

2024. 10. 16

ESG솔루션팀

이가영
Analyst
kayoung.l.lee@samsung.com

화장품 (OVERWEIGHT)

한국 인디뷰티의 필연적 성장과 그 구조적 수혜주들

- 글로벌 인디뷰티 열풍은 사회문화적 · 산업구조적 요인의 결합으로 탄생한, 지속 가능한 트렌드. 특히 'K-인디뷰티는 밸류체인의 민첩성과 우수한 품질 덕에 아웃퍼폼.
- K-인디뷰티 부흥의 구조적 수혜주인 ODM사, 수출 전문 유통사, 용기사에 투자 추천. 이들 종목은 어느 브랜드가 성공해도 수혜를 보는, "인디뷰티 ETF"로 기능할 것.
- 고객 lock-in 능력과 진입장벽이 공고한 종목에 관심. ODM사 한국콜마와 씨앤씨, 유통사 실리콘투 추천하며, 용기사 펌텍코리아와 인디 브랜드사 브이티에 주목 권고.

▶ AT A GLANCE

한국콜마 (161890 KQ, 70,600)		
투자의견	BUY	
목표주가:	96,000원	36%
실리콘투 (257720 KQ, 41,750)		
투자의견	BUY	
목표주가:	60,000원	44%
씨앤씨인터내셔널 (352480 KQ, 81,800)		
투자의견	BUY	
목표주가:	114,000원	39%
코스맥스 (192820 KS, 134,200)		
투자의견	BUY	
목표주가:	165,000원	23%
아모레퍼시픽 (090430 KS, 124,000)		
투자의견	BUY	
목표주가:	142,000원	15%
LG생활건강 (051900 KS, 354,000)		
투자의견	HOLD	
목표주가:	372,000원	5%
코스메카코리아 (241710 KQ, 77,700)		
투자의견	Not Rated	
목표주가:	n/a	
펌텍코리아 (052260 KQ, 37,950)		
투자의견	Not Rated	
목표주가:	n/a	
브이티 (018290 KQ, 33,100)		
투자의견	Not Rated	
목표주가:	n/a	

WHAT'S THE STORY?

인디뷰티 트렌드의 탄생은 구조적 필연: 한국 화장품의 수출 재부흥을 이끈 '글로벌 인디뷰티 열풍'은 여러 사회문화/산업구조적 요인으로 탄생했다. 1) '개별 제품'에 대한 정보비대칭성이 완화되어 '브랜드' 명성에 대한 소비자 의존도(=브랜드 로열티)가 낮아졌다. 2) 브랜드의 창업/경영에 필요한 시간과 자본이 감소하여, 단기에 수많은 인디 브랜드가 탄생하게 되었다. 3) 밸류체인 내 분업으로 인디 브랜드가 대기업보다 빠른 속도를 갖추면서, 소비자의 마음을 빠르게 사로잡았다.

민첩성과 고품질로 세계인을 사로잡은 'K-인디뷰티, 이제 시작이다: 유독 한국의 인디뷰티가 아웃퍼폼하는 이유는, 1) 한국은 화장품 밸류체인 전체가 민첩(agile)하기 때문이다. 한국의 화장품 밸류체인은 분업을 통한 전문화가 어느 나라에 비해서도 잘 구현되어 있으며, 리드타임을 좌우하는 핵심 단계의 생산효율이 특히 높다. 미리 개발해둔 제품을 고객사에 제안하는 ODM/용기사의 영업 덕분이다. 2) 한국산 화장품의 품질이 우수하기 때문이다. 소비자(end-user)와 해외 고객사 모두, 한국산 화장품이 '약속한 효능을 잘 구현'하기에 구매한다. 3) 한국산 화장품의 전 세계 노출이 본격화되면서, 공급이 수요를 창출한 덕분이다. SNS로 정보의 비대칭성도 완화되었고, 한국 브랜드들이 비중국 지역으로 진출할 유인이 증가했기 때문이다. 과거에는 한국 화장품이 세계적으로 유명해질 기회 자체가 제한적이었던 것이다. K-인디뷰티의 부흥은 이제 시작이다.

K-인디뷰티 수출 부흥의 구조적 수혜주에 투자할 것 - ODM사, 수출 전문 유통사, 용기사: K-인디뷰티의 우수한 퍼포먼스는 근본적으로 ODM사, 수출 전문 유통사, 용기사의 존재 덕에 가능했는데, 이들 주식은 특히 투자 대상으로서 매력적이다. 첫째, 개별 '브랜드'의 흥망성쇠에 관계없이, 어느 브랜드가 성공해도 혜택을 볼 수 있다. 생산 설비를 보유하지 않은 인디 브랜드는 ODM사 및 용기사를 통해 생산해야만 하며, 수출 전문 유통사는 끊임없이 신규 인디 브랜드를 런칭하여 다음 '스타'를 발굴해내도록 사업모델이 설계되어 있다. 이들은 언제나 다음 1등 인디 브랜드의 잠재적 수혜자이다. 둘째, 고객사 락인(lock-in) 효과가 강하다. ODM사/용기사는 각 제품의 레시피를 보유함으로써, 동일 제품 재주문과 유사 제품 신규 주문을 모두 락인시킨다. 수출 전문 유통사는 네트워크 효과로 고객사와 브랜드사를 락인시킨다. 셋째, 생산능력 확충에 필요한 시간과 자본이 강력한 진입장벽으로 작용한다. 인디뷰티 부흥의 구조적 수혜주인 ODM사 한국콜마와 씨앤씨인터내셔널, 유통사 실리콘투 추천하며, 용기사 펌텍코리아에도 관심을 권고한다. 또한 단기 실적 모멘텀이 강한 ODM사 코스메카코리아와 인디 브랜드사 브이티도 주목할 필요가 있다.

아직 추가에 반영되지 않은 확신, 지금이 매수 기회: 화장품 섹터에서 연이은 실적 서프라이즈를 보여준 이래, 투자자들은 다음 실적 발표를 기다리는 동안 노심초사하며 '피크아웃' 우려를 제기했다. 1) 'K-인디뷰티의 수출 성장'이 구조적 트렌드라는 확신이 아직 서지 않은데다, 2) 대형주인 비(非)인디(대기업) 브랜드의 실적 쇼크 등 섹터 내 악재로 투자심리가 악화된 탓이다. K-인디뷰티 관련주의 밸류에이션이 비인디 국내 화장품주 대비 저평가된 지금이 매수 기회이다. 인디 vs 비인디 관련주들의 실적 방향성이 명확히 갈라지고, ODM사가 수출 덕에 계절성이 완화되는 모습은 추가 반전의 촉매가 될 것이다. 이제는 또 다른 '서프라이즈'를 기다리며 마냥 불안해하기 보다는, 구조적으로 성장하는 펀더멘탈에 주목해야할 때이다.

REPORT

CONTENTS

01	국내 화장품주의 재조명 배경	4p
	K뷰티 수출 재부흥 K뷰티에 힘을 실어준 글로벌 인디뷰티 바람	
02	인디뷰티 트렌드 탄생의 사회문화적 · 산업구조적 요인	8p
	1) 개별 제품에 대한 정보 비대칭성 완화 → 기성 브랜드향 로열티 하락 2) 소자본만으로 브랜드 경영이 가능한 산업 구조 3) 빨라진 속도의 선순환 고리	
03	유독 'K' 인디뷰티가 아웃퍼폼하는 이유	12p
	1) 밸류체인 전체가 민첩성(agility) 확보 2) 우수한 품질의 "Made in Korea" 3) 공급이 창출한 수요	
04	화장품 밸류체인 토포아보기: K-인디뷰티 부흥의 근원적 수혜주에 투자 추천	19p
	ODM사, 수출 전문 유통사, 용기사에 주목할 것 투자 포인트 1. 개별 브랜드의 흥망성쇠에 관계없이, 어느 브랜드가 잘 나가도 수혜 투자 포인트 2. 강력한 고객사 락인(lock-in) 효과 투자 포인트 3. 생산능력 확충에 필요한 시간과 자본은 공고한 진입장벽	
05	기업 분석	28p
	1) ODM사: 한국콜마, 씨앤씨인터내셔널, 코스맥스, 코스메카코리아 2) 수출 전문 유통사: 실리콘투 3) 용기(用器)사: 펴텍코리아 4) 브랜드사: 브이티, 아모레퍼시픽, LG생활건강	

REPORT

CONTENTS

기업분석

1) ODM사

한국콜마 (161890 KS) | **BUY** | 선크어(sun care) 황제의 여름이 길어진다

씨앤씨인터내셔널 (352480 KQ) | **BUY** | 생산 효율도 좋은데 단가도 높으니, 마진이 좋을 수밖에

코스맥스 (192820 KS) | **BUY** | 실적은 순항 중

코스메카코리아 (241710 KQ) | **Not Rated** | 모든 준비는 끝났다, 역전승을 노려볼만한 시기

2) 수출 전문 유통사

실리콘투 (257720 KQ) | **BUY** | 실적으로 증명할 뿐

3) 용기사

펄텍코리아 (052260 KQ) | **Not Rated** | 인디뷰티의 동반자, “화장품 용기 ODM”

4) 브랜드사

브이티 (018290 KQ) | **Not Rated** | 잘 되는 브랜드는 이유가 있다

아모레퍼시픽 (090430 KS) | **BUY** | 그래도 코스알엑스와 라네즈 덕분에

LG생활건강 (051900 KS) | **HOLD** | 아직은 지켜봐야할 때

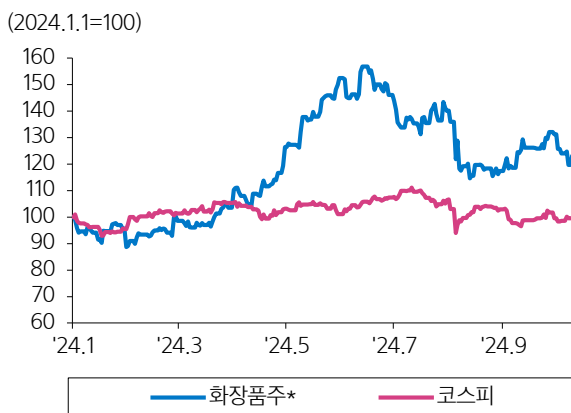
국내 화장품주의 재조명 배경

K-뷰티 수출 재부흥

얼마 전까지 국내 화장품주는 중국 관련주, 리오프닝 관련주 정도로 인식되고 있었다. 한국의 화장품 수출액 중 중국의 비중은 2016년 한 때 무려 70%에 달했으니(vs 2024년 1-3분기 누계 33%), 그동안 국내 화장품 산업의 대중 수출 의존도가 높았던 것이 사실이다. 그러나 많은 투자자들이 익히 알고 있듯이 '16.7월부터 본격화된 한중 양국의 외교 갈등(사드(THAAD) 배치, 한한령(限韓令) 등)으로 대중 화장품 수출액 성장세가 둔화되었다. 옆친데 덮친격으로, 코로나-19가 전 세계를 강타했다. 마스크 의무 착용과 사회적 거리두기로, 2008년 금융위기 때도 성장했던 전 세계 화장품 시장이 역성장하는 사태가 벌어졌다. 화장품주 투자자들은 리오프닝은 언제 되는지, 한한령도 풀렸다는데 도대체 유커는 언제 돌아오는지, 면세점 보따리상들은 어디 있는지 등 과거의 레토릭(rhetoric)만을 복기하며 기다릴 뿐이었다.

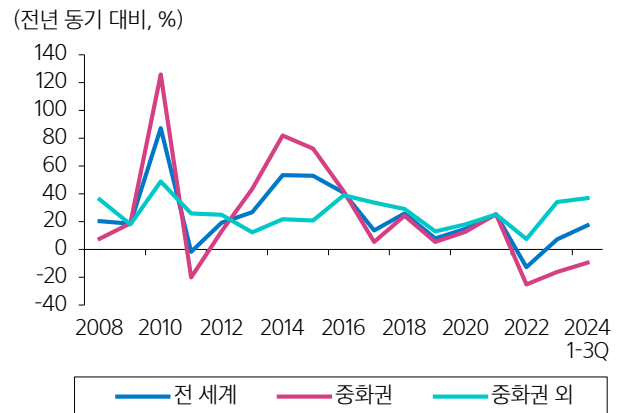
그랬던 화장품주의 위상은, 북미, 유럽 등 타 지역으로의 수출 급증이 주목받으면서 변화하기 시작했다. 모든 국내 화장품사들의 수출이 중국에만 의존한 것은 아니었던 덕분이다. 사실 많은 화장품사들은 일찍부터 중국 시장의 위험성을 깨닫고, 다른 해외 시장에 진출하여 열심히 갈을 갈고 있었다. 예컨대 코스알엑스는 일찍이 2015년부터 미국 수출을 시작했으며, 아모레퍼시픽은 2019년부터 미국 대형 화장품 유통채널 세포라(Sephora)와 협력해왔다. 클리오나 아이패밀리에스씨의 롬앤(Rom&nd), 마녀공장처럼 일찍이 일본 시장에 집중한 경우도 있었으며, 2017년부터 아예 중국 사업을 접고 미국에 진출한 실리콘 투도 있다. 이러한 다년간의 노력 덕분에, 한국의 화장품 수출이 재부흥기를 맞이할 수 있었던 것이다. 2024년 상반기 국내 화장품 수출액은 41억 달러로 전년 동기 대비 16.4% 성장했으며, 수출 지역의 비중은 미국/캐나다 19%, 유럽/러시아 14%, 동남아(아세안) 14%, 일본 10% 등으로 다변화되었다. 반면 중국의 비중은 34%로, 2016년 한 때 71%에 육박했던 것에 비하면 의존도가 크게 낮아졌다.

2024년 국내 화장품주 시가총액 추이



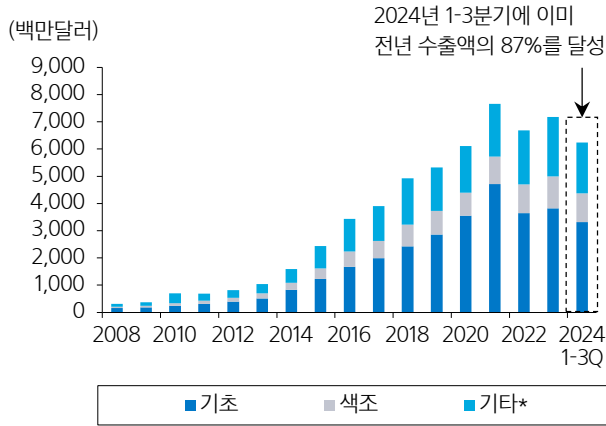
참고: 주요 화장품주(36개)의 합산 시가총액
자료: 삼성증권

한국의 화장품 연간 수출액 성장률 추이



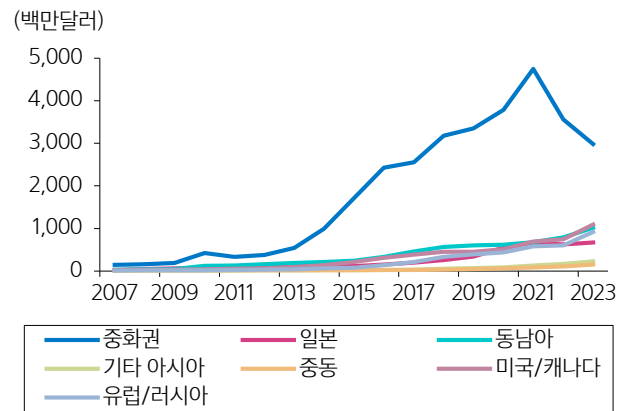
참고: 2024년은 1-3분기 누계 수출액의 전년 동기 대비 성장률
자료: 한국무역협회, 삼성증권

한국의 화장품 수출액 추이



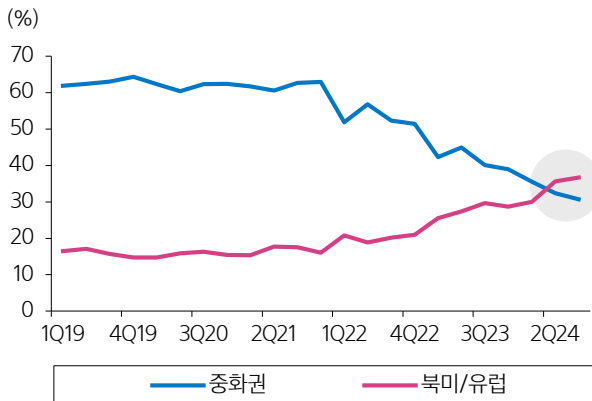
참고: * 네일, 아동용 등
자료: 한국무역협회, 삼성증권

한국의 주요국향 화장품 연간 수출액 추이 (2007~2023)



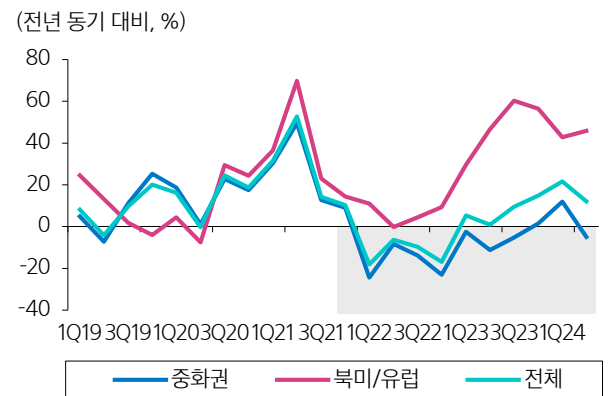
자료: 한국무역협회, 삼성증권

한국 화장품의 주요국향 수출 비중 추이: 중화권 vs 북미/유럽



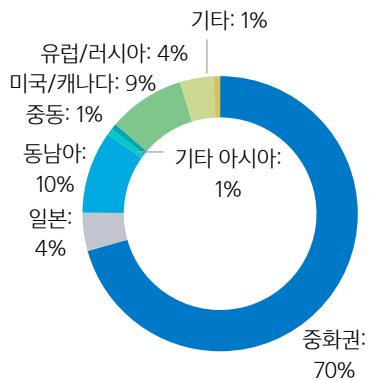
참고: 북미는 미국과 캐나다 합산, 유럽은 러시아 포함
자료: 한국무역협회, 삼성증권

한국의 주요국향 화장품 분기 수출액 성장률 추이



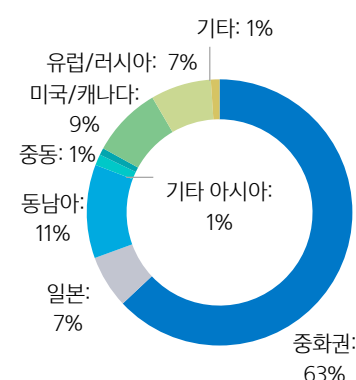
참고: 북미는 미국과 캐나다 합산, 유럽은 러시아 포함
자료: 한국무역협회, 삼성증권

한국의 화장품 수출국 비중, 2016년



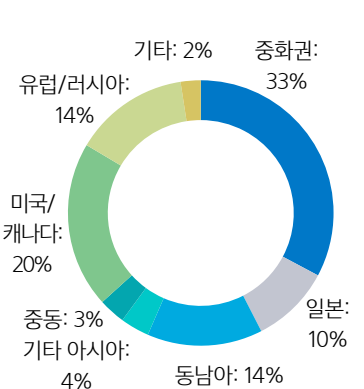
자료: 한국무역협회, 삼성증권

한국의 화장품 수출국 비중, 2019년



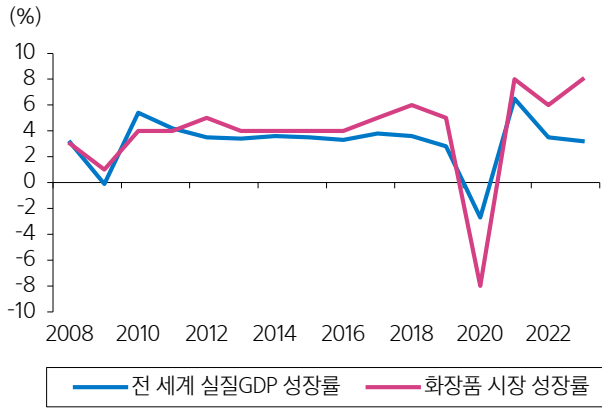
자료: 한국무역협회, 삼성증권

한국의 화장품 수출국 비중, 2024 1-3Q



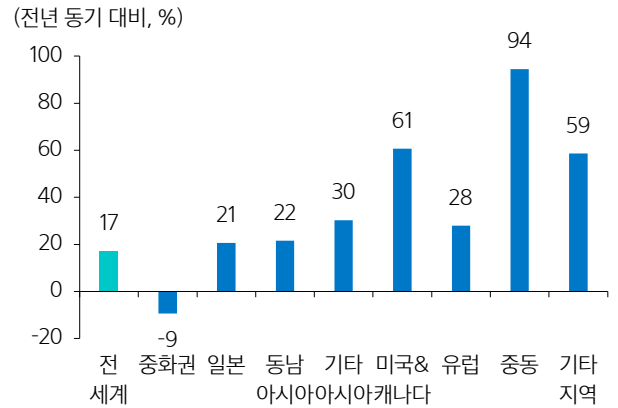
자료: 한국무역협회, 삼성증권

전 세계 경제성장률 vs 화장품 시장 성장률



자료: IMF, L'Oreal, 삼성증권

한국 화장품의 2024년 1-3분기 누계 지역별 수출액 증가율



참고: 기타 지역은 오세아니아(62% y-y), 중남미(51% y-y) 및 아프리카(73% y-y)
자료: TRASS, 삼성증권

K-뷰티에 힘을 실어준 글로벌 인디뷰티 바람

중국 외 지역에서 잘 팔리기 시작한 국내 화장품 브랜드들은, 한한령 이전 중국에서 잘 나가던 브랜드들과 한 가지 극명한 차이가 있었다. 이들이 소위 '인디(indie) 브랜드'로 불리는 중소 브랜드라는 점이였다. 대중 수출이 활발하던 시절 중국에서 잘 팔리던 브랜드들은, 사실 한국에서 잘 나가는 브랜드와 별반 다르지 않았다. 설화수나 더후는 명품 브랜드로서, 에뛰드나 토니모리, 미샤는 로드샵 브랜드로서, 즉 국내 소비자의 브랜드 인지도 및 선호도가 중국 소비자들에게 그대로 이식되었다. 그러나 최근 전 세계로의 화장품 수출을 이끌었던 선봉장, 즉 아마존에서의 1등 판매 브랜드나, 구글 최다 검색 브랜드 중에는 국내 채널에서 찾아보기조차 어려운 경우가 많다.

'한국의 화장품 브랜드(Korean skincare/makeup brand)' Google 검색 시, 검색량 최다 증가 브랜드

기초 화장품 (Skincare)						색조 화장품 (Makeup)					
최근 5년			최근 1년			최근 5년			최근 1년		
순위	검색어	출시	순위	검색어	출시	순위	검색어	출시	순위	검색어	출시
1	조선미녀	2014	1	아누아	2012	1	에뛰드하우스	1985	1	티르티르	2017
2	Peach & Lily	2012	2	토리든	2015	2	Fenty Beauty*	2017	2	롬앤	2016
3	라네즈	1994	3	믹순	2015	3	페리페라	2005	3	올리브영**	1999
4	코스알엑스	2013	4	라곰	2015	4	3CE	2009	4	라네즈	1994
5	닥터자르트	2004	5	티르티르	2017	5	미샤	2000	5	클리오	1993
6	CeraVe*	2005	6	라운드랩	2017	6	Innisfree	2000			
7	아이유닉	2017	7	스킨1004	2013						
8	편강울	2016	8	조선미녀	2014						

참고: 연관 검색어(related topic) 중 'Rising'으로 분류된 화장품 관련 브랜드. 전 세계 영문 검색어 기준. 유사/중복 검색어는 조정함. 검색량 증가량은 전기 대비 기준.

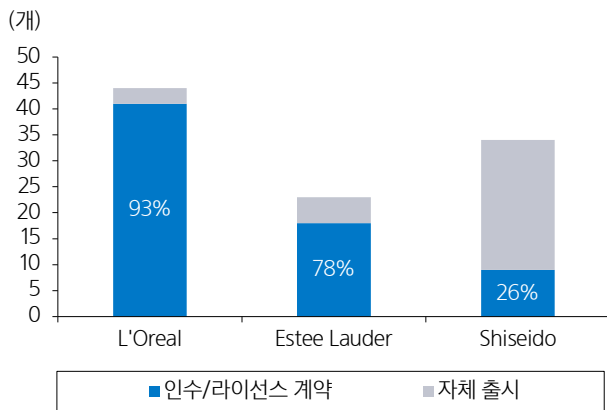
* 해외 브랜드이나, 국내 ODM/OEM사의 고객사 **화장품 유통사이거나, 자체 브랜드(Private label) 보유

자료: Google Trends, 삼성증권

이는 때마침 전 세계적으로 불어닥친 인디뷰티 열풍에, 한국의 인디 브랜드들이 두각을 나타낸 결과였다. 즉, '한국의 인디 브랜드'들만 갑자기 잘 나가게 된 것이 아니라, 전 세계적인 인디 브랜드 판매 호황 속 한국 브랜드들도 수혜를 본 것이다. 참고로 음악이나 영화에서 많이 사용하는 '인디(indie)'라는 용어는, 대규모 자본의 도움 없이 독자적으로(independently) 만들어진 저(低)예산 창작물을 가리킨다. 이에 화장품 업계에서 '인디 브랜드'는 기성 대기업의 계열사가 아닌 신생 중소 브랜드를 가리키게 되었다.

화장품은 태생적으로 트렌드가 빠르게 바뀌는 산업이기에, 신생 브랜드가 기존 브랜드의 지위를 위협하는 현상 자체는 그렇게 새로운 현상이 아니다. 트렌드 사회학자 헨릭 베일가드에 따르면, 한 트렌드가 얼리 어답터(전체 소비자 중 5%)로부터 주류 소비자(전체 소비자 중 약 70%)까지 전파되는 데 걸리는 시간은 화장품이 평균 1~2년, 의류/액세서리가 2~3년, 홈 디자인이 5~7년, 스포츠 장비가 6~8년 정도이다. 위 연구는 2008년에 진행된 것이니, SNS를 통해 전 세계로 콘텐츠가 빠르게 이뤄지는 최근에는 그 교체주기가 더 짧아졌을 것이다. 그러나 화장품 산업은 늘 신생 브랜드의 인수합병을 통해 성장해왔고, 그 결과 세계적인 화장품 대기업 그룹 산하에는 한 때 '인디 브랜드'였던 수많은 산하 브랜드들이 존재하는 것이다.

대형 화장품 그룹 산하 브랜드 중, 인수된 브랜드의 비중



자료: 각 사, 삼성증권 추정

트렌드가 얼리 어답터에서 주류 소비자까지 전파되는 시간

소비재 유형	기간
화장품	1~2년
의류/액세서리	2~3년
홈 디자인	5~7년
스포츠 장비	6~8년

자료: <트렌드를 읽는 기술> (헨릭 베일가드, 2008)

그러나 최근의 인디뷰티 트렌드는 '소(小)자본의, 비(非)대기업' 신생 브랜드가 기존 '대기업' 브랜드를 위협한다는 것이 핵심이다. 단순히 신생 브랜드가 기존 브랜드를 대체하는 현상이 아니다. 그리고 이는 그저 '일시적 유행'이 아니라, 몇 년에 걸쳐 기업과 소비자에게 영향을 주는 '지속 가능한 트렌드'이다. 소비자학에서는, 소비자의 생활양식·욕구 변화 등 사회 문화적 요인과 기술 향상·사업모델 변화 등 산업 구조적 요인이 결합하여 나타난 트렌드가 오랜 기간 지속 가능하다고 설명하고 있다(서정희, 2005). 최근 인디뷰티의 부상은 이러한 설명에 정확히 부합하는, '지속 가능한 트렌드'로 판단된다.

인디뷰티 트렌드 탄생의 사회문화적 · 산업구조적 요인

인디뷰티가 소비자의 마음을 빠르게 사로잡을 수 있었던 것은 여러 사회문화적, 산업구조적 요인이 복합적으로 작용했기 때문이다. 당사에서 판단하기에 가장 핵심적 요인은 이하의 3가지이다.

1) 개별 제품에 대한 정보 비대칭성 완화 → 기성 브랜드향 로열티 하락

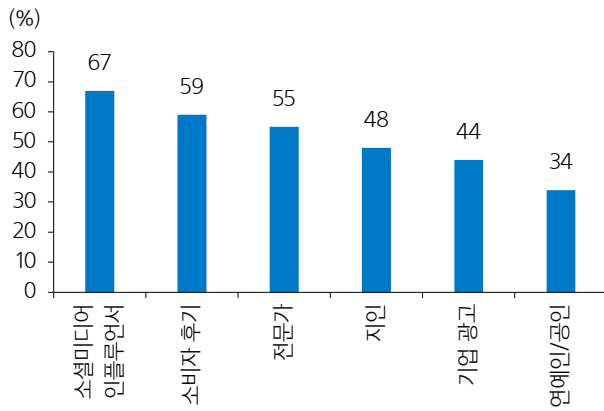
먼저 사회문화적 측면에서는, '개별 제품'에 대한 정보 비대칭성 완화로 '브랜드' 명성에 대한 소비자의 의존도(=브랜드 로열티)가 낮아졌다는 점이 중요하게 작용했다. 그리고 정보 비대칭성 완화에 크게 기여한 것은 다름 아닌 소셜미디어/SNS 뷰티 인플루언서들의 '뷰티 튜토리얼' 영상이다.

유튜브나 인스타그램, 틱톡 등 각종 소셜미디어/SNS에서 인플루언서들은, 여러 화장품을 발라보고 그 결과물을 영상에서 보여준다. "여름 쿨톤 메이크업"과 같이 특정 피부톤을 가진 사람들이 따라하면 좋은 화장법을 직접 시범을 통해 보여주고, 그 과정에서 사용했던 제품을 공개한다. 이때 가격대가 높은 소위 '명품 브랜드'의 제품도 사용하지만, 인디 브랜드의 제품도 많이 사용한다. 심지어는 기능이 유사한 인디 제품과 고가 제품을 비교하면서, 고가 제품을 대체할 수 있는 '저렴이(Dupe)' 제품을 소개하기도 한다. 소비자는 영상에 나온 결과물을 모방하기 위해, 신생 인디 브랜드라 할지라도 영상에 소개된 제품을 구입하게 된다. 이 과정에서, 저렴한 제품은 품질이 안 좋을 것이라는 편견에서 벗어나게 된다.

이와 달리 뷰티 튜토리얼 영상이 활발하지 않던 시절에는, 제품 효능을 파악할 수 있는 창구가 훨씬 제한적이었다. 보정이 많이 들어간 광고 사진을 보거나, 직접 매장에 가서 테스트를 해보는 것이 전부였다. 그런데 매장 방문의 경우 시·공간적 제약 때문에, 모든 브랜드의 모든 제품을 동시에 테스트해보는 것이 불가능하다. 이렇듯 구입 전에 제품의 효능을 파악하는데 한계가 있다보니, 브랜드 명성에 대한 의존도가 상대적으로 높을 수밖에 없었다. 반면, 최근에는 거의 모든 브랜드의 모든 제품에 대해, 수많은 인플루언서들의 '제품 리뷰 영상'을 언제 어디서나 손쉽게 확인할 수 있다. 참고로 하버드경영대학원의 연구에 따르면, 소셜미디어 인플루언서는 화장품 소비자들이 가장 신뢰하는 정보 창구로, 약 67%의 소비자가 구매 전 인플루언서를 통해 정보를 획득한다고 한다(vs 기업 광고는 44%에 불과).

일반 소비자들의 제품 후기 역시 정보 비대칭성 완화에 크게 기여했다. 마케팅사 Brightlocal이 '24.3월에 시행한 조사에 따르면, 소비자의 50%는 온라인 소비자 후기(리뷰)를 가족/친구의 추천만큼 신뢰하며, 35%는 소셜미디어 인플루언서만큼 신뢰한다 함. 다른 소비재와 마찬가지로 화장품도 소비자 후기를 볼 수 있는 창구가 다양하다. Amazon, Sephora 등 화장품을 구매할 수 있는 웹사이트/모바일앱에서도 소비자 후기 작성이 활발하며, MakeupAlley와 같이 후기 공유와 성분 분석만을 위한 웹사이트/모바일앱도 존재한다. 참고로 Amazon에서는 실시간으로 'Best seller' 순위를 공개하는데, 화장품("Beauty and personal care") 부문 상위 50등 제품들은 적게는 수천개, 많게는 수십만개의 소비자 후기를 보유하고 있다.

화장품 구매 전 정보 습득 경로



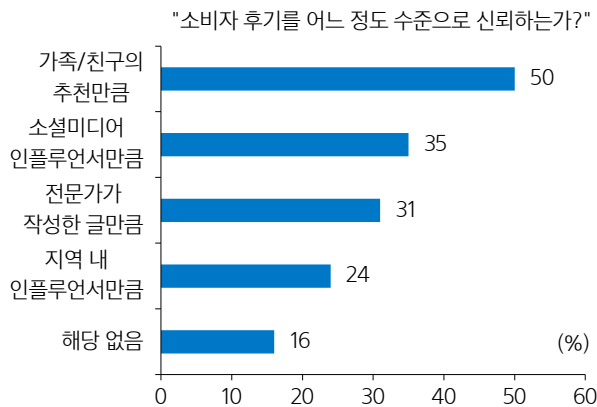
참고: 소비자 설문 기반, 중복 선택 포함
자료: 하버드경영대학원

뷰티 인플루언서의 튜토리얼 영상 예시



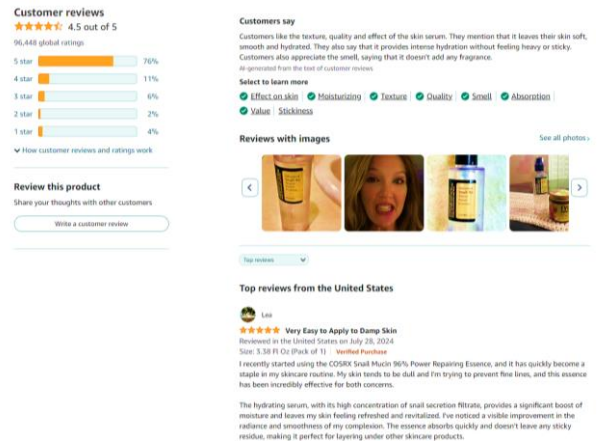
자료: YouTube

소비자 후기에 대한 신뢰 정도



자료: Brightlocal

Amazon의 화장품 베스트셀러 후기 예시



자료: Amazon

2) 소자본만으로 브랜드 경영이 가능한 산업 구조

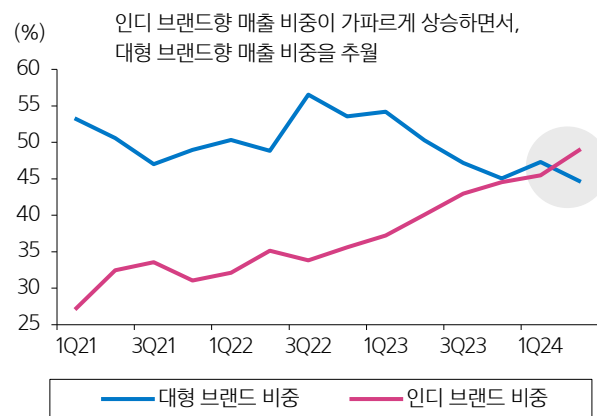
성공한 인디뷰티 브랜드가 최근 몇 년 동안 다수 등장할 수 있었던 것은, 화장품 브랜드의 창업 및 경영이 시간/비용 측면에서 쉬워진 덕분이다. 화장품 제조사 SBLC Cosmetics에 따르면, 미국에서 화장품 브랜드를 창업하는데 들어가는 초기 투자비용(2024년 기준)은 약 2천만 달러(한화 약 2,700만원)에 불과하다고 한다. 이러한 변화는 ① 저렴하고 효과적인 마케팅+유통 모델이 탄생했고, ② ODM사를 통한 효율적인 생산이 뒷받침된 덕분이다.

우선, 앞서 기술한 뷰티 튜토리얼/리뷰를 통해, 브랜드들은 매우 저렴한 방법으로 마케팅이 가능해졌다. 단순히 SNS 채널을 운영하고, 소비자 후기 작성을 장려하는 방식이라면, 이론적으로는 마케팅 예산 '0원'으로도 브랜드 경영이 가능하다. 실제로 미국 인디 브랜드 Drunk Elephant는 인스타그램에서, 영국 인디 브랜드 Byoma는 틱톡에서 소위 '바이럴(viral)'이 되면서, 마케팅 비용을 거의 지불하지 않고도 창업 초기부터 유명세를 탔다. 인플루언서를 통해 마케팅을 진행한다 하더라도, 인플루언서의 영향력에 따라 차이는 있으나 대체로 기성 마케팅(TV 광고 등)에 비해 저렴한 편이다.

여기에 온라인 유통 채널이 SNS와 결합하면서, SNS에서의 '구매 의향'이 '구매 결정'으로 효과적으로 전환될 수 있었다. SNS 마케팅 게시물에는 구매 링크가 삽입되어 있어, 소비자들의 구매욕구가 사라지기 전에 곧바로 구매로 이어지도록 설계되어 있기 때문이다. 실제로 성공적인 인디 브랜드의 상당수는 '온라인 전문 회사'에서 출발했고, 오프라인 판매는 오히려 브랜드가 어느 정도 성장한 뒤에 시작되었다. 예컨대 미국의 Kylie Cosmetic은 오직 온라인 판매만으로 브랜드 설립 2년 만에 연매출 6.3억달러(약 7,125억원)에 도달했다. 이는 2015년 전 세계 인스타그램 팔로워수 순위가 4등이었던 인플루언서 Kylie Jenner가 출시한 브랜드인데, 인스타그램 게시물에 구매 링크를 추가하여 곧바로 구매로 전환될 수 있도록 유도했던 덕분이다.

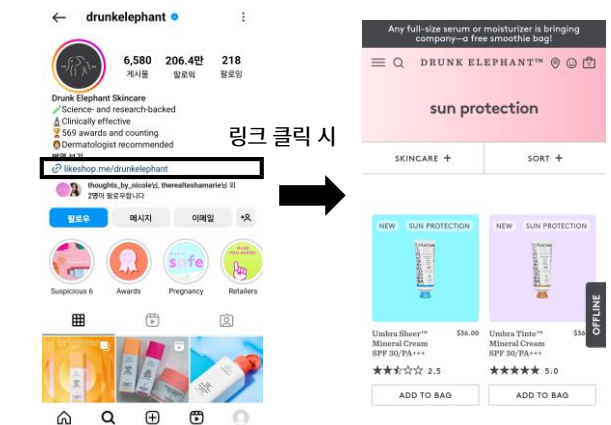
무엇보다 ODM사를 통한 외주 생산이 가능했기에, 신생 화장품 브랜드들은 초기 capex 투자 없이 곧바로 브랜드를 시작할 수 있었다. 화장품의 전 밸류체인에 관여하는 대신, 제품 기획과 마케팅/유통에만 집중하고, 재료 조달과 제품 개발/생산은 ODM사에 맡기는 방식이 가능했기 때문이다. ODM사들은 한때 기성 대기업에게서 제품 레시피('포뮬레이션')를 받아서 그대로 생산하는 'OEM' 위주로 사업을 전개했었다. 그러나 제품 레시피를 직접 개발하여 선제안하는 ODM 위주로 사업을 바꾸면서, 인디 브랜드들이 자체 생산/개발 설비 없이 창업할 수 있는 좋은 환경이 조성된 것이다. 인디 브랜드들은 그저 ODM사가 개발해 놓은 제품 유형 중 마음에 드는 것을 골라서 주문만 하면 되기 때문이다. 참고로 대기업 브랜드는 여전히 화장품의 전 밸류체인에 관여한다. 대기업도 외주 생산을 진행하긴 하나, 핵심 제품은 1) 대부분 자체 설비를 통해 생산하고, 2) 외주 생산을 하더라도 포뮬레이션은 직접 개발하고, 외주사에 공유하지 않는다.

해외 ODM사의 인디 브랜드 매출 비중 추이



자료: Intercos

SNS와 온라인 유통의 결합 예시



자료: Instagram, Drunk Elephant

3) 빨라진 속도의 선순환

위에 언급된 요인들은 인디 브랜드가 기성 대기업 대비 '빠른 속도'를 갖출 수 있도록 도왔다. 트렌드가 빠르게 변하는 화장품 업계에서 이는 인디 브랜드들에게 엄청난 차별화 요소로 작용하면서, 다시 인디 브랜드의 성장을 가속화하는 선순환 고리를 만들었다.

먼저 SNS 위주의 마케팅은, 인디 브랜드들이 소비자의 반응을 말 그대로 '실시간으로' 파악할 수밖에 없도록 만들었다. 게시물 업로드 후, 소비자들의 반응(스크랩, 좋아요, 댓글, 조회수 등)이 즉각적으로 보이기 때문이다. 조직이 작고, 결재선이 단순한 인디 브랜드들은 이러한 소비자 반응을 즉각 신제품 출시, 신규 마케팅 등에 반영할 수 있었다. 신제품 및 신규 마케팅 출시에 최소 반년, 길게는 1~2년씩 걸리는 대기업에 비해 이는 큰 차별점이었다. 피드백의 즉각 반영은 소비자 만족도를 높였고, 인디 브랜드들이 단기간에 빠르게 성장할 수 있는 비결이 되었다.

또한 ODM사를 통한 외주 생산은 소자본 경영을 위한 필연적 선택이었지만, 오히려 기성 대기업 대비 신제품 출시 속도를 빠르게 만들었다. 신제품 기획 단계에서 인디 브랜드들은 각 ODM사에, 원하는 제품의 제형/색감/향 등이 구현 가능한지 문의한다. 그러면 ODM사들은 이미 개발해놓은 여러 선택지를 브랜드사에게 제안한다. 브랜드사들은 이 중에 품질과 가격 등 조건이 맞는 회사의 제품을 골라서 주문하기만 하면 된다. 제품 기획에서 실제 제품 출하까지, 생산가능 설비 용량만 확보된다면 전체 리드타임은 불과 1~2개월 정도이다. 이 역시 소비자 만족도를 크게 높인 핵심적인 요인이다.

