	20.7
순이익	-41.8	134.3	1,348.1	1.5	8.7	0.2	126.9	흑전	흑전	1,413.4	54.3

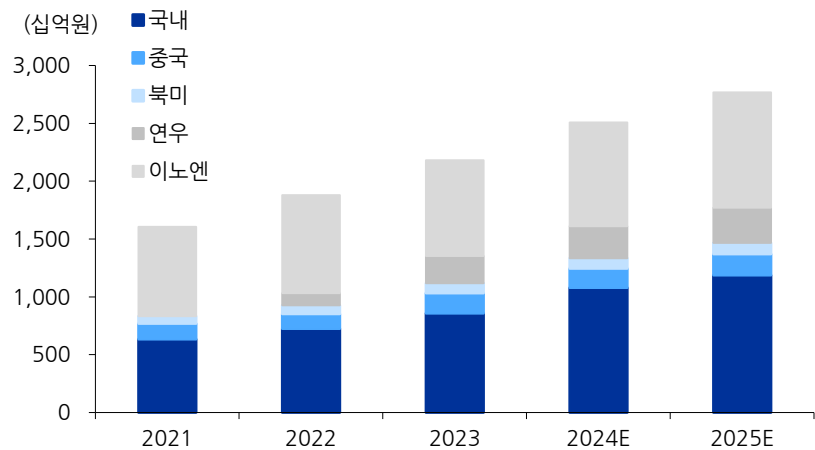
자료: 회사자료, 유진투자증권

도표 135. 연간 실적 추이 및 전망



자료: 회사자료, 유진투자증권

도표 136. 사업부별 매출액 추이



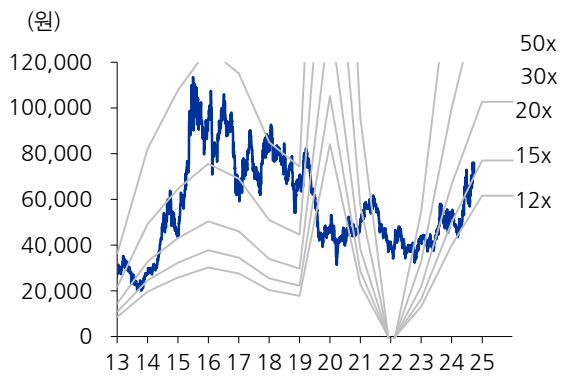
자료: 회사자료, 유진투자증권

도표 137. Valuation

(십억원, 천주, 원, %)	순이익	Target PER	계산	비고
합산 가치	89			
1) 화장품: 콜마, 연우	61	28	1,702	지배순이익
2) 의약품: 이노엔	29	25	720	지배순이익
적정 시가총액			2,421	
주식수(천주)			23,605	
적정 주가(원)			110,000	
현재 주가(원)			76,000	
상승여력(%)			44.7	

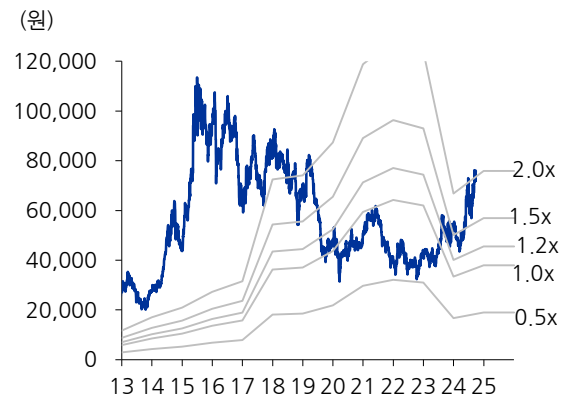
자료: 회사자료, 유진투자증권

도표 138. PER BAND



자료: QuantiWise, 유진투자증권

도표 139. PBR BAND



자료: QuantiWise, 유진투자증권

도표 140. 한국콜마 생산 능력, 실적 및 가동률

생산 능력(천개)	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
본사	354,624	373,018	373,018	373,020	533,000	633,000
북경	74,000	74,000	74,000	74,000	-	-
무석	216,000	216,000	216,000	216,000	216,000	216,000
PTP	68,000	68,000	68,000	68,000	68,000	70,000
CSR	63,824	67,574	96,099	102,224	102,224	102,224
합계	776,448	798,592	827,117	833,244	919,224	1,021,224
본사	354,624	373,018	373,018	373,020	533,000	633,000
생산 실적(천개)	2020	2021	2022	2023	1H24	
본사	270,253	293,023	307,084	360,392	116,686	-
북경	12,842	11,148	6,087	6,122	0	-
무석	38,979	69,171	62,336	82,584	26,495	-
PTP	20,321	20,742	15,145	20,626	6,975	-
CSR	36,367	48,436	45,039	43,194	6,733	-
합계	378,762	442,520	435,691	512,918	156,889	-
가동률	2020	2021	2022	2023	1H24	
본사	76	79	82	97	22	-
북경	17	15	8	8	-	-
무석	18	32	29	38	12	-
PTP	30	31	22	30	10	-
CSR	57	72	47	42	7	-
전체	49	55	53	62	17	-