유독 'K' 인디뷰티가 아웃퍼폼하는 이유

전 세계적인 인디뷰티 열풍 속에서도, 한국의 화장품사들, 즉 K-뷰티는 눈에 띄는 우수한 퍼포먼스를 보여주고 있다. 이는 '최고의 화장품 브랜드'에 대한 전 세계 소비자들의 시각에서 분명하게 드러난다. 전 세계에서 약 92%의 점유율을 차지하고 있는 포털 사이트 Google에 '최고의 화장품 브랜드'가 무엇인지 검색하면, 최근 10년 간 검색량이 가장 크게 증가한 검색어의 상위권은 대부분 해외 인디 브랜드들이 차지하고 있다. 그런데 이를 최근 5년, 최근 1년으로 좁힐수록, 최상위권은 한국 브랜드들이 차지한다. 이는 한국 전반에 대한 전 세계인의 인식변화에도 잘 드러난다. '한국의'를 검색했을 경우, 최근 10년 간 연관검색어 상위에는 화장품 관련 내용이 없다. 그러나 이를 최근 5년, 최근 1년으로 좁힐 경우 스킨케어, 클렌저 등 화장품 관련어가 등장한다. 한국에 대한 인식에 화장품이 중요한 요소로 추가되었음을 알 수 있다. 또한 앞서 살펴보았듯 '한국의 화장품 브랜드'를 검색했을 경우, 최근으로 갈수록 인디 브랜드들이 검색량 증가 상위권을 차지하고 있다. 'K-인디뷰티'가 K-뷰티 재부흥을 이끌고 있음을 명확히 보여주는 대목이다.

'최고의 기초 화장품 브랜드(best skincare brand)'를 Google에서 검색 시, 검색량 최다 증가 검색어

최근 10년				최근 5년				최근 1년						
전체 순위	브랜드 순위	브랜드/키워드	출시 연도	국가	전체 순위	브랜드 순위	브랜드/키워드	출시 연도	국가	전체 순위	브랜드 순위	브랜드/키워드	출시 연도	국가
1	1	The Ordinary	2016	캐나다	1		한국의 스킨케어			1		한국의 스킨케어		
2	2	CeraVe	2005	미국	2		피부과 의사			2	1	라네즈	1994	한국
3		여드름			3		레티놀 (원재료)			3	2	Bubble Skincare	2019	미국
4	3	Drunk Elephant	2012	미국	4	1	SkinCeuticals	1994	미국	4	3	코스알엑스	2013	한국
5		Reddit (소셜미디어)			5	2	Glow Recipe	2014	한국**	5	4	Minimalist	2020	인도
6		레티놀 (원재료)			6		살리실산 (원재료)			6	5	Byoma	2022	영국
7	4	Sephora*	1969	프랑스	7	3	조선미녀	2014	한국	7	6	Sephora*	1969	프랑스
8		Cruelty-free (ESG)			8	4	Mama Earth	2016	인도	8	7	올리브영*	1999	한국
9		니코티나마이드 (원재료)			9	5	Ulta Beauty*	1990	미국	9	8	Glow Recipe	2014	한국**
10	5	Paula's Choice	1995	미국	10	6	Byoma	2022	영국	10	9	Paula's Choice	1995	미국
11		한국의 스킨케어			11	7	e.l.f. Beauty	2004	미국	11		비누		
12		립밤			12	8	Paula's Choice	1995	미국	12	10	Tatcha	2009	일본
13		살리실산 (원재료)			13	9	Plum	2013	인도	13	11	Hada Labo	2004	일본
14	6	Tatcha	2009	일본	14	10	Boots*	1849	영국	14	12	Ulta Beauty*	1990	미국
15	7	Glow Recipe	2014	한국**	15	11	Simple	1960	영국	15		일본		
16	8	Minimalist	2020	인도	16	12	Dot & Key	2018	인도					
17	9	조선미녀	2014	한국	17	13	CeraVe	2005	미국					
18		K-뷰티			18	14	The Ordinary	2016	캐나다					

참고: 연관 검색어(related topic) 중 'Rising'으로 분류된 화장품 관련 브랜드. 전 세계 영문 검색어 기준. 유사/중복 검색어는 조정함. 검색량 증가 정도는 전기 대비 기준.
패션 복합 브랜드(Christian Dior, Gucci, Chanel 등)의 출시 연도는, 브랜드 인지도 구축기간을 감안하여 최초 사업 시작일 기준으로 작성(화장품 사업 시작 연도 아님)
* 화장품 유통사이나, 자체 브랜드(Private label) 보유 **영업 지역은 미국이나, 한국인 창업자가 한국 화장품을 판매하면서 시작된 브랜드

자료: Google Trends, 삼성증권

'최고의 색조 화장품 브랜드(best makeup brand)'를 Google에서 검색 시, 검색량 최다 증가 검색어

최근 10년				최근 5년				최근 1년						
전체 순위	브랜드/키워드	출시 연도	국가	전체 순위	브랜드/키워드	출시 연도	국가	전체 순위	브랜드/키워드	출시 연도	국가			
1	립 메이크업			1	립 메이크업			1	1	Charlotte Tilbury	2013	영국		
2	1	Huda Beauty	2013	미국	2	1	MAC	1984	캐나다	2	2	Rare Beauty	2019	미국
3	2	MAC	1984	캐나다	3	2	Rare Beauty	2019	미국	3	3	Fenty Beauty	2017	미국
4	3	Sephora*	1969	프랑스	4	3	Ulta Beauty*	1990	미국	4	4	Sephora*	1969	프랑스
5	4	Charlotte Tilbury	2013	영국	5	4	Nykaa*	2012	인도	5	5	Armani	1975	이탈리아
6	5	Nykaa*	2012	인도	6	5	Christian Dior	1946	프랑스	6	6	Milk Makeup		
7	6	Rare Beauty	2019	미국	7	6	ILIA	2011	캐나다	7	7	Christian Dior	1946	프랑스
8		세럼			8	7	Gucci	1921	이탈리아	8		K뷰티		
9		에어로솔 스프레이			9	8	Sephora*	1969	프랑스	9		CC크림		
10		인도			10	9	Chanel	1910	프랑스	10		노화(ageing)		
11		팔레트			11	10	The Ordinary	2016	캐나다	11	8	Boots*	1849	영국
12		립스틱			12	11	Charlotte Tilbury	2013	영국	12	9	MAC	1984	캐나다
13		스킨케어			13		스킨케어							
14		프라이머			14		파키스탄							
					15		인도							
					16		한국							

참고: 연관 검색어(related topic) 중 'Rising'으로 분류된 화장품 관련 브랜드. 전 세계 영문 검색어 기준. 유사/중복 검색어는 조정함. 검색량 증가 정도는 전기 대비 기준. 패션 복합 브랜드(Christian Dior, Gucci, Chanel 등)의 출시 연도는, 브랜드 인지도 구축기간을 감안하여 최초 사업 시작일 기준으로 작성(화장품 사업 시작 연도 아님)

* 화장품 유통사이나, 자체 브랜드(Private label) 보유

자료: Google Trends, 삼성증권

'한국의(Korean)'를 Google에서 검색 시, 연관 검색어 순위 추이

최근 10년		최근 5년		최근 1년	
순위	검색어	순위	검색어	순위	검색어
1	한국 드라마	1	한국 드라마	1	한국 요리
2	한국 요리	2	한국 요리	2	한국 드라마
3	한국 바베큐	3	한국 바베큐	3	한국 바베큐
4	한국전쟁	4	한국 원(Won)	4	대한항공(Korean Air)
5	일본의	5	한국전쟁	5	한국 원(Won)
6	대한항공(Korean Air)	6	북한	6	스킨케어
7	북한	7	한국 핫도그	7	북한
8	한국 원(Won)	8	대한항공(Korean Air)	8	한국전쟁
9	BTS(연예인)	9	스킨케어	9	코리안 좀비(격투기 선수)
10	한국 핫도그	10	코리안 좀비(격투기 선수)	10	클렌저
11	이민호(연예인)	11	야 오이(웹툰)	11	김정은(북한 지도자)
12	코리안 좀비(격투기 선수)	12	한국식 브이('V')	12	토너
		13	한국 스타일러	13	K뷰티

참고: 전 세계 영문 검색어 기준, 유사 검색어는 재분류(예: Korean war과 War은 모두 '한국전쟁'으로 합산). 현재 기준.

자료: Google Trends, 삼성증권

유독 'K' 인디뷰티가 부흥하게 된 이유들은, 전 세계적으로 인디뷰티가 인기를 얻고 있는 이유와 크게 다르지 않다. 다만, K뷰티 업계가 지닌 장점이 조금 더 강력하고 명확했을 뿐이다. 또한 과거에는 K뷰티에 대한 비중국 국가들의 접촉 창구 자체가 제한적이었던 탓에, K뷰티의 우수성을 전 세계인들이 알 아볼 기회가 이제서야 생겼다고 할 수 있다.

K인디뷰티 부흥의 이유 1) 밸류체인 전체의 민첩성(agility)

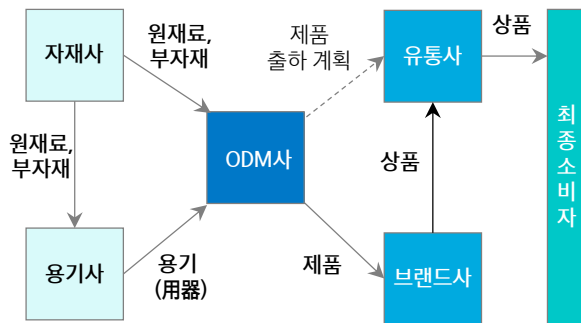
앞서 언급했듯 인디뷰티가 기성 대기업 대비 차별화되는 가장 큰 요소는 '빠른 속도'이다. 마케팅 콘텐츠 전달도 빠르고, 신제품 출시도 빠르고, 소비자 피드백 반영도 빠르다. 한국 화장품 업계는, 밸류체인 전체가 애자일(agile)하다는 강력한 경쟁력을 갖추고 있다. 세계 최대 화장품 그룹인 프랑스의 로레알은 한국을 "세계에서 가장 빠른 속도를 자랑하는 시장"이자 "세계 최대 뷰티 생태계"로 평가하고 있다.

한국의 화장품 업계는, 분업을 통한 전문화가 다른 어느 나라에 비해서도 잘 구현되어 있다는 평가를 받는다. 분업으로 잘하는 업무만을 반복 수행할 때 생산효율이 극대화된다는 것은 경제학적 상식이다. 화장품 밸류체인은 크게 1) 원/부재료 조달, 2) 용기 개발 및 제조, 3) 내용물 개발 및 제조, 4) 기획/마케팅, 5) 유통으로 나뉘는데, 한국은 밸류체인 각 단계만을 집중 수행하는 업체들이 여럿 모여 화장품 생태계를 구성하고 있다. 즉, 원재료 전문사, 용기 전문사, ODM/OEM사 등 내용물 제조 전문사, 브랜드 전문사, 유통 전문사가 각각 여럿 존재한다. 또한 넓지 않은 국토 면적 특성 상 회사들이 지리적으로 근접해 있기에, 생태계 내 긴밀한 협력이 용이하다.

무엇보다, 한국은 밸류체인 전체의 리드타임을 좌우하는 핵심 단계의 생산효율이 특히 높다. 앞서 언급한 단계 중 1, 5는 전 세계적인 물류차질이 존재하지 않는 한 특별히 병목 현상이 발생하지 않으며, 4는 SNS 덕분에 전 세계적으로 속도가 점점 더 빨라지고 있다. 결국 화장품업의 리드타임은 2, 3단계에서 결정되는데, 한국은 ODM사와 용기사는 타 국가 업체들 대비 리드타임이 빠르다. 업계 관계자에 따르면 해외 ODM사는 제품 의뢰에서 출하까지 리드타임(lead time)이 4~12개월까지도 걸리는 반면, 한국 ODM사들은 신규 고객은 3~4개월, 기존 고객은 1~2개월밖에 걸리지 않는다. 그래서 한국 ODM사를 찾는 해외 고객사 중 다수는 '빠른 속도'를 장점으로 꼽는다고 한다.

한국의 ODM사와 용기사가 빠른 리드타임을 갖추게 된 가장 핵심적인 이유는, 미리 개발한 제품을 바탕으로 진행되는 선제적인 영업 방식에 있다. 한국의 ODM사와 용기사는 브랜드사의 요청이 있기 전에 먼저 새로운 제품 유형을 개발하여, 이를 브랜드사에 역으로 제안하는 방식으로 영업하고 있다. ODM사는 미리 개발해 둔 표준 레시피에, 용기사는 미리 개발해 둔 표준양산형 금형(stock mold)에, 고객사의 요청을 반영하여 약간의 수정을 거친 뒤 바로 양산에 돌입하는 것이다. 주문에 따라 매번 크게 커스터마이징하는 생산 방식보다 속도가 빠를 수밖에 없다. 이는 트렌드 선도의 효과도 있는데, 고객사의 히트 상품 중에는 ODM사에서 먼저 개발하여 제안한 사례도 많다.

한국의 화장품 산업 밸류체인



자료: 삼성증권

한국 화장품 산업에 대한 로레알 그룹의 평가

“한국은 새롭고 혁신적인 기술과 트렌드를 창조하고 또 적용하는데 있어 세계에서 가장 빠른 속도를 자랑하는 시장 중 하나입니다. 세계 최대 뷰티 생태계 중 하나인 한국에서 소비자들은 다채로운 경험을 바탕으로 더 만족스러운 서비스에 대한 기대를 품고 있습니다.

... BB크림, CC크림, 시트 마스크, 쿠션, 헤어 워터 트리트먼트, 시카 & 배리어 크림은 모두 한국에서 시작하여 전 세계로 퍼진 새로운 뷰티 경험 창조의 좋은 예입니다. ...”

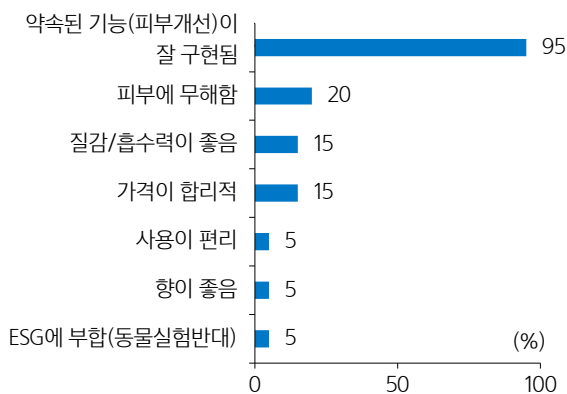
자료: L'Oreal

K-인디뷰티 부흥의 이유 2) 우수한 품질의 “Made in Korea”

American Cosmetic Association에 따르면, 소비자들은 **약속된 효능·효과가 얼마나 잘 나타는지의 여부**로 화장품의 ‘품질’을 판단한다. 예컨대 기초 화장품은 보습력, 끈적임의 정도, 흡수력 등이, 색조 화장품은 색상 구현력, 지속력, 제형 등이, 선크어와 같은 기능성 화장품이라면 명시된 특수 기능의 효과성 등이 전반적인 품질을 결정할 것이다. 그런데 일부 기능성 화장품을 제외하고는, 화장품의 효능·효과를 객관적인 수치로 증명하기 어렵다. 효능·효과를 구성하는 요소들이 대부분 주관적인 느낌에 따라 결정되고, 그마저도 사람마다 다르게 나타나기 때문이다. 그러므로 품질에 대한 ‘인식’이 굉장히 중요한데, 최종 소비자와 고객사(브랜드사) 모두 한국산 화장품이 품질이 좋다고 인지하고 있다.

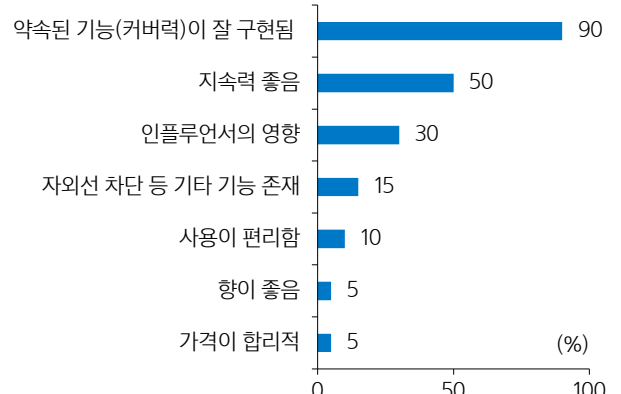
우선, 한국산 화장품의 구매자 중 압도적 다수는 고품질을 구매의 이유로 꼽는다. 전 세계 최대 쇼핑 웹사이트 Amazon에서 사용자 평가를 분석해보면, 인기 많은 한국산 화장품에 대한 최다 평가는 ‘품질이 좋다’는 것이다. 이 중 실제로 제품을 구매한 소비자들의 사용 후기를 보면, 약속된 기능이 잘 구현되어서 좋다는 내용이 대다수를 이루고 있다. 페이스셜 세럼 분야 1등인 한국산 제품에 대한 대부분의 인기 후기(타 소비자들로부터 좋은 평가를 받은 후기)에서, 해당 제품 사용 후 피부 개선 효과가 있기 때문에 구매했다고 설명한다. 파운데이션 메이크업 분야 1등인 한국산 제품의 인기 후기의 절대 다수 역시, 해당 제품이 본래 약속된 기능(피부 커버력)을 잘 수행하고 있기 때문에 샀다고 평가한다. 가격이나 사용 편리성 등 다른 이유는 부차적인 요소로 판단된다.

Amazon의 ‘페이스셜 세럼(기초 화장품)’ 분야 베스트셀러 1위인 한국 화장품에 대한 소비자 평가



참고: 실제 구매를 인증한 소비자 평가 중, 다른 소비자의 추천을 많이 받은 “Top positive review” 상위 20개(합계 추천인 4,300명) 기준
자료: Amazon, 삼성증권

Amazon의 ‘페이스셜 파운데이션(색조 화장품)’ 분야 베스트셀러 1위인 한국 화장품에 대한 소비자 평가

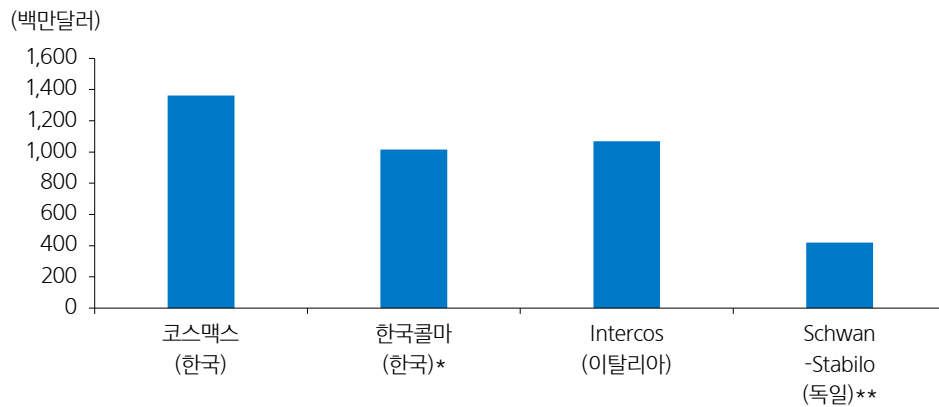


참고: 실제 구매를 인증한 소비자 평가 중, 다른 소비자의 추천을 많이 받은 “Top positive review” 상위 20개(합계 추천인 245명) 기준
자료: Amazon, 삼성증권

전 세계 소비자들이 ‘최고의(best)’ 화장품으로 한국산 제품을 꼽는 것은, 기본적으로 우수한 품질이 담보되었기 때문이다. ‘가성비 좋은’ 혹은 ‘인기 많은’ 등과 달리, ‘최고의’는 품질이 좋은 제품에만 붙을 수 있는 수식어이다. 다른 모든 제품과 마찬가지로, 결국 화장품도 ‘품질’이 중요한 구매 결정 요인이기 때문이다. 실제로 소비자 행동을 기반으로 한 여러 통계학적 연구에서, 화장품의 품질과 구매 결정 사이에 유의미한 상관관계가 있음을 확인할 수 있다. 품질이 ‘가장’ 중요한 요소라는 연구결과도 있다. 간혹 업계 관계자 및 투자자 중에는, 화장품 구매에 있어 품질보다는 가격이나 마케팅이 더 결정적인 요소라고 오인하는 경우가 있다. 그러나 연구에 따르면 소비자들이 제품의 품질을 파악한 이후에는, 역으로 품질을 바탕으로 제품 가격에 대해 재평가를 내린다는 사실이 밝혀졌다(Voss & Parasuraman (2003) 등). 품질이 오히려 가격 요소에 선행한다는 것이다.

전 세계 1,2등 ODM사들이 모두 한국 회사일 정도로 업계가 크게 성장했다는 점도 이를 간접적으로 증명한다. 업계에 따르면 현재 전 세계 1위 규모 ODM사는 한국의 코스맥스이며, 이탈리아의 인터코스와 한국콜마가 그 뒤를 잇고 있다. 또한 업계 관계자에 의하면, 국내외 고객사들이 한국 ODM사를 이용하는 가장 큰 이유는 약속된 제형/기능의 구현 능력이 뛰어나기 때문이다. 앞서 살펴봤듯이, '약속된 제형/기능의 구현 능력'은 '품질'로 치환될 수 있다. 해외의 소위 '명품' 브랜드들이 한국 ODM사에 꾸준히 제조를 의뢰하는 것 또한 한국 ODM사들이 우수한 품질을 인정받았음을 보여주는 대목이다. 명품 브랜드사에게는 소비자들의 브랜드 로열티 유지가 무엇보다 중요한데, 연구(Priyanga & Krishnaveni (2013), Faisal-E-Alam (2020) 등)에 따르면 브랜드 로열티 형성과 재구매에 가장 중요한 역할을 하는 것이 바로 품질이다. 그러니 명품 브랜드들은 높은 품질을 유지하는데 가장 공을 들일 수밖에 없고, 품질이 우수한 한국 ODM사를 지속적으로 이용하는 것이다.

전 세계 주요 ODM사 2023년 매출액 비교



참고: 2023년 연평균 환율로 환산한 달러 기준 매출

* HK이노엔 및 CMO사업(2020년 매각) 제외, ** 결산일이 6월인 관계로, 2H22-1H23의 실적을 표기

자료: 각 사

K-인디뷰티 부흥의 이유 3) 공급이 창출한 수요

한국산 화장품에 대한 전 세계인의 접촉 창구가 크게 증가한 덕분에, 드디어 한국산 화장품도 글로벌 무대에 등장하게 되었다. 그동안에는 제한된 정보 창구와 구매 경로로 인해 한국산 화장품의 우수성을 중국에서만 인지하고 있다가, 정보가 널리 퍼지고 구매 경로도 많아지면서 북미 등 전 세계 다른 지역에서도 알게 된 것이다. 즉, **한국산 화장품에 대한 공급 증가가 수요 성장을 견인한 측면도 크다.**

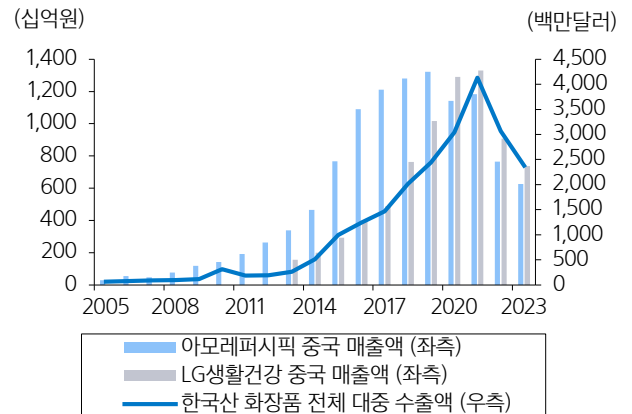
우선, **한국의 화장품 기업들이 북미 등지에 진출하고 자리를 잡은 것 자체가 굉장히 최근의 일이다.** 비중국 지역에서의 진출이 중국 진출 대비 한참 늦었던 것이다. 중국 시장에만 집중해도 매출이 잘 나왔던 상황이었기에, **비중국 지역으로의 진출 필요성을 못 느꼈던 탓이다.** 실제로 아모레퍼시픽과 LG생활건강 등 양대 화장품 기업은 중국에 1993~1995년, 즉 한중수교 직후에 진출했던 반면, 미국에는 약 15년 뒤인 2019년에야 진출했다. 마스크팩으로 K-뷰티 수출붐을 일으켰던 엘앤피코스메틱(메디힐)도 중국 수출이 시작된 지 4~7년이 지나서야 미국에 진출했고, 중국 사업의 위험을 일찍부터 인지했던 실리콘투조차 화장품 유통사업의 시작점은 어쨌든 중국이었다. 아예 처음부터 북미 진출을 타깃으로 사업을 시작한 인디 브랜드들(아누아, 티르티르 등)은, 중국 수출이 급격히 감소하기 시작한 **이후에** 설립된 회사들이다.

국내 화장품 기업의 중국/미국 진출 시기 비교

	중국	미국
아모레퍼시픽	1993년 법인 설립, 2002년 브랜드(라네즈) 런칭	2019년 미국 현지 유통사 (세포라)와 협업 시작
LG생활건강	1995년 법인 설립	2019년 미국 현지 유통사 (에이본) 인수
클리오	2013년 법인 설립	2020년 지사 설립
아이패밀리에스씨	2016년 브랜드(롬앤) 런칭	미진출
엘앤피코스메틱	2014년 브랜드(메디힐) 런칭	2018년 법인 설립
실리콘투	2012년 화장품 사업 시작 (2017년 철수)	2015년 법인 설립

자료: 각 사, 언론 보도, 삼성증권

국내 대형 화장품사 중국 매출 및 한국 화장품 전체 대중 수출



참고: LG생활건강은 2012년 이전 데이터 미제공
자료: 각 사, TRASS, 삼성증권

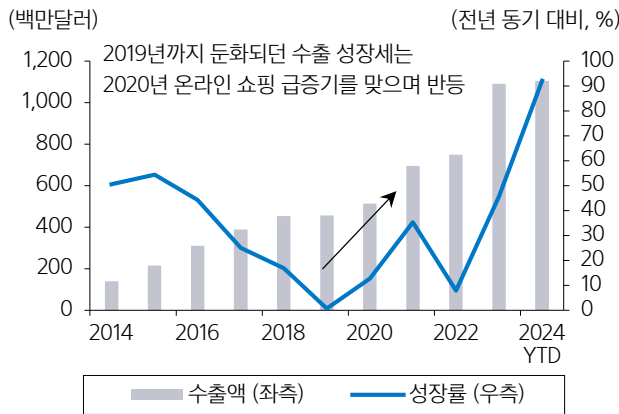
또한 온라인 유통/마케팅이 활발해지면서, **한국산 화장품에 대한 해외에서의 접근성이 크게 증가했다.** 온라인이 새로운 구매 경로를 만들어주었고, 정보비대칭성을 해소해주면서 한국산 화장품의 우수성에 대한 정보도 널리 알려진 것이다. 앞서 살펴봤듯이 전 세계적으로 많은 인디뷰티 브랜드들이 온라인/SNS의 수혜를 본 덕분에 크게 성장할 수 있었는데, 지리적으로 사실상 섬나라에 가까운 한국의 화장품 브랜드들에게는 그 혜택이 더욱 컸던 것이다. 사실 최근 가장 높은 성장률을 보이고 있는 북미 화장품 수출의 경우, 2019년까지는 성장세가 지속적으로 둔화되고 있었다. 그러다가 팬데믹으로 온라인에서의 화장품 쇼핑이 급증하면서 반등의 계기를 마련할 수 있었던 것이다.

‘수출 전문’ 유통사의 존재도 **한국 인디뷰티 브랜드의 전 세계 노출도(exposure)를 높이는 데 기여했다.** 내수 시장에 집중하는 다른 유통사들과 달리, 실리콘투, YesAsia 등 ‘수출 전문’ 유통사들은 끊임없이 돈 되는 해외 시장을 발굴하고, 공격적으로 진출을 시도할 수밖에 없다. 이들은 자사 웹사이트를 통해 해외 소비자에게 B2C로 판매를 하기도 하고, 현지의 온라인 유통업체들에게 B2B로 상품을 제공하기도 하면서 해외 소비자에 닿는 새로운 경로를 끊임없이 만들어낸다. 실제로 최근 비중국 시장에서 크게 성장하고 있는 코스알엑스, 조션미녀, 아누아, 티르티르 등의 인기 인디 브랜드들은 온라인 매출 비중이 압

도적으로 높는데, 이들 중 다수는 실리콘투와 YesAsia 등 수출 전문 유통사와 거래를 시작하면서 매출이 급격히 성장할 수 있었다.

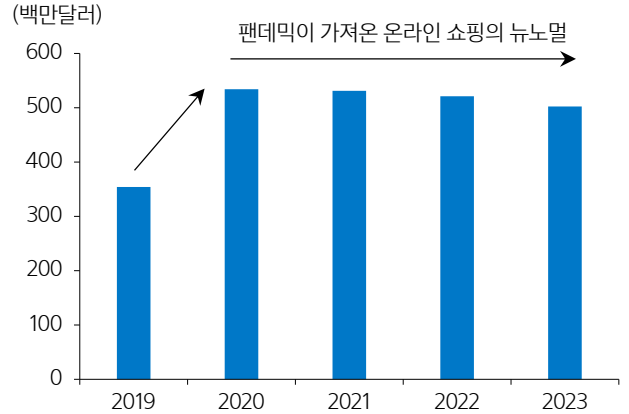
특히 실리콘투는 브랜드사로부터 재고를 미리 매입함으로써 재고 부담을 브랜드 대신 짊어지는데, 이는 자금력이 부족한 인디 브랜드들의 해외 진출에 결정적 도움을 주었다. 앞서 살펴봤듯 인디 브랜드의 주요 성공 요인은 빠른 속도인데, 이를 위해서는 당연하게도 상품이 미리 충분히 준비되어 있어야 한다. 재고 소진으로 수요에 대응하지 못하는 것은 인디 브랜드에게 특히 치명적이다. 그런데 급부상한 신생 인디 브랜드의 경우, 전에 없던 대량 주문을 제조사(ODM사)에 급하게 넣을 만한 자금이 없는 경우도 많다. 그래서 실제로 ODM 업계에 따르면 실리콘투가 재고를 대신 매입해주기 시작하면서, 많은 인디 브랜드들의 주문량이 많게는 10~20배씩 급격히 증가할 수 있었다고 한다. 즉 실리콘투의 도움으로 초기에 공격적인 물량 공급이 가능했고, 그 덕에 해외 노출도가 커지면서 브랜드가 더 유명해지고 수요가 더 증가하는 선순환이 만들어진 것이다.

한국산 화장품의 북미 수출액 및 성장률 추이



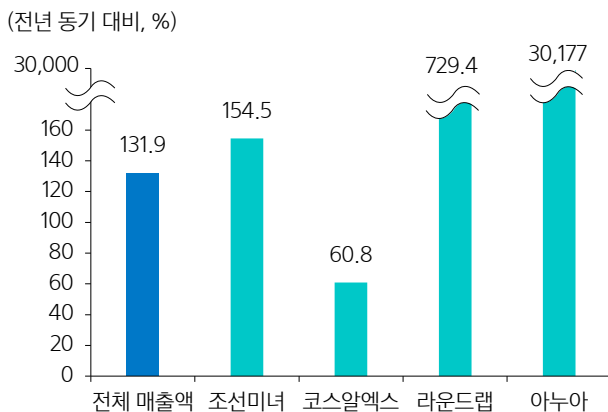
참고: 미국과 캐나다 기준, 멕시코 제외. 2024년 YTD는 1-8월 누계.
자료: TRASS, 삼성증권

북미의 화장품 온라인 쇼핑 연간 거래액 추이



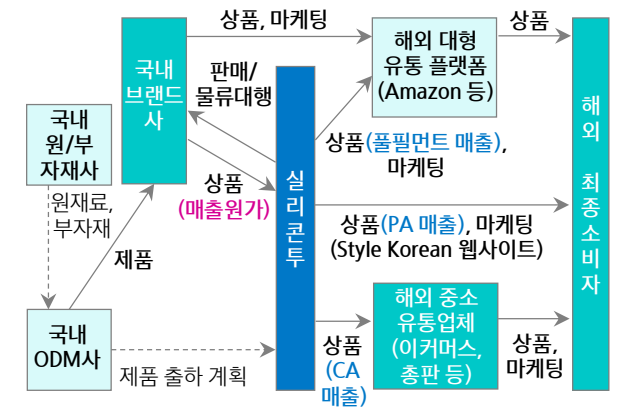
참고: 미국과 캐나다 기준, 멕시코 제외
자료: CEIC, 삼성증권

실리콘투의 2Q24 매출액 성장률 (전체 및 매출 상위 브랜드)



자료: 실리콘투

실리콘투의 사업 밸류체인



자료: 실리콘투, 삼성증권

화장품 밸류체인 톱아보기: K-인디뷰티 부흥의 근원적 수혜주에 투자 추천

ODM사, 수출 전문 유통사, 용기(用器)사에 주목할 것

지금까지 살펴본 바와 같이, K-인디뷰티의 우수한 퍼포먼스는 근본적으로 국내 화장품 밸류체인 내 중요 플레이어들의 존재 덕분에 가능했다. 즉, ODM사와 용기사에서 우수한 제품을 미리 개발하여 빠르게 제조한 뒤, 수출 전문 유통사를 통해 해외 노출도(exposure)를 공격적으로 높였기 때문에 가능했던 성과였다. 그러므로 산업 관점에서 K-인디뷰티에 대한 투자를 결심했다면, K-인디뷰티 성장의 근원적 배경이 되어 준 ODM사, 수출 전문 유통사, 용기사를 우선적으로 검토하는 것이 논리적인 흐름이다.

무엇보다, 이들 종목은 투자 대상으로서 명확한 장점을 지니고 있다. 산업 발전에 기여한 훌륭한 기업이라고 반드시 좋은 투자 대상인 것은 아니나, ODM사, 수출 전문 유통사, 그리고 용기사 주식들은 매력적인 투자 포인트 3가지를 갖추고 있다.

투자 포인트 1. 개별 브랜드의 흥망성쇠에 관계없이, 어느 브랜드가 잘 나가도 수혜

인디뷰티 트렌드 하에서 더욱 강화된 화장품업의 특징 중 하나는, 업계 관계자들조차도 어느 브랜드가 급부상할지 사전에 예측하기 굉장히 어렵하다는 것이다. 어떤 브랜드의 어떤 신상품이 이번 시즌 소비자의 선택을 받을지는, 사실상 '아무도 모른다'고 해도 과언이 아니다. "이렇게까지 뜰 줄 몰랐다"는 화장품 업계에서 자주 들을 수 있는 발언이다. 화장품 브랜드사들은 그저 끊임없이 다양한 신제품, 새로운 마케팅 스토리를 만들어서 소비자들에게 다가갈 뿐이다.

다행히 ODM사들은 제품 포트폴리오 다변화를 통해, 어느 고객사의 주문이라도 대응할 수 있는 능력을 갖추고 있다. ODM사마다 각자의 주력 제품은 있으나, 주력이 아닌 제품 유형에 대해서도 끊임없이 포물레이션 연구개발을 진행하는 것이다. 코스맥스, 한국콜마, 코스메카코리아는 기초/색조의 다양한 제품 라인업을 보유하고 있고, 색조에 집중하고 있는 씨앤씨인터내셔널의 경우에도 포인트/베이스 등 다양한 고객 수요에 대응 중이다.

수출 전문 유통사는 다수의 신규 브랜드를 끊임없이 런칭하여 다음 '스타 브랜드'를 발굴해내도록 사업 모델이 설계되어 있다. 화장품 유통업 특성상 소비자 니즈를 충족하려면 다양한 브랜드를 구비해둘 수밖에 없고, 재고 관리 차원에서도 각 브랜드의 소비자 반응을 기민하게 모니터링해야 하기 때문이다. 특히나 수출 전문 유통사 중 국내 유일의 상장사인 실리콘투는 재고를 브랜드사로부터 사전에 매입하는 방식으로 사업하기에, 각 브랜드의 매출 반응에 대한 모니터링과 신규 인기 브랜드의 발굴 능력이 기업의 실적을 크게 좌우한다. 실제로 최근의 급격한 실적 성장은 회사가 일찍부터 발굴해 낸 몇몇 인기 브랜드들의 폭발적 성장 덕분이었다. 회사는 이를 잘 인지하고 있고, 개별 브랜드의 흥망에 관계없이 좋은 실적을 내기 위해 다수의 브랜드를 포트폴리오에 두고 면밀하게 트레이킹하고 있다.

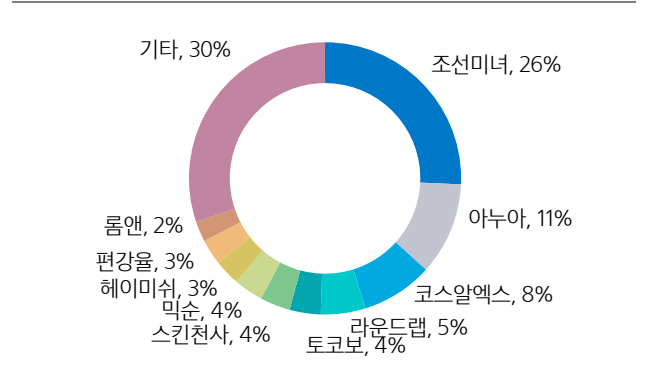
코스맥스의 주요 고객사

OUR PARTNERS

국내외 600여개의 코스맥스 파트너사

참고: 홈페이지 공개 자료 자료: 코스맥스

실리콘투의 브랜드별 매출액 비중



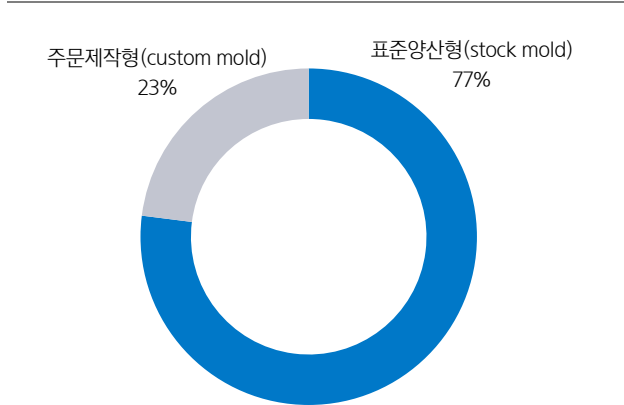
참고: 2Q24 기준 자료: 실리콘투

또한 표준양산형 금형(stock mold)으로 제조한 범용 용기를 다수의 브랜드에 제안하는 용기사의 경우, 역시나 어느 브랜드가 급부상하든 그 수혜를 온전히 누릴 수 있다.

화장품 용기는 금형(mold)을 먼저 설계·제조한 뒤 그 안에 원재료를 사출(inject)하는 방식으로 만들어 지는데, 금형은 크게 주문제작형(custom)과 표준양산형(stock)으로 나뉜다. 주문제작형은 특정 고객사의 특정 상품에 맞춤형으로 제작되다보니 매출이 해당 고객사의 실적에 크게 영향받고, 수주-납품 리드 타임도 길다. 반면 표준양산형은 다수의 고객사를 위한 범용 제품으로, 미리 만들어진 금형에 사출만 해서 바로 양산에 돌입하므로 리드타임이 짧다.

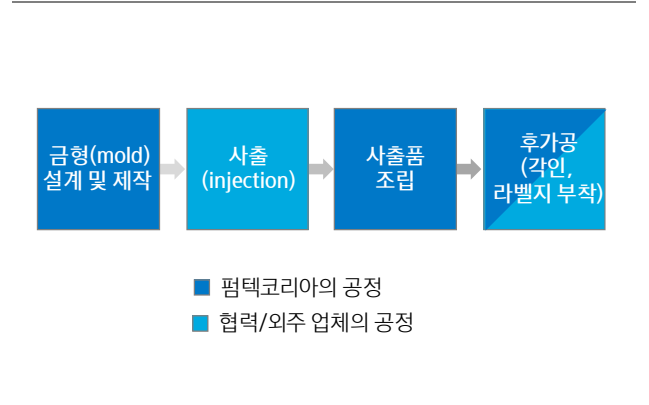
국내 유일의 상장 화장품 용기사인 펴텍코리아가 바로 이 표준양산형에 집중하는 회사로(표준양산형의 매출 비중 77%), 빠른 속도를 중시하는 한국 인디뷰티의 니즈를 정확히 충족시키고 있다. 이에 회사는 K-인디뷰티 성장에 따라 최근 꾸준한 실적 성장세를 보여주고 있다.

펴텍코리아의 제품 유형별 매출액 비중



참고: 2Q24 기준
자료: 펴텍코리아

참고. 펴텍코리아의 생산 공정



자료: 펴텍코리아, 삼성증권

그러므로, 어느 인디 브랜드가 잘 아웃퍼폼하는지, 그리고 유행이 무엇인지에 관계없이 수혜를 볼 수 있는 ODM사, 수출 전문 유통사, 그리고 용기사는 투자 대상으로서 큰 매력을 지닌다. 그 시즌에 소비자의 선택을 받은 브랜드든 아니든, 자체 생산 설비를 보유하지 않은 인디 브랜드들은 전부 ODM사를 통해 생산할 수밖에 없기 때문이다. ODM사 입장에서는 특정 고객사의 판매가 부진해서 재주문량이 낮다 하더라도, 다른 인기 브랜드의 주문을 받으면 그만이다. 앞서 살펴봤듯 인디뷰티의 호조세는 사회문화적 요인과 산업구조적 요인에 결합에 의해 탄생한 지속 가능한 트렌드이다. 그렇기에 ODM사들은 언제나 '다음 대박을 터뜨릴 누군가'의 잠재적 수혜자일 수밖에 없다.

결론적으로 이들 세 사업모델 대한 투자는, '개별' 인디 브랜드가 아니라 인디뷰티 부상이라는 전체 '트렌드'에 투자하는 것과 같은 효과를 가진다. 이들 사업모델은 다음 '잠재적 1등 인디 브랜드'의 잠재적 수혜자이니, 이들 주식에 투자하는 것만으로도 개별 브랜드의 흥망성쇠 리스크에 대한 분산 투자 효과가 있는 셈이다. ODM사, 수출 전문 유통사, 용기사 주식을 각각 '인디뷰티 ETF'라고 불러도 무방한 이유다.

투자 포인트 2. 강력한 고객사 락인(lock-in) 효과

ODM사와 용기사, 수출 전문 유통사는 조금씩 다른 이유로 고객사를 강하게 락인시킨다. 결론부터 말하자면 ODM사와 용기사는 제품의 제조 레시피(포뮬레이션)를 보유함으로써, 수출 전문 유통사는 네트워크 효과(network effect)로 고객사의 이탈을 막는다.

먼저 ODM사는 제품 레시피의 지적재산권을 보유함으로써, 기존 고객의 재주문과 신규 고객의 유사 제품 주문을 모두 락인(lock-in)시킨다.

Original Development Manufacturing이라는 명칭에서 알 수 있듯 ODM은 제품 '개발'을 직접 진행하는 사업 모델이다. 타 제조업에서 외주 생산자, 즉 제조 전문사라고 하면 흔히 떠올리는 OEM사(Original Equipment Manufacturing), 즉 단순히 고객의 요청을 그대로 따라 생산만 해주는 회사들과는 차별화된다. 화장품 업계 역시 OEM 생산도 많이 이뤄지고 있으나, 사실 OEM사들은 대부분 규모가 영세하다. ODM과 달리 OEM은 타사 대비 차별화될 여지가 크지 않기에 진입장벽이 낮고, 그래서 업계 내 경쟁이 매우 치열하기 때문이다. 산업 전체에 영향을 줄만한 개별 기업이 생기기 어려운 구조이다. 이와 달리 ODM은 전 세계적으로 탑 플레이어가 명확하고, 각 플레이어의 차별점 역시 명확하다.

ODM사가 제품을 직접 개발한다는 것은 그 제품의 제조 레시피(recipe), 즉 포뮬레이션(formulation)을 만든다는 것을 의미한다. 포뮬레이션은 제품 속 원재료의 배합 비율이 어떻게 되는지, 제조 시 온도/습도 등 외부환경은 어때야 하는지, 어떤 용기에 담아야 제품이 상하지 않는지 등 제품과 관련된 모든 핵심 정보를 포함한다. 그래서 포뮬레이션을 보유하고 있는 회사는, 설비만 갖춰지면 언제든지 해당 제품을 반복 생산할 수 있다. 반대로 포뮬레이션이 없다면, 이와 동일한 품질/속성의 제품을 다시 생산하는 것이 거의 불가능에 가깝다.

포뮬레이션은 이를 개발한 회사의 지적재산으로 귀속되기 때문에, 각 제품의 재주문은 포뮬레이션을 최초 개발한 ODM사로 락인(lock-in)될 수밖에 없다. 즉, 한 번 특정 포뮬레이션으로 제품 제작을 의뢰하고 나면, 그 특정 제품에 대해서만큼은 생산자를 추후에 교체하는 것이 쉽지 않다. 포뮬레이션을 바꾸면 더 이상 동일한 제품이 아니기 때문이다. ODM사를 교체한다고 하더라도, 이는 제품 리뉴얼 차원에서 포뮬레이션을 바꾸기 위해 의도적으로 시행되는 경우가 많다. 즉, 교체수요 역시 포뮬레이션에 따라 결정되는 것이다. 브랜드사와의 공동 개발로 탄생한 포뮬레이션일지라도, 브랜드사가 단지 비용상의 이유로 이를 독단적으로 타 ODM사에 제공하는 데에는 한계가 존재한다.

매출이 지속적으로 잘 나오는 인기 제품일수록, ODM사에 대한 락인 효과가 강하다. 앞서 살펴보았듯 소비자들의 반복 구매를 유발하는 가장 중요한 요소는 품질(=약속된 효능·효과)인데, 품질은 포물레이션이 전적으로 결정한다. 그러므로 고객사(브랜드사) 입장에서, 회사 매출에 크게 기여하는 제품일수록 포물레이션 변경에 따른 잠재적 리스크를 지고 싶지 않을 것이다. 그 덕에 ODM사들은 한 번 히트 포물레이션을 개발하고 나면, 그로부터 발생하는 수익을 지속적으로 누릴 수 있다.

국내 주요 ODM사의 지적재산권 건수

(건)	
코스맥스	
기능성 승인 건수	1,596
특허 등록 건수	626
특허 출원 건수	1,323
코스메카코리아	
기능성 승인 건수	1,586
특허 출원 건수	757
국내	567
해외	190

참고: IQ24 기준
자료: 각 사

해외 ODM사 직원이 국내사 포물레이션을 유출하여 실행 판결된 사례

한국콜마가 이탈리아 화장품 기업 인터코스의 한국법인(인터코스)과 '영업비밀 침해금지' 소송에서 승소했다. 인터코스가 한국콜마의 선키어(자외선차단제) 핵심기술을 빼내 제품을 만들었던 것으로 법원이 판단했기 때문이다.

..... 법원은 인터코스가 2018년 한 해에만 선키어 관련 44건의 식약처 심사를 완료한 것은 이례적이며, 탈취한 영업비밀을 사용해 제품을 만들었던 것으로 판단했다. 앞서 2008년 한국콜마에 입사한 A씨는 9년 4개월 동안 근무하다 2018년 1월 미국 이주를 이유로 퇴사했다. 하지만 A씨는 퇴사한지 불과 일주일 뒤 인터코스로 이직했다. A씨는 한국콜마에서 사용하던 노트북에 있던 자외선 차단제 기술 주요 업무파일 수백개를 구글 드라이브에 업로드하는 방법으로 영업비밀을 무단 반출했다.

..... 그 결과 인터코스는 A씨가 입사한 2018년 이후 선키어 제품을 만들기 시작했다.

자료: 언론 보도

화장품은 유행에 민감한 소비재이기 때문에, 시장에서 인기를 얻은 포물레이션은 곧바로 타 고객사로부터 유사한 주문을 유발한다. 화장품은 특정 시기/지역마다 유행하는 질감/색/기능이 있기 때문에, 시장의 선택을 받은 상품과 유사한 상품들이 끊임없이 생겨나기 때문이다. 참고로 화장품은 소비자마다 취향이 조금씩 달라서, 애당초 승자 독식 시장(winner-takes-it-all market)이 아니다. 그래서 시장의 첫 히트 상품 혹은 1등 상품과 완벽히 같지는 않더라도, 최대한 유사한 상품을 만들어 내는 것이 ODM사가 조금이라도 이익을 낼 수 있는 안전한 선택지이다.

다음으로 용기사의 경우, 용기에 담길 각 화장품의 포물레이션을 보유함으로써 고객사를 락인시킨다.

앞서 살펴본 바와 같이, 각 제품의 포물레이션은 브랜드사/ODM사의 영업 비밀에 해당될 정도로 중요하다. 그런데 용기사는 화장품 내용물이 변질되지 않고 사용하기 쉽도록 용기를 제조해야 하므로, 포물레이션을 용기 제조 과정에서 알게 될 수밖에 없다. 그러므로 브랜드사는 포물레이션 유출의 리스크를 최소화하기 위해서라도, 각 제품의 용기사 역시 쉽사리 변경하기 어렵다. 실제로 동일 제품의 용기사를 중간에 변경하는 경우는 많지 않다. 간혹 변경이 되는 경우는, 해당 제품이 리뉴얼되면서 포물레이션에 변경이 있을 때뿐이다. 그러므로 용기사 역시 포물레이션 보유에 따른 고객사 락인 효과를 누린다.

용기는 화장품의 품질을 결정하는 데에도 중요한 역할을 하기 때문에, 브랜드사들은 품질 저하의 리스크를 지면서까지 화장품 용기를 변경할 유인이 크지 않다. 용기에 담기는 화장품은 일회용이 아니고 최소 몇 달은 사용하는 제품이기 때문에, 내용물이 사용 기간 동안 변질되지 않는 것이 품질에서 중요한 요소이다. 그러나 아무리 무해한 성분으로 화장품의 내용물과 용기를 만들어도, 상품이 보관되는 환경에 따라 내용물과 용기가 예기치 못한 화학 반응을 일으켜 변질되는 경우도 있다. 실제로 업계에 따르면, 화장품 불량률의 상당수는 용기와 내용물 간의 예기치 못한 작용으로 인해 발생한다. 특히 수출용 상품이 많은 최근 K-인디뷰티 고객사들에게는, 용기 변경으로 원가를 절감할 유인보다는 기존에 사용하던 검증된 용기사로부터 재주문을 하는 것이 훨씬 이득일 것이다.

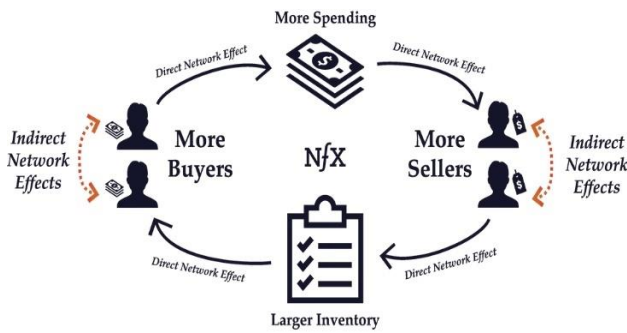
마지막으로 수출 전문 유통사는 직·간접적 네트워크 효과(network effect)로 점점 더 많은 고객사와 브랜드사를 유인하고, 이들을 락인시킨다.

수출 전문 유통사 중 유일한 상장사인 실리콘투는, 브랜드사로부터 재고를 매입하여 고객사(해외 현지 유통업체)에 판매하고 있다. 재고 리스크를 대신 지는 사업 방식 덕분에, 자금력 부족으로 대규모 재고 발주를 못하고 있던 유망 인디 브랜드들을 초기부터 확보할 수 있었다. 그 덕에 ‘화장품 수출 전문 중간 유통사’라는 사업 모델의 개화기부터 이미 유망한 인디 브랜드 다수를 포트폴리오로 보유하고, 이들 인디 브랜드의 성장과 함께 회사도 동반 성장할 수 있었다.

회사가 초기부터 다수의 브랜드 포트폴리오를 보유한 점은 고객들에게 크게 어필됐다. 회사의 주력 고객은 해외에 소재한 중소 유통업체(이커머스, 총판 등)인데, 이들이 실리콘투를 이용하는 이유는 개별 브랜드들과 일일이 직접 거래하는 것보다 시간·비용이 절약되기 때문이다. 그러므로 실리콘투를 통해 매입 가능한 브랜드가 다양할수록, 직접 거래하는 것 대비 이득이 커질 수밖에 없다.

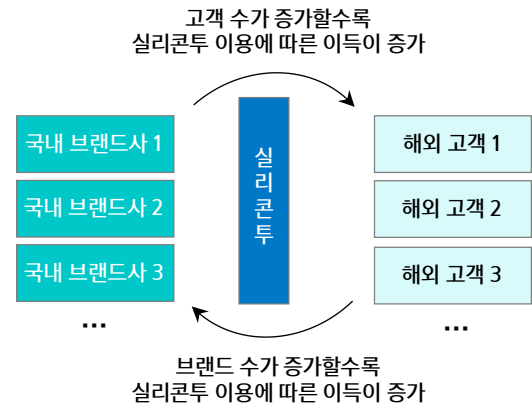
많은 브랜드를 확보할수록 고객이 더 많이 유입됐고, 고객을 많이 확보할수록 더 많은 브랜드가 입점하는 네트워크 효과(network effect)가 발생했다. 브랜드사 입장에서, 한 번에 다수의 현지 고객에 접촉할 수 있는 플랫폼에 납품하는 것이 효과적이기 때문이다. 그렇게 브랜드사와 고객사(유통사) 간에는, 이용자가 증가할수록 이득이 증가하는 직접적 네트워크 효과가 발생한다. 또한 브랜드사들끼리, 고객사들끼리는 간접적인 네트워크 효과가 발생한다. 다른 브랜드사들의 입점 증가가 고객사를 증가시켜 브랜드사에 이득을 주고, 다른 고객사들의 이용 증가가 브랜드사의 입점 증가를 유발해서 고객사에 이득을 주는 것이다.

거래 플랫폼(market place)의 직·간접적 네트워크 효과 개념도



자료: <The Network Effects Bible> (NfX)

실리콘투의 네트워크 효과



자료: 삼성증권

투자 포인트 3. 생산능력 확충에 필요한 시간과 자본은 공고한 진입장벽

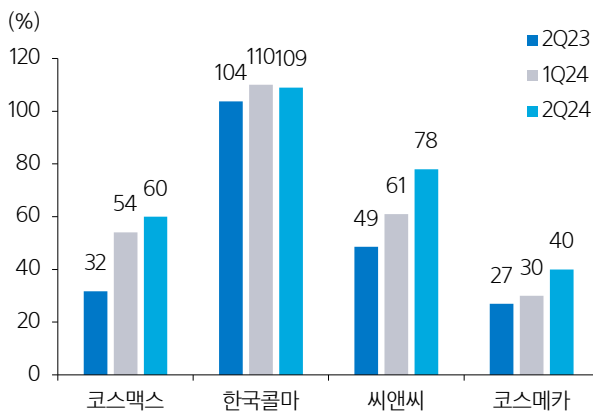
ODM사와 용기사, 수출 전문 유통사 모두 생산능력(capacity) 확충에 필요한 물리적인 한계가 존재하고, 이는 신규 경쟁자의 유입을 막거나 지연시키는 진입장벽으로 작용한다.

앞서 살펴봤듯 화장품 브랜드사의 창업 비용이 낮아진 덕에 인디 브랜드가 많이 생겨날 수 있었는데, 이와 반대로 ODM은 창업하는데 여전히 대규모 자본과 오랜 시간이 필요하다. 기존 업체의 설비 증설도, 공장을 신설하는 경우에는 투자 결정에서 가동까지 최소 3~4년이 걸리고, 공장을 임차하는 경우에도 전 과정에 최소 반년 이상이 소요된다. 신규 업체는 이보다 시간이 더 걸릴 수밖에 없다. 즉, ODM은 화장품 밸류체인 중 가장 강력한 진입장벽을 구축한 사업모델이라고 할 수 있다.

트렌드 회전이 빠른 화장품 산업에서는, 물리적 한계가 더욱 강력한 진입장벽으로 작용한다. 어느 산업에서든 설비 투자에는 비교적 오랜 시간과 많은 비용이 들어가기 때문에, 투자 결정은 업황에 대한 기업의 장기적인 전망을 바탕으로 이루어진다. 가까운 미래조차 예측이 어려운 화장품업에서, 기업에게 설비 투자 의사결정은 더욱 부담스러울 수밖에 없다. 그러므로 대형 ODM사 입장에서 위험적인 경쟁자가 근시일내에 등장할 가능성도 제한적이고, 고객사이던 브랜드사들이 자체 생산을 결심하면서 매출에 타격을 입힐 가능성도 낮다.

인디뷰티의 폭발적 인기 덕에, 현재 국내 화장품 ODM 업계는 공급이 수요를 따라가지 못할 정도로 주문을 많이 받고 있는 상황이다. 주요 ODM사의 국내 가동률 평균은 2분기 기준 72%이다. 화장품은 각 제품 유형별로 생산 라인이 다르게 필요하다보니, 다변화된 고객 요구에 대응하기 위해서는 가동률을 100%까지 채울 수 없다. 이를 감안하면, 주요 ODM사의 현재 가동률은 이미 최고 수준에 도달했다고 봐도 무방하다. 화장품은 빠른 속도가 매우 중요한 시장이기에, 이와 같은 공급 부족 상황이 지속될수록 ODM사의 협상력은 좋아질 수밖에 없다. 향후 인디뷰티 호황이 지속되면서, 이와 같은 공급자 우위 상황 역시 당분간 지속될 것으로 예상된다.

ODM 4사의 국내 공장 가동률 추이



자료: 각 사

씨앤씨인터내셔널의 청주 신공장 증설 타임라인

구분	시점	소요 기간
투자 결정	'23.10월	
설계	'23.10월~'25.2월	1년 4개월
건설	'25.2월~'26.12월	1년 10개월
가동 시작	'27.1월	
합계		3년 4개월

자료: 씨앤씨인터내셔널, 언론 보도, 삼성증권

용기사도 금형 제조와 사출에 필요한 생산능력 구축에 오랜 시간과 대규모 비용이 소요된다. 공장 구축과 설비 도입은 기존 공장을 인수하는 방식으로 진행하더라도 최소 6개월~1년 이상 걸리고, 신규 공장 건설에는 부지 매입부터 가동까지 2년 이상 소요된다. 그리고 무엇보다 중요한 것은 핵심 경쟁력인 금형 '설계' 능력 구축에 오랜 시간이 소요된다는 것이다. 업황이 좋다는 이유로 강력한 신규 경쟁자들이 단기간 내에 바로 등장하기 어렵다는 것이다.

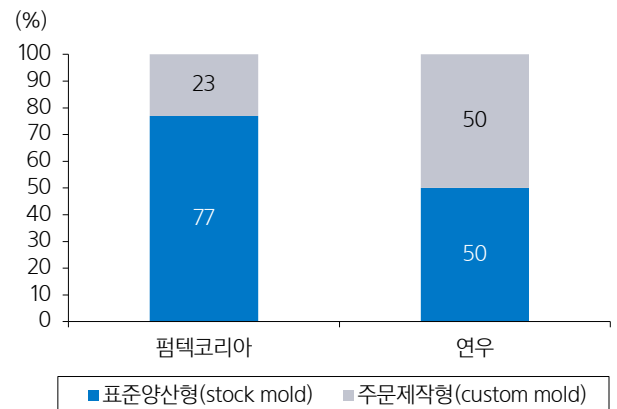
심지어 기존 플레이어가 주력 금형(mold)의 유형을 바꾸는 것도 단기간 내에 이뤄지기 어렵다. 앞서 살펴본 바와 같이 금형에는 표준양산형(stock mold)과 주문제작형(custom mold)이 있고, 인디뷰티 트렌드 하에서는 범용 제품을 빠르게 생산하여 다수의 고객사에 제안하는 용기사가 수혜를 본다. 그런데 업력 40년 이상인 최대 경쟁사 연우(2024.3.5 상장 폐지, 현재 한국콜마의 연결 자회사)는 주문제작형의 매출 비중이 여전히 50% 정도를 차지할 정도로 높다. 펄텍코리아처럼 표준양산형의 매출 비중을 높이는 것이 목표이지만, 회사 내부적으로는 상당한 시간이 소요될 것으로 보고 있다.

펄텍코리아의 증설 타임라인

일자	내용	금액 (십억원)
2023.4.22	4공장 부지 매입	25.4
2023.7.21	자기주식 처분(건물 매입 대금 마련)	6.9
2023.9.25	사출용 건물 추가 매입(증설)	7.8
2024년 초	사출용 신규 건물 가동 시작	
2025년 7월	4공장 준공	
2025년 4분기	4공장 가동 시작	

자료: 펄텍코리아, 삼성증권

펄텍코리아와 연우의 매출 비중 비교 (표준양산형 vs 주문제작형)



참고: 1H24 기준

자료: 각 사, 삼성증권

수출 전문 유통사의 경우, 전 세계 각지에 포진해 있는 영업망 및 물류 시설 구축에 오랜 시간과 대규모 자본이 소요된다. 특히 화장품 유통에서는 물류비를 최적화하면서도 주문~수령 간 리드타임을 빠르게 유지하는 것이 중요하기에, 중간 유통사인 실리콘투는 제품 조달처인 한국과 현지 판매처 모두에 영업/물류 시설을 구축했다. 한국에서는 브랜드사들로부터 제품을 빠르게 제공받아 그때 그때 현지 물류창고로 보내주고, 고객사의 주문은 현지 물류창고에 구비해 둔 재고로 즉각 대응하는 것이다.

실제로 회사는 오랜 기간에 걸쳐 세계 각지에 자금을 투입해 영업 기반을 다져왔다. 2012년에 화장품 사업을 시작한 이래, 미주, 유럽, 동남아 각국에 수년에 걸쳐 법인/물류 시설을 세웠다. 최근에는 급격히 증가한 미국 수요에 대응하기 위해 현지(미국 서부) 물류센터 증설을 결정했는데, 본사의 금융기관 차입 등으로 추가 자금을 마련하여 총 709억원을 투입했다. 현지 물류 시설 없이 제 3자 물류를 활용할 경우 물류비 최적화가 어려우며, 현지인을 고용한 영업 시설이 없을 경우 장기적인 경쟁력을 갖추기 어려울 것이다. 결국 영업 기반을 다지는데 시간과 비용이 수반될 수밖에 없기에, 이러한 시간과 비용이 경쟁자를 지연시키는 진입장벽으로 작용할 것이다.

실리콘투의 미국 서부 물류센터 증설 타임라인

일자	내용	금액 (십억원)
2024.6.25~26	본사 단기차입금 증액 후, 미국법인에 대여*	41.6
2024.6.28	미국 법인 유상증자 (본사 대상 제3자 배정)	34.7
2024년 7월 말	캘리포니아 부에나파크 소재 물류창고 매입	70.9
2025년 상반기	신규 물류센터 가동 시작 (기존 시설의 8배 크기)	

참고: * 실리콘투 국내 본사에서 금융기관으로부터 417억원을 차입한 뒤, 미국 법인 (StyleKorean Inc)에 416억원을 대여하는 방식으로 진행

자료: 실리콘투, 언론 보도, 삼성증권

실리콘투의 주요 지역 법인/계열사 현황

구분	지역	설립연도	자산 규모 (십억원)	
본사	국내	2012	347.7	
	미주	미국	2015	148.4
해외 법인		폴란드	2023	23.7
	유럽	네덜란드	2023	6.5
		러시아	2023	0.2
		인도네시아	2018	15.1
	동남아	말레이시아	2022	13.7
	베트남	2019	1.0	

참고: 자산 규모는 2Q24 말 기준. 본사 설립연도는 화장품 사업 시작일 기준
자료: 실리콘투, 삼성증권

아직 주가에 반영되지 않은 확산, 지금이 매수 기회

결론적으로, 인디뷰티 부흥의 구조적 수혜주인 수출 전문 유통사 실리콘투, ODM사 한국콜마 및 씨앤씨 인터내셔널에 투자를 추천하며, 용기사 펄텍코리아에도 관심을 권고한다. 또한 단기 실적 모멘텀이 강한 ODM사 코스메카코리아와 인디 브랜드사 브이티에도 주목할 필요가 있다. **K-인디뷰티 관련주의 밸류에이션이 비인디 국내 화장품주 대비 저평가되어 있는 지금이 매수 기회이다.**

사실 화장품 섹터에서 연이은 실적 서프라이즈를 보여준 이래, 투자자들은 다음 실적 발표를 기다리는 동안 노심초사하며 끊임없이 '피크아웃' 우려를 제기해왔다. 여느 산업들과 마찬가지로, 화장품의 업황 역시 한두 달 사이에 크게 달라지지 않는다. 그러나 최근의 화장품 섹터 주가는 작은 소문에도 동요했다. 1) 'K-인디뷰티의 수출 성장'이 구조적 트렌드라는 확신이 아직 서지 않은데다, 2) 대형주인 비(非)인디(대기업) 브랜드의 실적 쇼크 등 섹터 내 악재로 투자심리가 악화된 탓이다.

오는 하반기를 지나며 인디/비인디 관련주들의 실적 방향성이 명확히 갈라지고, ODM사가 수출 덕에 계절성이 완화되는 모습은 화장품 섹터 주가 반전의 촉매가 될 것이다. **이제는 또 다른 '서프라이즈'를 기다리며 마냥 불안해하기보다는, 구조적으로 성장하는 펀더멘털에 주목해야할 때이다.**

국내의 화장품사 밸류에이션 비교

	ODM사					유통사			용기사	브랜드사						
	코스 맥스	한국 콜마	씨앤씨 인터 내셔널	코스 메카	Inter- cos	실리 콘투	Ulta Beauty	Yes Asia	펄텍 코리아	아모레 퍼시픽	LG 생활 건강	브이티	클리오	e.l.f Beauty	L'Oreal	Estee Lauder
종목코드	192820	161890	352480	241710	ICOS	257720	ULTA	2209	251970	090430	051900	182090	237880	ELF US	OR FP	EL US
시가총액 (백만달러)	1,117	1,222	601	608	1,719	1,863	17,400	299	342	5,317	4,053	869	360	6,509	228,316	33,902
(현지통화)*	1,523	1,667	819	830	1,577	2,541	17,400	2,319	464	7,253	5,529	1,185	491	6,509	209,464	33,902
매출액 2022	0.5	17.6	43.1	0.7	24.0	26.2	40.3	-20.6	6.6	-15.0	-11.2	5.9	17.1	23.3	18.5	9.4
성장률 2023 (%)	11.1	15.5	68.7	17.9	18.3	107.5	18.3	56.6	20.2	-11.1	-5.3	23.0	21.3	47.6	7.6	-10.3
2024E (%)	16.3	14.6	47.8	18.9	8.0	123.1	9.5	79.3	13.7	5.1	-0.8	44.9	20.6	72.0	6.5	-2.2
2025E (%)	18.2	17.1	24.3	15.5	7.4	50.8	-0.0	46.3	11.8	12.3	3.7	19.0	15.5	32.8	6.0	0.6
영업이익 2022	-56.7	-13.0	674.9	-48.4	65.5	62.6	447.9	nm	1.4	-37.6	-44.9	-10.6	28.6	211.8	32.0	21.1
성장률 2023 (%)	117.9	85.8	83.9	374.1	20.6	235.8	26.3	nm	33.3	-49.5	-31.5	93.1	89.1	132.5	1.9	-52.4
2024E (%)	46.4	59.5	38.1	43.5	17.4	213.0	0.7	209.3	26.0	99.1	4.5	129.2	33.9	184.3	13.1	-3.0
2025E (%)	17.7	32.3	16.5	28.1	15.7	61.0	-13.3	69.7	15.0	99.8	8.9	52.4	21.0	36.6	7.7	20.4
영업 2022	3.3	3.9	13.4	2.6	8.5	8.6	15.0	-4.3	11.2	5.2	9.9	9.8	6.6	7.5	19.9	17.9
이익률 2023 (%)	6.5	6.3	14.6	10.4	8.7	13.9	16.1	5.3	12.4	2.9	7.2	15.4	10.2	11.8	18.9	9.5
2024E (%)	8.2	8.8	13.6	12.6	9.4	19.6	14.8	9.1	13.8	5.6	7.5	24.4	11.4	19.5	20.1	9.4
2025E (%)	8.2	9.9	12.8	14.0	10.1	20.9	12.8	10.6	14.1	9.9	7.9	31.2	11.9	20.0	20.4	11.3
P/E ** 2022 (배)	73.1	nm	49.8	253.4	32.1	225.2	20.5	40.3	22.0	47.5	41.6	73.5	39.8	253.1	35.9	13.0
2023 (배)	26.7	311.1	26.1	37.8	28.1	66.3	15.3	25.1	16.4	11.7	14.5	39.4	16.4	103.8	32.3	27.3
2024E (배)	16.6	17.8	15.9	19.8	23.9	19.3	14.5	14.9	14.6	21.5	10.0	17.7	12.4	38.7	30.8	42.4
2025E (배)	11.8	12.0	14.6	16.0	20.2	13.6	15.9	11.9	12.7	20.0	9.6	14.1	10.8	33.1	28.1	32.5
12m fwd	12.8	13.2	14.9	16.8	21.0	14.8	15.6	12.5	13.1	20.3	9.7	14.9	11.1	34.3	28.7	34.6
P/B ** 2022 (배)	3.4	1.1	6.1	5.7	3.8	26.1	12.6	0.9	2.2	1.8	1.0	13.1	2.5	19.1	7.7	6.0
2023 (배)	4.2	1.1	4.7	4.9	3.5	18.7	9.5	0.8	2.0	1.6	0.9	9.1	2.2	14.7	7.2	6.0
2024E (배)	3.4	1.1	3.2	3.9	3.2	9.4	7.9	4.9	1.8	1.5	0.9	5.5	2.0	11.0	6.5	6.1
2025E (배)	2.7	0.9	2.4	3.1	2.9	5.6	7.2	2.7	1.6	1.4	0.8	3.6	1.7	7.8	6.0	6.4
12m fwd	2.8	0.9	2.6	3.3	2.9	6.4	7.3	3.2	1.6	1.4	0.8	4.0	1.8	8.5	6.1	6.3
EPS 2022	-72.0	-161.4	-378.5	-71.3	30.5	-77.5	276.0	329.4	19.4	33.9	-39.7	-4.5	-9.0	52.5	21.6	13.8
성장률 2023 (%)	174.1	-123.6	90.9	571.1	14.4	239.6	33.5	-210.9	33.6	305.3	186.6	86.4	142.2	143.9	11.0	-52.2
2024E (%)	60.1	1,652.4	63.5	90.4	17.2	243.0	5.7	252.8	12.5	-45.5	44.7	122.3	32.4	168.1	4.8	-35.7
2025E (%)	40.7	48.3	9.2	23.8	18.3	42.1	-9.0	66.7	14.9	7.7	4.2	25.3	15.0	17.0	9.6	30.4
12m fwd	44.8	386.3	20.6	37.8	18.0	84.4	-5.9	105.9	14.4	-3.5	12.7	45.8	18.7	48.8	8.6	16.5
ROE (%) 2022	4.6	-1.6	13.1	2.3	12.7	3.6	55.7	-21.1	10.4	3.7	2.4	18.4	6.6	8.1	23.0	44.7
2023 (%)	14.2	0.4	20.5	13.9	13.0	32.8	70.6	23.9	12.6	14.1	6.7	27.3	14.3	16.0	23.0	22.1
2024E (%)	22.8	6.2	23.8	21.9	14.0	64.9	59.5	55.4	12.8	7.1	9.0	38.6	16.9	32.5	22.2	14.3
2025E (%)	25.5	8.1	18.7	21.6	14.9	51.6	47.2	52.4	13.1	7.2	8.5	30.8	17.0	27.5	22.1	19.2

참고: 커버리지 기업(코스맥스, 한국콜마, 씨앤씨인터내셔널, 실리콘투, 아모레퍼시픽, LG생활건강)의 전망치는 삼성증권 추정 기준, 그 외 기업은 컨센서스(Bloomberg) 기준

* 한국은 십억원, 미국은 백만달러, 프랑스는 백만유로, 일본은 십억엔 기준 ** 2024년 10월 15일 증가 기준(한국시간)

자료: Bloomberg, 삼성증권 추정

2024. 10. 16

ESG솔루션

이가영

Analyst

kayoung.l.lee@samsung.com

한국콜마 (161890)

선크어(sun care) 황제의 여름이 길어진다

- 한국 인디브랜드의 해외 수출 본격화 덕에, 고수익의 선크어 카테고리에서 계절성이 희석. 올해는 3분기에도 견고한 매출 성장과 영업레버리지 향상, 수익성 개선 기대.
- 생산능력 증설 효과가 오는 하반기부터 시험될 것. 충분한 수주잔고 덕에 단기 매출 성장도 보장된 상황이며, 납기 단축에 따라 신규 수주에도 긍정적 영향이 기대.
- 목표주가 96,000원, 투자의견 BUY로 커버리지 개시.

WHAT'S THE STORY?

K-선크어 수출로 매출 계절성은 극복, 수익성은 향상: 선크어(suncare)는 동사의 시장지배력이 높고 수익성도 가장 좋은 효자 카테고리이나, 여름에만 소비되는 특성으로 인해 주가와 실적에 계절성을 부여해왔다. 그러나 고객사인 K-인디뷰티의 수출 본격화 덕에, 선크어 제품의 end-user가 저위도/남반구 등 4분기도 여름인 지역으로 확대되고 있다. 이에 예년과 달리 오는 3분기에는 전분기 수준의 견고한 매출 흐름을 보일 것이며, 생산효율도 개선될 것으로 전망한다. 동사가 선크어 수출 증대를 구조적 변화로 보고 일부 변동비를 고정비화 중인 만큼, 영업레버리지 향상과 이에 따른 수익성 개선도 지속될 것으로 예상된다.

증설 효과 본격화: 2분기에만 가동률이 급상승했던 예년과 달리, 올해부터는 수요 성장이 본격화되면서 동사가 드디어 생산능력 증설을 결정했다. 올해는 1분기에도 별도 기준 가동률이 111%를 달성했으며, 생산 라인 조정과 외부 시설 활용으로 캐파가 약 15% 증가한 2분기에도 여전히 109%라는 높은 수준을 유지했던 것이다. 이에 동사는 우선 기초/선크어 공장을 증설하여, 4Q24 별도 생산능력이 현재 대비 23% 증가할 전망이다. 색조 자동화 공장도 현재 건설 중에 있다. 충분한 수주잔고를 감안하면, 단기적으로 매출 성장이 보장되어 있는 상황이다. 신제품의 빠른 출시가 인디 고객사들의 핵심 경쟁력임을 감안하면, 장기적으로는 캐파 증설에 따른 납기 단축이 신규 수주 증가에도 긍정적인 영향을 미칠 것이다.

자회사 체질 개선도 진행 중: 화장품 용기사 연우는 업황 변화를 반영하기 위해 체질 개선 작업 중이다. 인디 브랜드향 매출 증대를 위해 1) 표준양산형(pre-mold) 금형/생산라인의 비중을 늘리고 있으며(vs 기존 매출은 대형사향 주문제작형(custom-mold) 위주), 2) 신규 영업사무소를 이 달 개설했다. 중국 법인은 법인 단일화 및 구조조정을 마무리한 결과, 부진한 시장 상황 대비 비교적 양호한 수익성을 유지 중이다. 미국/캐나다 법인의 경우, ODM 매출 비중 확대를 위해 진행 중인 R&D 강화 작업은 차질 없이 지속 중이다.

SUMMARY FINANCIAL DATA

	2023	2024E	2025E	2026E
매출액 (십억원)	2,156	2,471	2,893	3,302
영업이익 (십억원)	136	217	287	388
순이익 (십억원)	25	134	184	235
EPS (adj) (원)	227	3,976	5,897	7,435
EPS (adj) growth (%)	흑전	1,652.4	48.3	26.1
EBITDA margin (%)	10.7	12.8	12.7	14.2
ROE (%)	0.8	13.1	17.0	19.1
P/E (adj) (배)	236.2	17.8	12.0	9.5
P/B (배)	1.9	2.1	1.9	1.7
EV/EBITDA (배)	12.3	10.3	8.8	6.8
Dividend yield (%)	1.1	0.8	0.8	0.8

자료: 한국콜마, 삼성증권 추정

▶ AT A GLANCE

투자의견	BUY	
목표주가	96,000원	36.0%
현재주가	70,600원	
시가총액	1.7조원	
Shares (float)	23,605,077주 (73.4%)	
52주 최저/최고	43,500원/76,200원	
60일-평균거래대금	262.8억원	

▶ ONE-YEAR PERFORMANCE

	1M	6M	12M
한국콜마 (%)	-3.0	44.5	42.9
Kospi 지수 대비 (%pts)	-5.2	46.6	33.3

▶ SAMSUNG vs THE STREET

No of estimates	14
Target price	92,357
Recommendation	4.0

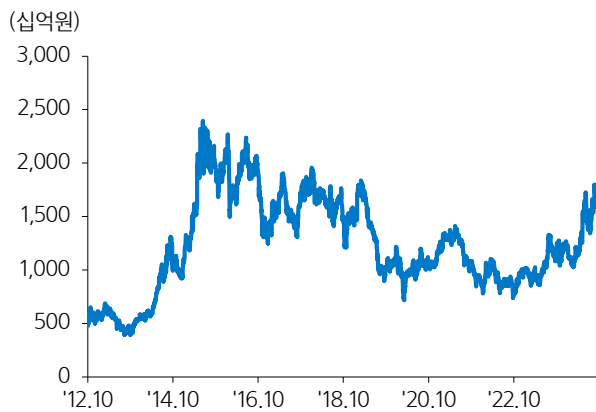
BUY★★★: 5 / BUY: 4 / HOLD: 3 / SELL: 2 / SELL★★★: 1

Company Overview

한국콜마는 1990년에 설립된 국내 최초의 화장품 ODM사로, 대웅제약 출신의 윤동환 회장에 의해 설립되었다. 콜마(Kolmar)라는 명칭은 1921년 미국 위스콘신주 밀워키(Milwaukee, Wisconsin)에 설립된 Kolmar Laboratories에서 유래되었는데, Kolmar Laboratories의 일본 라이선스 사업을 하고 있던 구 일본콜마(Nihon Kolmar; 현재는 TOA로 사업자명 변경)와의 합작 법인으로 한국콜마가 설립된 것이다. 설립 초기에는 구 일본콜마와의 기술 교류도 많았으나, 현재는 사업적 교류 없이 단순히 구 일본콜마가 한국콜마의 주주(지분율 12%)로만 존재한다. 이후 2022년에 (한국)콜마홀딩스가 Kolmar의 글로벌 상표권을 매입해오면서, 현재 “Kolmar USA”, “Kolmar Canada” 등 명칭은 전부 한국콜마가 사용 중이다.

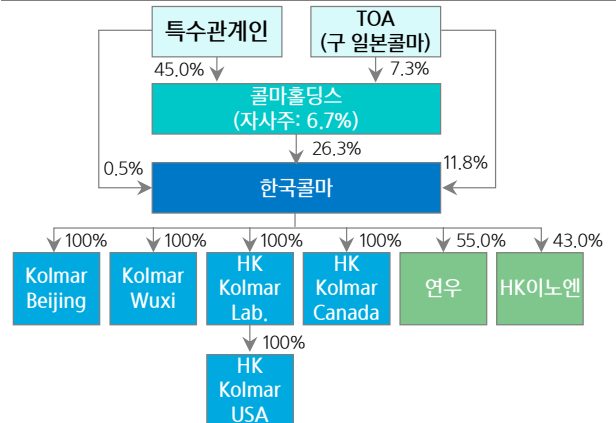
한국콜마는 현재 본업인 화장품 ODM과, 제약사업(자회사 HK이노엔; 2020년 인수), 그리고 화장품 용기사업(자회사 연우; 2022년 인수) 등 크게 3가지 사업을 영위하고 있다. 2024년 상반기 기준으로 매출 비중은 ODM 54%, 제약 35%, 용기 11%이며, 영업이익 비중(연결조정 이전 단순 합산 기준)은 ODM 62%, 제약 37%, 용기 1% 정도이다. 또한 화장품 ODM은 한국(본사), 중국, 미국, 캐나다 등 4개 국가에 법인(생산시설 및 영업소)을 두고 사업 중이며, 각 법인의 주요 고객은 현지에 있는 인디 브랜드들이다. 1H24 기준으로 매출의 80%, 영업이익의 97%는 한국 본사에서 창출되고 있으며, 한국 본사의 품목별 매출 구성은 스킨케어 50%, 선크어(sun care) 30%, 메이크업 20% 수준이다.

한국콜마의 상장 이후 시가총액 추이



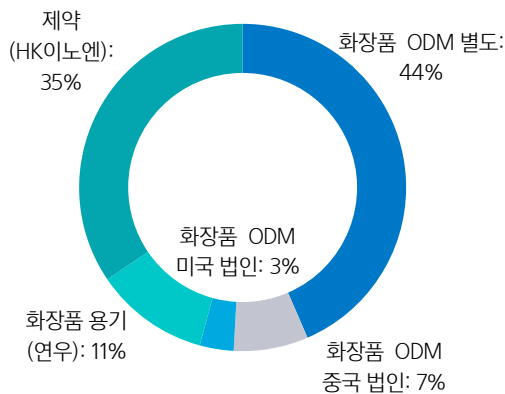
자료: 삼성증권

한국콜마 지배 구조도



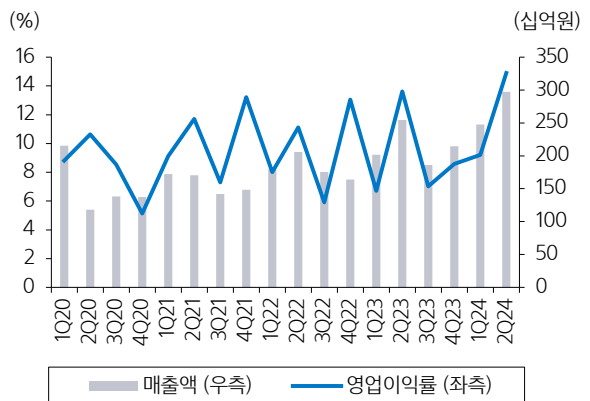
자료: 한국콜마, 삼성증권

한국콜마 매출액 구성 (1H24 기준)



참고: 연결 조정 이전 사업부별 합산 기준
자료: 한국콜마, 삼성증권

한국콜마 별도 분기 매출액 및 영업이익 추이



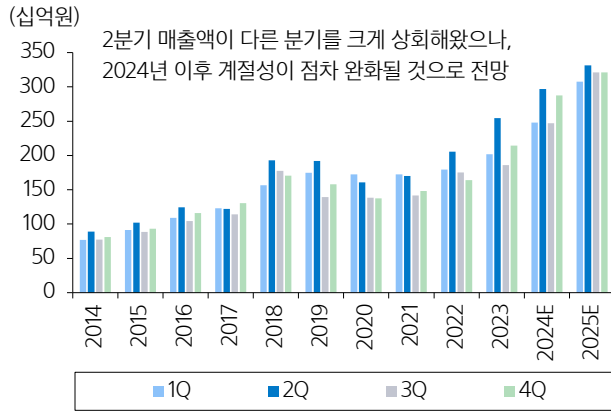
자료: 한국콜마, 삼성증권

투자 포인트 1. K-선케어 수출로 매출 계절성은 극복, 수익성은 향상

국내 화장품 업계에서 한국콜마는 선케어(suncare) 제조의 대표주자로 알려져 있다. 내수 기준으로도 한국콜마의 시장점유율은 80% 이상으로 추산되며(동사 자체 추산), 국내 브랜드의 해외 수출까지 감안하면 점유율이 더욱 높을 것으로 예상된다. 통상 화장품 업계에서는 단일 상품 라인(line)에 대해서도 SKU별(색상별, 기능별 등)로 다수의 제조사를 활용하나, 압도적인 점유율 덕에 한국콜마의 선케어 카테고리리는 단일 품목당 수주량이 많은 편이다. 또한 SKU간 제조 공정이 유사한 선케어 특성상, 규모의 경제 효과도 큰 편이다. 이에 선케어는 한국콜마의 실적을 견인하는 효자 카테고리로 자리매김했다.

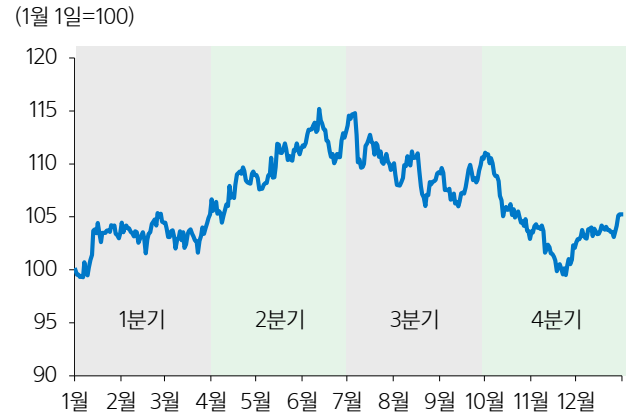
선케어는 여름에 주로 소비되는 특성으로 인해, 그동안 한국콜마의 주가와 실적에 계절성을 부여해왔다. 내수 선케어 제품은 한국의 여름인 2분기 말~3분기(6~9월)에 소비가 급증하며, ODM사에는 통상 3개월 전인 2분기에 주문이 들어간다. 그래서 한국콜마가 선케어의 대명사가 된 이래, 동사의 실적과 주가는 “2분기 피크(peak), 3분기 피크아웃(peaking out)”의 흐름을 보여왔다. 참고로 한국콜마의 해외 법인 중 선케어 비중이 유의미하게 높았던 것은 중국뿐이라, 해외 자회사가 계절성을 완화해주기도 어려웠다.