자료: 회사자료, 유진투자증권

기업 개요

당사는 2012 년(구)한국콜마로부터 분할 및 설립되어 화장품 ODM 사업을 영위하고 있다. 2018 년 CJ 헬스케어(현, HK 이노엔)를 인수하여 전문 의약품 및 HB&B(음료및건기식) 사업을 영위한다. 자회사 연우를 통해 화장품 용기도 제조한다. 화장품 업계 최초로 국내 ODM 방식을 성공시켰으며, 당사 화장품 부문 매출의 95% 이상이 이에 해당한다.

화장품 사업 부문의 주요 제품은 썬케어 및 스킨케어 제품이며, 24 년 2 분기 전체 매출에서 기초와 색조 비중은 각각 42%, 14%이다. 특히, 조선미녀를 비롯한 고마진 썬 제품군에 강점을 보이며 24 년 6 월 기준 국내 시장에서 80%의 점유율을 달성한 것으로 추정한다.

화장품 사업 부문의 주요 고객사는 애틀미, 카버코리아(AHC), CJ 올리브영, 고운 세상코스메틱(Dr.G), 엘애피코스메틱 등이 있으며 이 상위 5 개 고객사 매출 비중은 약 39%이다. 매출의 11%를 담당하는 패키징 사업회사 연우의 경우 화장품 펌프 및 튜브류 용기를 제조한다. 주고객사로는 PKG Group, 아모레퍼시픽, LG 생활건강이 있으며, 매출의 50%를 점유하고 있다.

주요 주주는 지주회사 콜마홀딩스 26%, 일본콜마(TOA)가 11.8%, 국민연금공단이 11.3% 보유하고 있다.

도표 141. 한국콜마 연혁

연도	내용
1990	한국콜마 설립
1991	전의 화장품공장 기공
2002	한국증권거래소 상장, 제약산업 진출 및 제약공장 준공
2003	생명과학연구소 설립
2004	선바이오텍(現 콜마비앤에이치) 설립
2007	중국 현지법인 콜마화장품 설립
2012	지주사 전환 및 법인 분할
2016	마스크팩 제조 전문 관계사 콜마스크 설립
	미국 화장품 ODM PTP 인수
	캐나다 화장품 ODM-ODM CSR Cosmetic Solutions 인수
2018	CJ 헬스케어(現 HK inno.N) 인수
2019	티케이엠(現 HK 바이오이노베이션) 인수
2022	화장품 패키징 기업 연우 인수

자료: DART, 유진투자증권

한국콜마(161890.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
자산총계	2,933	3,009	3,134	3,291	3,451
유동자산	816	898	1,008	1,159	1,347
현금성자산	298	269	356	438	560
매출채권	261	324	324	359	393
재고자산	239	281	303	336	368
비유동자산	2,117	2,111	2,126	2,132	2,105
투자자산	206	180	172	179	186
유형자산	609	660	684	678	639
기타	1,302	1,271	1,270	1,275	1,280
부채총계	1,464	1,591	1,649	1,699	1,738
유동부채	868	1,284	1,383	1,421	1,458
매입채무	298	390	348	386	423
유동성이자부채	533	854	994	994	994
기타	37	40	41	41	41
비유동부채	596	307	265	278	280
비유동이자부채	535	249	209	219	219
기타	61	58	56	58	61
자본총계	1,469	1,419	1,486	1,593	1,713
지배지분	664	649	789	896	1,016
자본금	11	11	12	12	12
자본잉여금	264	262	294	294	294
이익잉여금	384	368	483	590	711
기타	4	7	0	0	0
비지배지분	805	770	697	697	697
자본총계	1,469	1,419	1,486	1,593	1,713
총차입금	1,068	1,103	1,203	1,213	1,213
순차입금	770	835	848	775	653