한국콜마(별도) 화장품 ODM 사업 분기 매출액 추이



자료: 한국콜마, 삼성증권

한국콜마의 월별 시가총액 흐름 추이 (2013~2023년 평균)



참고: 1월 1일~12월 31일 온기 반영이 가능한, 2013~2023년 한국콜마의 시가총액을 일자별로 평균하여 지수화

자료: 삼성증권

그러나 이제는 그 흐름이 달라졌다. 고객사인 한국 인디뷰티 브랜드사들의 수출 성장이 본격화되면서, “한국콜마의 여름”이 길어지고 있다. 동사가 제조하는 선케어 제품의 end-user가 1년 내내 여름인 저위도, 하반기가 여름인 남반구 등지로 확대되고 있기 때문이다. 이에 예년과 달리, 올해는 3분기에도 전분기 수준의 견고한 매출을 기록할 것으로 예상된다.

선케어 비중이 3분기에도 높게 유지되면서, 수익성 개선도 지속될 것으로 전망된다. 우선 단기적으로는 선케어 가동률이 높게 유지되면서, 오는 하반기 생산 효율이 전년 동기 대비 개선될 것이다. 2분기에만 가동률이 급상승했던 지난 몇 년과는 다른 흐름이 나타날 것이기 때문이다. 또한 장기적으로는, 일부 변동비의 고정비화에 따라 영업 레버리지가 상승할 것으로 기대된다. 동사가 선케어 수출 증대를 구조적 변화로 보고 있기에, 이전에는 계절성으로 인해 변동비화할 수밖에 없었던 비용들을 고정비화해 나가고 있기 때문이다.

[참고] 한국콜마가 국내 선크어의 압도적 1등이 된 배경 - “국내 화장품사 SPF 허위표기 논란(2021년)”

한국콜마가 국내 선크어 시장에서 지금과 같이 압도적인 시장 지배력을 갖게 된 것은, 국내 화장품사의 자외선 차단 지수(SPF: Sun Proof Factor) 허위표기 논란이 발생한 2021년 이후의 일이다.

'21년 상반기, 국내 선크림 제품 다수가 SPF를 실제보다 높게 표기했다는 것이 적발되었다. 다수의 제품이 행정 처분(판매 정지 등)을 받고 사회적 논란이 거세게 일었던 와중에, 한국콜마는 깨끗하게 정석대로 SPF를 표기해왔다는 사실이 부각되었다. 한국콜마 제조의 선크림은 SPF 허위표기가 단 한 건도 없었던 것이다. 이후 식약처의 모니터링 강도가 강화되면서, 한국콜마는 자연스럽게 선크어 제품 주문에 있어서의 ‘안전한 선택지’로 자리매김하게 되었다.

투자 포인트 2. 증설 효과 본격화

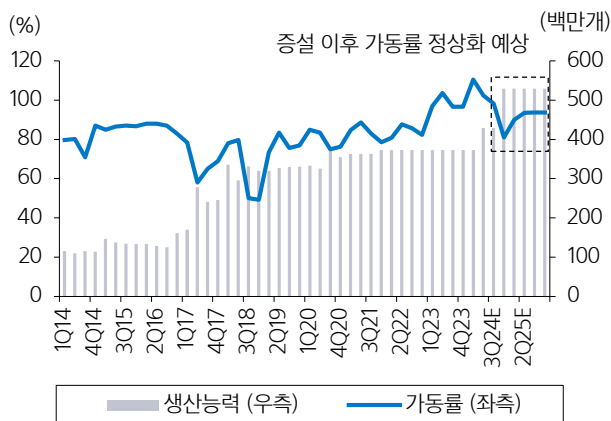
올해부터 수요 성장과 계절성 완화가 본격화되면서, 동사가 드디어 생산능력 증설을 결정했다. 올해는 1분기에도 별도 기준 가동률이 111%를 달성했으며, 생산 라인 조정과 외부 시설 활용으로 캐파가 약 15% 증가(q-q)한 2분기에도 여전히 109%라는 높은 수준을 유지했다. 참고로 2023년 4개 분기 내내 동사의 별도 기준 가동률이 97% 이상을 기록했기에 이미 증설 문의가 많았던 상황인데, 작년과 달리 올해부터는 계절성까지 뚜렷하게 희석되자 드디어 증설을 결정한 것이다.

우선 기초/선크어 공장의 증설이 이루어지고 있어, 올해 말 동사의 별도 기준 생산능력은 현재 대비 23% 증가할 전망이다. 또한 2026년에 완공 예정인 색조 자동화 공장도 현재 건설 중에 있다.

수주~납품 리드타임이 길어질 정도로 밀려 있는 주문 양(=충분한 수주잔고)을 감안하면, 단기적으로는 이미 매출 성장이 보장되어 있는 상황이다. 가동률이 97%였던 작년에도, 생산능력 부족 때문에 놓친 매출(lost sales)이 많았던 것으로 추정된다. 그리고 앞서 언급했듯, 생산능력을 증설한 지난 2분기에도 가동률이 109%를 기록할 정도로 높았다. 오는 4분기에 증설 라인이 본격적으로 가동된다하더라도, 동사의 가동률은 여전히 매우 높은 수준을 기록할 것이다.

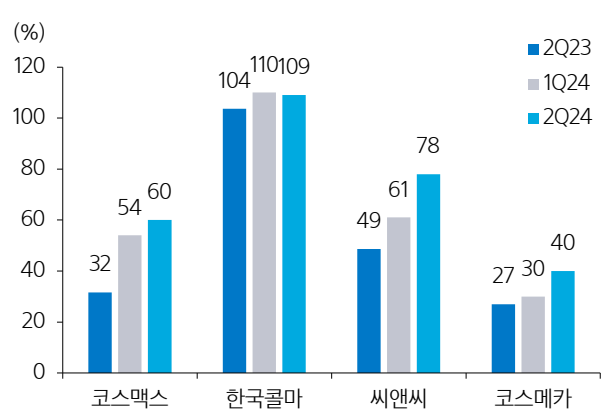
또한 신제품의 빠른 출시가 인디 고객사들의 핵심 경쟁력을 감안하면, 장기적으로는 캐파 증설에 따른 납기 단축이 신규 수주 증가에도 긍정적인 영향을 미칠 것이다. 현재와 같이 가동률이 100%를 초과하는 것은 그룹사의 생산능력까지 사용 중일 정도로 수주가 밀려 있다는 의미이다. 그러므로 증설 시 단순히 가동률이 정상화될뿐만 아니라 납기(리드타임)도 차츰 단축되면서, 빠른 속도를 원하는 인디 고객사들의 주문을 더 많이 흡수할 여력이 생긴다.

한국콜마의 국내 공장 생산능력 및 가동률 추이



자료: 한국콜마, 삼성증권 추정

주요 ODM사의 국내 공장 가동률 추이



자료: 각 사, 삼성증권

투자 포인트 3. 자회사 체질 개선도 진행 중

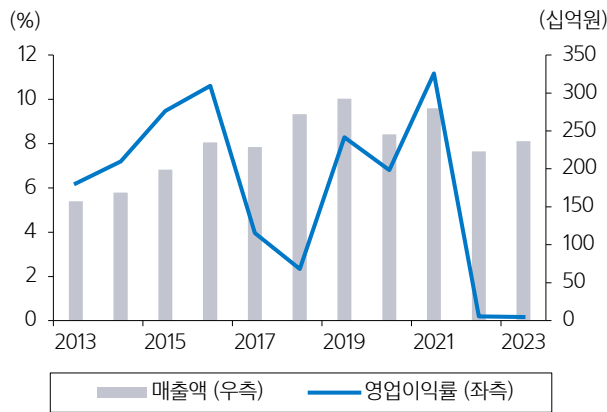
한국콜마의 자회사 연우 및 해외 법인은 연결 실적에 미치는 영향이 크지는 않지만, 예상 대비 부진한 실적으로 투자자들의 우려를 불러 일으켜 왔다. 그러나 현재 이들 자회사는 체질 개선 작업이 차질 없이 진행 중으로, 실적 불확실성이 크게 해소된 상태이다.

우선 화장품 용기사 연우는, 업황 변화를 반영하기 위한 개선 작업에 돌입했다. 즉, 인디 브랜드향 매출 증대를 위한 작업을 진행 중이다. 1) 표준양산형(stock mold) 금형/생산라인의 비중을 늘리고 있으며, 2) 인디 고객사들이 다수 위치한 지역에 신규 영업사무소를 지난 달 개설했다. 한국콜마의 본업인 ODM 사업의 주력 고객이 인디 브랜드이기 때문에, 매출 시너지도 기대된다. 참고로 그동안 연우의 매출은 주로 대형사향 주문제작형(custom mold) 위주였는데, 업황 변화와 인수합병(2022년 7월~) 등이 겹치면서 실적이 크게 악화되었다.

연우는 당장에 급격한 실적 반전을 기대하기보다는, 올해 연말까지 체질 개선 진행 상황을 지켜볼 필요가 있다. 표준양산형은 주문이 들어오기 전에 미리 금형을 만들어두고 오히려 고객에게 먼저 제안하는 방식이라, 금형 개발·설계에 다소 시간이 필요하기 때문이다. 다만, 동사가 구조적인 업황 변화를 인지하고 돌파구 마련을 위해 전략을 변경했다는 것이 중요하다.

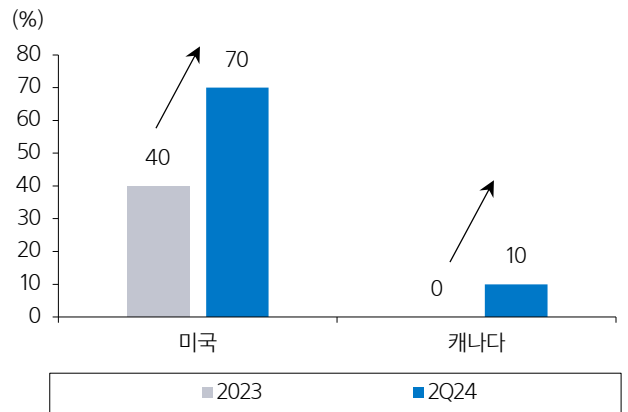
해외 법인 체질 개선도 차질 없이 진행 중이다. 1) 중국 법인은 법인 단일화 및 구조조정을 마무리한 결과, 부진한 시장 상황 대비 비교적 양호한 수익성을 유지 중이다. 2) 미국/캐나다 법인의 경우 ODM 매출 비중 확대를 위해, 현지 R&D 강화 작업을 지속 중이다. 아직 미국/캐나다 시장은 ODM보다는 상대적으로 부가가치가 낮은 OEM 위주이기에, 수익성 반전을 위해 반드시 해당 작업이 필요하다. 실제로 이미 지난 2분기에 미국 법인의 주력 ODM 매출처의 주문이 급증하면서 일시적으로 ODM 매출 비중이 증가하기도 했는데, 적극적인 체질 개선 노력의 성과가 서서히 나타날 것으로 예상된다.

연우의 매출액 및 영업이익률 추이



자료: 연우, 삼성증권

한국콜마 미국 및 캐나다 법인의 ODM 매출 비중 변화



자료: 한국콜마, 삼성증권

투자 의견 BUY, 목표주가 96,000원으로 커버리지 개시

계절성 완화에 따른 하반기 수익성 향상과, 증설 효과 본격화를 감안하여 12개월 선행 EPS를 5,492원으로 추정한다. Target P/E 17.5배를 적용하여, 목표주가 96,000원을 제시한다.

Target P/E는 해외 인디뷰티 관련주의 평균 거래배수에 할인율 적용한 것으로, 자회사의 체질 개선이 아직 진행 중이라는 불확실성을 반영하였다. 해당 배수는 현재 국내외 ODM 경쟁사(대손상각비 이슈로 할인 받고 있는 기업은 제외, Bloomberg 컨센서스 기준)의 평균 거래배수와 동일하다. 또한 해당 target P/E로 계산한 PEG 비율(P/E to growth)이 0.24로 저평가 상태이기에, 불확실성 해소 시 업사이드가 더욱 커질 것으로 판단된다.

한국콜마 목표주가 산정

EPS (12개월 선행) (A=B*D+C*(1-D))	5,492
2024E (B)	3,976
2025E (C)	5,897
2024년 가중치 (금일 기준) (D)	21.1%
Target P/E (12개월 선행) (E)	17.5
목표주가 (F=A*E)	96,000
전일 종가 (G)	70,600
Upside (H=G/F-1)	36.0%
[참고] PEG ratio (I=E/(L*100))	0.24
Trailing 12m EPS (J)	3,186
Forward 12m EPS (K)	5,492
EPS 성장률 (L=K/J-1)	72.4%

자료: Bloomberg, 삼성증권 추정

한국콜마 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24E	2022	2023	2024E	2025E
매출액	487.7	599.7	516.4	551.9	574.8	660.3	587.9	647.9	1,865.7	2,155.7	2,470.8	2,893.1
화장품 ODM/OEM	256.7	340.6	248.2	271.1	302.6	376.5	307.7	346.9	927.5	1,116.7	1,333.6	1,593.8
국내 본사(별도)	201.8	254.4	186.1	214.5	247.8	297.0	247.1	280.9	724.6	856.8	1,072.8	1,302.5
중국법인	33.0	56.4	36.2	32.6	34.6	52.7	37.6	41.9	112.0	158.2	166.6	190.8
북미법인 합산	18.5	22.6	21.8	20.5	15.9	26.0	23.0	24.1	74.1	83.4	89.1	100.5
화장품 용기 (연우)	50.5	63.4	60.9	61.6	67.2	74.0	59.9	70.4	235.0	236.4	271.5	338.2
제약 (HK이노엔)	184.9	204.4	215.6	224.1	212.6	219.3	226.2	237.1	846.5	828.9	895.2	990.3
영업이익	12.1	55.7	31.0	37.4	32.4	71.7	52.8	60.2	73.3	136.1	217.2	287.5
화장품 ODM/OEM	10.5	41.7	12.1	16.4	20.0	48.7	31.6	31.7	45.1	81.0	132.1	178.0
국내 본사(별도)	13.5	34.7	13.1	18.4	22.8	44.2	31.7	31.2	69.1	79.7	129.9	167.1
중국법인	1.0	9.0	2.0	1.0	1.8	6.7	2.3	2.9	-9.0	12.7	13.7	16.8
북미법인 합산	-4.0	-2.0	-3.0	-3.0	-4.6	-2.2	-2.3	-2.4	-15.0	-11.4	-11.5	-5.9
화장품 용기 (연우)	-3.0	1.0	2.0	0.0	0.0	1.2	1.0	1.1	1.0	0.4	3.3	13.6
제약 (HK이노엔)	5.6	15.3	22.4	22.5	17.3	24.3	22.5	29.8	53.0	65.0	93.9	107.8
세전이익	8.5	43.7	26.9	-44.7	20.2	59.3	45.3	51.7	17.0	34.3	176.6	232.5
지배주주 순이익	5.8	34.8	11.5	-46.9	6.3	34.9	27.0	25.3	-22.0	5.2	93.5	139.2
이익률 (%)												
영업이익	2.5	9.3	6.0	6.8	5.6	10.9	9.0	9.3	3.9	6.3	8.8	9.9
화장품 ODM/OEM	4.1	12.2	4.9	6.0	6.6	12.9	10.3	9.2	4.9	7.2	9.9	11.2
국내 본사(별도)	6.7	13.6	7.0	8.6	9.2	14.9	12.8	11.1	9.5	9.3	12.1	12.8
중국법인	3.0	16.0	5.5	3.1	5.2	12.7	6.0	7.0	-8.0	8.0	8.2	8.8
북미법인 합산	-21.7	-8.8	-13.7	-14.6	-28.8	-8.5	-10.0	-10.0	-20.2	-13.7	-12.9	-5.9
화장품 용기 (연우)	-5.9	1.6	3.3	0.0	0.0	1.6	1.6	1.6	0.4	0.2	1.2	4.0
제약 (HK이노엔)	3.1	7.5	10.4	10.1	8.1	11.1	9.9	12.6	6.3	7.8	10.5	10.9
세전이익	1.2	2.6	4.3	4.1	3.0	3.7	3.8	4.6	2.8	3.0	3.8	3.7
지배주주 순이익	1.7	7.3	5.2	-8.1	3.5	9.0	7.7	8.0	0.9	1.6	7.1	8.0
성장률 (% y-y)												
매출액	18.8	19.3	9.1	15.2	17.9	10.1	13.9	17.4	17.6	15.5	14.6	17.1
화장품 ODM/OEM	10.1	33.2	10.4	26.8	17.9	10.5	24.0	27.9	11.2	20.4	19.4	19.5
국내 본사(별도)	12.4	23.6	6.0	30.9	22.8	16.7	32.8	31.0	14.5	18.2	25.2	21.4
중국법인	4.6	96.6	51.2	17.1	4.8	-6.6	3.9	28.2	0.2	41.2	5.3	14.5
북미법인 합산	4.9	34.7	3.3	9.9	-13.6	15.2	5.6	17.7	14.5	12.5	6.9	12.8
화장품 용기 (연우)	-25.7	4.0	12.8	18.4	33.1	16.6	-1.6	14.3	-18.1	0.6	14.8	24.6
제약 (HK이노엔)	3.2	-18.9	9.8	3.6	15.0	7.3	4.9	5.8	10.0	-2.1	8.0	10.6
영업이익	-6.6	65.5	71.5	332.8	168.9	28.9	70.3	61.0	-13.0	85.8	59.5	32.3
화장품 ODM/OEM	1.4	179.8	255.8	-0.1	90.3	16.9	161.9	93.7	1.0	79.6	63.2	34.7
국내 본사(별도)	-5.9	51.4	25.7	-14.1	68.6	27.6	142.3	69.8	5.2	15.3	63.1	28.6
중국법인	nm	nm	nm	nm	80.0	-25.6	12.7	193.0	nm	nm	7.7	22.6
북미법인 합산	nm	nm	nm	nm	nm	nm	nm	nm	nm	nm	nm	nm
화장품 용기 (연우)	nm	-75.0	nm	nm	nm	20.0	-51.4	11,319.2	-96.7	-60.0	731.1	308.8
제약 (HK이노엔)	46.1	-14.9	5.2	169.0	206.0	58.9	0.2	32.3	6.0	22.6	44.4	14.9

자료: 한국콜마, 삼성증권 추정

국내의 화장품사 밸류에이션 비교

	ODM사					유통사			용기사	브랜드사							
	코스 맥스	한국 콜마	씨앤씨 인터 내셔널	코스 메카	Inter- cos	실리 콘투	Ulta Beauty	Yes Asia	펄텍 코리아	아모레 퍼시픽	LG 생활 건강	브이티	클리오	e.l.f Beauty	L'Oreal	Estee Lauder	
종목코드	192820	161890	352480	241710	ICOS	257720	ULTA	2209	251970	090430	051900	182090	237880	ELF US	OR FP	EL US	
시가총액 (백만달러)	1,117	1,222	601	608	1,719	1,863	17,400	299	342	5,317	4,053	869	360	6,509	228,316	33,902	
(현지통화)*	1,523	1,667	819	830	1,577	2,541	17,400	2,319	464	7,253	5,529	1,185	491	6,509	209,464	33,902	
매출액	2022	0.5	17.6	43.1	0.7	24.0	26.2	40.3	-20.6	6.6	-15.0	-11.2	5.9	17.1	23.3	18.5	9.4
성장률	2023	11.1	15.5	68.7	17.9	18.3	107.5	18.3	56.6	20.2	-11.1	-5.3	23.0	21.3	47.6	7.6	-10.3
(%)	2024E	16.3	14.6	47.8	18.9	8.0	123.1	9.5	79.3	13.7	5.1	-0.8	44.9	20.6	72.0	6.5	-2.2
	2025E	18.2	17.1	24.3	15.5	7.4	50.8	-0.0	46.3	11.8	12.3	3.7	19.0	15.5	32.8	6.0	0.6
영업이익	2022	-56.7	-13.0	674.9	-48.4	65.5	62.6	447.9	nm	1.4	-37.6	-44.9	-10.6	28.6	211.8	32.0	21.1
성장률	2023	117.9	85.8	83.9	374.1	20.6	235.8	26.3	nm	33.3	-49.5	-31.5	93.1	89.1	132.5	1.9	-52.4
(%)	2024E	46.4	59.5	38.1	43.5	17.4	213.0	0.7	209.3	26.0	99.1	4.5	129.2	33.9	184.3	13.1	-3.0
	2025E	17.7	32.3	16.5	28.1	15.7	61.0	-13.3	69.7	15.0	99.8	8.9	52.4	21.0	36.6	7.7	20.4
영업	2022	3.3	3.9	13.4	2.6	8.5	8.6	15.0	-4.3	11.2	5.2	9.9	9.8	6.6	7.5	19.9	17.9
이익률	2023	6.5	6.3	14.6	10.4	8.7	13.9	16.1	5.3	12.4	2.9	7.2	15.4	10.2	11.8	18.9	9.5
(%)	2024E	8.2	8.8	13.6	12.6	9.4	19.6	14.8	9.1	13.8	5.6	7.5	24.4	11.4	19.5	20.1	9.4
	2025E	8.2	9.9	12.8	14.0	10.1	20.9	12.8	10.6	14.1	9.9	7.9	31.2	11.9	20.0	20.4	11.3
P/E **	2022	73.1	nm	49.8	253.4	32.1	225.2	20.5	40.3	22.0	47.5	41.6	73.5	39.8	253.1	35.9	13.0
(배)	2023	26.7	311.1	26.1	37.8	28.1	66.3	15.3	25.1	16.4	11.7	14.5	39.4	16.4	103.8	32.3	27.3
	2024E	16.6	17.8	15.9	19.8	23.9	19.3	14.5	14.9	14.6	21.5	10.0	17.7	12.4	38.7	30.8	42.4
	2025E	11.8	12.0	14.6	16.0	20.2	13.6	15.9	11.9	12.7	20.0	9.6	14.1	10.8	33.1	28.1	32.5
	12m fwd	12.8	13.2	14.9	16.8	21.0	14.8	15.6	12.5	13.1	20.3	9.7	14.9	11.1	34.3	28.7	34.6
P/B **	2022	3.4	1.1	6.1	5.7	3.8	26.1	12.6	0.9	2.2	1.8	1.0	13.1	2.5	19.1	7.7	6.0
(배)	2023	4.2	1.1	4.7	4.9	3.5	18.7	9.5	0.8	2.0	1.6	0.9	9.1	2.2	14.7	7.2	6.0
	2024E	3.4	1.1	3.2	3.9	3.2	9.4	7.9	4.9	1.8	1.5	0.9	5.5	2.0	11.0	6.5	6.1
	2025E	2.7	0.9	2.4	3.1	2.9	5.6	7.2	2.7	1.6	1.4	0.8	3.6	1.7	7.8	6.0	6.4
	12m fwd	2.8	0.9	2.6	3.3	2.9	6.4	7.3	3.2	1.6	1.4	0.8	4.0	1.8	8.5	6.1	6.3
EPS	2022	-72.0	-161.4	-378.5	-71.3	30.5	-77.5	276.0	329.4	19.4	33.9	-39.7	-4.5	-9.0	52.5	21.6	13.8
성장률	2023	174.1	-123.6	90.9	571.1	14.4	239.6	33.5	-210.9	33.6	305.3	186.6	86.4	142.2	143.9	11.0	-52.2
(%)	2024E	60.1	1,652.4	63.5	90.4	17.2	243.0	5.7	252.8	12.5	-45.5	44.7	122.3	32.4	168.1	4.8	-35.7
	2025E	40.7	48.3	9.2	23.8	18.3	42.1	-9.0	66.7	14.9	7.7	4.2	25.3	15.0	17.0	9.6	30.4
	12m fwd	44.8	386.3	20.6	37.8	18.0	84.4	-5.9	105.9	14.4	-3.5	12.7	45.8	18.7	48.8	8.6	16.5
ROE (%)	2022	4.6	-1.6	13.1	2.3	12.7	3.6	55.7	-21.1	10.4	3.7	2.4	18.4	6.6	8.1	23.0	44.7
	2023	14.2	0.4	20.5	13.9	13.0	32.8	70.6	23.9	12.6	14.1	6.7	27.3	14.3	16.0	23.0	22.1
	2024E	22.8	6.2	23.8	21.9	14.0	64.9	59.5	55.4	12.8	7.1	9.0	38.6	16.9	32.5	22.2	14.3
	2025E	25.5	8.1	18.7	21.6	14.9	51.6	47.2	52.4	13.1	7.2	8.5	30.8	17.0	27.5	22.1	19.2

참고: 커버리지 기업(코스맥스, 한국콜마, 씨앤씨인터내셔널, 실리콘투, 아모레퍼시픽, LG생활건강)의 전망치는 삼성증권 추정 기준, 그 외 기업은 컨센서스(Bloomberg) 기준

* 한국은 십억원, 미국은 백만달러, 프랑스는 백만유로, 일본은 십억엔 기준 ** 2024년 10월 15일 종가 기준(한국시간)

자료: Bloomberg, 삼성증권 추정

포괄손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	1,866	2,156	2,471	2,893	3,302
매출원가	1,397	1,578	1,777	2,083	2,378
매출총이익	469	578	694	810	923
(매출총이익률, %)	25.1	26.8	28.1	28.0	28.0
판매 및 일반관리비	396	442	477	523	536
영업이익	73	136	217	287	388
(영업이익률, %)	3.9	6.3	8.8	9.9	11.7
영업외손익	-56	-102	-41	-55	-90
금융수익	35	24	18	4	4
금융비용	60	59	42	34	34
지분법손익	-1	3	1	0	0
기타	-31	-70	-18	-25	-60
세전이익	17	34	177	232	298
법인세	21	9	42	48	62
(법인세율, %)	124.2	26.8	24.0	20.8	21.0
계속사업이익	-4	25	134	184	235
중단사업이익	0	0	0	0	0
순이익	-4	25	134	184	235
(순이익률, %)	-0.2	1.2	5.4	6.4	7.1
지배주주순이익	-22	5	94	139	176
비지배주주순이익	18	20	41	45	60
EBITDA	149	230	317	369	470
(EBITDA 이익률, %)	8.0	10.7	12.8	12.7	14.2
EPS (지배주주)	-961	227	3,976	5,897	7,435
EPS (연결기준)	-179	1,099	5,703	7,798	9,970
수정 EPS (원)*	-961	227	3,976	5,897	7,435

현금흐름표

12월 31일 기준 (십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동에서의 현금흐름	91	112	242	178	220
당기순이익	-4	25	134	184	235
현금유출입이없는 비용 및 수익	185	219	118	261	284
유형자산 감가상각비	62	73	78	60	61
무형자산 상각비	14	21	22	21	21
기타	110	126	18	180	201
영업활동 자산부채 변동	-32	-76	-4	-77	-48
투자활동에서의 현금흐름	-145	-156	-138	-107	-133
유형자산 증감	-32	-106	-185	-107	-133
장단기금융자산의 증감	58	-23	50	0	0
기타	-171	-26	-3	0	0
재무활동에서의 현금흐름	82	-8	96	185	270
차입금의 증가(감소)	158	36	20	40	40
자본금의 증가(감소)	-2	-2	0	0	0
배당금	-15	-17	-19	-19	-19
기타	-59	-25	95	164	249
현금증감	29	-49	201	256	356
기초현금	191	220	171	372	628
기말현금	220	171	372	628	984
Gross cash flow	181	245	252	445	519
Free cash flow	53	5	57	71	87

참고: * 일회성 수익(비용) 제외
 ** 완전 희석, 일회성 수익(비용) 제외
 *** P/E, P/B는 지배주주기준
 자료: 한국콜마, 삼성증권 추정

재무상태표

12월 31일 기준 (십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	816	898	1,142	1,464	1,909
현금 및 현금등가물	220	171	372	628	984
매출채권	259	318	372	412	452
재고자산	239	281	316	342	391
기타	98	129	82	82	82
비유동자산	2,117	2,111	2,178	2,183	2,204
투자자산	40	53	53	53	53
유형자산	609	660	742	747	767
무형자산	1,302	1,271	1,267	1,268	1,268
기타	166	126	116	116	116
자산총계	2,933	3,009	3,320	3,648	4,113
유동부채	868	1,284	1,455	1,484	1,524
매입채무	160	190	257	285	326
단기차입금	312	400	465	465	465
기타 유동부채	396	693	733	733	733
비유동부채	596	307	284	324	364
사채 및 장기차입금	493	198	181	221	261
기타 비유동부채	103	109	103	103	103
부채총계	1,464	1,591	1,740	1,808	1,889
지배주주지분	664	649	778	860	979
자본금	11	11	12	12	12
자본잉여금	264	262	294	294	294
이익잉여금	384	368	470	552	671
기타	4	7	2	2	2
비지배주주지분	805	770	803	979	1,245
자본총계	1,469	1,419	1,581	1,839	2,224
순부채	770	835	799	583	267

재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2022	2023	2024E	2025E	2026E
증감률 (%)					
매출액	17.6	15.5	14.6	17.1	14.1
영업이익	-13.0	85.8	59.5	32.3	34.9
순이익	적전	흑전	433.5	37.3	27.8
수정 EPS**	적전	흑전	1,652.4	48.3	26.1
주당지표					
EPS (지배주주)	-961	227	3,976	5,897	7,435
EPS (연결기준)	-179	1,099	5,703	7,798	9,970
수정 EPS**	-961	227	3,976	5,897	7,435
BPS	29,024	28,347	32,942	36,439	41,474
DPS (보통주)	500	600	600	600	600
Valuations (배)					
P/E***	n/a	236.2	17.8	12.0	9.5
P/B***	1.5	1.9	2.1	1.9	1.7
EV/EBITDA	17.1	12.3	10.3	8.8	6.8
비율					
ROE (%)	-3.3	0.8	13.1	17.0	19.1
ROA (%)	-0.1	0.8	4.2	5.3	6.1
ROIC (%)	-0.9	4.5	7.2	9.6	12.6
배당성향 (%)	-52.0	264.4	15.1	10.2	8.1
배당수익률 (보통주, %)	1.2	1.1	0.8	0.8	0.8
순부채비율 (%)	52.4	58.8	50.6	31.7	12.0
이자보상배율 (배)	2.2	3.0	5.8	8.4	11.4

2024. 10. 16

ESG솔루션

이가영

Analyst

kayoung.l.lee@samsung.com

씨앤씨인터내셔널 (352480)

생산 효율도 좋은데 단가도 높으니, 마진이 좋을 수밖에

- 주력 제품에 집중된 포트폴리오 덕분에, 신제품 수주에도 높은 생산효율 유지 가능. 발주 물량이 적은 해외 직수출조차 동사는 오히려 고마진 물량으로 인식.
- 선제적 설비 증설로 담보된 외형 성장에, 생산 안정화에 따른 가동률 상승로 추가적인 이익을 개선 기대. 하반기 해외 고객사와의 프로젝트도 이익을 개선에 기여할 것.
- 투자 의견 BUY, 목표주가 114,000원으로 커버리지 개시

WHAT'S THE STORY?

생산효율이 높은 '색조 전문' ODM: 동사의 1H24 영업이익률은 14.3%로, 국내 경쟁사 평균의 2배 수준이다. 소품종 반복 생산으로 높은 생산효율을 확보한 덕분이다. 화장품 ODM에서는 일반적으로 신제품 수주 시 생산라인 조정에 따라 일시적으로 생산효율이 하락한다. 그러나 동사는 색조 제품, 특히 립(매출 비중 70%)에 특화된 제품 포트폴리오를 구축하여, 신제품도 기존 생산라인에서 반복 제조하면서 높은 생산효율과 규모의 경제를 유지한다.

해외 직수출의 높은 단가가 높은 이익률로 그대로 전환: 집중화된 제품 포트폴리오 덕에, 동사는 해외 직수출 물량의 높은 단가가 그대로 높은 이익률로 구현된다. 선진시장 고객사 물량은 단가가 높음에도, 발주 물량이 적어 생산효율을 잠식하는 경우가 많다. 그러나 동사는 이 역시 기존 생산라인에서 반복 제조할 수 있기에, 물량이 적어도 생산효율이 훼손되지 않는다. 특히 업계 내에서 홍보효과가 큰 해외 럭셔리 브랜드의 물량을 부담 없이 소화한 덕에, 선진시장 인디 브랜드로부터의 재주문 및 신규 문의가 지속되고 있다.

선제적 설비 증설로 담보된 높은 이익 성장: 높은 생산효율이 담보되었기에, 동사는 경쟁사 대비 선제적으로 설비 증설을 결정할 수 있었다. 한국 ODM사로의 주문이 구조적으로 증가하는 상황에서, 선제적 증설은 가파른 실적 성장으로 이어진다. 동사는 이미 주력 제품용 신규 임차공장을 '24.5월부터 가동했는데, 온기 반응이 시작되고 본격적으로 가동률이 상승하는 3분기에는 매출 기여도와 영업 레버리지가 더욱 증가했을 것으로 추정된다. 여기에 기존 2공장의 증축이 더해져, 4Q24에는 생산능력이 현재의 1.5배 수준으로 상승할 것이다.

담보된 외형 성장에, 이익률 개선을 감안하여 12개월 선행 EPS를 5,501원으로 추정한다. Target P/E 21배(해외 인디뷰티 관련주 평균 거래배수, Bloomberg 컨센서스)를 적용하여, 목표주가 114,000원에 투자 의견 BUY로 커버리지 개시한다.

SUMMARY OF FINANCIAL DATA

	2023	2024E	2025E	2026E
매출액 (십억원)	220	326	405	481
영업이익 (십억원)	32	44	52	59
순이익 (십억원)	31	51	56	64
EPS (adj) (원)	3,137	5,130	5,600	6,351
EPS (adj) growth (%)	90.9	63.5	9.2	13.4
EBITDA margin (%)	17.8	16.8	16.0	16.0
ROE (%)	20.5	23.8	18.7	16.5
P/E (adj) (배)	19.9	15.9	14.6	12.9
P/B (배)	3.6	3.1	2.4	1.9
EV/EBITDA (배)	15.1	14.2	11.2	8.9
Dividend yield (%)	0.0	0.0	0.0	0.0

자료: 씨앤씨인터내셔널, 삼성증권 추정

▶ AT A GLANCE

투자 의견	BUY	
목표주가	114,000원	39.4%
현재주가	81,800원	
시가총액	81,800원	
Shares (float)	8,191.0억원	
52주 최저/최고	10,013,941주 (33.7%)	
60일-평균거래대금	47,100원/135,400원	

▶ ONE-YEAR PERFORMANCE

	1M	6M	12M
씨앤씨인터내셔널 (%)	-12.0	2.8	57.6
Kosdaq 지수 대비 (%pts)	-16.7	13.2	67.6

▶ SAMSUNG vs THE STREET

No of estimates	5
Target price	126,000
Recommendation	3.8

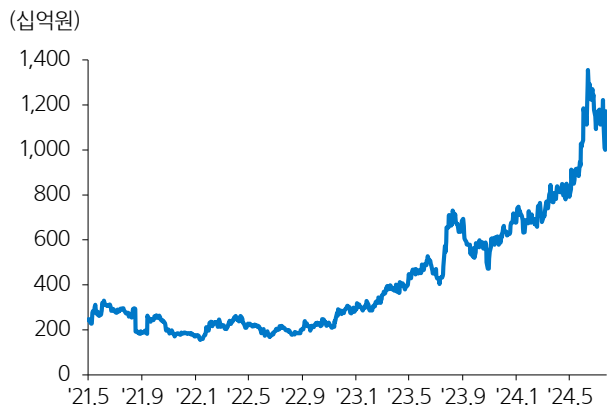
BUY★★★: 5 / BUY: 4 / HOLD: 3 / SELL: 2 / SELL★★★: 1

Company Overview

씨앤씨인터내셔널(C&C International)은 색조 화장품 전문 ODM사(Original Development Manufacturer)이다. 1997년 10월에 아모레퍼시픽에 근무했던 배은철 회장에 의해 설립되었으며, 2013년 법인 전환을 거쳐 2021년 5월에 코스닥 시장에 상장되었다. 상장 이후 꾸준한 주가 상승을 거듭해온 결과, 상장 후 약 3년 3개월이 지난 현재의 시가총액은 상장 당시의 약 4.1배 수준이다.

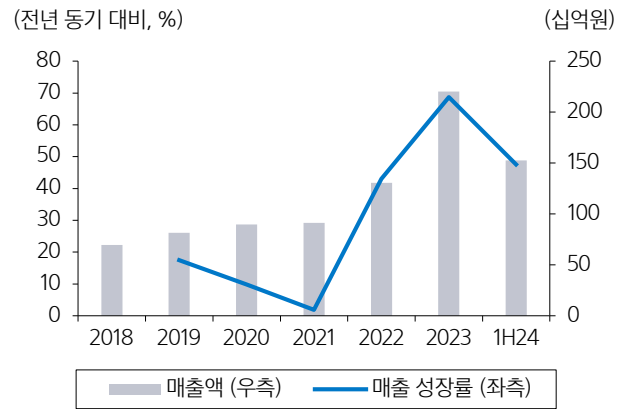
동사는 색조 화장품 ODM 이외에 다른 사업은 진행하지 않는 pure play 업체로, 집중화된 제품 포트폴리오와 단순한 사업구조를 갖추고 있다. 1H24 기준, 매출액의 73%는 립 메이크업, 13%는 아이 메이크업, 14%는 베이스 메이크업 및 기타 제품으로 구성되어 있다. 매출의 대부분(96%)이 국내 본사에서 발생하며, 유일한 해외 법인인 중국 법인의 매출 기여도는 미미하다. 또한 고객별로 나누어 살펴보면, 매출의 65%는 국내 화장품 브랜드사에서, 35%는 해외 화장품 브랜드사(=직수출)에서 발생한다.

씨앤씨인터내셔널의 상장 이후 시가총액 추이



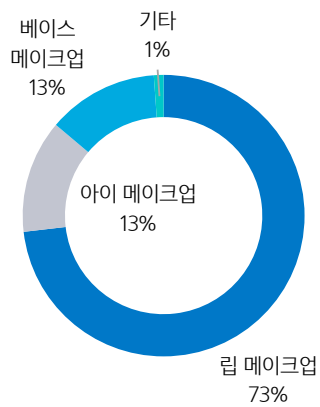
자료: 삼성증권

씨앤씨인터내셔널의 매출액 및 매출 성장률 추이



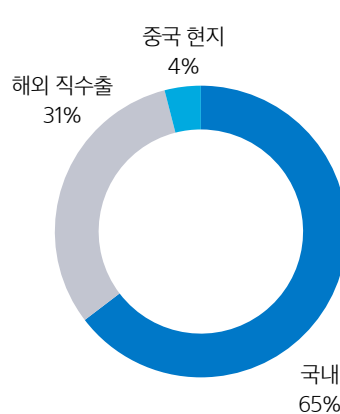
자료: 씨앤씨인터내셔널

제품 유형별 매출 breakdown (1H24)



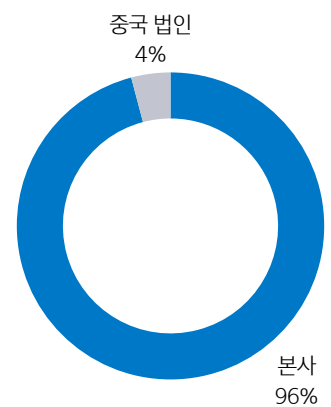
자료: 씨앤씨인터내셔널

고객사 지역별 매출 breakdown (1H24)



자료: 씨앤씨인터내셔널

법인별 매출 breakdown (1H24)

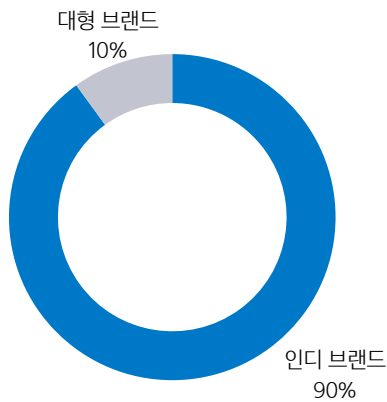


자료: 씨앤씨인터내셔널

K-인디뷰티의 직접적인 수혜주

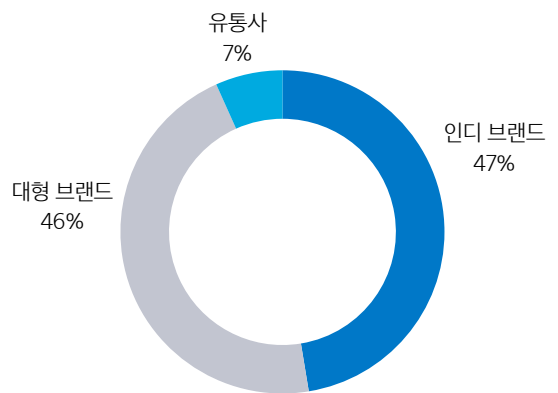
씨앤씨인터내셔널은 전 세계적인 인디(indie) 뷰티 ‘트렌드’의 직접적인 수혜주이다. 앞서 산업 파트에서 살펴봤듯, 다음 ‘바이럴 브랜드’는 누가 될지 예측하기 어려운 것이 인디뷰티 트렌드의 특징이다. 씨앤씨는 매출의 절대 다수인 약 90%가 소비자에게 인디 브랜드로 인식되는 중/소형 브랜드로부터 발생하는데, 이 중 어느 고객이 인기를 얻더라도 수혜를 볼 수 있다. 그렇기에 씨앤씨에 대한 투자는 특정 브랜드가 아니라, 전체적인 인디뷰티 ‘트렌드’에 투자하는 효과가 있다. 참고로 전 세계적으로 상장된 화장품 ODM사 자체가 많지 않은데, 해외 유일 상장 경쟁사인 인터코스도 인디 브랜드의 매출 비중이 47% 정도뿐이다. 여기에 씨앤씨 매출의 65%가 국내 브랜드사로부터 발생하기에, 전 세계 인디뷰티 트렌드를 주도하고 있는 ‘K’인디뷰티의 직접적인 투자 옵션이다.

씨앤씨인터내셔널의 매출 중 중소/인디 브랜드의 비중 (1H24)



자료: 씨앤씨인터내셔널, 삼성증권 추정

참고. 해외 경쟁사 인터코스의 고객사별 매출 breakdown (1H24)

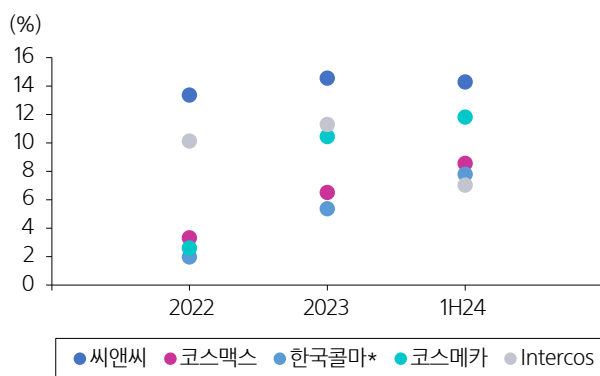


자료: Intercos

경쟁사 대비 압도적으로 높은 영업이익률

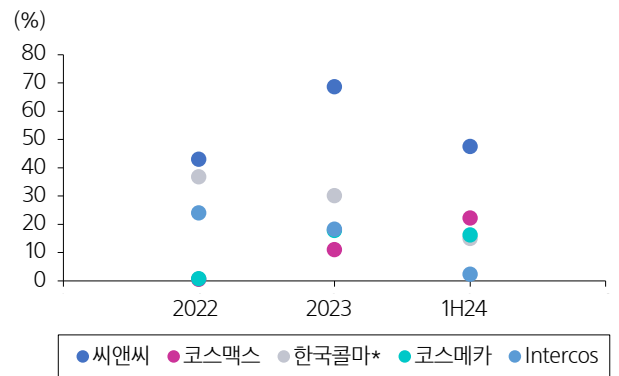
씨앤씨인터내셔널은 국내 ODM 경쟁 3사 대비 압도적으로 높은 영업이익률을 자랑한다. 동사의 2024년 상반기 영업이익률은 14.3%로, 국내 경쟁사 평균인 7.9%의 1.8배 수준이다. 재무 자료가 공개된 2018년 이래, 대규모 설비투자가 시행된 한 해를 제외하고는 영업이익률이 늘 경쟁사의 2배 이상이었다. 경쟁사 실적이 부진했던 2022년에는, 경쟁사 평균의 5배 수준으로 그 격차를 크게 벌리기도 했다.

화장품 ODM사 영업이익률 추이 비교



참고: * HK이노엔 및 CMO사업(2020년 매각) 제외
자료: 각 사

화장품 ODM사 매출 성장률 추이 비교



참고: * HK이노엔 및 CMO사업(2020년 매각) 제외
자료: 각 사

투자 포인트 1. '색조 전문' ODM사로서 높은 생산효율 확보

씨앤씨인터내셔널이 경쟁사 대비 영업이익률이 높은 첫 번째 이유는, 소품종 반복 생산으로 높은 생산 효율을 확보했기 때문이다.

다른 모든 제조업과 마찬가지로, 화장품 제조 공장도 제품 유형별로 여러 개의 생산라인이 필요하다. 그런데 화장품은 자잘하게 가짓수가 많은 제품이다. 기초 화장품과 색조 화장품의 생산라인이 다르고, 색조 화장품 안에서도 입술화장용, 눈화장용, 피부화장용 각각의 생산라인이 다르고, 입술화장품 안에서도 립스틱(lip stick), 립틴트(lip tint), 립팔레트(lip palette), 립라이너(lip liner), 립밤(lip balm), 립 오일(lip oil) 등 너무나 다양한 세부 유형의 생산라인이 필요하다.

그래서 화장품 제조업에서는 새로운 유형의 제품을 수주받을 경우, 일시적으로 생산설비 조율과 인력의 재배치에 따른 비효율이 발생한다. 신제품을 생산하기 위해서는 생산라인을 아예 새로 설치하거나, 기존 생산라인에서 장치를 변경해야 한다. 생산인력에 대한 재교육도 필요하다. 그러므로 이와 같은 조율 과정에서는, 자연스럽게 불량률 증가에 따라 초기 수율이 떨어질 수밖에 없다. 무엇보다, 조율이 진행되는 동안에는 해당 라인에서 일시적인 가동 정지(즉 생산 loss)가 발생한다. 이 모든 비효율은 곧 이익률 잠식으로 이어진다.

또한 제품 유형이 다양해질수록, 같은 유형의 제품을 반복 생산하는 것보다 고정비 분산 효과가 감소한다. 다양한 생산라인을 보유할수록, 가동률은 필연적으로 떨어질 수밖에 없기 때문이다. 게다가, 원재료 및 부자재 매입에 있어서도 동일 제품당 규모가 커야 물량 할인을 통한 비용 절감 효과가 커진다. 모든 제품 유형의 주문이 전부 폭발적으로 많으면 좋겠지만, 앞서 살펴봤듯 화장품은 유행에 민감한 소비재이기 때문에 제품의 인기도 특정 몇 가지로 쏠리는 경향이 있다. 그러니 인기 많은 제품의 생산라인은 가동률이 높고, 그렇지 않은 라인은 가동률이 낮을 수밖에 없다.

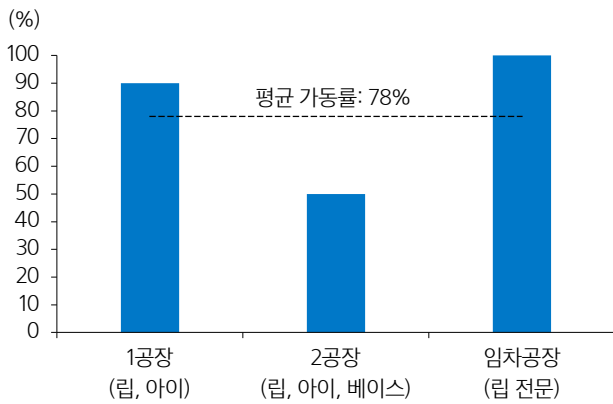
그렇다고 가동률이 높은 제품의 생산라인만 남기고 가동률이 비교적 낮은 생산라인을 매년 없앨 수는 없다. 화장품은 유행의 수명주기가 짧기 때문에, 가동률이 그다지 높지 않았던 제품도 어느 날 갑자기 '바이럴(viral; 즉 유행 상품)'이 되어서 주문이 급증할 수 있기 때문이다. 이 때 예기치 못한 주문량 급증에 대응하지 못한다면, 고객은 다른 제조사로 넘어갈 것이다. 화장품 산업에서는 제품을 빠르게 출시하는 것이 무엇보다 중요하기 때문에, 부랴부랴 생산라인을 늘릴 때까지 고객사가 기다려줄 수는 없다.

그렇기 때문에 모든 ODM사들은 규모의 경제 확보를 위해 고객사들에 최소 주문 수량(MOQ: Minimum order quantity) 이상을 주문할 것을 요구하고 있다. 또한 신규 고객으로부터 신제품을 수주받는 것보다, 기존 고객으로부터 기존 제품의 재주문을 선호한다. 그래서 ODM사들은 기존 우량 고객으로부터 주력 제품의 대량 주문을 많이 받을수록 영업이익률이 증가한다.

이와 달리 씨앤씨인터내셔널은 신규 고객이 신제품을 주문하더라도 높은 생산효율을 유지할 수 있다. 색조 화장품, 그 중에서도 립 제품(매출의 70% 차지), 그리고 그 중에서도 특히 립 틴트(lip tint)라는 주력제품에 특화된 제품 포트폴리오를 구축하고 있기 때문이다. 제아무리 신제품 주문이라 하더라도, 제품 유형이 같으면 생산라인에 변화가 없으니, 높은 생산효율을 유지할 수 있는 것이다. 그래서 주력 카테고리인 립 제품의 매출 비중과 영업이익률은 대체로 동행하는 모습을 보여왔다.

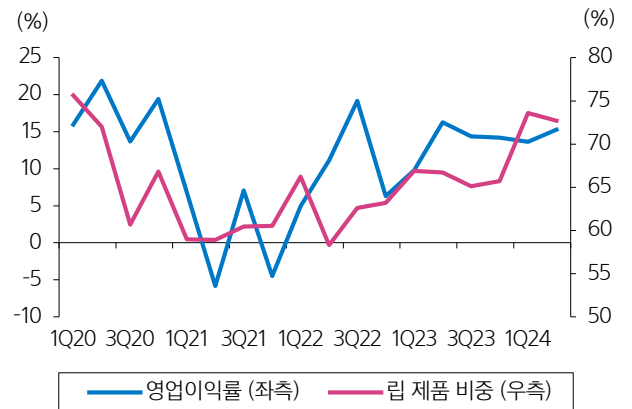
실제로 동사는 최근 다양한 고객으로부터 립 틴트 신제품 주문이 급증했음에도 이를 부담없이 소화했다. 주문이 급증한 나머지 임대 형태로 '립 틴트 전문' 생산 공장을 증설하여 지난 5월 가동하기 시작했는데, 해당 공장의 2분기 말 기준 가동률은 100%에 육박한다. 이는 집중화된 제품 포트폴리오가 아니 고서는 도달하기 어려운 가동률이다. 이 립틴트 전문 임대공장은 동사의 전체 생산능력의 약 25%를 차지하고 있는데, 타 공장에서도 립틴트가 생산되고 있다. 이와 같이 압도적인 주력 제품의 생산량 덕에, 영업 레버리지가 클 수밖에 없다.

씨앤씨인터내셔널의 공장별 가동률 추이



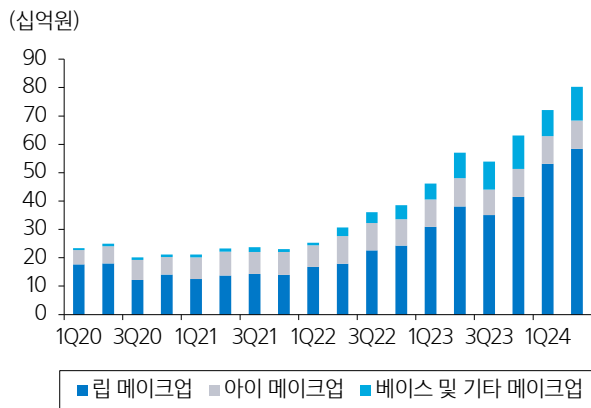
자료: 씨앤씨인터내셔널, 삼성증권 추정

씨앤씨인터내셔널의 영업이익률 vs 립 제품의 매출 비중 추이



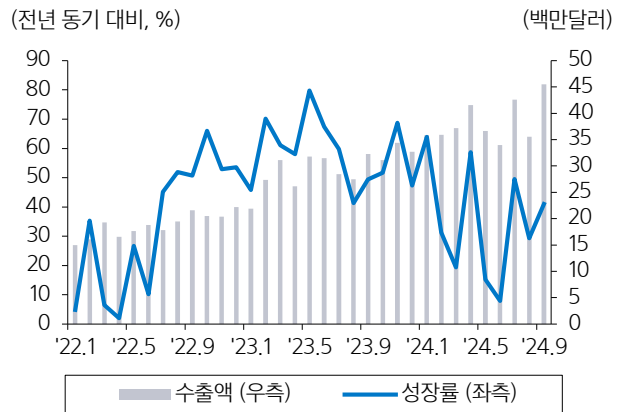
자료: 씨앤씨인터내셔널, 삼성증권

씨앤씨인터내셔널의 제품별 매출 추이



자료: 씨앤씨인터내셔널, 삼성증권

한국의 입술 화장품 제품 월간 수출액 추이



자료: TRASS, 삼성증권

투자 포인트 2. 해외 직수출의 높은 단가가 높은 이익률로 그대로 전환

씨앤씨인터내셔널의 영업이익률이 높은 두 번째 이유는, 국내 경쟁사와 달리 해외 직수출 물량의 높은 단가가 그대로 높은 이익률로 이어지기 때문이다.

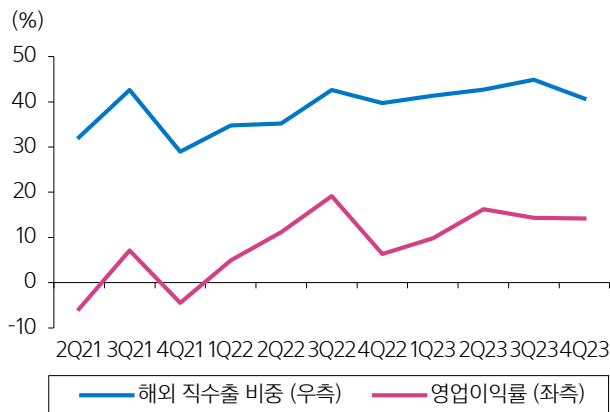
화장품 ODM도 다른 제조업과 마찬가지로, 미국/유럽 등 선진시장 고객사(브랜드사)의 발주 단가가 국내 등 신흥시장 대비 높은 편이다. 상품의 최종 소비자 판매가격이 더 높게 형성되어 있기에 발생하는 자연스러운 현상이다. 최종 소비자 가격이 타 브랜드의 2~3배 수준인 소위 '명품 럭셔리' 브랜드라면, ODM사의 수주 단가(=고객사의 발주 단가)도 2~3배가량 높아진다.

그러나 국내 경쟁 ODM사들은 선진시장 직수출 물량을 특별히 고마진 물량으로 인식하지 않는다. 선진시장 물량은 단가는 높으나, 발주 물량이 적어 그만큼 생산효율이 잠식되기 때문이다. 물류비를 고려해야 하는 브랜드사 입장에서는, 지리적으로 가까운 공장에 제조를 맡기는 것이 합리적 선택이다. 그래서 선진시장 브랜드는 대부분 선진시장 현지 ODM/OEM사들을 이용하고, 한국 ODM사들로 발주되는 물량은 상대적으로 적을 수밖에 없다. 여기에 더해 대기업 계열사인 럭셔리 브랜드의 경우, 대기업 특유의 느린 의사결정과 엄격한 리스크 관리 때문에 회당 발주 물량이 더욱 적다.

이와 달리 씨앤씨인터내셔널은 선진시장 직수출 물량도 기존 생산라인에서 반복 제조할 수 있기 때문에, 물량이 적더라도 생산효율이 전혀 훼손되지 않는다. 집중화된 제품 포트폴리오 덕에, 선진시장 고객이든 국내 고객이든 주문 제품이 유사하기 때문이다. 그 덕에 해외 직수출 매출 비중이 증가하면, 동사의 영업이익률도 개선되는 모습을 보여왔다.

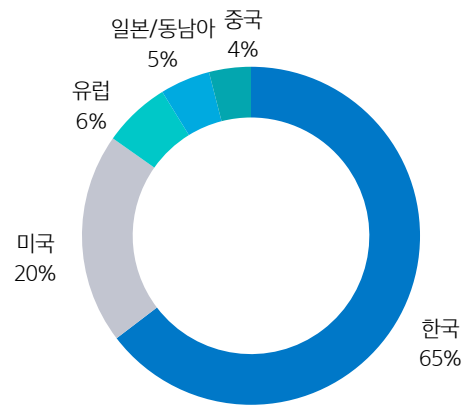
고무적인 것은, 향후 해외 고객사로부터의 주문이 더욱 증가할 것이라는 점이다. 해외 럭셔리 브랜드로의 매출은 업계 내에서 홍보 효과가 큰데, 동사는 지금까지 이들의 물량을 부담 없이 소화해왔다. 그 덕에 럭셔리 브랜드의 파트너라는 사실이 알려지면서, 선진시장 인디 브랜드로부터의 재주문 및 신규 문의가 지속적으로 유입되고 있는 상황이다. 오는 하반기에도 해외 고객사와의 프로젝트가 다수 예정되어 있어, 당분간 마진 개선이 기대된다.

씨앤씨인터내셔널의 해외 직수출 비중 vs 영업이익률 추이



자료: 씨앤씨인터내셔널

씨앤씨인터내셔널의 지역별 매출 비중 (1H24)



자료: 씨앤씨인터내셔널

투자 포인트 3. 선제적 설비 증설로 담보된 높은 이익 성장

집중화된 제품 포트폴리오로 높은 생산효율과 영업이익률이 담보된 덕에, 씨앤씨인터내셔널은 경쟁사 대비 선제적인 설비 증설 결정이 가능했다. 한국 ODM사로의 주문이 구조적으로 증가하는 현재 상황에서, 선제적인 설비 증설은 높은 실적 성장으로 이어질 것이다.

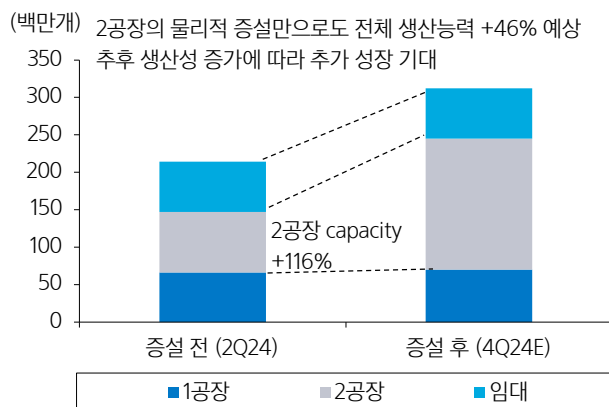
화장품 산업에서는 빠른 속도가 매우 중요한 경쟁력이기에, 생산능력(capacity) 부족에 따른 지연은 치명적이다. 그래서 K뷰티의 수출이 급증한 2024년 상반기 동안, 시장에서는 화장품의 생산능력 부족에 대한 우려가 많았다. 국내 공장의 가동률이 100%가 넘어간 ODM사도 있었고, 공장을 야간 교대까지 돌려야하거나 외주(OEM) 생산을 더 늘려야 한다는 논의도 나왔다.

그러나 화장품업 특성상, 생산설비 증설은 빠르게 결정할 수 있는 사안이 아니다. 증설에는 3~4년이 걸리는데 비해, 소비자 트렌드는 몇 개월마다 빠르게 변화하기 때문이다. 통상 고객사들은 한 번에 1~3개 월치 제품만을 주문하게 되고, 매출 반응을 보고 추가 주문을 시행한다. 브랜드사도 유통사도 제품 반응을 사전에 예측하기 어렵기 때문에, 한 번에 많은 물량을 주문하는 것이 부담스럽다. 그러나 밸류체인 후방에 있는 ODM사는, 장기적인 전망에 대한 확신을 갖고 증설을 결정하기가 더욱 어려울 것이다.

다행히 '색조 전문' 생산자인 씨앤씨는, 새로운 주문이 들어와도 높은 생산효율과 마진이 어느 정도 담보되어 있다. 그 덕에 동사는 ODM 4사 중 가장 먼저 증설을 결정할 수 있었고, 증설의 효과를 이미 이번 2분기부터 누리기 시작했다. 동사는 우선 주력 제품 생산만을 위한 신규 공장을 임차 형태로 계약하여, '24.5월부터 가동했다. 2분기 매출액이 전년 동기 대비 41% 증가(약 232억원 증가)했는데, 이 중 14%p가 바로 이 신규 임차 공장의 증설 효과로 추정된다. 즉, 2분기 매출 성장분의 34%가 신규 임대 공장에서 생산된 것이다. 온기 반영이 시작되는 3분기부터는 임대 공장의 매출 기여도가 더욱 커질 것으로 예상된다.

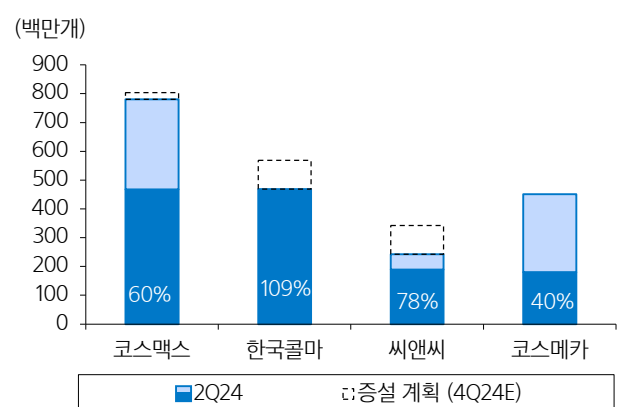
동사의 설비 증설 효과는 2공장 증축이 완료되는 올해 하반기부터 본격화될 것으로 예상된다. '24.9월에 증축 공사가 마무리되면, 초기의 낮은 가동률을 가정해도 3분기 생산능력이 전기 대비 19% 증가할 것으로 기대된다. 여기에 생산 안정화에 따른 가동률 상승을 고려하면, 2025년의 생산능력은 2024년 대비 46% 성장할 것으로 예상된다. 국내외 고객사의 주문이 끊임없이 들어오는 상황에서, 이러한 생산능력 증설은 그대로 외형 성장으로 이어질 것이다. 특히 기존 고객사의 재주문과, 주력 제품 문의가 급증하는 현재의 추이를 봤을 때, 증설 덕에 규모의 경제 및 생산효율이 더욱 증가할 것이다.

씨앤씨인터내셔널의 생산능력 확장 계획



자료: 씨앤씨인터내셔널, 삼성증권 추정

ODM 4사의 국내 공장 생산능력(capacity), 가동률 및 증설 계획



참고: 한국콜마는 '24.11월부터, 씨앤씨는 '24.9월부터 증설 효과 시현. 가동률은 2Q24 기준이며, 생산능력은 연환산 기준. 연한 파란은 유휴 생산능력을 의미.
자료: 각 사, 삼성증권 추정

투자 의견 BUY, 목표 주가 114,000원으로 커버리지 개시

생산설비 증설에 따른 외형 성장과, 추후 생산 안정화에 따른 이익 개선 효과로 주가 업사이드가 충분하다고 판단된다. 투자의견 BUY로 커버리지 개시한다.

12개월 선행 EPS 추정치 5,501원에 target P/E 21배를 적용하여, 목표주가 114,000원을 제시한다. Target P/E는 해외 인디뷰티 관련주의 평균 거래배수(Bloomberg 컨센서스)이다. 글로벌 럭셔리 브랜드사에 먼저 제안한 상품의 히트 성공으로, 국내뿐만 아니라 해외 인디뷰티 시장에서도 동사의 입지가 강화되고 있음을 반영했다. 주력 고객인 한국 인디뷰티의 우수한 퍼포먼스가 지속 가능하다는 점이 시장에서 입증되면, 장기적으로는 그 이상의 프리미엄도 적용 가능하다.

씨앤씨인터내셔널 목표주가 산정

EPS (12개월 선행) (A=B*D+C*(1-D))	5,501
2024E (B)	5,130
2025E (C)	5,600
2024년 가중치 (금일 기준) (D)	21.1%
Target P/E (12개월 선행) (E)	20.8
목표주가 (F=A*E)	114,000
전일 종가 (G)	81,800
Upside (H=G/F-1)	39.4%

자료: Bloomberg, 삼성증권 추정

국내외 화장품사 밸류에이션 비교

	ODM사					유통사			용기사	브랜드사							
	코스 맥스	한국 콜마	씨앤씨 인터 내셔널	코스 메카	Inter- cos	실리 콘투	Ulta Beauty	Yes Asia	펄텍 코리아	아모레 퍼시픽	LG 생활 건강	브이티	클리오	e.lf Beauty	L'Oreal	Estee Lauder	
종목코드	192820	161890	352480	241710	ICOS	257720	ULTA	2209	251970	090430	051900	182090	237880	ELF US	OR FP	EL US	
시가총액 (백만달러)	1,117	1,222	601	608	1,719	1,863	17,400	299	342	5,317	4,053	869	360	6,509	228,316	33,902	
(현지통화)*	1,523	1,667	819	830	1,577	2,541	17,400	2,319	464	7,253	5,529	1,185	491	6,509	209,464	33,902	
매출액	2022	0.5	17.6	43.1	0.7	24.0	26.2	40.3	-20.6	6.6	-15.0	-11.2	5.9	17.1	23.3	18.5	9.4
성장률	2023	11.1	15.5	68.7	17.9	18.3	107.5	18.3	56.6	20.2	-11.1	-5.3	23.0	21.3	47.6	7.6	-10.3
(%)	2024E	16.3	14.6	47.8	18.9	8.0	123.1	9.5	79.3	13.7	5.1	-0.8	44.9	20.6	72.0	6.5	-2.2
	2025E	18.2	17.1	24.3	15.5	7.4	50.8	-0.0	46.3	11.8	12.3	3.7	19.0	15.5	32.8	6.0	0.6
영업이익	2022	-56.7	-13.0	674.9	-48.4	65.5	62.6	447.9	nm	1.4	-37.6	-44.9	-10.6	28.6	211.8	32.0	21.1
성장률	2023	117.9	85.8	83.9	374.1	20.6	235.8	26.3	nm	33.3	-49.5	-31.5	93.1	89.1	132.5	1.9	-52.4
(%)	2024E	46.4	59.5	38.1	43.5	17.4	213.0	0.7	209.3	26.0	99.1	4.5	129.2	33.9	184.3	13.1	-3.0
	2025E	17.7	32.3	16.5	28.1	15.7	61.0	-13.3	69.7	15.0	99.8	8.9	52.4	21.0	36.6	7.7	20.4
영업	2022	3.3	3.9	13.4	2.6	8.5	8.6	15.0	-4.3	11.2	5.2	9.9	9.8	6.6	7.5	19.9	17.9
이익률	2023	6.5	6.3	14.6	10.4	8.7	13.9	16.1	5.3	12.4	2.9	7.2	15.4	10.2	11.8	18.9	9.5
(%)	2024E	8.2	8.8	13.6	12.6	9.4	19.6	14.8	9.1	13.8	5.6	7.5	24.4	11.4	19.5	20.1	9.4
	2025E	8.2	9.9	12.8	14.0	10.1	20.9	12.8	10.6	14.1	9.9	7.9	31.2	11.9	20.0	20.4	11.3
P/E **	2022	73.1	nm	49.8	253.4	32.1	225.2	20.5	40.3	22.0	47.5	41.6	73.5	39.8	253.1	35.9	13.0
(배)	2023	26.7	311.1	26.1	37.8	28.1	66.3	15.3	25.1	16.4	11.7	14.5	39.4	16.4	103.8	32.3	27.3
	2024E	16.6	17.8	15.9	19.8	23.9	19.3	14.5	14.9	14.6	21.5	10.0	17.7	12.4	38.7	30.8	42.4
	2025E	11.8	12.0	14.6	16.0	20.2	13.6	15.9	11.9	12.7	20.0	9.6	14.1	10.8	33.1	28.1	32.5
	12m fwd	12.8	13.2	14.9	16.8	21.0	14.8	15.6	12.5	13.1	20.3	9.7	14.9	11.1	34.3	28.7	34.6
P/B **	2022	3.4	1.1	6.1	5.7	3.8	26.1	12.6	0.9	2.2	1.8	1.0	13.1	2.5	19.1	7.7	6.0
(배)	2023	4.2	1.1	4.7	4.9	3.5	18.7	9.5	0.8	2.0	1.6	0.9	9.1	2.2	14.7	7.2	6.0
	2024E	3.4	1.1	3.2	3.9	3.2	9.4	7.9	4.9	1.8	1.5	0.9	5.5	2.0	11.0	6.5	6.1
	2025E	2.7	0.9	2.4	3.1	2.9	5.6	7.2	2.7	1.6	1.4	0.8	3.6	1.7	7.8	6.0	6.4
	12m fwd	2.8	0.9	2.6	3.3	2.9	6.4	7.3	3.2	1.6	1.4	0.8	4.0	1.8	8.5	6.1	6.3
EPS	2022	-72.0	-161.4	-378.5	-71.3	30.5	-77.5	276.0	329.4	19.4	33.9	-39.7	-4.5	-9.0	52.5	21.6	13.8
성장률	2023	174.1	-123.6	90.9	571.1	14.4	239.6	33.5	-210.9	33.6	305.3	186.6	86.4	142.2	143.9	11.0	-52.2
(%)	2024E	60.1	1,652.4	63.5	90.4	17.2	243.0	5.7	252.8	12.5	-45.5	44.7	122.3	32.4	168.1	4.8	-35.7
	2025E	40.7	48.3	9.2	23.8	18.3	42.1	-9.0	66.7	14.9	7.7	4.2	25.3	15.0	17.0	9.6	30.4
	12m fwd	44.8	386.3	20.6	37.8	18.0	84.4	-5.9	105.9	14.4	-3.5	12.7	45.8	18.7	48.8	8.6	16.5
ROE (%)	2022	4.6	-1.6	13.1	2.3	12.7	3.6	55.7	-21.1	10.4	3.7	2.4	18.4	6.6	8.1	23.0	44.7
	2023	14.2	0.4	20.5	13.9	13.0	32.8	70.6	23.9	12.6	14.1	6.7	27.3	14.3	16.0	23.0	22.1
	2024E	22.8	6.2	23.8	21.9	14.0	64.9	59.5	55.4	12.8	7.1	9.0	38.6	16.9	32.5	22.2	14.3
	2025E	25.5	8.1	18.7	21.6	14.9	51.6	47.2	52.4	13.1	7.2	8.5	30.8	17.0	27.5	22.1	19.2

참고: 커버리지 기업(코스맥스, 한국콜마, 씨앤씨인터내셔널, 실리콘투, 아모레퍼시픽, LG생활건강)의 전망치는 삼성증권 추정 기준, 그 외 기업은 컨센서스(Bloomberg) 기준

* 한국은 십억원, 미국은 백만달러, 프랑스는 백만유로, 일본은 십억엔 기준 ** 2024년 10월 15일 종가 기준(한국시간)

자료: Bloomberg, 삼성증권 추정

포괄손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	131	220	326	405	481
매출원가	103	172	262	329	393
매출총이익	28	49	64	76	88
(매출총이익률, %)	21.4	22.1	19.6	18.8	18.3
판매 및 일반관리비	10	16	20	24	29
영업이익	17	32	44	52	59
(영업이익률, %)	13.4	14.6	13.6	12.8	12.3
영업외손익	2	2	20	19	21
금융수익	8	6	23	23	23
금융비용	6	4	4	4	2
지분법손익	0	0	0	0	0
기타	1	0	0	-0	0
세전이익	19	35	64	70	80
법인세	3	3	13	14	16
(법인세율, %)	14.9	9.1	20.3	20.4	20.5
계속사업이익	16	31	51	56	64
중단사업이익	0	0	51	56	64
순이익	16	31	51	56	64
(순이익률, %)	12.6	14.3	15.8	13.9	13.2
지배주주순이익	16	31	51	56	64
비지배주주순이익	0	0	0	0	0
EBITDA	23	39	55	65	77
(EBITDA 이익률, %)	17.5	17.8	16.9	16.0	16.0
EPS (지배주주)	1,644	3,137	5,130	5,600	6,351
EPS (연결기준)	1,644	3,137	5,130	5,600	6,351
수정 EPS (원)*	1,644	3,137	5,130	5,600	6,351

현금흐름표

12월 31일 기준 (십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동에서의 현금흐름	9	23	16	72	81
당기순이익	16	31	51	56	64
현금유출입이없는 비용 및 수익	7	10	11	13	18
유형자산 감가상각비	5	7	11	13	18
무형자산 상각비	0	0	0	0	0
기타	1	3	0	0	0
영업활동 자산부채 변동	-15	-17	-47	2	-2
투자활동에서의 현금흐름	34	-38	-9	-17	-40
유형자산 증감	-4	-19	-19	-27	-50
장단기금융자산의 증감	34	-24	0	0	0
기타	5	5	10	10	10
재무활동에서의 현금흐름	-5	28	-3	2	5
차입금의 증가(감소)	-4	29	-3	2	5
자본금의 증가(감소)	0	7	0	0	0
배당금	0	0	0	0	0
기타	-1	-8	0	0	0
현금증감	39	13	3	57	46
기초현금	16	55	68	71	128
기말현금	55	68	71	128	174
Gross cash flow	23	41	62	69	81
Free cash flow	4	4	-4	45	31

참고: * 일회성 수익(비용) 제외
 ** 완전 회석, 일회성 수익(비용) 제외
 *** P/E, P/B는 지배주주기준

자료: 회사명, 삼성증권 추정

재무상태표

12월 31일 기준 (십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	102	157	203	261	310
현금 및 현금등가물	55	68	71	128	174
매출채권	21	36	58	47	39
재고자산	19	27	50	63	74
기타	7	25	23	23	23
비유동자산	77	99	112	139	189
투자자산	0	6	0	0	0
유형자산	75	92	80	80	80
무형자산	0	1	1	1	1
기타	1	0	31	58	108
자산총계	179	256	315	400	500
유동부채	43	54	44	48	56
매입채무	8	13	10	12	15
단기차입금	2	5	4	4	5
기타 유동부채	33	37	30	32	36
비유동부채	2	29	11	11	11
사채 및 장기차입금	2	23	9	9	9
기타 비유동부채	1	6	2	2	2
부채총계	45	83	55	60	67
지배주주지분	134	173	260	340	433
자본금	1	1	1	1	1
자본잉여금	86	93	93	93	93
이익잉여금	47	79	130	186	250
기타	(1)	(1)	35	60	88
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	134	173	260	340	433
순부채	-29	-32	-40	-95	-136

재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2022	2023	2024E	2025E	2026E
증감률 (%)					
매출액	43.1	68.7	47.8	24.3	18.8
영업이익	674.9	83.9	38.1	16.5	14.4
순이익	흑전	90.9	63.5	9.2	13.4
수정 EPS**	흑전	90.9	63.5	9.2	13.4
주당지표					
EPS (지배주주)	1,644	3,137	5,130	5,600	6,351
EPS (연결기준)	1,644	3,137	5,130	5,600	6,351
수정 EPS**	1,644	3,137	5,130	5,600	6,351
BPS	13,422	17,264	26,001	34,025	43,276
DPS (보통주)	0	0	0	0	0
Valuations (배)					
P/E***	18.5	19.9	15.9	14.6	12.9
P/B***	2.3	3.6	3.1	2.4	1.9
EV/EBITDA	12.0	15.1	14.2	11.2	8.9
비율					
ROE (%)	13.1	20.5	23.8	18.7	16.5
ROA (%)	9.7	14.4	18.0	15.7	14.1
ROIC (%)	15.7	25.0	19.9	17.5	17.2
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (보통주, %)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
순부채비율 (%)	-21.9	-18.7	-15.6	-28.0	-31.4
이자보상배율 (배)	23.3	25.1	n/a	n/a	n/a

2024. 10. 16

ESG솔루션

이가영

Analyst

kayoung.l.lee@samsung.com

코스맥스 (192820)

실적 순항 중

- 글로벌 1등 ODM사로서 K-인디뷰티 성장 수혜를 누리며, 실적 순항 중. 낮은 MOQ로 예비 스타 고객을 미리 확보하면서, 우수한 생산관리로 리드타임은 짧게 유지.
- 대손상각비발 실적 쇼크 이후, 엄격한 매출채권 관리가 중요 내부 과제로 설정. 3Q 관계사 관련 대손설정률을 지켜볼 필요는 있으나, 현재의 밸류에이션 할인은 과도.
- 투자이견 BUY, 목표주가 16.5만원으로 커버리지 개시.

WHAT'S THE STORY?

글로벌 1등 ODM, 인디뷰티 고객사들의 top pick: 동사는 엄연히 최고의 품질을 자랑하는 1등 ODM사로서, 인디뷰티 트렌드의 수혜를 크게 누리고 있다. 별도 매출의 약 70%가 인디 고객사에서 발생하는데, 통상 인디향 매출은 제품 개발, 수출 컨설팅 등 다방면에서 동사가 제공하는 부가가치가 많기에 수익성이 좋다. 급부상할 브랜드를 사전에 예측하기 어려우므로 동사는 최소 주문수량(MOQ)을 낮추어 예비 '스타' 다수를 고객사로 확보하는 한편, 다품종 소량생산에서도 규모의 경제를 확보하기 위해 선제안 방식으로 영업 중이다. 우수한 생산 관리로 주문 급증에도 리드타임이 짧게 유지되고 있는 점은, 빠른 속도가 중요한 인디 고객사들에게 크게 어필될 것이다. 높은 기저에도 3분기 별도 매출은 전년 대비 성장할 것이며, 대손상각비 쇼크가 재발하지 않는다면 수익성도 개선될 전망이다.

동남아 법인이 새로운 기대주: 인도네시아/태국 법인의 성장세가 가파르다. 아직 2분기 기준으로는 연결 매출의 6.5%, 연결 순이익의 7.4%가 동남아 법인에서 창출되었으나, 1)인도네시아 인기 브랜드를 고객으로 확보하여 인지도가 상승 중인 점, 2)태국 법인 흑자 전환과 인도네시아 법인의 우수한 수익성 등을 감안하면 향후 기여도가 상승할 것으로 기대된다.

대손상각비 관련 우려는 과도하게 반영: 2Q24 대손상각비 급증으로 영업이익이 컨센서스를 하회하면서, 실적 발표 하루만에 주가가 15% 하락했다. 통상 40억원(5개년 평균) 수준이던 분기 대손상각비가 118억원을 기록한 것인데, 실적이 부진한 관계사 매출채권 영향이 컸던 것으로 파악된다. 전자 매출채권의 대손충당금 설정률은 2분기 20%였는데, 특수관계자 매출채권은 설정률이 59%였던 반면 일반 고객사는 12%였다. 매출채권 대손충당금 중 특수관계자 비중도 3년 전 2%에서 현재 52%로 크게 증가했다. 4Q23에도 있었던 대손상각비발 쇼크가 재발한 것이나, 동사 측에 따르면 이번에는 주가 하락 덕에 엄격한 매출채권 관리가 중요 내부 과제로 설정되었다. 관련 이슈가 실제로 잘 관리되는지는 3분기를 지켜봐야 판단 가능하나, 최근의 낙폭은 과도하다.

투자이견 BUY, 목표주가 16.5만원 제시: TP는 12m fwd EPS 10,651원에 target P/E 15.5배를 적용해 산출했다. 대손상각비를 보수적으로 추정하고, 멀티플에도 불확실성을 반영하여 인디뷰티 관련주 거래배수(Bloomberg)에 할인을 적용했다. 그럼에도 실적 순항으로 주가 업사이드는 충분하다.