현금흐름표

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업현금	91	112	184	163	167
당기순이익	(4)	25	112	159	176
자산상각비	75	94	91	72	61
기타비현금성손익	110	126	33	(43)	(45)
운전자본증감	(32)	(76)	(38)	(30)	(29)
매출채권감소(증가)	(4)	(60)	11	(35)	(34)
재고자산감소(증가)	(10)	(41)	(21)	(33)	(32)
매입채무증가(감소)	(7)	26	6	38	36
기타	(12)	(2)	(34)	0	0
투자현금	(145)	(156)	(74)	(78)	(33)
단기투자자산감소	75	(25)	50	(2)	(2)
장기투자증권감소	(1)	1	0	0	0
설비투자	38	107	105	45	0
유형자산처분	5	1	1	0	0
무형자산처분	(17)	(16)	(22)	(26)	(26)
재무현금	82	(8)	22	(4)	(14)
차입금증가	121	8	90	10	0
자본증가	(39)	(17)	(14)	(14)	(14)
배당금지급	15	17	14	14	14
현금 증감	29	(49)	133	81	119
기초현금	191	220	171	304	385
기말현금	220	171	304	385	504
Gross Cash flow	181	245	255	193	196
Gross Investment	252	206	162	106	60
Free Cash Flow	(72)	38	94	87	136

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	1,866	2,156	2,472	2,727	2,987
증가율(%)	17.6	15.5	14.7	10.3	9.5
매출원가	1,397	1,578	1,746	1,917	2,094
매출총이익	469	578	726	810	893
판매 및 일반관리비	396	442	504	549	598
기타영업손익	15	12	14	9	9
영업이익	73	136	222	261	295
증가율(%)	(13.0)	85.8	63.0	17.7	13.1
EBITDA	149	230	313	333	356
증가율(%)	4.3	54.6	36.1	6.4	7.1
영업외손익	(56)	(102)	(67)	(40)	(51)
이자수익	7	9	8	11	12
이자비용	33	45	38	35	35
지분법손익	(1)	2	2	2	2
기타영업외손익	(30)	(68)	(39)	(17)	(30)
세전순이익	17	34	155	221	244
증가율(%)	(74.5)	102.3	352.5	42.5	10.2
법인세비용	21	9	44	62	68
당기순이익	(4)	25	112	159	176
증가율(%)	적전	흑전	345.1	42.5	10.2
지배주주지분	(22)	5	79	121	135
증가율(%)	적전	흑전	1,413.4	54.3	11.3
비지배지분	18	20	33	38	41
EPS(원)	(961)	227	3,329	5,136	5,717
증가율(%)	적전	흑전	1,367.0	54.3	11.3
수정EPS(원)	(961)	227	3,329	5,136	5,717
증가율(%)	적전	흑전	1,367.0	54.3	11.3

주요투자지표

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	(961)	227	3,329	5,136	5,717
BPS	29,024	28,347	33,409	37,945	43,062
DPS	500	600	600	600	600
밸류에이션(배, %)					
PER	n/a	236.2	22.8	14.8	13.3
PBR	1.5	1.9	2.3	2.0	1.8
EV/ EBITDA	11.7	9.0	8.4	7.7	6.9
배당수익율	1.2	1.1	0.8	0.8	0.8
PCR	5.4	5.0	7.0	9.3	9.1
수익성(%)					
영업이익율	3.9	6.3	9.0	9.6	9.9
EBITDA이익율	8.0	10.7	12.7	12.2	11.9
순이익율	(0.2)	1.2	4.5	5.8	5.9
ROE	(3.3)	0.8	10.9	14.4	14.1
ROIC	(0.9)	4.5	7.1	8.2	9.2
안정성(배, %)					
순차입금/자기자본	52.4	58.8	57.1	48.7	38.1
유동비율	94.0	70.0	72.9	81.6	92.4
이자보상배율	2.2	3.0	5.8	7.4	8.4
활동성(회)					
총자산회전율	0.7	0.7	0.8	0.8	0.9
매출채권회전율	7.6	7.4	7.6	8.0	7.9
재고자산회전율	8.3	8.3	8.5	8.5	8.5
매입채무회전율	6.7	6.3	6.7	7.4	7.4

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3 개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다
당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다
당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다
동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다
동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에 있습니다
동 자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다
동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

투자기간 및 투자등급/투자의견 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12 개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)		당사 투자의견 비율(%)
· STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	0%
· BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	95%
· HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	4%
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	1%

(2024.06.30 기준)