SUMMARY FINANCIAL DATA

	2023	2024E	2025E	2026E
매출액 (십억원)	1,777	2,068	2,443	2,837
영업이익 (십억원)	116	169	199	239
순이익 (십억원)	38	93	129	189
EPS (adj) (원)	5,034	8,061	11,342	16,547
EPS (adj) growth (%)	174.1	60.1	40.7	45.9
EBITDA margin (%)	9.9	11.8	11.5	11.6
ROE (%)	12.1	22.6	25.3	28.4
P/E (adj) (배)	25.1	16.6	11.8	8.1
P/B (배)	4.0	3.4	2.7	2.0
EV/EBITDA (배)	10.7	7.9	6.8	5.7
Dividend yield (%)	0.4	0.4	0.4	0.4

자료: 코스맥스, 삼성증권 추정

▶ AT A GLANCE

투자이견	BUY	
목표주가	165,000원	23%
현재주가	134,200원	
시가총액	1.5조원	
Shares (float)	11,349,509주 (70.6%)	
52주 최저/최고	100,800원/197,800원	
60일-평균거래대금	279.9억원	

▶ ONE-YEAR PERFORMANCE

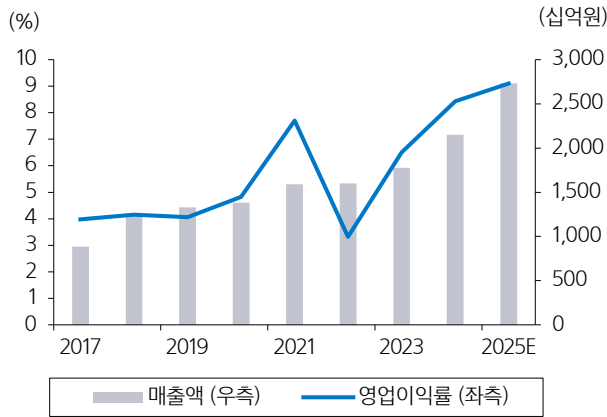
	1M	6M	12M
코스맥스 (%)	2.8	2.7	11.8
Kospi 지수 대비 (%pts)	0.6	4.1	4.3

▶ SAMSUNG vs THE STREET

No of estimates	14
Target price	187,714
Recommendation	4.0

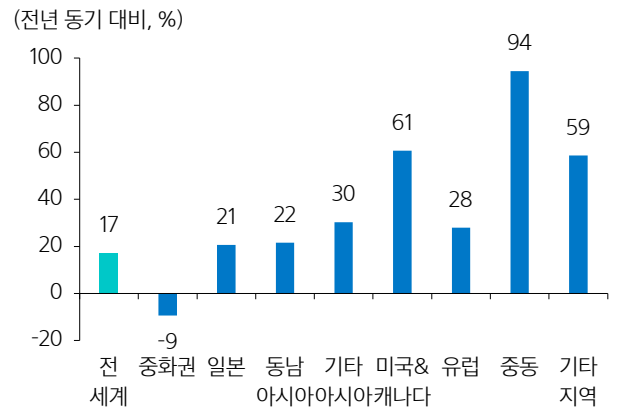
BUY★★★★ / BUY: 4 / HOLD: 3 / SELL: 2 / SELL★★★★: 1

코스맥스 매출액과 영업이익률 추이 및 전망



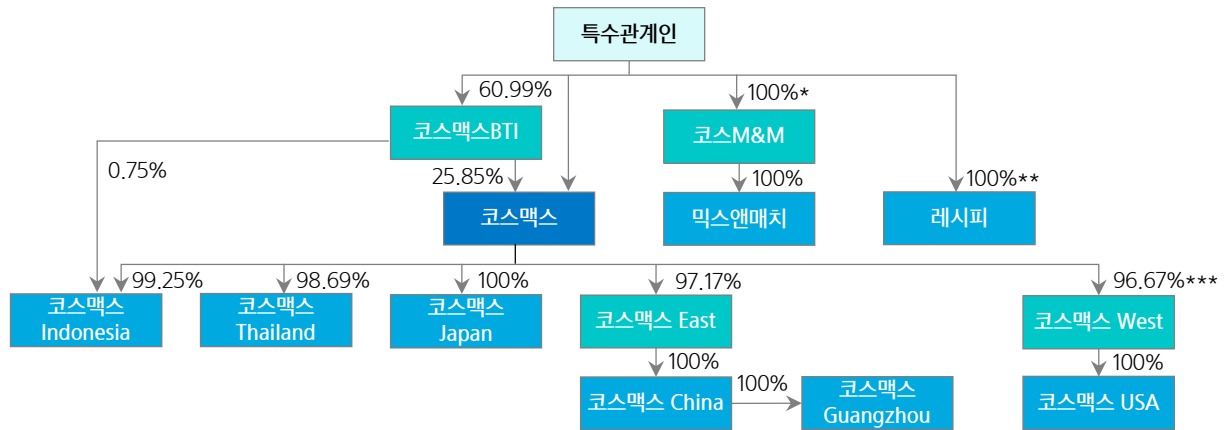
자료: 코스맥스, 삼성증권 추정

국내 화장품의 2024년 1-3분기 누계 지역별 수출액 성장률



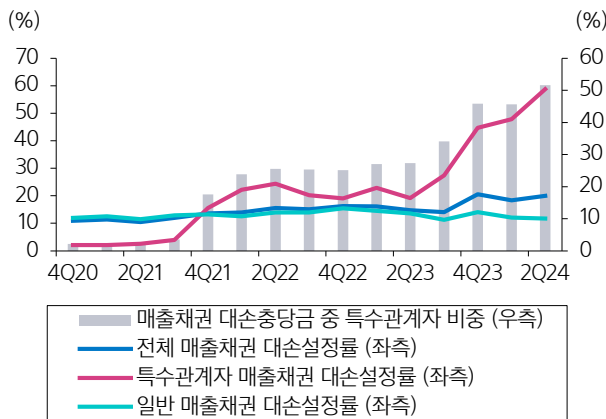
자료: TRASS, 삼성증권

코스맥스 지배 구조도



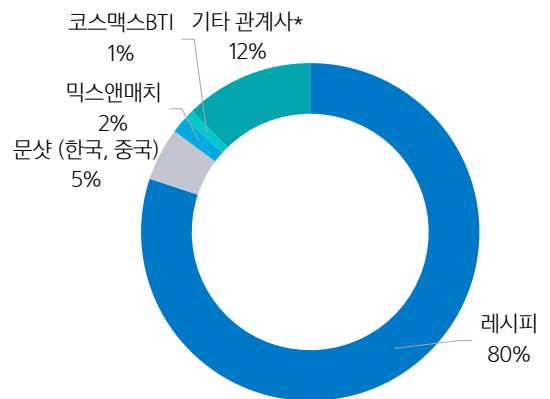
참고: * 이병주 지분 100% ** 이경수 지분 100% *** 잔여 3.33%는 계열사인 코스맥스NBT(건강기능식품 제조사)에서 보유
자료: 코스맥스, 삼성증권

코스맥스의 매출채권 대손충당금 설정률 (일반 vs 특수관계자)



참고: 장기 매출채권 포함
자료: 코스맥스, 삼성증권 추정

코스맥스의 특수관계자 매출채권 breakdown (2024)



참고: 대손충당금 제거 전, 총액 기준 *코스맥스NBT, Young Face Shanghai 등
자료: 코스맥스, 삼성증권

코스맥스 법인별 실적 추이 및 전망

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24E	2022	2023	2024E	2025E
매출액	403.3	479.3	458.3	436.7	526.8	551.5	516.1	473.7	1,600.1	1,777.5	2,068.0	2,443.4
국내 본사(별도)	243.4	278.3	288.0	247.9	315.4	348.2	352.8	315.0	854.0	1,057.5	1,331.4	1,611.0
중국 법인	122.4	153.8	123.7	147.5	157.4	147.6	107.3	96.2	556.8	547.4	508.5	479.6
상하이	91.5	111.9	85.5	110.8	107.6	97.5	64.1	55.4	432.1	399.7	324.6	259.7
광저우	29.7	40.0	36.9	34.0	46.8	49.5	43.2	40.8	118.3	140.6	180.3	219.9
미국 법인	27.1	38.1	36.9	37.8	38.8	36.0	34.6	36.3	163.9	139.9	145.8	155.2
인도네시아 법인	19.1	20.6	23.3	22.5	24.1	25.4	26.8	29.4	66.8	85.5	105.6	134.2
태국 법인	5.1	6.8	6.6	7.1	9.5	10.3	10.5	11.4	19.4	25.5	41.7	63.4
영업이익	13.8	46.0	33.3	22.5	45.5	46.7	39.8	37.4	53.1	115.7	169.3	199.3
세전이익	9.8	37.5	26.8	10.1	33.9	51.7	29.2	26.7	6.2	84.2	141.5	172.1
지배주주 순이익	6.7	30.4	15.2	4.7	19.2	33.6	23.9	14.7	20.8	57.1	91.5	128.7
국내 본사(별도)	22.7	8.6	6.7	-19.9	29.0	29.9	31.5	18.9	-100.6	18.2	109.3	132.1
중국 법인	3.6	10.9	2.8	2.5	5.8	-1.1	-1.1	-0.5	33.3	19.7	3.1	17.6
상하이	3.4	7.7	2.2	5.4	5.1	3.4	-0.6	-0.3	36.1	18.7	7.6	-2.6
광저우	3.8	6.7	4.1	0.6	6.6	2.2	3.0	3.3	13.5	15.1	15.1	20.2
미국 법인	-13.2	-10.5	-12.5	-13.9	-13.8	-9.6	-8.7	-7.3	-82.8	-50.0	-39.4	-15.5
인도네시아 법인	3.4	1.4	0.9	0.0	2.3	2.5	2.7	3.5	1.5	5.6	11.0	12.3
태국 법인	-0.7	-0.6	-0.4	-0.7	-0.8	0.1	0.2	0.3	-3.8	-2.4	-0.2	0.3
이익률 (%)												
영업이익	3.4	9.6	7.3	5.2	8.6	8.5	7.7	7.9	3.3	6.5	8.2	8.2
세전이익	2.4	7.8	5.9	2.3	6.4	9.4	5.7	5.6	0.4	4.7	6.8	7.0
지배주주 순이익	1.7	6.4	3.3	1.1	3.7	6.1	4.6	3.1	1.3	3.2	4.4	5.3
국내 본사(별도)	9.3	3.1	2.3	-8.0	9.2	8.6	8.9	6.0	-11.8	1.7	8.2	8.2
중국 법인	2.9	7.1	2.2	1.7	3.7	-0.7	-1.0	-0.5	6.0	3.6	0.6	3.7
상하이	3.7	6.9	2.6	4.9	4.8	3.5	-1.0	-0.5	8.4	4.7	2.3	-1.0
광저우	12.7	16.7	11.0	1.8	14.1	4.4	7.0	8.0	11.5	10.7	8.4	9.2
미국 법인	-48.6	-27.5	-33.8	-36.7	-35.6	-26.7	-25.0	-20.1	-50.5	-35.7	-27.0	-10.0
인도네시아 법인	17.7	6.6	3.7	0.0	9.5	9.8	10.1	12.0	2.3	6.5	10.4	9.2
태국 법인	-13.7	-8.2	-6.5	-9.9	-8.4	1.0	2.0	2.5	-19.8	-9.3	-0.5	0.5
성장률 (% y-y)												
매출액	14	18.3	15.5	9.0	30.6	15.1	12.6	8.5	0.5	11.1	16.3	18.2
국내 본사(별도)	18.6	23.4	39.3	14.4	29.6	25.1	22.5	27.1	0.1	23.8	25.9	21.0
중국 법인	-17.8	12.0	-7.5	7.8	28.6	-4.0	-13.3	-34.8	-11.8	-1.7	-7.1	-5.7
상하이	-24.9	4.1	-17.0	11.0	17.6	-12.9	-25.0	-50.0	-15.2	-7.5	-18.8	-20.0
광저우	27.5	11.0	17.7	23.2	57.6	23.7	17.0	20.0	-15.9	18.9	28.2	22.0
미국 법인	-39.1	0.3	-17.7	3.4	43.2	-5.6	-6.0	-4.0	24.2	-14.6	4.2	6.5
인도네시아 법인	36.3	40.7	26.9	13.6	26.2	23.1	15.0	30.5	70.8	28.0	23.5	27.0
태국 법인	84.0	99.5	-2.8	9.2	86.3	51.8	60.0	61.0	-2.6	31.5	63.4	52.0
영업이익	0.5	167.3	68.7	842.0	229.1	1.4	19.5	65.9	-56.7	117.9	46.4	17.7
세전이익	-26.2	114.9	4.2	nm	244.6	38.1	8.7	164.9	-92.1	1,265.1	68.0	21.6
지배주주 순이익	-56.1	165.0	34.7	nm	187.0	10.5	57.1	209.1	-72.0	174.1	60.1	40.7
국내 본사(별도)	119.2	-63.0	-69.0	nm	27.6	247.7	368.0	nm	nm	nm	500.8	20.9
중국 법인	-66.4	0.9	-62.8	-44.0	61.1	nm	nm	nm	-47.5	-40.8	-84.4	474.8
상하이	-72.1	-18.1	-72.2	-18.2	51.2	-55.8	nm	nm	-27.8	-48.2	-59.2	nm
광저우	30.7	30.8	10.8	-68.4	75.4	-67.1	-25.4	444.0	-2.6	11.5	-0.1	34.1
미국 법인	nm	nm	nm	nm	nm	nm	nm	nm	nm	nm	nm	nm
인도네시아 법인	149.6	565.8	74.7	nm	-31.9	84.6	215.0	35,135.0	18.5	261.8	97.0	11.9
태국 법인	nm	nm	nm	nm	nm	nm	nm	nm	nm	nm	nm	nm

자료: 코스맥스, 삼성증권 추정

코스맥스 목표주가 산정

(원)	
EPS (12개월 선행) ($A=B \cdot D + C \cdot (1-D)$)	10,651
2024E (B)	8,061
2025E (C)	11,342
2024년 가중치 (금일 기준) (D)	21.1%
Target P/E (12개월 선행, 배) (E)	15.5
목표주가 ($F=A \cdot E$)	165,000
전일 종가 (G)	134,200
Upside ($H=G/F-1$)	23.0%
[참고] PEG ratio ($I=E/(L \cdot 100)$)	0.68
Trailing 12m EPS (J)	7,423
Forward 12m EPS (K)	10,651
EPS 성장률 ($L=K/J-1$)	43.5%

자료: Bloomberg, 삼성증권 추정

국내외 화장품사 밸류에이션 비교

	ODM사					유통사			용기사	브랜드사							
	코스 맥스	한국 콜마	씨앤씨 인터 내셔널	코스 메카	Inter- cos	실리 콘투	Ultra Beauty	Yes Asia	펄텍 코리아	아모레 퍼시픽	LG 생활 건강	브이티	클리오	e.l.f Beauty	L'Oreal	Estee Lauder	
종목코드	192820	161890	352480	241710	ICOS	257720	ULTA	2209	251970	090430	051900	182090	237880	ELF US	OR FP	EL US	
시가총액 (백만달러)	1,117	1,222	601	608	1,719	1,863	17,400	299	342	5,317	4,053	869	360	6,509	228,316	33,902	
(현지통화)*	1,523	1,667	819	830	1,577	2,541	17,400	2,319	464	7,253	5,529	1,185	491	6,509	209,464	33,902	
매출액	2022	0.5	17.6	43.1	0.7	24.0	26.2	40.3	-20.6	6.6	-15.0	-11.2	5.9	17.1	23.3	18.5	9.4
성장률	2023	11.1	15.5	68.7	17.9	18.3	107.5	18.3	56.6	20.2	-11.1	-5.3	23.0	21.3	47.6	7.6	-10.3
(%)	2024E	16.3	14.6	47.8	18.9	8.0	123.1	9.5	79.3	13.7	5.1	-0.8	44.9	20.6	72.0	6.5	-2.2
	2025E	18.2	17.1	24.3	15.5	7.4	50.8	-0.0	46.3	11.8	12.3	3.7	19.0	15.5	32.8	6.0	0.6
영업이익	2022	-56.7	-13.0	674.9	-48.4	65.5	62.6	447.9	nm	1.4	-37.6	-44.9	-10.6	28.6	211.8	32.0	21.1
성장률	2023	117.9	85.8	83.9	374.1	20.6	235.8	26.3	nm	33.3	-49.5	-31.5	93.1	89.1	132.5	1.9	-52.4
(%)	2024E	46.4	59.5	38.1	43.5	17.4	213.0	0.7	209.3	26.0	99.1	4.5	129.2	33.9	184.3	13.1	-3.0
	2025E	17.7	32.3	16.5	28.1	15.7	61.0	-13.3	69.7	15.0	99.8	8.9	52.4	21.0	36.6	7.7	20.4
영업	2022	3.3	3.9	13.4	2.6	8.5	8.6	15.0	-4.3	11.2	5.2	9.9	9.8	6.6	7.5	19.9	17.9
이익률	2023	6.5	6.3	14.6	10.4	8.7	13.9	16.1	5.3	12.4	2.9	7.2	15.4	10.2	11.8	18.9	9.5
(%)	2024E	8.2	8.8	13.6	12.6	9.4	19.6	14.8	9.1	13.8	5.6	7.5	24.4	11.4	19.5	20.1	9.4
	2025E	8.2	9.9	12.8	14.0	10.1	20.9	12.8	10.6	14.1	9.9	7.9	31.2	11.9	20.0	20.4	11.3
P/E **	2022	73.1	nm	49.8	253.4	32.1	225.2	20.5	40.3	22.0	47.5	41.6	73.5	39.8	253.1	35.9	13.0
(배)	2023	26.7	311.1	26.1	37.8	28.1	66.3	15.3	25.1	16.4	11.7	14.5	39.4	16.4	103.8	32.3	27.3
	2024E	16.6	17.8	15.9	19.8	23.9	19.3	14.5	14.9	14.6	21.5	10.0	17.7	12.4	38.7	30.8	42.4
	2025E	11.8	12.0	14.6	16.0	20.2	13.6	15.9	11.9	12.7	20.0	9.6	14.1	10.8	33.1	28.1	32.5
	12m fwd	12.8	13.2	14.9	16.8	21.0	14.8	15.6	12.5	13.1	20.3	9.7	14.9	11.1	34.3	28.7	34.6
P/B **	2022	3.4	1.1	6.1	5.7	3.8	26.1	12.6	0.9	2.2	1.8	1.0	13.1	2.5	19.1	7.7	6.0
(배)	2023	4.2	1.1	4.7	4.9	3.5	18.7	9.5	0.8	2.0	1.6	0.9	9.1	2.2	14.7	7.2	6.0
	2024E	3.4	1.1	3.2	3.9	3.2	9.4	7.9	4.9	1.8	1.5	0.9	5.5	2.0	11.0	6.5	6.1
	2025E	2.7	0.9	2.4	3.1	2.9	5.6	7.2	2.7	1.6	1.4	0.8	3.6	1.7	7.8	6.0	6.4
	12m fwd	2.8	0.9	2.6	3.3	2.9	6.4	7.3	3.2	1.6	1.4	0.8	4.0	1.8	8.5	6.1	6.3
EPS	2022	-72.0	-161.4	-378.5	-71.3	30.5	-77.5	276.0	329.4	19.4	33.9	-39.7	-4.5	-9.0	52.5	21.6	13.8
성장률	2023	174.1	-123.6	90.9	571.1	14.4	239.6	33.5	-210.9	33.6	305.3	186.6	86.4	142.2	143.9	11.0	-52.2
(%)	2024E	60.1	1,652.4	63.5	90.4	17.2	243.0	5.7	252.8	12.5	-45.5	44.7	122.3	32.4	168.1	4.8	-35.7
	2025E	40.7	48.3	9.2	23.8	18.3	42.1	-9.0	66.7	14.9	7.7	4.2	25.3	15.0	17.0	9.6	30.4
	12m fwd	44.8	386.3	20.6	37.8	18.0	84.4	-5.9	105.9	14.4	-3.5	12.7	45.8	18.7	48.8	8.6	16.5
ROE (%)	2022	4.6	-1.6	13.1	2.3	12.7	3.6	55.7	-21.1	10.4	3.7	2.4	18.4	6.6	8.1	23.0	44.7
	2023	14.2	0.4	20.5	13.9	13.0	32.8	70.6	23.9	12.6	14.1	6.7	27.3	14.3	16.0	23.0	22.1
	2024E	22.8	6.2	23.8	21.9	14.0	64.9	59.5	55.4	12.8	7.1	9.0	38.6	16.9	32.5	22.2	14.3
	2025E	25.5	8.1	18.7	21.6	14.9	51.6	47.2	52.4	13.1	7.2	8.5	30.8	17.0	27.5	22.1	19.2

참고: 커버리지 기업(코스맥스, 한국콜마, 씨앤씨인터내셔널, 실리콘투, 아모레퍼시픽, LG생활건강)의 전망치는 삼성증권 추정 기준, 그 외 기업은 컨센서스(Bloomberg) 기준

* 한국은 십억원, 미국은 백만달러, 프랑스는 백만유로, 일본은 십억엔 기준 ** 2024년 10월 15일 종가 기준(한국시간)

자료: Bloomberg, 삼성증권 추정

포괄손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	1,600	1,777	2,068	2,443	2,837
매출원가	1,395	1,484	1,675	2,028	2,354
매출총이익	205	294	393	415	482
(매출총이익률, %)	12.8	16.5	19.0	17.0	17.0
판매 및 일반관리비	152	178	224	216	244
영업이익	53	116	169	199	239
(영업이익률, %)	3.3	6.5	8.2	8.2	8.4
영업외손익	-47	-31	-28	-27	-27
금융수익	19	21	42	18	18
금융비용	36	44	59	35	35
지분법손익	0	-2	-1	-1	-1
기타	-29	-6	-9	-10	-10
세전이익	6	84	142	172	211
법인세	23	46	49	43	23
(법인세율, %)	366.6	55.1	34.3	25.2	10.7
계속사업이익	-16	38	93	129	189
중단사업이익	0	0	0	0	0
순이익	-16	38	93	129	189
(순이익률, %)	-1.0	2.1	4.5	5.3	6.7
지배주주순이익	21	57	91	129	188
비지배주주순이익	-37	-19	2	0	1
EBITDA	112	175	244	282	329
(EBITDA 이익률, %)	7.0	9.9	11.8	11.5	11.6
EPS (지배주주)	1,837	5,034	8,061	11,342	16,547
EPS (연결기준)	-1,449	3,331	8,194	11,349	16,630
수정 EPS (원)*	1,837	5,034	8,061	11,342	16,547

현금흐름표

12월 31일 기준 (십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동에서의 현금흐름	103	231	209	289	363
당기순이익	-16	38	93	129	189
현금유출입이없는 비용 및 수익	150	161	193	205	213
유형자산 감가상각비	55	56	71	78	86
무형자산 상각비	4	4	4	5	5
기타	91	102	118	123	123
영업활동 자산부채 변동	28	79	7	39	44
투자활동에서의 현금흐름	-31	-104	-128	-98	-82
유형자산 증감	-83	-81	-127	-98	-82
장단기금융자산의 증감	-6	-17	0	0	0
기타	57	-6	-1	0	0
재무활동에서의 현금흐름	3	-39	-41	-172	-225
차입금의 증가(감소)	44	105	117	0	0
자본금의 증가(감소)	-6	-258	0	0	0
배당금	-6	0	n/a	n/a	n/a
기타	-29	114	n/a	n/a	n/a
현금증감	70	88	40	19	55
기초현금	100	169	257	297	316
기말현금	169	257	297	316	371
Gross cash flow	134	199	286	334	402
Free cash flow	18	145	79	187	277

참고: * 일회성 수익(비용) 제외

** 완전 희석, 일회성 수익(비용) 제외

*** P/E, P/B는 지배주주기준, 현재 주가 기준

자료: 코스맥스, 삼성증권 추정

재무상태표

12월 31일 기준 (십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	737	822	1,002	1,130	1,295
현금 및 현금등가물	169	257	297	316	371
매출채권	303	272	366	423	483
재고자산	202	218	252	306	355
기타	63	75	86	86	86
비유동자산	659	735	889	966	1,050
투자자산	70	82	1	1	1
유형자산	491	547	707	778	856
무형자산	50	54	59	65	72
기타	49	53	122	122	122
자산총계	1,396	1,557	1,891	2,096	2,345
유동부채	812	874	1,162	1,235	1,293
매입채무	176	241	321	389	452
단기차입금	434	403	462	462	462
기타 유동부채	202	230	379	384	379
비유동부채	140	325	285	295	305
사채 및 장기차입금	57	106	164	164	164
기타 비유동부채	83	219	121	131	141
부채총계	952	1,199	1,447	1,530	1,597
지배주주지분	581	363	448	571	752
자본금	6	6	6	6	6
자본잉여금	287	29	29	29	29
이익잉여금	268	313	399	521	702
기타	21	15	15	15	15
비지배주주지분	-137	-4	-4	-4	-4
자본총계	444	359	444	567	748
순부채	429	442	413	404	359

재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2022	2023	2024E	2025E	2026E
증감률 (%)					
매출액	0.5	11.1	16.3	18.2	16.1
영업이익	-56.7	117.9	46.4	17.7	19.7
순이익	적전	흑전	146.0	38.5	46.5
수정 EPS**	-73.3	174.1	60.1	40.7	45.9
주당지표					
EPS (지배주주)	1,837	5,034	8,061	11,342	16,547
EPS (연결기준)	-1,449	3,331	8,194	11,349	16,630
수정 EPS**	1,837	5,034	8,061	11,342	16,547
BPS	51,220	31,952	39,515	50,311	66,264
DPS (보통주)	0	500	500	500	500
Valuations (배)					
P/E***	40.3	25.1	16.6	11.8	8.1
P/B***	1.4	4.0	3.4	2.7	2.0
EV/EBITDA	10.1	10.7	7.9	6.8	5.7
비율					
ROE (%)	3.6	12.1	22.6	25.3	28.4
ROA (%)	-1.2	2.6	5.4	6.5	8.5
ROIC (%)	-17.7	6.8	13.5	15.2	19.2
배당성향 (%)	0.0	9.9	6.2	4.4	3.0
배당수익률 (보통주, %)	0.0	0.4	0.4	0.4	0.4
순부채비율 (%)	96.6	123.2	93.0	71.3	48.0
이자보상배율 (배)	2.5	3.6	n/a	n/a	n/a

2024. 10. 16

ESG솔루션

이가영

Analyst

kayoung.l.lee@samsung.com

코스메카코리아 (241710)

모든 준비는 끝났다, 역전승을 노려볼만한 시기

- 인디뷰티 대호황으로, 후발주자인 동사에도 hero product 수주 기회가 도래. 짧은 납기를 경쟁력으로 수주 실적을 쌓아, 제품 역량도 강화하는 선순환이 기대되는 상황.
- 경쟁사 대비 생산능력이 여유로워, 당분간 대규모 CAPEX 없이 현금흐름 창출 가능. 해외 주요 판촉 행사가 몰려 있는 하반기에 영업레버리지를 누릴 수 있을 것.
- 국내 ODM사 중 유일하게 미국 법인이 수익성 시현. 현지 시스템을 그대로 유지한 덕분에, 현지 인디뷰티 브랜드향 영업력의 수혜를 누리는 중.

▶ AT A GLANCE

투자의견	Not Rated
목표주가	n/a
현재주가	77,700원
시가총액	8,298.0억원
Shares (float)	10,680,000주 (60.0%)
52주 최저/최고	31,350원/95,900원
60일-평균거래대금	162.1억원

▶ ONE-YEAR PERFORMANCE

	1M	6M	12M
코스메카코리아 (%)	-11.2	106.6	128.5
Kospi 지수 대비 (%pts)	-15.9	127.6	143.0

WHAT'S THE STORY?

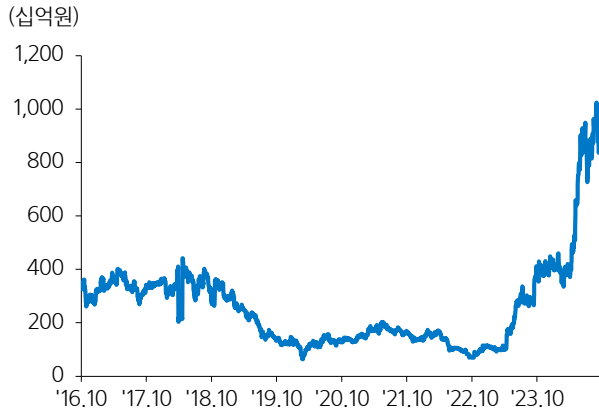
호황기는 후발주자의 역전승 기회: 한국 인디뷰티의 대호황이 시작된 덕에, 코스메카에게도 드디어 히트 제품(hero product)을 수주할 기회가 찾아왔다. 동사는 경쟁사 대비 7~9년 정도 늦게 설립됐는데, 선두주자에 밀려 비인기 제품만을 수주하면서 지금까지는 선두와의 격차를 좁히지 못했다. 국내 경쟁 ODM사가 가동률 급증으로 수주~납품 리드타임(lead time)이 길어진 지금이 실적 반전의 기회이다. 실제로 2Q24의 매출 급증(+40% y-y)은, 짧은 납기를 경쟁력으로 내세워 인디 브랜드로부터 수주한 제품이 북미에서 크게 성공한 덕분이다. 히트 제품 수주 실적이 쌓이면서 제품 개발 역량과 품질이 개선되고, 이것이 다음 히트 제품의 수주로 이어지는 선순환이 코스메카에게도 시작될 수 있을 것이다.

증설없이, 영업레버리지만을 누릴 시기: 동사의 2Q24 기준 가동률은 40%로, 국내 대형 ODM사 중 생산능력 여유분이 가장 크다. 국내 대형 경쟁 ODM사의 평균 가동률이 82%인 것과는 대조적이다. 이에 대형 경쟁 3사 모두 현재 증설을 진행 중인 반면, 코스메카는 넉넉한 생산능력 덕에 현재 증설이 불필요한 상황이다. 동사는 당분간 CAPEX 부담 없이 잉여현금흐름을 꾸준히 창출할 것으로 기대된다. 특히 최근의 주문 증가가 주로 인디 브랜드의 수출용 상품 덕분임을 감안하면, 주요 해외 판촉 행사가 몰려 있는 하반기에는 주문 증가로 가동률이 상승할 수 있을 것이다. 이는 생산효율 개선과 규모의 경제 확대로 이어져, 당분간 동사의 견고한 수익성 흐름을 지지해줄 것으로 예상된다.

경쟁사 중 유일하게 미국 법인이 효자 노릇 - 현지 시스템을 존중한 덕분: 동사는 국내 ODM사 중 유일하게 미국 법인(잉글우드랩)의 수익성이 양호하다(1H24 OPM 11% vs 경쟁 ODM사 모두 미국 법인이 적자 상태). 국내 ODM 3사 모두 현지 업체 인수를 통해 미국 법인을 운영하게 됐는데, 동사는 경쟁사들과 달리 인수 후 현지 시스템을 그대로 유지했다. 주재원도 거의 파견하지 않았고, 영업 조직도 유지했다. 국내 본사의 노하우 및 영업 방식을 미국에 이식하려 시도했던 경쟁사들과는 대조적이다. 그 덕에 동사는 국내 본사가 역으로 미국 법인의 영업력 수혜를 보고 있으며, 연결 실적 측면에서 '미국 인디뷰티 브랜드'로 부터의 이익 성장 혜택도 직접적으로 누리고 있다.

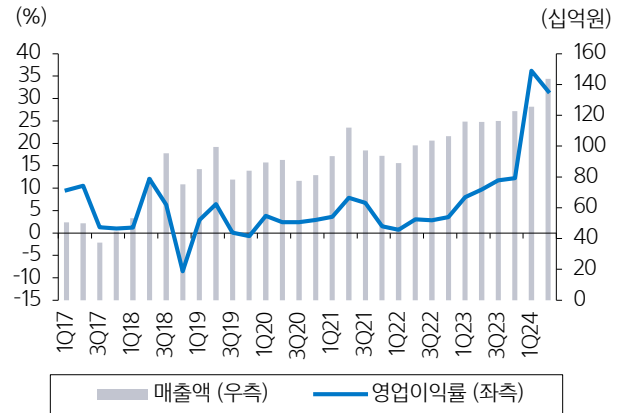
호실적 지속을 위해서는 제품 성공 사례를 공격적으로 축적할 필요: 동사는 단기적으로 호황의 수혜를 볼 것이나, 이와 같은 호실적이 지속되기 위해서는 hero product 성공 사례가 다수 축적되어야 한다. ODM은 제품을 고객에 선제안하는 방식으로 영업이 이뤄지기 때문에, 이번 호황을 기회 삼아 '시장에서 성공한 포물레이션'을 공격적으로 축적할 필요가 있다. 단기 실적 모멘텀과, 역전승의 기회가 도래했다는 점에서 긍정적인 관심이 필요하다.

코스메카코리아의 상장 이후 시가총액 추이



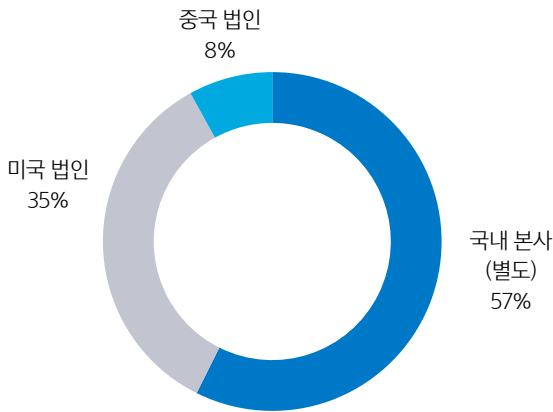
자료: 삼성증권

코스메카코리아 분기 매출액 및 영업이익률 추이 (연결)



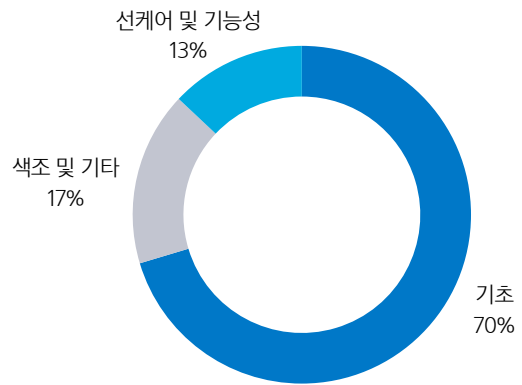
자료: 코스메카코리아, 삼성증권

코스메카코리아 1H24 매출액 법인별 breakdown



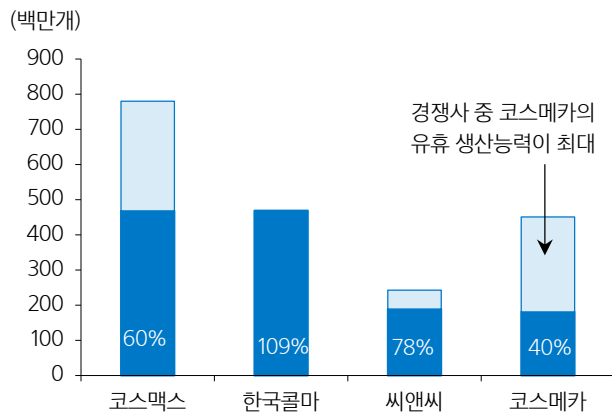
자료: 코스메카코리아, 삼성증권

코스메카코리아 제품 유형별 매출 breakdown



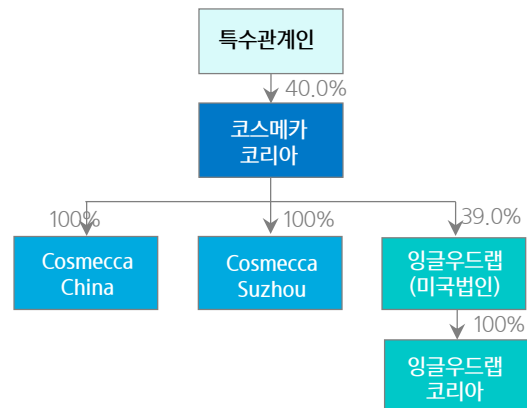
참고: 국내 본사, 미국법인, 중국법인 합산 매출 기준
자료: 코스메카코리아, 삼성증권

주요 국내 ODM사 생산능력 및 가동률 (2Q24 기준)



참고: 표기된 숫자는 가동률을 의미
자료: 코스메카코리아, 삼성증권

코스메카코리아 지배 구조도



자료: 코스메카코리아, 삼성증권

포괄손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2019	2020	2021	2022	2023
매출액	347	339	396	399	471
매출원가	283	278	324	334	364
매출총이익	64	61	73	65	107
(매출총이익률, %)	18.4	17.9	18.3	16.3	22.8
판매 및 일반관리비	55	51	53	55	58
영업이익	8	10	20	10	49
(영업이익률, %)	2.4	2.9	5.1	2.6	10.4
영업외손익	-2	-6	-3	-4	-3
금융수익	2	2	6	6	3
금융비용	5	6	6	9	7
지분법손익	0	0	0	0	0
기타	1	-1	-3	-0	1
세전이익	6	4	18	6	46
법인세	2	1	1	0	12
(법인세율, %)	36.3	21.2	3.1	5.8	26.5
계속사업이익	4	3	17	6	34
중단사업이익	0	0	0	0	0
순이익	4	3	17	6	34
(순이익률, %)	1.2	1.0	4.3	1.5	7.2
지배주주순이익	5	3	9	3	22
비지배주주순이익	-1	1	8	3	12
EBITDA	26	27	37	27	66
(EBITDA 이익률, %)	7.4	7.9	9.2	6.8	14.0
EPS (지배주주)	456	245	834	249	2,090
EPS (연결기준)	378	320	1,589	562	3,173
수정 EPS (원)*	456	245	834	249	2,090

현금흐름표

12월 31일 기준 (십억원)	2019	2020	2021	2022	2023
영업활동에서의 현금흐름	19	12	8	17	42
당기순이익	4	3	17	6	34
현금유출입이없는 비용 및 수익	25	24	21	26	38
유형자산 감가상각비	13	14	14	14	14
무형자산 상각비	5	3	3	3	3
기타	8	7	4	10	21
영업활동 자산부채 변동	-5	-11	-22	-11	-22
투자활동에서의 현금흐름	-34	-5	-9	-10	-22
유형자산 증감	-29	-13	-9	-9	-17
장단기금융자산의 증감	-0	0	0	-0	-6
기타	-5	9	-0	-1	1
재무활동에서의 현금흐름	17	10	-2	-10	-13
차입금의 증가(감소)	32	11	2	-7	-12
자본금의 증가(감소)	-2	1	-12	0	0
배당금	-1	0	0	0	0
기타	-11	-2	8	-3	-1
현금증감	2	16	-1	-4	7
기초현금	13	16	31	30	26
기말현금	16	31	30	26	33
Gross cash flow	29	28	37	32	72
Free cash flow	-11	-2	-1	5	23

참고: * 일회성 수익(비용) 제외
 ** 완전 희석, 일회성 수익(비용) 제외
 *** P/E, P/B는 지배주주기준

자료: 회사명, 삼성증권

재무상태표

12월 31일 기준 (십억원)	2019	2020	2021	2022	2023
유동자산	138	150	184	187	221
현금 및 현금등가물	16	31	30	26	33
매출채권	57	49	75	80	109
재고자산	49	60	67	71	66
기타	17	9	11	9	14
비유동자산	212	209	208	206	211
투자자산	2	2	2	3	3
유형자산	146	147	147	147	153
무형자산	46	45	42	40	38
기타	18	15	16	16	18
자산총계	351	359	392	393	433
유동부채	110	141	135	143	155
매입채무	35	30	30	34	44
단기차입금	37	42	61	66	57
기타 유동부채	38	70	44	43	54
비유동부채	69	45	60	43	36
사채 및 장기차입금	49	31	48	35	28
기타 비유동부채	20	14	12	8	8
부채총계	178	186	195	186	190
지배주주지분	128	130	142	147	170
자본금	5	5	5	5	5
자본잉여금	69	70	58	58	58
이익잉여금	53	55	75	78	100
기타	0	-1	3	5	6
비지배주주지분	45	43	54	60	73
자본총계	172	173	196	207	242
순부채	98	93	97	94	69

재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2019	2020	2021	2022	2023
증감률 (%)					
매출액	14.4	-2.3	16.9	0.7	17.9
영업이익	-15.9	19.8	103.0	-48.4	374.1
순이익	-56.0	-15.3	396.6	-64.6	464.5
수정 EPS**	-45.8	-46.1	239.6	-70.2	740.3
주당지표					
EPS (지배주주)	456	245	834	249	2,090
EPS (연결기준)	378	320	1,589	562	3,173
수정 EPS**	456	245	834	249	2,090
BPS	11,958	12,150	13,319	13,732	15,874
DPS (보통주)	0	0	0	0	0
Valuations (배)					
P/E***	24.9	49.7	15.5	41.2	17.4
P/B***	0.9	1.0	1.0	0.7	2.3
EV/EBITDA	10.3	10.0	7.9	9.7	8.0
비율					
ROE (%)	3.9	2.0	6.5	1.8	14.1
ROA (%)	1.2	1.0	4.5	1.5	8.2
ROIC (%)	2.0	2.9	6.9	3.3	12.0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (보통주, %)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
순부채비율 (%)	56.7	54.1	49.5	45.4	28.5
이자보상배율 (배)	2.3	3.0	6.8	2.8	12.2

2024. 10. 16

ESG솔루션

이가영

Analyst

kayoung.l.lee@samsung.com

실리콘투 (257720)

실적으로 증명할 뿐

- 견고한 3분기 국내 화장품 수출 성장세가 동사의 실적에 반영되는 구조. 단기 실적 성장세 지속 예상되며, 적극적인 해외 확장 행보로 장기적인 외형 성장도 기대.
- 네트워크 효과 덕에, 매출 규모가 커질수록 오히려 고객과 브랜드사 락인 능력이 강해질 것. 높은 실적 성장세 당분간 지속 가능.
- 투자의견 BUY, 목표주가 60,000원으로 커버리지 개시.

▶ AT A GLANCE

투자의견	BUY	
목표주가	60,000원	43.7%
현재주가	41,750원	
시가총액	2.5조원	
Shares (float)	60,873,234주 (58.0%)	
52주 최저/최고	7,460원/52,800원	
60일-평균거래대금	874.5억원	

▶ ONE-YEAR PERFORMANCE

	1M	6M	12M
실리콘투 (%)	-5.5	225.4	307.7
Kospi 지수 대비 (%pts)	-10.5	258.5	333.5

▶ SAMSUNG vs THE STREET

No of estimates	4
Target price	62,500
Recommendation	4.0

BUY★★★: 5 / BUY: 4 / HOLD: 3 / SELL: 2 / SELL★★★: 1

WHAT'S THE STORY?

3분기 화장품 수출 성장세 여전히 견고: 국내 화장품 3분기 수출액은 22억 달러(+19% y-y)로, 기초(+17% y-y)와 색조(+25% y-y) 모두 높은 성장세를 지속 중이다. 지역별로도 미국 및 캐나다 +62% y-y, 유럽 +28% y-y, 일본 +27% y-y, 중동 +120% y-y 등 실리콘투의 영업 지역 모두에서 견고한 성장이 이어졌다. 동사는 국내 브랜드 250여 개사로부터 소싱한 1.2만개의 SKU를 전 세계 150여 개국에 공급 중이기에, 국내 대부분의 인디 브랜드와 대부분의 수출국에 익스포저가 있다. 동사의 실적에 수출 강세 트렌드가 반영될 수밖에 없는 구조로, 오는 3분기에도 매출 및 영업이익의 높은 성장세가 유지될 것으로 기대된다.

네트워크 효과로 실적 성장세 지속될 것: 동사는 네트워크 효과 덕에, 매출 규모가 커질수록 고객과 브랜드사에 대한 락인(lock-in) 능력이 강해질 것이다. 고객 입장에서 동사가 보유한 브랜드 포트폴리오가 다양할수록, 개별 브랜드와 직접 거래하는 것보다 시간 및 비용 상 이득이 커진다. 브랜드사 입장에서, 한번에 다수의 고객에 접촉할 수 있는 중간 유통상을 이용하는 것이 효과적이다. 즉 많은 브랜드를 확보할수록 고객이 더 유입되고, 고객이 더 유입될수록 더 많은 브랜드가 입점하는 네트워크 효과가 발생하는 것이다. 이에 동사의 높은 실적 성장세는 단기에 둔화되기보다 당분간 지속될 가능성이 높다.

미국 서부 증설 및 해외 법인 확장으로 외형 성장 기대: 동사는 지난 6월에 영국 및 싱가포르에 법인을 개설했고, 7월에는 미국 서부 신규 물류센터 증설을 위해 부지를 매입했다. UAE 등 중동 개척도 순항 중이다. 적극적이고 선제적인 해외 확장이 K-인디뷰티 수요 증가를 효과적으로 흡수하면서, 동사의 장기적인 외형 성장으로 이어질 것이다.

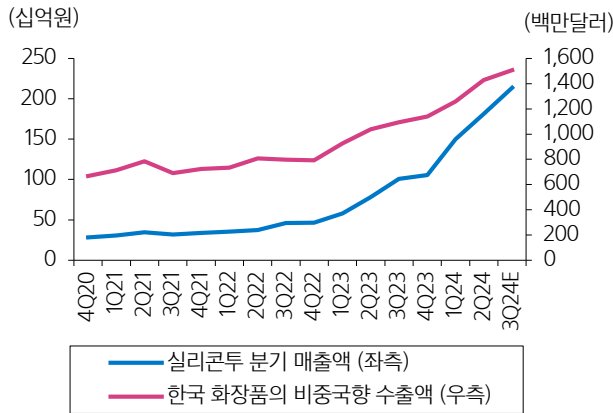
투자의견 BUY, 목표주가 6만원 제시: 12개월 선행 EPS 2,877원에 target P/E 21배를 적용하여 목표주가를 산출했다. 부여된 target P/E는 해외 인디뷰티 관련주 평균 거래배수이다 (Bloomberg). 한국 인디뷰티의 약진, 어느 브랜드가 성공해도 수혜를 보는 사업모델, 그리고 PEG가 0.36로 저평가 상태임을 감안하면 장기적으로 그 이상의 프리미엄도 가능하다.

SUMMARY FINANCIAL DATA

	2023	2024E	2025E	2026E
매출액 (십억원)	343	765	1,154	1,669
영업이익 (십억원)	48	150	241	359
순이익 (십억원)	38	131	187	280
EPS (adj) (원)	631	2,159	3,069	4,604
EPS (adj) growth (%)	241.2	242.5	42.1	50.1
EBITDA margin (%)	15.0	21.1	22.3	22.9
ROE (%)	32.9	65.0	51.6	47.1
P/E (adj) (배)	12.2	19.3	13.6	9.1
P/B (배)	3.5	9.5	5.6	3.5
EV/EBITDA (배)	9.7	16.5	10.4	6.9
Dividend yield (%)	0.0	0.0	0.0	0.0

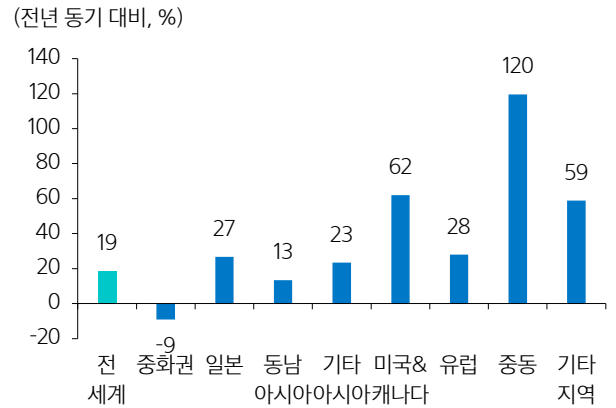
자료: 실리콘투, 삼성증권 추정

실리콘투 분기 매출액 vs 한국의 화장품 비중국향 수출액



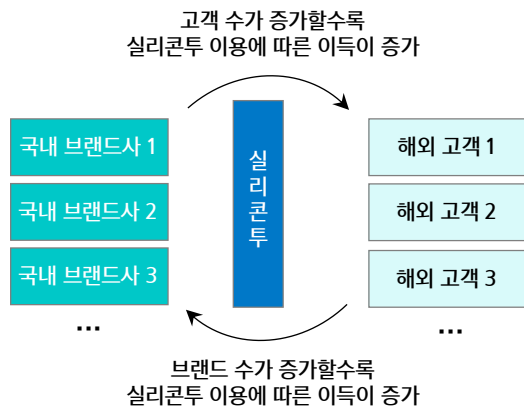
자료: 실리콘투, TRASS, 삼성증권

한국 화장품의 3Q24 지역별 수출액 성장률



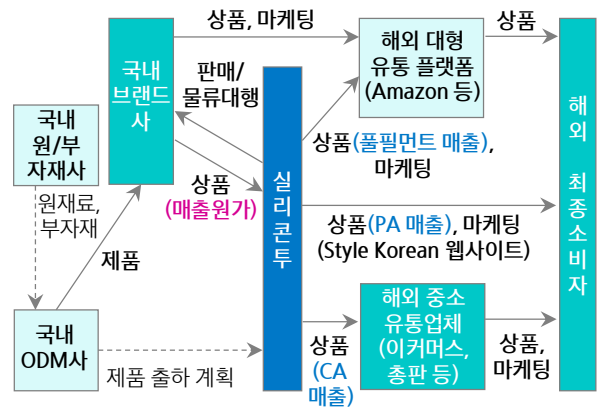
참고: 유럽은 러시아 포함
자료: TRASS, 삼성증권

실리콘투의 네트워크 효과



자료: 삼성증권

실리콘투의 사업 밸류체인



자료: 삼성증권

실리콘투의 미국 서부 물류센터 증설 타임라인

일자	내용	금액 (십억원)
2024.6.25~26	본사 단기차입금 증액 후, 미국법인에 대여*	41.6
2024.6.28	미국 법인 유상증자 (본사 대상 제3자 배정)	34.7
2024년 7월 말	캘리포니아 부에나파크 소재 물류창고 매입	70.9
2025년 상반기	신규 물류센터 가동 시작 (기존 시설의 8배 크기)	

참고: * 실리콘투 국내 본사에서 금융기관으로부터 417억원을 차입한 뒤, 미국 법인 (StyleKorean Inc)에 416억원을 대여하는 방식으로 진행

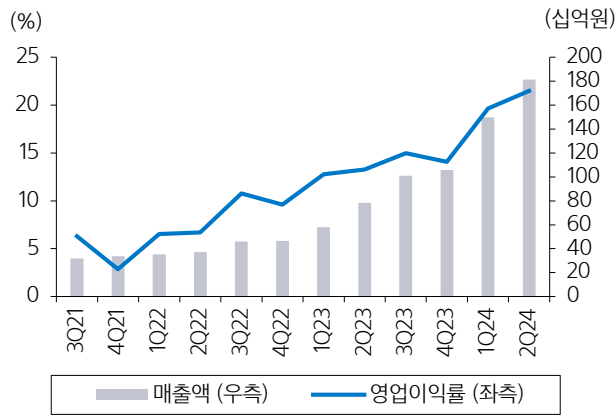
자료: 실리콘투, 언론 보도, 삼성증권

실리콘투의 주요 지역 법인/계열사 현황

구분	지역	설립연도	자산 규모 (십억원)	
본사	국내	2012	347.7	
	미주	미국	2015	148.4
	폴란드	2023	23.7	
해외 법인	유럽	네덜란드	2023	6.5
	러시아	2023	0.2	
	인도네시아	2018	15.1	
	동남아	말레이시아	2022	13.7
	베트남	2019	1.0	

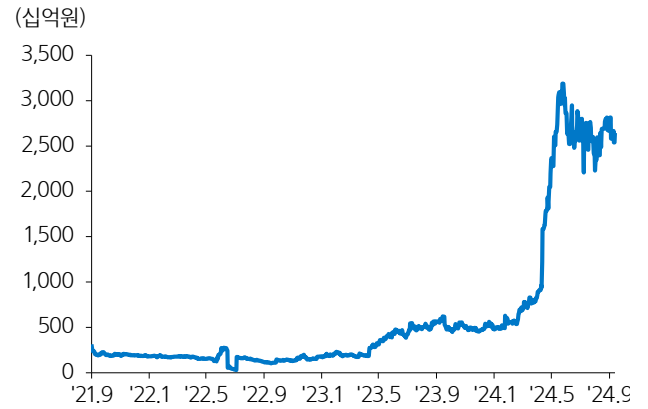
참고: 자산 규모는 2Q24 말 기준. 본사 설립연도는 화장품 사업 시작일 기준
자료: 실리콘투, 삼성증권

실리콘투의 매출액 및 영업이익률 추이



자료: 실리콘투, 삼성증권

실리콘투의 상장 이후 시가총액 추이



자료: 삼성증권

실리콘투 목표주가 산정

(원)	
EPS (12개월 선행) (A=B*D+C*(1-D))	2,877
2024E (B)	2,159
2025E (C)	3,069
2024년 가중치 (금일 기준) (D)	21.1%
Target P/E (12개월 선행, 배) (E)	20.8
목표주가 (F=A*E)	60,000
전일 종가 (G)	41,750
Upside (H=G/F-1)	43.7%
[참고] PEG ratio (I=E/(L*100))	0.37
Trailing 12m EPS (J)	1,837
Forward 12m EPS (K)	2,877
EPS 성장률 (L=K/J-1)	57%

자료: Bloomberg, 삼성증권 추정

국내외 화장품사 밸류에이션 비교

	ODM사					유통사			용기사	브랜드사						
	코스 맥스	한국 콜마	씨앤씨 인터 내셔널	코스 메카	Inter- cos	실리 콘투	Ulta Beauty	Yes Asia	펄텍 코리아	아모레 퍼시픽	LG 생활 건강	브이티	클리오	e.l.f Beauty	L'Oreal	Estee Lauder
종목코드	192820	161890	352480	241710	ICOS	257720	ULTA	2209	251970	090430	051900	182090	237880	ELF US	OR FP	EL US
시가총액 (백만달러)	1,117	1,222	601	608	1,719	1,863	17,400	299	342	5,317	4,053	869	360	6,509	228,316	33,902
(현지통화)*	1,523	1,667	819	830	1,577	2,541	17,400	2,319	464	7,253	5,529	1,185	491	6,509	209,464	33,902
매출액 2022	0.5	17.6	43.1	0.7	24.0	26.2	40.3	-20.6	6.6	-15.0	-11.2	5.9	17.1	23.3	18.5	9.4
성장률 2023	11.1	15.5	68.7	17.9	18.3	107.5	18.3	56.6	20.2	-11.1	-5.3	23.0	21.3	47.6	7.6	-10.3
(%) 2024E	16.3	14.6	47.8	18.9	8.0	123.1	9.5	79.3	13.7	5.1	-0.8	44.9	20.6	72.0	6.5	-2.2
2025E	18.2	17.1	24.3	15.5	7.4	50.8	-0.0	46.3	11.8	12.3	3.7	19.0	15.5	32.8	6.0	0.6
영업이익 2022	-56.7	-13.0	674.9	-48.4	65.5	62.6	447.9	nm	1.4	-37.6	-44.9	-10.6	28.6	211.8	32.0	21.1
성장률 2023	117.9	85.8	83.9	374.1	20.6	235.8	26.3	nm	33.3	-49.5	-31.5	93.1	89.1	132.5	1.9	-52.4
(%) 2024E	46.4	59.5	38.1	43.5	17.4	213.0	0.7	209.3	26.0	99.1	4.5	129.2	33.9	184.3	13.1	-3.0
2025E	17.7	32.3	16.5	28.1	15.7	61.0	-13.3	69.7	15.0	99.8	8.9	52.4	21.0	36.6	7.7	20.4
영업 2022	3.3	3.9	13.4	2.6	8.5	8.6	15.0	-4.3	11.2	5.2	9.9	9.8	6.6	7.5	19.9	17.9
이익률 2023	6.5	6.3	14.6	10.4	8.7	13.9	16.1	5.3	12.4	2.9	7.2	15.4	10.2	11.8	18.9	9.5
(%) 2024E	8.2	8.8	13.6	12.6	9.4	19.6	14.8	9.1	13.8	5.6	7.5	24.4	11.4	19.5	20.1	9.4
2025E	8.2	9.9	12.8	14.0	10.1	20.9	12.8	10.6	14.1	9.9	7.9	31.2	11.9	20.0	20.4	11.3
P/E ** 2022	73.1	nm	49.8	253.4	32.1	225.2	20.5	40.3	22.0	47.5	41.6	73.5	39.8	253.1	35.9	13.0
(배) 2023	26.7	311.1	26.1	37.8	28.1	66.3	15.3	25.1	16.4	11.7	14.5	39.4	16.4	103.8	32.3	27.3
2024E	16.6	17.8	15.9	19.8	23.9	19.3	14.5	14.9	14.6	21.5	10.0	17.7	12.4	38.7	30.8	42.4
2025E	11.8	12.0	14.6	16.0	20.2	13.6	15.9	11.9	12.7	20.0	9.6	14.1	10.8	33.1	28.1	32.5
12m fwd	12.8	13.2	14.9	16.8	21.0	14.8	15.6	12.5	13.1	20.3	9.7	14.9	11.1	34.3	28.7	34.6
P/B ** 2022	3.4	1.1	6.1	5.7	3.8	26.1	12.6	0.9	2.2	1.8	1.0	13.1	2.5	19.1	7.7	6.0
(배) 2023	4.2	1.1	4.7	4.9	3.5	18.7	9.5	0.8	2.0	1.6	0.9	9.1	2.2	14.7	7.2	6.0
2024E	3.4	1.1	3.2	3.9	3.2	9.4	7.9	4.9	1.8	1.5	0.9	5.5	2.0	11.0	6.5	6.1
2025E	2.7	0.9	2.4	3.1	2.9	5.6	7.2	2.7	1.6	1.4	0.8	3.6	1.7	7.8	6.0	6.4
12m fwd	2.8	0.9	2.6	3.3	2.9	6.4	7.3	3.2	1.6	1.4	0.8	4.0	1.8	8.5	6.1	6.3
EPS 2022	-72.0	-161.4	-378.5	-71.3	30.5	-77.5	276.0	329.4	19.4	33.9	-39.7	-4.5	-9.0	52.5	21.6	13.8
성장률 2023	174.1	-123.6	90.9	571.1	14.4	239.6	33.5	-210.9	33.6	305.3	186.6	86.4	142.2	143.9	11.0	-52.2
(%) 2024E	60.1	1,652.4	63.5	90.4	17.2	243.0	5.7	252.8	12.5	-45.5	44.7	122.3	32.4	168.1	4.8	-35.7
2025E	40.7	48.3	9.2	23.8	18.3	42.1	-9.0	66.7	14.9	7.7	4.2	25.3	15.0	17.0	9.6	30.4
12m fwd	44.8	386.3	20.6	37.8	18.0	84.4	-5.9	105.9	14.4	-3.5	12.7	45.8	18.7	48.8	8.6	16.5
ROE (%) 2022	4.6	-1.6	13.1	2.3	12.7	3.6	55.7	-21.1	10.4	3.7	2.4	18.4	6.6	8.1	23.0	44.7
2023	14.2	0.4	20.5	13.9	13.0	32.8	70.6	23.9	12.6	14.1	6.7	27.3	14.3	16.0	23.0	22.1
2024E	22.8	6.2	23.8	21.9	14.0	64.9	59.5	55.4	12.8	7.1	9.0	38.6	16.9	32.5	22.2	14.3
2025E	25.5	8.1	18.7	21.6	14.9	51.6	47.2	52.4	13.1	7.2	8.5	30.8	17.0	27.5	22.1	19.2

참고: 커버리지 기업(코스맥스, 한국콜마, 씨앤씨인터내셔널, 실리콘투, 아모레퍼시픽, LG생활건강)의 전망치는 삼성증권 추정 기준, 그 외 기업은 컨센서스(Bloomberg) 기준

* 한국은 십억원, 미국은 백만달러, 프랑스는 백만유로, 일본은 십억엔 기준 ** 2024년 10월 15일 종가 기준(한국시간)

자료: Bloomberg, 삼성증권 추정

포괄손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	165	343	765	1,154	1,669
매출원가	113	228	505	773	1,135
매출총이익	53	115	260	381	534
(매출총이익률, %)	31.9	33.6	34.0	33.0	32.0
판매 및 일반관리비	39	67	110	140	175
영업이익	14	48	150	241	359
(영업이익률, %)	8.6	13.9	19.6	20.9	21.5
영업외손익	0	0	14	-5	-3
금융수익	5	5	0	0	0
금융비용	5	5	0	0	0
지분법손익	0	2	0	0	0
기타	-0	-0	14	-5	-3
세전이익	14	48	164	236	356
법인세	3	10	33	49	76
(법인세율, %)	21.8	21.0	20.1	20.8	21.4
계속사업이익	11	38	131	187	280
중단사업이익	0	0	0	0	0
순이익	11	38	131	187	280
(순이익률, %)	6.7	11.1	17.1	16.2	16.8
지배주주순이익	11	38	131	187	280
비지배주주순이익	0	0	0	0	0
EBITDA	17	52	161	257	382
(EBITDA 이익률, %)	10.3	15.0	21.1	22.3	22.9
EPS (지배주주)	185	631	2,159	3,069	4,604
EPS (연결기준)	185	631	2,159	3,069	4,604
수정 EPS (원)*	185	631	2,159	3,069	4,604

현금흐름표

12월 31일 기준 (억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동에서의 현금흐름	10	-18	-9	71	125
당기순이익	11	38	131	187	280
현금유출입이없는 비용 및 수익	8	15	12	17	23
유형자산 감가상각비	3	4	11	16	22
무형자산 상각비	0	0	0	0	0
기타	6	11	0	0	0
영업활동 자산부채 변동	-8	-67	-152	-132	-178
투자활동에서의 현금흐름	-20	-18	-66	-85	-80
유형자산 증감	-23	-13	-71	-85	-80
장단기금융자산의 증감	9	-0	4	0	0
기타	-6	-5	0	0	0
재무활동에서의 현금흐름	16	33	92	23	-30
차입금의 증가(감소)	18	39	92	23	-30
자본금의 증가(감소)	2	1	0	0	0
배당금	0	0	0	0	0
기타	-5	-6	0	0	0
현금증감	5	-4	16	10	15
기초현금	16	21	17	33	43
기말현금	21	17	33	43	59
Gross cash flow	19	53	143	203	303
Free cash flow	-13	-37	-80	-14	45

참고: * 일회성 수익(비용) 제외
 ** 완전 희석, 일회성 수익(비용) 제외
 *** P/E, P/B는 지배주주기준

자료: 회사명, 삼성증권 추정

재무상태표

12월 31일 기준 (십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	73	136	293	436	630
현금 및 현금등가물	21	17	33	43	59
매출채권	6	21	59	88	128
재고자산	29	79	194	296	435
기타	17	19	8	8	8
비유동자산	56	79	148	198	258
투자자산	11	18	21	21	21
유형자산	43	54	114	164	224
무형자산	0	1	2	2	2
기타	2	7	11	11	11
자산총계	129	215	441	634	888
유동부채	29	74	164	170	143
매입채무	1	1	1	2	3
단기차입금	20	55	147	170	140
기타 유동부채	8	19	16	-3	0
비유동부채	4	6	9	9	9
사채 및 장기차입금	4	4	4	4	4
기타 비유동부채	1	3	5	5	5
부채총계	33	80	173	179	152
지배주주지분	96	135	268	455	735
자본금	30	30	31	31	31
자본잉여금	30	30	31	31	31
이익잉여금	33	71	202	389	669
기타	4	4	5	5	5
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	96	135	268	455	735
순부채	-11	31	117	131	85

재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2022	2023	2024E	2025E	2026E
증감률 (%)					
매출액	26.2	107.5	123.1	50.8	44.7
영업이익	62.6	235.8	213.0	61.0	49.2
순이익	35.2	240.8	244.6	42.6	50.1
수정 EPS**	19.4	241.2	242.5	42.1	50.1
주당지표					
EPS (지배주주)	185	631	2,159	3,069	4,604
EPS (연결기준)	185	631	2,159	3,069	4,604
수정 EPS**	185	631	2,159	3,069	4,604
BPS	1,602	2,235	4,408	7,476	12,081
DPS (보통주)	0	0	0	0	0
Valuations (배)					
P/E***	13.3	12.2	19.3	13.6	9.1
P/B***	1.5	3.5	9.5	5.6	3.5
EV/EBITDA	8.1	9.7	16.5	10.4	6.9
비율					
ROE (%)	12.2	32.9	65.0	51.6	47.1
ROA (%)	9.8	22.1	39.9	34.7	36.8
ROIC (%)	18.4	34.2	46.2	40.6	41.1
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (보통주, %)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
순부채비율 (%)	-11.7	23.3	43.7	28.7	11.6
이자보상배율 (배)	49.8	67.2	n/a	n/a	n/a

2024. 10. 16

ESG솔루션

이가영

Analyst

kayoung.l.lee@samsung.com

펄텍코리아 (251970)

인디뷰티의 동반자, “화장품 용기 ODM”

- 동사는 미리 개발한 용기를 고객에 선제안하고, 수주 시 빠르게 양산하는 stock mold의 선두주자. 빠른 속도와 트렌드 선도 능력으로 인디 고객사의 니즈를 충족.
- 구조적 수요 성장 속 증설을 시행하여, 외형 성장과 수익성 개선 지속 예상. 범용 제품이기에 어느 인디 고객사가 성장해도 수혜.
- 공고한 진입장벽으로, 당분간 현재 지위 유지 전망.

WHAT'S THE STORY?

국내외 인디뷰티 성장 수혜를 누릴 “용기 ODM”: 동사는 화장품용 튜브 등 용기(用器)를 개발/제조한다. 사전에 개발한 표준형 제품을 고객에 먼저 제안하고, 수주 시 빠르게 양산하는 stock mold 방식이 매출의 77%를 차지한다. 이 방식은 리드타임이 4주에 불과하기에, 들어온 주문에 맞춰 금형을 개발하는 custom mold 방식보다 최소 2~3배 빠르다. 트렌드를 선도하는 효과도 있다. 이것이 인디 고객사의 니즈를 정확히 충족하면서, 동사의 실적 성장을 견인 중이다. 인디 브랜드는 빠른 속도가 가장 큰 경쟁력인데다, 기획/마케팅 외 업무는 전문가에 맡기길 원하기 때문이다. 즉, 동사의 역할은 ODM사와 유사하다.

표준형 금형(stock mold)의 선도적 지위, 진입장벽 공고: 동사는 전체 매출 기준 국내 최대 용기사이면서, 특히 stock mold 분야의 선두주자이다. 우수한 생산효율과 제품으로 수익성도 경쟁사 대비 양호한데, 진입 장벽 덕에 현재 지위는 당분간 견고할 것이다. 업력이 40년 이상인 주요 경쟁사조차 금형 설계 능력 축적에 시일이 소요되며, 물리적인 생산 능력 구축에도 절대적인 시간과 자본이 필요하다. 게다가 동사는 이미 신규 공장을 증설 중으로, 완공 후 생산라인 재조정 시 생산능력이 현재 대비 30% 이상 증가할 것으로 예상된다. 생산 능력까지 충분한 업체를 두고, 고객사들이 신규 경쟁자를 찾아갈 유인은 적을 것이다.

유일한 상장 K뷰티 용기사: 동사는 현재 국내 주식 시장에서 투자 가능한 유일한 상장 화장품 용기사이자, 전 세계 상장 용기사 중 화장품 사업의 비중이 가장 높은 종목이다(영업익 비중 97%인 pure play). 화장품 밸류체인의 후방(downstream)에서, 급격한 실적 변동 변화 없이 비교적 안정적으로 K인디뷰티의 수혜를 누릴 수 있는 선택지 중 하나로, 관심 있게 지켜볼 필요가 있다.

SUMMARY FINANCIAL DATA

	2020	2021	2022	2023
매출액 (십억원)	197	222	237	284
영업이익 (십억원)	27	26	26	35
순이익 (십억원)	24	20	20	29
EPS (adj) (원)	1,577	1,430	1,543	2,177
EPS (adj) growth (%)	-5.0	-9.3	7.9	41.1
EBITDA margin (%)	17.2	15.5	15.4	16.5
ROE (%)	12.2	9.6	9.5	12.0
P/E (adj) (배)	10.0	11.8	10.7	11.0
P/B (배)	1.1	1.1	0.9	1.2
EV/EBITDA (배)	5.5	6.2	5.0	5.9
Dividend yield (%)	2.7	2.1	2.2	1.6

자료: 펄텍코리아, 삼성증권 추정

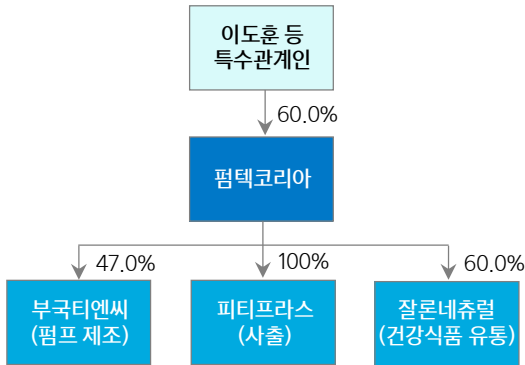
▶ AT A GLANCE

투자 의견	Not Rated
목표주가	n/a
현재주가	37,950원
시가총액	4,706.0억원
Shares (float)	12,400,000주 (39.3%)
52주 최저/최고	21,600원/50,400원
60일-평균거래대금	64.0억원

▶ ONE-YEAR PERFORMANCE

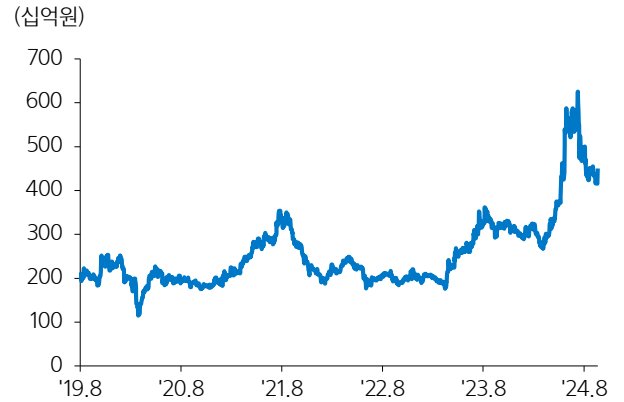
	1M	6M	12M
펄텍코리아 (%)	4.3	56.8	48.8
Kospi 지수 대비 (%pts)	-1.2	72.7	58.2

펄텍코리아 지배 구조도

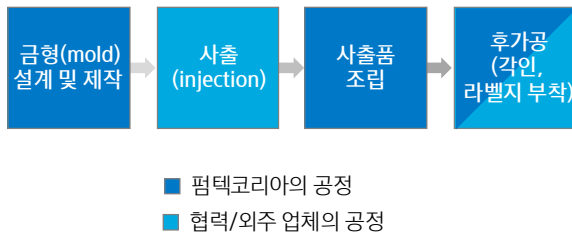


자료: 펄텍코리아, 삼성증권

펄텍코리아 상장 이후 시가총액 추이

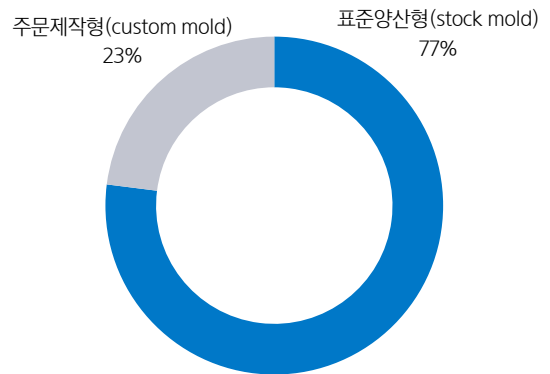


펄텍코리아의 생산 공정



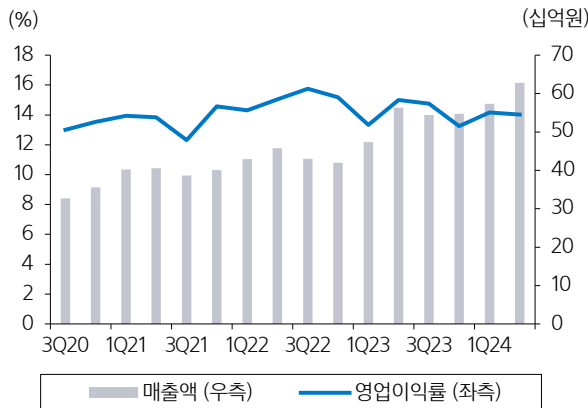
자료: 펄텍코리아, 삼성증권

펄텍코리아의 제품 유형별 매출 breakdown (2Q24)



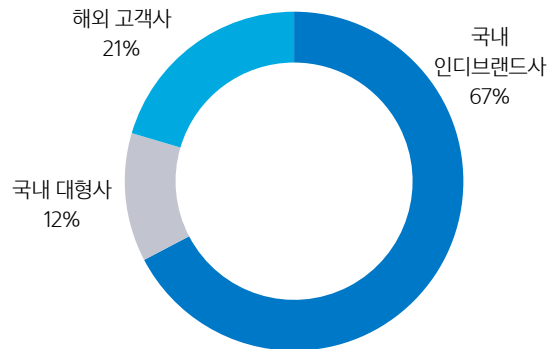
자료: 펄텍코리아, 삼성증권

펄텍코리아의 매출액 및 영업이익률 추이



자료: 펄텍코리아, 삼성증권

펄텍코리아의 고객별 매출 breakdown (2Q24)



참고: 펄텍사업부와 튜브사업부 매출 단순 합계 기준
 자료: 펄텍코리아, 삼성증권

포괄손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2019	2020	2021	2022	2023
매출액	175	197	222	237	284
매출원가	138	155	173	188	223
매출총이익	38	42	49	49	61
(매출총이익률, %)	21.6	21.3	22.2	20.6	21.5
판매 및 일반관리비	11	15	23	22	26
영업이익	27	27	26	26	35
(영업이익률, %)	15.3	13.9	11.8	11.2	12.4
영업외손익	-0	0	1	-1	2
금융수익	2	3	2	2	5
금융비용	1	1	1	1	1
지분법손익	-0	0	0	0	0
기타	-1	-2	1	-2	-1
세전이익	27	28	27	25	37
법인세	4	3	8	5	8
(법인세율, %)	13.7	11.3	28.2	20.3	22.2
계속사업이익	23	24	20	20	29
중단사업이익	0	0	0	0	0
순이익	23	24	20	20	29
(순이익률, %)	13.1	12.4	8.9	8.5	10.2
지배주주순이익	20	20	18	19	27
비지배주주순이익	2	5	2	1	2
EBITDA	31	34	35	37	47
(EBITDA 이익률, %)	17.6	17.2	15.5	15.4	16.5
EPS (지배주주)	1,661	1,577	1,430	1,543	2,177
EPS (연결기준)	1,859	1,975	1,591	1,616	2,349
수정 EPS (원)*	1,661	1,577	1,430	1,543	2,177

현금흐름표

12월 31일 기준 (십억원)	2019	2020	2021	2022	2023
영업활동에서의 현금흐름	25	1	24	29	39
당기순이익	23	24	20	20	29
현금유출입이없는 비용 및 수익	12	14	19	21	22
유형자산 감가상각비	4	6	8	9	10
무형자산 상각비	0	0	1	1	1
기타	8	7	11	10	11
영업활동 자산부채 변동	-5	-13	-5	-6	-8
투자활동에서의 현금흐름	-118	7	-11	-13	-38
유형자산 증감	-15	-12	-23	-8	-28
장단기금융자산의 증감	-88	23	19	-12	-1
기타	-16	-4	-7	8	-9
재무활동에서의 현금흐름	68	-9	-13	-8	0
차입금의 증가(감소)	28	-23	1	-3	-2
자본금의 증가(감소)	57	2	1	0	1
배당금	0	-4	-4	-4	-4
기타	-17	15	-10	-0	5
현금증감	7	-1	4	8	0
기초현금	7	15	13	18	26
기말현금	15	13	18	26	26
Gross cash flow	35	38	39	41	51
Free cash flow	10	-20	-3	21	10

참고: * 일회성 수익(비용) 제외
 ** 완전 희석, 일회성 수익(비용) 제외
 *** P/E, P/B는 지배주주기준

자료: 회사명, 삼성증권

재무상태표

12월 31일 기준 (십억원)	2019	2020	2021	2022	2023
유동자산	172	156	143	161	179
현금 및 현금등가물	15	13	18	26	26
매출채권	29	27	32	32	44
재고자산	7	6	12	15	16
기타	121	109	81	87	93
비유동자산	123	130	162	158	177
투자자산	6	6	5	3	5
유형자산	114	120	137	123	139
무형자산	1	2	17	15	13
기타	1	1	3	16	20
자산총계	294	286	305	318	356
유동부채	89	56	56	55	64
매입채무	19	18	22	21	26
단기차입금	17	15	18	16	18
기타 유동부채	54	22	16	18	20
비유동부채	19	7	10	5	4
사채 및 장기차입금	9	2	5	4	2
기타 비유동부채	9	4	4	2	2
부채총계	108	62	66	60	68
지배주주지분	144	178	193	210	238
자본금	6	6	6	6	6
자본잉여금	52	54	55	55	56
이익잉여금	106	122	137	154	176
기타	-20	-5	-5	-5	-0
비지배주주지분	42	46	46	47	50
자본총계	186	223	239	258	288
순부채	-58	-57	-42	-67	-69

재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2019	2020	2021	2022	2023
증감률 (%)					
매출액	16.1	12.2	12.8	6.6	20.2
영업이익	9.5	2.0	-4.7	1.5	33.3
순이익	10.2	7.0	-19.4	1.5	45.4
수정 EPS**	-2.6	-5.0	-9.3	7.9	41.1
주당지표					
EPS (지배주주)	1,661	1,577	1,430	1,543	2,177
EPS (연결기준)	1,859	1,975	1,591	1,616	2,349
수정 EPS**	1,661	1,577	1,430	1,543	2,177
BPS	11,918	14,660	15,974	17,379	19,205
DPS (보통주)	330	430	350	360	380
Valuations (배)					
P/E***	11.1	10.0	11.8	10.7	11.0
P/B***	1.5	1.1	1.1	0.9	1.2
EV/EBITDA	6.9	5.5	6.2	5.0	5.9
비율					
ROE (%)	18.1	12.2	9.6	9.5	12.0
ROA (%)	10.7	8.4	6.7	6.4	8.6
ROIC (%)	28.2	20.0	12.2	13.1	16.7
배당성향 (%)	19.6	22.7	23.9	22.8	17.5
배당수익률 (보통주, %)	1.8	2.7	2.1	2.2	1.6
순부채비율 (%)	-31.3	-25.4	-17.6	-26.0	-24.0
이자보상배율 (배)	30.9	59.1	49.2	39.4	37.6

ESG솔루션

이가영

Analyst

kayoung.l.lee@samsung.com

브이티 (018290)

잘 되는 브랜드는 이유가 있다

- 브이티의 사업 모델은, 최근 아웃퍼폼하는 화장품 회사들의 장점을 전부 탑재. 재고 리스크를 제한하고, 빠르게 히트 상품을 발굴하며, 일물일가로 브랜드 가치를 고수.
- 하반기 국내외 모멘텀 풍부. 국내외 수익성이 유사하게 양호한, 브랜드사.
- 다변화된 시장 덕에 피크아웃 논란에서 자유로운 편. 관심 있게 지켜볼 필요.

WHAT'S THE STORY?

히트상품이 지속적으로 출시될 수 있는 사업모델: 동사가 리들샷('23~), 시카 마스크('20~), 콜라겐 팩트('17~) 등 시장에 없던 히트상품을 계속 출시할 수 있었던 것은, 동사 특유의 사업 원칙 덕분이다.

첫째, 신제품은 제조사의 최소주문수량(MOQ)만큼만 생산하여 소비자 반응을 보고, 반응이 좋을때만 주문량을 늘려 나간다. 출시 후 반응이 좋지 않은 경우, 판촉 행사로 최소한의 이익을 남기고 '완판'시켜 재고 리스크를 제한한다. 이는 수출 전문 유통사인 실리콘투와 동일한 전략으로, 양사가 히트상품을 발굴할 수 있는 가장 핵심적인 노하우로 작용했다.

둘째, 시장에 없던 혁신적인, '다음 히트상품' 발굴을 최우선 과제로 삼고, 작은 조직 특유의 빠른 의사결정을 통해 1~2개월마다 끊임없이 신제품을 출시한다. 셋째, 소비자 반응 모니터링이 동사 대표의 주 업무이며, 의사결정에서 타깃 소비층과 같은 연령대의 젊은 직원의 피드백을 우선시한다. 넷째, 모든 채널에 일물일가 원칙을 적용하여 브랜드 가치를 지킨다.

하반기 국내외 모멘텀 풍부: 1) 실리콘투와의 협업을 통한 북미 매출 성장 본격화가 예상된다. 협업이 7월에야 본격화되었는데, 실리콘투향 매출액이 3분기에도 이미 반영된 것으로 예상된다. 2) 11월 중 증설 캐파 가동이 시작되면서, 각 채널에서 보다 공격적인 매출 성장이 가능해진다. 3) 일본 내 리들샷 취급 매장이 3분기 약 9천개까지 늘어남에 따라, 영업레버리지 증가 및 이익률 상승이 기대된다. 4) 국내 주요 채널인 H&B에서 '브랜드 단독' 매대 입점 준비 중으로, 성공 시 마케팅비의 큰 증가 없이 홍보효과가 커질 것으로 예상된다.

동사는 국내외 수익성이 유사하게 괜찮은, 인디 브랜드사다. 특히 치열한 국내 시장에서도 양호한 수익성을 유지할 정도로 독보적인 상품을 여러 번 개발했다는 점에 주목할 필요가 있다. 당분간 주요 시장에서 고른 실적 성장이 예상된다라는 점에서, 관심이 요구된다.

SUMMARY FINANCIAL DATA

	2020	2021	2022	2023
매출액 (십억원)	107	227	240	296
영업이익 (십억원)	5	26	24	46
순이익 (십억원)	-1	17	13	32
EPS (adj) (원)	32	434	323	776
EPS (adj) growth (%)	-66.3	1,244.0	-25.6	139.9
EBITDA margin (%)	7.3	15.2	13.2	18.2
ROE (%)	1.7	20.1	14.3	28.0
P/E (adj) (배)	275.1	16.5	16.2	21.0
P/B (배)	4.1	3.0	2.2	5.0
EV/EBITDA (배)	46.6	8.7	6.3	10.7
Dividend yield (%)	0.0	0.0	0.0	0.0

자료: 브이티, 삼성증권 추정

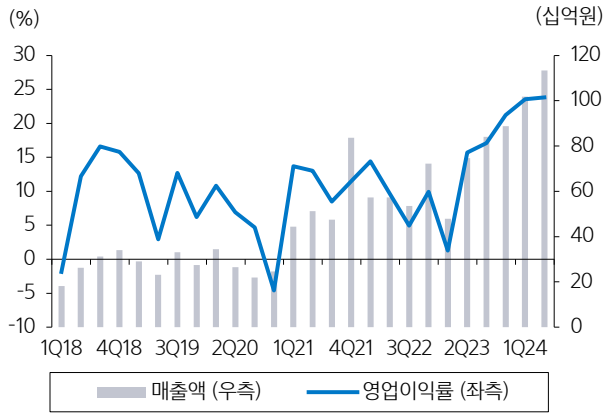
▶ AT A GLANCE

투자 의견	Not Rated
목표주가	n/a
현재주가	33,100원
시가총액	1.2조원
Shares (float)	35,798,007주 (58.7%)
52주 최저/최고	14,950원/38,400원
60일-평균거래대금	405.8억원

▶ ONE-YEAR PERFORMANCE

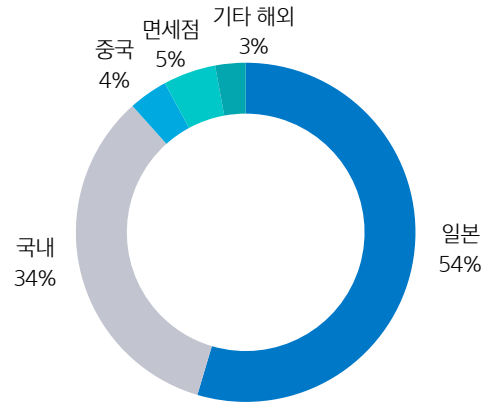
	1M	6M	12M
브이티 (%)	-7.7	68.7	87.5
Kospi 지수 대비 (%pts)	-12.5	85.8	99.4

브이티의 매출액 및 영업이익률 추이



자료: 브이티, 삼성증권

브이티의 시장별 매출액 breakdown (1H24 기준)



자료: 브이티, 삼성증권

2017년 히트상품: 콜라겐 팩트



자료: 브이티

2020년 히트상품: 시카 마스크



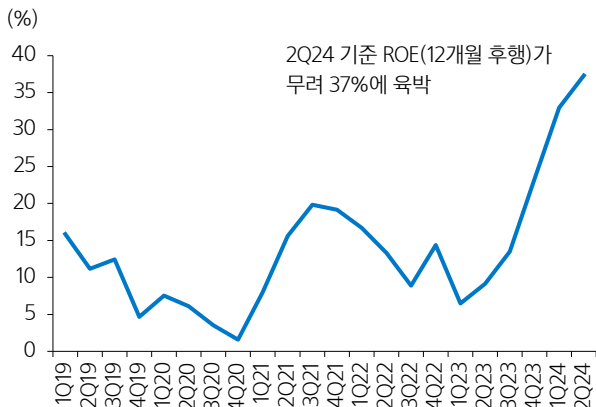
자료: 브이티

2023~2024년 히트상품: 리들샷



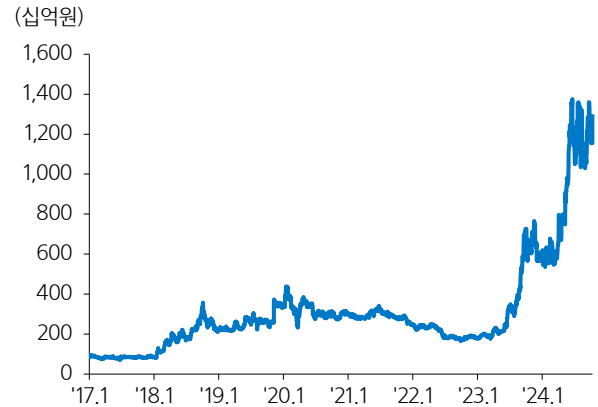
자료: 브이티

브이티의 ROE 추이



참고: Trailing 12m 기준
자료: 브이티, 삼성증권

브이티의 상장 이후 시가총액 추이



자료: 삼성증권

포괄손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2019	2020	2021	2022	2023
매출액	113	107	227	240	296
매출원가	72	74	132	135	156
매출총이익	41	33	95	105	140
(매출총이익률, %)	36.4	31.2	42.0	43.7	47.3
판매 및 일반관리비	31	28	69	81	94
영업이익	10	5	26	24	46
(영업이익률, %)	9.1	5.1	11.6	9.8	15.4
영업외손익	-7	-7	-5	-10	-4
금융수익	1	1	1	0	6
금융비용	5	4	8	4	7
지분법손익	0	-3	4	-1	-0
기타	-3	-1	-2	-5	-3
세전이익	3	-1	22	14	42
법인세	-0	0	4	1	10
(법인세율, %)	-13.3	-23.5	19.1	4.2	23.7
계속사업이익	3	-1	17	13	32
중단사업이익	0	0	0	0	0
순이익	3	-1	17	13	32
(순이익률, %)	3.0	-1.2	7.7	5.5	10.7
지배주주순이익	3	1	15	11	27
비지배주주순이익	1	-2	3	2	4
EBITDA	12	8	34	32	54
(EBITDA 이익률, %)	10.9	7.3	15.2	13.2	18.2
EPS (지배주주)	96	32	434	323	776
EPS (연결기준)	115	-38	510	383	901
수정 EPS (원)*	96	32	434	323	776

현금흐름표

12월 31일 기준 (십억원)	2019	2020	2021	2022	2023
영업활동에서의 현금흐름	-3	-3	49	54	32
당기순이익	3	-1	17	13	32
현금유출입이없는 비용 및 수익	10	9	19	20	22
유형자산 감가상각비	2	2	4	5	5
무형자산 상각비	0	0	4	3	3
기타	7	6	12	12	14
영업활동 자산부채 변동	-14	-9	14	26	-21
투자활동에서의 현금흐름	-3	-31	12	-24	2
유형자산 증감	-5	-2	5	-2	-7
장단기금융자산의 증감	3	3	-7	-19	10
기타	-1	-32	14	-2	-1
재무활동에서의 현금흐름	7	28	-38	-31	-17
차입금의 증가(감소)	25	20	-18	-5	-21
자본금의 증가(감소)	59	5	-47	1	11
배당금	0	0	0	0	0
기타	-77	2	27	-27	-7
현금증감	0	-7	22	-1	17
기초현금	17	18	11	34	33
기말현금	18	11	34	33	50
Gross cash flow	13	7	37	33	54
Free cash flow	-8	-5	47	52	25

참고: * 일회성 수익(비용) 제외
 ** 완전 희석, 일회성 수익(비용) 제외
 *** P/E, P/B는 지배주주기준

자료: 브이티, 삼성증권

재무상태표

12월 31일 기준 (십억원)	2019	2020	2021	2022	2023
유동자산	91	80	107	119	155
현금 및 현금등가물	18	11	34	33	50
매출채권	28	21	29	29	46
재고자산	31	43	31	22	26
기타	13	5	13	35	33
비유동자산	45	79	101	101	101
투자자산	0	29	10	9	6
유형자산	28	33	28	29	34
무형자산	13	14	51	46	44
기타	4	2	12	18	18
자산총계	136	159	208	221	257
유동부채	60	70	77	99	102
매입채무	9	6	10	18	19
단기차입금	29	29	20	20	25
기타 유동부채	21	35	48	61	58
비유동부채	15	18	20	19	8
사채 및 장기차입금	13	16	9	10	0
기타 비유동부채	2	2	11	9	8
부채총계	75	88	98	118	109
지배주주지분	60	71	78	78	117
자본금	19	17	17	17	18
자본잉여금	89	96	49	50	61
이익잉여금	12	13	38	50	77
기타	-59	-56	-27	-39	-38
비지배주주지분	1	-0	32	25	30
자본총계	61	70	110	103	147
순부채	34	64	19	-5	-36

재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2019	2020	2021	2022	2023
증감률 (%)					
매출액	3.0	-4.8	111.2	5.9	23.0
영업이익	-23.4	-46.8	383.3	-10.8	93.4
순이익	-68.1	적전	흑전	-24.5	140.0
수정 EPS**	-65.3	-66.3	1,244.0	-25.6	139.9
주당지표					
EPS (지배주주)	96	32	434	323	776
EPS (연결기준)	115	-38	510	383	901
수정 EPS**	96	32	434	323	776
BPS	1,919	2,177	2,368	2,395	3,273
DPS (보통주)	0	0	0	0	0
Valuations (배)					
P/E***	93.9	275.1	16.5	16.2	21.0
P/B***	4.7	4.1	3.0	2.2	5.0
EV/EBITDA	30.8	46.6	8.7	6.3	10.7
비율					
ROE (%)	5.0	1.7	20.1	14.3	28.0
ROA (%)	2.6	-0.9	9.5	6.2	13.3
ROIC (%)	13.1	6.7	18.9	21.5	36.4
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (보통주, %)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
순부채비율 (%)	55.0	90.2	16.9	-5.3	-24.4
이자보상배율 (배)	6.4	2.0	5.8	7.9	26.2

2024. 10. 16

ESG솔루션

이가영

Analyst

kayoung.l.lee@samsung.com

아모레퍼시픽 (090430)

그래도 코스알엑스와 라네즈 덕분에

- 코스알엑스 인수는 실적 방어와 인디뷰티 노하우 습득 측면에서 도움. 라네즈의 북미 및 유럽 실적 성장으로도 그 효과가 나타나는 중.
- 면세/중국 매출 부진은 경제 상황 탓이 아닌, 경영의 결과. 하반기 중국 현지 프리미엄 매장 전부 철수 후 설화수에만 집중할 계획으로, 사업개편 추이를 지켜볼 필요.
- 투자이견 BUY, 목표주가 14.2만원으로 커버리지 개시.

▶ AT A GLANCE

투자이견	BUY	
목표주가	142,000원	15%
현재주가	124,000원	
시가총액	7.3조원	
Shares (float)	58,492,759주 (49.7%)	
52주 최저/최고	107,100원/194,200원	
60일-평균거래대금	627.0억원	

▶ ONE-YEAR PERFORMANCE

	1M	6M	12M
아모레퍼시픽 (%)	-11.8	-7.9	8.7
Kospi 지수 대비 (%pts)	-13.8	-6.6	1.4

▶ SAMSUNG vs THE STREET

No of estimates	16
Target price	185,813
Recommendation	3.9

BUY★★★: 5 / BUY: 4 / HOLD: 3 / SELL: 2 / SELL★★★: 1

WHAT'S THE STORY?

코스알엑스의 노하우 덕에 라네즈도 서구권 성장 탄력: 동사의 코스알엑스 인수는 연결 편입으로 실적 방어에도 도움이 되지만, 성공한 인디뷰티 브랜드의 노하우를 습득한다는 데 큰 의의가 있다. 코스알엑스는 국내 화장품의 중화권 수출이 70%에 달하던 '15년에 이미 북미 시장에 진출하여 성공한데다, 인디뷰티 특유의 성공 노하우(빠른 시장 대응, 효과적 SNS 마케팅)를 갖췄기 때문이다. 실제로 라네즈는 '19년부터 북미 대형 유통채널(세포라)과 협업을 시작했으나, 매출 성장이 본격화된 것은 코스알엑스 지분 인수 후 노하우를 공유받기 시작한 '21년이다. 코스알엑스 3Q24 실적이 시장의 기대를 소폭 하회할 것이나, 라네즈의 시장 지위가 강화되며 코스알엑스 제외 서구권 매출이 24.9% 성장할 것으로 예상된다.

면세/중국 매출 부진이 경제 상황 탓만은 아닌 이유: 최근 면세/중국 실적 부진은 단순히 중국 경기 악화 때문이 아니라, 1) 회사의 시장/채널 전략 수정과 2) 화장품 시장 트렌드 변화에 따른, 어느 정도 예견된 결과였다. 면세 채널은 다이고(代购)사업을 브랜드 가치 보호 차 중단한 이후, 다소 소극적으로 대응 중이다. 중국 현지(오프라인)는 설화수 이외 브랜드들의 매장을 전부 철수 중이며, 중국 이커머스는 수익성 개선을 위해 거래 구조 개편 중이다. 3Q24에도 중국 구조조정 비용 추가 발생 및 면세 채널 부진이 지속될 것으로 예상되며, 수익성 위주의 과감한 사업개편이 성공적으로 이뤄질지 지켜볼 필요가 있다.

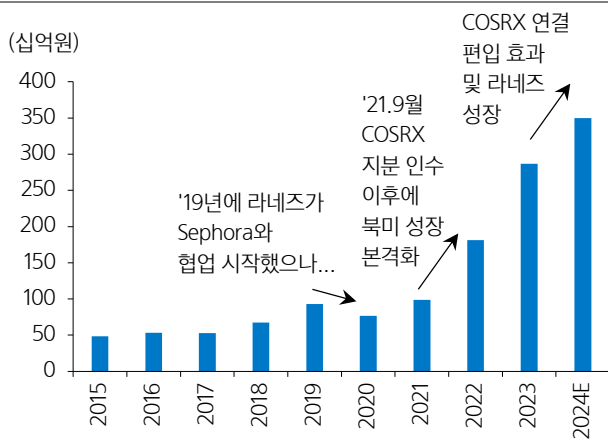
투자이견 BUY, 목표주가 14.2만원으로 커버리지 개시: 12개월 선행 EPS 6,825원에 target P/E 20.8배를 적용하여, 목표주가 142,000원을 제시한다. Target P/E는 해외 인디뷰티 관련주의 현재 거래배수(Bloomberg)로, 코스알엑스 인수로 인디뷰티의 영업전략을 흡수 중인 점을 반영했다. 부진 시장/채널에서 아직 구조조정이 진행 중이나, 동사의 '글로벌 리밸런싱'으로 전략 시장을 변경한 점이 긍정적으로 판단된다. 투자이견 BUY로 커버리지 개시한다.

SUMMARY FINANCIAL DATA

	2023	2024E	2025E	2026E
매출액 (십억원)	3,674	3,860	4,333	4,752
영업이익 (십억원)	108	215	430	443
순이익 (십억원)	174	730	397	428
EPS (adj) (원)	2,608	10,570	5,756	6,201
EPS (adj) growth (%)	33.9	305.3	-45.5	7.7
EBITDA margin (%)	9.8	11.9	15.7	14.7
ROE (%)	3.7	14.1	7.1	7.2
P/E (adj) (배)	55.6	11.7	21.5	20.0
P/B (배)	2.0	1.6	1.5	1.4
EV/EBITDA (배)	23.6	15.2	10.0	9.4
Dividend yield (%)	0.6	0.7	0.7	0.7

자료: 아모레퍼시픽, 삼성증권 추정

아모레퍼시픽 미국 매출액 추이 및 전망



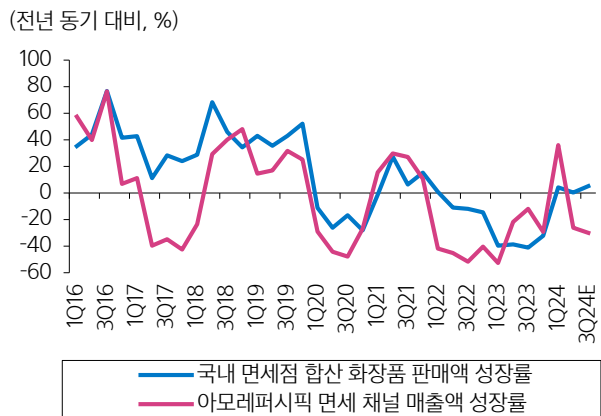
자료: 아모레퍼시픽, 삼성증권 추정

아모레퍼시픽의 코스알엑스 지분 취득 내역

최초 공시일	취득일	취득금액 (십억원)	취득 주식 수	취득 후 보유 주식 수	취득 후 지분율
2021.9.17	2021.10.29	180.0	192,000	192,000	38.4
2023.10.31	2024.4.30*	632.1	249,500	441,500	86.7
	2025.4.30	147.1	48,000	489,500	93.2**
합계		959.2			

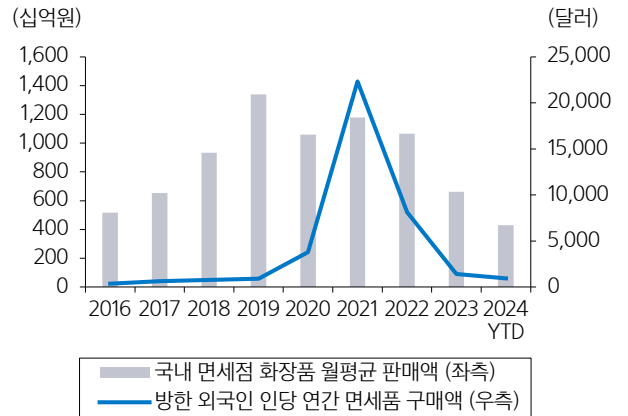
참고: * 연결 대상 자회사 편입. 취득 주식 수는 임직원 보유주식 매수분까지 포함
** 가득 기간이 도래한 임직원 주식매수청구권이 모두 행사된다고 가정
자료: 아모레퍼시픽, 삼성증권

국내 면세채널 화장품 판매 vs 아모레퍼시픽 면세 매출 성장률



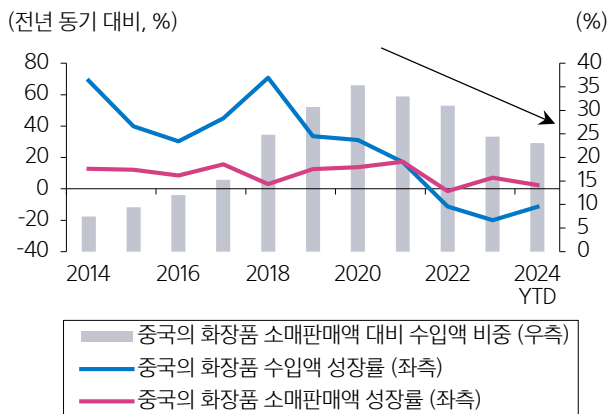
자료: 통계청, 아모레퍼시픽, 삼성증권 추정

국내 면세점 화장품 판매액 vs 방한 외국인 인당 면세품 구매액



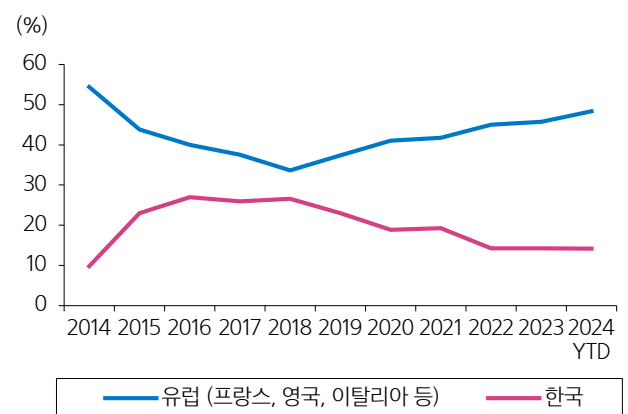
자료: 통계청, 한국면세점협회, 삼성증권

중국의 화장품 전체 소매판매액 대비 수입액



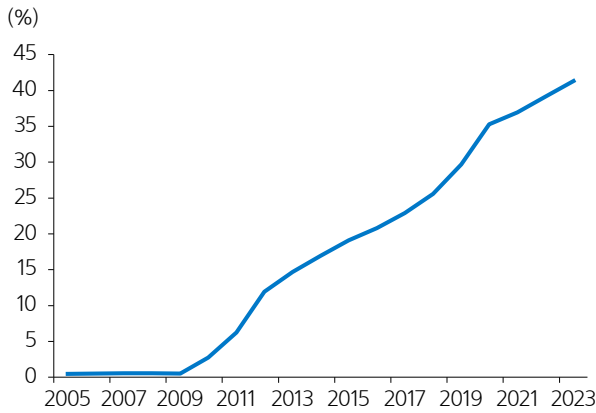
자료: 중국 국가통계국(国家统计局), ITC, 삼성증권

중국의 화장품 수입국 비중: 유럽 vs 한국



참고: 수입액 기준, 2024년은 1-8월 누계. 2024년 기준 유럽 내 비중은 프랑스 57%, 영국 20%, 이탈리아 7%로, 3개국 합산이 유럽 전체의 85%를 차지.
자료: 중국 해관 총서(海关总署), ITC, 삼성증권

중국 화장품 소매판매 중 이커머스 점유율 추이



참고: 기초 화장품 기준
자료: Euromonitor, 중상산업연구원(中商产业研究院), 삼성증권

Tmall 최근 주요 세일 행사의 화장품 판매 상위 브랜드

순위	2023년						2024년			
	38절		618		광군제(11.11)		38절		618	
	브랜드	국가	브랜드	국가	브랜드	국가	브랜드	국가	브랜드	국가
1	Proya	중	Proya	중	Proya	중	Proya	중	Proya	중
2	L'Oreal	프	Lancome	프	L'Oreal	프	L'Oreal	프	L'Oreal	프
3	Lancome	프	Estee Lauder	미	Lancome	프	Lancome	프	Lancome	프
4	Estee Lauder	미	L'Oreal	프	Estee Lauder	미	Estee Lauder	미	Estee Lauder	미
5	Olay	미	Olay	미	Winona	중	Olay	미	Kefumei	중
6	Clarins	프	La Mer	독	La Mer	독	Skin Ceuticals	미	Skin Ceuticals	미
7	Skin Ceuticals	미	Helena Rubinstein	미	Olay	미	Clarins	프	Olay	미
8	La Mer	독	SK-II	일	Skin Ceuticals	미	Winona	중	La Mer	독
9	Guerlain	프	Skin Ceuticals	미	Helena Rubinstein	미	Cle de Peau Beaute	일	Helena Rubinstein	미
10	Helena Rubinstein	미	Winona	중	Guerlain	프	La Mer	독	Cle de Peau Beaute	일

자료: iiMedia Research

아모레퍼시픽 목표주가 산정

(원)	
EPS (12개월 선행) (A=B*D+C*(1-D))	6,825
2024E (B)	10,570
2025E (C)	5,756
2024년 가중치 (금일 기준) (D)	21.1%
Target P/E (12개월 선행, 배) (E)	20.8
목표주가 (F=A*E)	142,000
전일 종가 (G)	124,000
Upside (H=G/F-1)	15%

자료: Bloomberg, 삼성증권 추정

국내외 화장품사 밸류에이션 비교

	ODM사					유통사			용기사	브랜드사							
	코스 맥스	한국 콜마	씨앤씨 인터 내셔널	코스 메카	Inter- cos	실리 콘투	Ulta Beauty	Yes Asia	펄텍 코리아	아모레 퍼시픽	LG 생활 건강	브이티	클리오	e.l.f Beauty	L'Oreal	Estee Lauder	
종목코드	192820	161890	352480	241710	ICOS	257720	ULTA	2209	251970	090430	051900	182090	237880	ELF US	OR FP	EL US	
시가총액 (백만달러)	1,117	1,222	601	608	1,719	1,863	17,400	299	342	5,317	4,053	869	360	6,509	228,316	33,902	
(현지통화)*	1,523	1,667	819	830	1,577	2,541	17,400	2,319	464	7,253	5,529	1,185	491	6,509	209,464	33,902	
매출액	2022	0.5	17.6	43.1	0.7	24.0	26.2	40.3	-20.6	6.6	-15.0	-11.2	5.9	17.1	23.3	18.5	9.4
성장률	2023	11.1	15.5	68.7	17.9	18.3	107.5	18.3	56.6	20.2	-11.1	-5.3	23.0	21.3	47.6	7.6	-10.3
(%)	2024E	16.3	14.6	47.8	18.9	8.0	123.1	9.5	79.3	13.7	5.1	-0.8	44.9	20.6	72.0	6.5	-2.2
	2025E	18.2	17.1	24.3	15.5	7.4	50.8	-0.0	46.3	11.8	12.3	3.7	19.0	15.5	32.8	6.0	0.6
영업이익	2022	-56.7	-13.0	674.9	-48.4	65.5	62.6	447.9	nm	1.4	-37.6	-44.9	-10.6	28.6	211.8	32.0	21.1
성장률	2023	117.9	85.8	83.9	374.1	20.6	235.8	26.3	nm	33.3	-49.5	-31.5	93.1	89.1	132.5	1.9	-52.4
(%)	2024E	46.4	59.5	38.1	43.5	17.4	213.0	0.7	209.3	26.0	99.1	4.5	129.2	33.9	184.3	13.1	-3.0
	2025E	17.7	32.3	16.5	28.1	15.7	61.0	-13.3	69.7	15.0	99.8	8.9	52.4	21.0	36.6	7.7	20.4
영업	2022	3.3	3.9	13.4	2.6	8.5	8.6	15.0	-4.3	11.2	5.2	9.9	9.8	6.6	7.5	19.9	17.9
이익률	2023	6.5	6.3	14.6	10.4	8.7	13.9	16.1	5.3	12.4	2.9	7.2	15.4	10.2	11.8	18.9	9.5
(%)	2024E	8.2	8.8	13.6	12.6	9.4	19.6	14.8	9.1	13.8	5.6	7.5	24.4	11.4	19.5	20.1	9.4
	2025E	8.2	9.9	12.8	14.0	10.1	20.9	12.8	10.6	14.1	9.9	7.9	31.2	11.9	20.0	20.4	11.3
P/E **	2022	73.1	nm	49.8	253.4	32.1	225.2	20.5	40.3	22.0	47.5	41.6	73.5	39.8	253.1	35.9	13.0
(배)	2023	26.7	311.1	26.1	37.8	28.1	66.3	15.3	25.1	16.4	11.7	14.5	39.4	16.4	103.8	32.3	27.3
	2024E	16.6	17.8	15.9	19.8	23.9	19.3	14.5	14.9	14.6	21.5	10.0	17.7	12.4	38.7	30.8	42.4
	2025E	11.8	12.0	14.6	16.0	20.2	13.6	15.9	11.9	12.7	20.0	9.6	14.1	10.8	33.1	28.1	32.5
	12m fwd	12.8	13.2	14.9	16.8	21.0	14.8	15.6	12.5	13.1	20.3	9.7	14.9	11.1	34.3	28.7	34.6
P/B **	2022	3.4	1.1	6.1	5.7	3.8	26.1	12.6	0.9	2.2	1.8	1.0	13.1	2.5	19.1	7.7	6.0
(배)	2023	4.2	1.1	4.7	4.9	3.5	18.7	9.5	0.8	2.0	1.6	0.9	9.1	2.2	14.7	7.2	6.0
	2024E	3.4	1.1	3.2	3.9	3.2	9.4	7.9	4.9	1.8	1.5	0.9	5.5	2.0	11.0	6.5	6.1
	2025E	2.7	0.9	2.4	3.1	2.9	5.6	7.2	2.7	1.6	1.4	0.8	3.6	1.7	7.8	6.0	6.4
	12m fwd	2.8	0.9	2.6	3.3	2.9	6.4	7.3	3.2	1.6	1.4	0.8	4.0	1.8	8.5	6.1	6.3
EPS	2022	-72.0	-161.4	-378.5	-71.3	30.5	-77.5	276.0	329.4	19.4	33.9	-39.7	-4.5	-9.0	52.5	21.6	13.8
성장률	2023	174.1	-123.6	90.9	571.1	14.4	239.6	33.5	-210.9	33.6	305.3	186.6	86.4	142.2	143.9	11.0	-52.2
(%)	2024E	60.1	1,652.4	63.5	90.4	17.2	243.0	5.7	252.8	12.5	-45.5	44.7	122.3	32.4	168.1	4.8	-35.7
	2025E	40.7	48.3	9.2	23.8	18.3	42.1	-9.0	66.7	14.9	7.7	4.2	25.3	15.0	17.0	9.6	30.4
	12m fwd	44.8	386.3	20.6	37.8	18.0	84.4	-5.9	105.9	14.4	-3.5	12.7	45.8	18.7	48.8	8.6	16.5
ROE (%)	2022	4.6	-1.6	13.1	2.3	12.7	3.6	55.7	-21.1	10.4	3.7	2.4	18.4	6.6	8.1	23.0	44.7
	2023	14.2	0.4	20.5	13.9	13.0	32.8	70.6	23.9	12.6	14.1	6.7	27.3	14.3	16.0	23.0	22.1
	2024E	22.8	6.2	23.8	21.9	14.0	64.9	59.5	55.4	12.8	7.1	9.0	38.6	16.9	32.5	22.2	14.3
	2025E	25.5	8.1	18.7	21.6	14.9	51.6	47.2	52.4	13.1	7.2	8.5	30.8	17.0	27.5	22.1	19.2

참고: 커버리지 기업(코스맥스, 한국콜마, 씨앤씨인터내셔널, 실리콘투, 아모레퍼시픽, LG생활건강)의 전망치는 삼성증권 추정 기준, 그 외 기업은 컨센서스(Bloomberg) 기준

* 한국은 십억원, 미국은 백만달러, 프랑스는 백만유로, 일본은 십억엔 기준 ** 2024년 10월 15일 종가 기준(한국시간)

자료: Bloomberg, 삼성증권 추정

아모레퍼시픽 부문별/시장별 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24E	2022	2023	2024E	2025E
매출액	913.7	945.4	888.8	926.0	911.5	904.8	970.1	1,073.3	4,134.9	3,674.0	3,859.6	4,332.6
국내	552.2	555.0	543.2	560.4	563.6	511.9	516.0	558.2	2,581.3	2,210.8	2,149.7	2,137.2
이커머스	180.0	170.0	150.9	170.0	169.1	174.0	166.9	188.5	877.9	672.1	698.5	741.1
면세	82.8	111.0	123.8	134.4	112.7	81.9	80.5	107.5	647.1	452.1	382.7	306.1
기타 국내	289.4	274.0	268.5	256.0	281.8	256.0	268.6	262.2	1,056.3	1,086.6	1,068.6	1,090.0
해외(COSRX 제외)	344.9	372.3	317.7	356.9	336.8	291.8	283.3	316.1	1,478.1	1,391.8	1,228.0	1,327.4
아시아	270.7	285.2	234.6	262.7	231.7	188.7	179.5	186.5	1,265.3	1,053.2	786.4	706.2
중국	183.6	193.4	117.3	131.4	148.2	107.7	64.5	52.5	764.9	625.7	373.0	268.7
기타 아시아	87.1	91.9	117.3	131.4	83.5	81.0	115.0	134.0	500.4	427.7	413.4	437.5
서구권	74.2	87.1	83.1	94.2	105.1	103.1	103.8	129.6	212.8	338.6	441.6	621.2
미국	62.8	73.9	70.7	79.4	87.8	84.5	87.7	109.6	181.4	286.8	369.5	517.1
유럽	11.4	13.2	12.4	14.8	17.3	18.6	16.1	20.0	31.4	51.8	72.1	104.0
COSRX(연결 반영분)						93.3	165.8	191.9			451.0	840.5
영업이익	64.4	5.9	17.3	20.7	72.7	4.2	44.0	94.6	214.2	108.2	215.4	430.3
세전이익	99.0	19.2	38.2	124.2	102.2	513.8	56.5	95.4	224.5	280.6	768.0	509.8
지배주주 순이익	87.3	22.1	28.0	42.7	78.6	531.5	44.8	75.0	134.5	180.1	729.9	397.5
성장률 (%)												
매출액	-21.6	-0.0	-5.1	-14.9	-0.2	-4.3	9.1	15.9	-15.0	-11.1	5.1	12.3
국내	-24.6	-11.6	-7.5	-11.6	2.1	-7.8	-5.0	-0.4	-16.1	-14.4	-2.8	-0.6
이커머스	-26.8	-35.8	-15.0	-10.5	-6.1	2.4	10.6	10.9	5.9	-23.4	3.9	6.1
면세	-52.6	-21.8	-11.8	-29.3	36.1	-26.2	-35.0	-20.0	-44.6	-30.1	-15.4	-20.0
기타 국내	-7.3	23.9	-0.2	0.9	-2.6	-6.6	0.0	2.5	-2.1	2.9	-1.7	2.0
해외(COSRX 제외)	-17.9	27.5	-3.6	-18.3	-2.3	-21.6	-10.8	-11.4	-18.0	-5.8	-11.8	8.1
아시아	-28.6	14.0	-12.5	-28.6	-14.4	-33.8	-23.5	-29.0	-24.7	-16.8	-25.3	-10.2
중국	-29.8	57.7	-23.9	-42.0	-19.3	-44.3	-45.0	-60.0	-35.3	-18.2	-40.4	-27.9
기타 아시아	-25.9	-27.9	2.9	-7.1	-4.1	-11.9	-2.0	2.0	0.4	-14.5	-3.3	5.8
서구권	82.3	107.9	35.6	36.8	41.6	18.4	24.9	37.6	75.8	59.1	30.4	40.7
미국	80.5	105.3	34.7	36.8	39.8	14.3	24.0	38.0	83.4	58.1	28.8	40.0
유럽	93.2	123.7	40.9	37.0	51.8	41.2	30.0	35.4	42.1	65.0	39.2	44.3
COSRX(회사 전체 기준)									65.7	137.9	34.5	28.5
영업이익	-59.3	nm	-8.2	-63.7	12.9	-29.5	155.0	357.3	-37.6	-49.5	99.1	99.8
세전이익	-39.0	nm	-35.1	465.3	3.2	2,575.4	47.9	-23.2	-24.6	25.0	173.7	-33.6
지배주주 순이익	-25.7	nm	15.7	80.8	-9.9	2,304.6	60.0	75.5	-30.6	33.9	305.3	-45.5
이익률 (%)												
영업이익	7.0	0.6	1.9	2.2	8.0	0.5	4.5	8.8	5.2	2.9	5.6	9.9
세전이익	10.8	2.0	4.3	13.4	11.2	56.8	5.8	8.9	5.4	7.6	19.9	11.8
지배주주 순이익	9.6	2.3	3.2	4.6	8.6	58.7	4.6	7.0	3.3	4.9	18.9	9.2

자료: 아모레퍼시픽, 삼성증권

포괄손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	4,135	3,674	3,860	4,333	4,752
매출원가	1,338	1,155	1,151	1,309	1,445
매출총이익	2,797	2,519	2,708	3,024	3,307
(매출총이익률, %)	67.7	68.6	70.2	69.8	69.6
판매 및 일반관리비	2,583	2,411	2,493	2,594	2,865
영업이익	214	108	215	430	443
(영업이익률, %)	5.2	2.9	5.6	9.9	9.3
영업외손익	10	172	553	79	107
금융수익	23	162	137	100	105
금융비용	34	19	40	21	21
지분법손익	9	42	23	0	23
기타	13	-12	433	0	0
세전이익	224	281	768	510	550
법인세	95	107	38	113	123
(법인세율, %)	42.4	38.0	4.9	22.2	22.3
계속사업이익	129	174	730	397	428
중단사업이익	0	0	0	0	0
순이익	129	174	730	397	428
(순이익률, %)	3.1	4.7	18.9	9.2	9.0
지배주주순이익	134	180	730	397	428
비지배주주순이익	-5	-6	0	-1	-1
EBITDA	503	360	457	679	697
(EBITDA 이익률, %)	12.2	9.8	11.9	15.7	14.7
EPS (지배주주)	1,947	2,608	10,570	5,756	6,201
EPS (연결기준)	1,872	2,518	10,577	5,747	6,191
수정 EPS (원)*	1,947	2,608	10,570	5,756	6,201

현금흐름표

12월 31일 기준 (십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동에서의 현금흐름	151	348	535	529	588
당기순이익	129	174	730	397	428
현금유출입이없는 비용 및 수익	497	267	-274	212	214
유형자산 감가상각비	289	252	242	249	254
무형자산 상각비	0	0	0	0	0
기타	208	16	-516	-36	-40
영업활동 자산부채 변동	-345	-36	74	-80	-70
투자활동에서의 현금흐름	-69	-186	-224	-223	-228
유형자산 증감	-95	-108	-73	-76	-78
장단기금융자산의 증감	23	-107	344	0	0
기타	4	29	-495	-147	-150
재무활동에서의 현금흐름	-155	-99	-114	-121	-158
차입금의 증가(감소)	-33	-7	-4	2	2
자본금의 증가(감소)	-4	2	0	0	0
배당금	-68	-47	-63	-75	-81
기타	-49	-47	-47	-48	-79
현금증감	-88	57	197	185	202
기초현금	538	450	506	704	889
기말현금	450	506	704	889	1,090
Gross cash flow	626	441	456	609	642
Free cash flow	52	214	460	451	508

참고: * 일회성 수익(비용) 제외
 ** 완전 희석, 일회성 수익(비용) 제외
 *** P/E, P/B는 지배주주기준
 자료: 아모레퍼시픽, 삼성증권 추정

재무상태표

12월 31일 기준 (십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	1,735	1,952	1,770	2,052	2,338
현금 및 현금등가물	450	506	704	889	1,090
매출채권	285	293	370	415	456
재고자산	409	394	378	430	475
기타	591	759	317	317	317
비유동자산	4,067	3,934	5,204	5,270	5,326
투자자산	299	380	120	120	120
유형자산	2,475	2,442	2,421	2,486	2,543
무형자산	358	341	1,872	1,872	1,872
기타	935	772	791	791	791
자산총계	5,802	5,887	6,974	7,322	7,665
유동부채	831	813	1,146	1,163	1,178
매입채무	81	86	126	143	158
단기차입금	223	244	250	249	249
기타 유동부채	527	483	770	770	770
비유동부채	191	201	370	373	373
사채 및 장기차입금	0	0	0	0	0
기타 비유동부채	191	201	370	373	373
부채총계	1,023	1,014	1,517	1,536	1,551
지배주주지분	4,799	4,898	5,428	5,750	6,079
자본금	35	35	35	35	35
자본잉여금	792	794	625	625	625
이익잉여금	4,010	4,101	4,768	5,091	5,419
기타	-38	-32	0	0	0
비지배주주지분	-19	-25	29	35	35
자본총계	4,779	4,873	5,457	5,786	6,114
순부채	-200	-330	-705	-891	-1,093

재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2022	2023	2024E	2025E	2026E
증감률 (%)					
매출액	-15.0	-11.1	5.1	12.3	9.7
영업이익	-37.6	-49.5	99.1	99.8	2.9
순이익	-28.5	34.5	320.0	-45.7	7.7
수정 EPS**	-30.6	33.9	305.3	-45.5	7.7
주당지표					
EPS (지배주주)	1,947	2,608	10,570	5,756	6,201
EPS (연결기준)	1,872	2,518	10,577	5,747	6,191
수정 EPS**	1,947	2,608	10,570	5,756	6,201
BPS	69,550	70,961	78,698	83,372	88,128
DPS (보통주)	680	910	910	910	910
Valuations (배)					
P/E***	70.6	55.6	11.7	21.5	20.0
P/B***	2.0	2.0	1.6	1.5	1.4
EV/EBITDA	16.6	23.6	15.2	10.0	9.4
비율					
ROE (%)	2.8	3.7	14.1	7.1	7.2
ROA (%)	2.2	3.0	11.4	5.6	5.7
ROIC (%)	3.8	2.0	5.3	7.3	7.3
배당성향 (%)	29.6	29.5	7.3	13.4	12.4
배당수익률 (보통주, %)	0.5	0.6	0.7	0.7	0.7
순부채비율 (%)	-4.2	-6.8	-12.9	-15.4	-17.9
이자보상배율 (배)	17.5	6.6	11.5	20.9	21.3

2024. 10. 16

ESG솔루션

이가영

Analyst

kayoung.l.lee@samsung.com

LG생활건강 (051900)

아직은 지켜봐야할 때

- 화장품은 여전히 주력 시장인 중국 럭셔리에 집중하며 리브랜딩 중이나, 면세 매출 감소분 이상으로 성장이나 오르지 않은 상태. 북미/일본의 성장세도 아직 미미.
- 생활용품은 팬데믹 특수(=마스크 초과 수요)가 사라지며 매출과 수익성이 하향 안정화 중이며, 추가적인 모멘텀은 아직 부재. 음료도 내수 소비 부진으로 회복이 미진.
- 밸류에이션 업사이드를 정당화할만한 실적 개선이 당장에는 불투명. 중국 경기 부양 수혜가 구체화될 때까지 지켜볼 것을 권고하며, HOLD 투자의견으로 커버리지 개시.

▶ AT A GLANCE

투자 의견	HOLD	
목표주가	372,000원	5.1%
현재주가	354,000원	
시가총액	5.5조원	
Shares (float)	15,618,197주 (59.8%)	
52주 최저/최고	303,500원/469,000원	
60일-평균거래대금	227.8억원	

▶ ONE-YEAR PERFORMANCE

	1M	6M	12M
LG생활건강 (%)	1.1	-5.2	-15.7
Kospi 지수 대비 (%pts)	-1.1	-3.9	-21.4

▶ SAMSUNG vs THE STREET

No of estimates	14
Target price	465,385
Recommendation	3.9

BUY★★★★ / BUY: 4 / HOLD: 3 / SELL: 2 / SELL★★★★: 1

WHAT'S THE STORY?

화장품 국내외 모두 정비 중: 국내외 화장품 사업 모두 전략을 재정비 중이나, 근시일 내에는 가시적인 실적 반전이 기대되지 않는다. 해외/면세 사업은, 성과가 가장 좋은 중국 럭셔리에 집중하기로 결정하고 더후 리브랜딩을 진행 중이다. 중국 현지에서 브랜드 가치를 보호하는데 집중하는 대신, 면세 채널은 다소 소극적인 대응 중이다. 미주 사업은 수익성 위주로 구조조정했고, 인수한 저수익 브랜드보다는 기존 본사 브랜드를 강화하는 것으로 전략을 수정했다. 국내는 가맹 사업 철수 이후, 본격적으로 온라인 및 H&B 채널을 육성 중이다.

생활용품과 음료 사업은 하향 안정화: 생활용품은 팬데믹 기간의 특수가 사라지며 하향 안정화 중이다. 프리미엄 기능성 제품을 꾸준히 출시 중이나, 가격 민감도가 높은 제품 특성상 공격적인 실적 성장 동력이 되기는 어려울 것이다. 음료는 작년 3분기의 높은 기저에, 야외활동이 감소할 정도로 평년 대비 높았던 올 여름의 기후, 그리고 내수 소비 부진 영향으로 3Q24 매출액 전년 동기 대비 역성장 예상된다.

투자 의견 HOLD, 목표주가 37.2만원 제시: 각 사업부의 가치를 합산하여 목표주가 37.2만원을 제시한다. 화장품 및 생활용품 사업은 12개월 선행 NOPLAT 2,621억원에 target P/E 17배를 적용했다. Target P/E는 유사한 사업구조를 지닌 글로벌 peer 평균에, 사업 정비 효과가 아직 현실화되지 않았음을 반영하여 할인을 주었다. 음료 사업은 12개월 선행 NOPLAT 1,598억원에 target P/E 8배(국내 경쟁사 평균 거래배수, Bloomberg)를 적용했다. 집중하기로 결정한 중국 럭셔리 시장에서 경기 부양책의 수혜가 일부 기대되는 만큼, 정책 효과가 실적 개선으로 드러날 때까지 지켜볼 것을 권고한다. 투자 의견 HOLD로 커버리지 개시한다.

SUMMARY FINANCIAL DATA

	2023	2024E	2025E	2026E
매출액 (십억원)	6,805	6,753	7,002	7,390
영업이익 (십억원)	487	509	554	576
순이익 (십억원)	164	435	630	656
EPS (adj) (원)	8,057	23,089	33,398	34,797
EPS (adj) growth (%)	-39.7	186.6	44.7	4.2
EBITDA margin (%)	11.1	11.5	11.7	11.4
ROE (%)	2.7	7.3	9.8	9.3
P/E (adj) (배)	44.1	15.3	10.6	10.2
P/B (배)	1.1	1.0	0.9	0.9
EV/EBITDA (배)	7.4	7.8	6.7	6.3
Dividend yield (%)	1.0	1.0	1.0	1.0

자료: LG생활건강, 삼성증권 추정

LG생활건강 실적 추이 및 전망

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24E	2022	2023	2024E	2025E
매출액	1,683.7	1,807.7	1,746.2	1,567.2	1,728.7	1,759.7	1,668.8	1,595.4	7,185.8	6,804.8	6,752.6	7,002.1
화장품	701.5	780.5	670.2	663.5	740.9	759.6	652.0	705.9	3,210.1	2,815.7	2,858.3	3,004.1
면세	186.6	242.0	219.0	86.3	170.4	182.3	166.4	81.9	1,020.5	733.8	601.1	540.3
중국 현지	157.0	152.0	98.0	170.0	170.4	167.1	102.9	181.9	777.0	577.0	622.3	688.2
기타	357.9	386.5	353.2	407.2	400.1	410.2	382.6	442.0	1,412.5	1,504.9	1,634.9	1,775.7
생활용품	563.0	546.0	570.1	503.0	553.4	521.5	538.7	472.8	2,209.8	2,182.1	2,086.5	2,126.9
음료	419.2	481.2	505.9	400.7	434.4	478.6	478.1	416.7	1,764.2	1,807.0	1,807.8	1,871.0
영업이익	145.9	157.8	128.5	54.7	151.0	158.5	96.1	103.3	711.1	487.0	509.0	554.4
화장품	61.2	70.0	8.0	7.3	63.1	72.8	16.3	52.9	309.0	146.5	205.1	236.9
생활용품	32.7	27.6	46.7	18.2	35.4	33.9	29.6	17.0	189.8	125.3	116.0	106.2
음료	52.0	60.2	73.8	29.2	52.5	51.8	50.2	33.3	212.2	215.3	187.8	211.3
세전이익	130.3	132.5	123.9	-110.2	147.6	149.6	85.0	92.3	417.8	276.4	474.4	515.3
지배주주 순이익	91.4	89.3	84.2	-122.1	106.6	100.4	96.8	105.3	236.6	142.8	409.1	591.7
성장률 (%)												
매출액	2.4	-3.0	-6.6	-13.3	2.7	-2.7	-4.4	1.8	-11.2	-5.3	-0.8	3.7
화장품	0.3	-8.5	-15.1	-23.7	5.6	-2.7	-2.7	6.4	-27.7	-12.3	1.5	5.1
면세	16.0	-27.3	-25.0	-63.3	-8.7	-24.7	-24.0	-5.0	-43.7	-28.1	-18.1	-10.1
중국 현지					8.5	9.9	5.0	7.0	-32.6	-25.7	7.9	10.6
기타					11.8	6.1	8.3	8.5	-4.1	6.5	8.6	8.6
생활용품	1.9	0.5	-2.9	-4.5	-1.7	-4.5	-5.5	-6.0	7.2	-1.3	-4.4	1.9
음료	6.7	3.2	2.4	-2.6	3.6	-0.5	-5.5	4.0	10.8	2.4	0.0	3.5
영업이익	-16.9	-27.1	-32.4	-57.6	3.5	0.4	-25.2	88.8	-44.9	-31.5	4.5	8.9
화장품	-11.3	-25.0	-88.2	-90.8	3.1	4.0	103.7	625.2	-64.7	-52.6	40.0	15.5
생활용품	-40.8	-53.7	-16.8	-3.7	8.3	22.8	-36.6	-6.5	-9.1	-34.0	-7.5	-8.4
음료	1.2	-5.5	11.3	-5.2	1.0	-14.0	-32.0	14.2	3.7	1.4	-12.8	12.5
세전이익	-18.6	-32.2	-29.0	nm	13.3	12.9	-31.4	nm	-64.8	-33.8	71.6	8.6
지배주주 순이익	-16.6	-25.2	-30.1	nm	16.6	12.5	15.0	nm	-72.0	-39.7	186.6	44.7
이익률 (%)												
영업이익	8.7	8.7	7.4	3.5	8.7	9.0	5.8	6.5	9.9	7.2	7.5	7.9
화장품	8.7	9.0	1.2	1.1	8.5	9.6	2.5	7.5	9.6	5.2	7.2	7.9
생활용품	5.8	5.1	8.2	3.6	6.4	6.5	5.5	3.6	8.6	5.7	5.6	5.0
음료	12.4	12.5	14.6	7.3	12.1	10.8	10.5	8.0	12.0	11.9	10.4	11.3
세전이익	7.7	7.3	7.1	-7.0	8.5	8.5	5.1	5.8	5.8	4.1	7.0	7.4
지배주주 순이익	5.4	4.9	4.8	-7.8	6.2	5.7	5.8	6.6	3.3	2.1	6.1	8.5

자료: 삼성증권 추정

LG생활건강 목표주가 산정

(원)	
화장품/생활용품 사업	
NOPLAT (12개월 선행) ($A=B*D+C*(1-D)$)	262.1
2024E (B)	243.5
2025E (C)	267.1
2024년 가중치 (금일 기준) (D)	21.1%
Target P/E (12개월 선행, 배) (E)	17.3
적정가치 ($F=A*E$)	4,534.0
음료 사업	
NOPLAT (12개월 선행) ($G=H*I+J*(1-I)$)	159.8
2024E (H)	142.4
2025E (I)	164.5
2024년 가중치 (금일 기준) (J)	21%
Target P/E (12개월 선행, 배) (K)	8.0
적정가치 ($L=G*K$)	1,275.3
LG생활건강 적정 시가총액 (L)	5,809.3
주식 수 (M)	15,618,197
목표주가 ($N=L/M$)	372,000
전일 종가 (O)	354,000
Upside ($P=N/O-1$)	5.1%

자료: Bloomberg, 삼성증권 추정

국내외 화장품사 밸류에이션 비교

	ODM사					유통사			용기사	브랜드사							
	코스 맥스	한국 콜마	씨앤씨 인터 내셔널	코스 메카	Inter- cos	실리 콘투	Ulta Beauty	Yes Asia	펄텍 코리아	아모레 퍼시픽	LG 생활 건강	브이티	클리오	e.l.f Beauty	L'Oreal	Estee Lauder	
종목코드	192820	161890	352480	241710	ICOS	257720	ULTA	2209	251970	090430	051900	182090	237880	ELF US	OR FP	EL US	
시가총액 (백만달러)	1,117	1,222	601	608	1,719	1,863	17,400	299	342	5,317	4,053	869	360	6,509	228,316	33,902	
(현지통화)*	1,523	1,667	819	830	1,577	2,541	17,400	2,319	464	7,253	5,529	1,185	491	6,509	209,464	33,902	
매출액	2022	0.5	17.6	43.1	0.7	24.0	26.2	40.3	-20.6	6.6	-15.0	-11.2	5.9	17.1	23.3	18.5	9.4
성장률	2023	11.1	15.5	68.7	17.9	18.3	107.5	18.3	56.6	20.2	-11.1	-5.3	23.0	21.3	47.6	7.6	-10.3
(%)	2024E	16.3	14.6	47.8	18.9	8.0	123.1	9.5	79.3	13.7	5.1	-0.8	44.9	20.6	72.0	6.5	-2.2
	2025E	18.2	17.1	24.3	15.5	7.4	50.8	-0.0	46.3	11.8	12.3	3.7	19.0	15.5	32.8	6.0	0.6
영업이익	2022	-56.7	-13.0	674.9	-48.4	65.5	62.6	447.9	nm	1.4	-37.6	-44.9	-10.6	28.6	211.8	32.0	21.1
성장률	2023	117.9	85.8	83.9	374.1	20.6	235.8	26.3	nm	33.3	-49.5	-31.5	93.1	89.1	132.5	1.9	-52.4
(%)	2024E	46.4	59.5	38.1	43.5	17.4	213.0	0.7	209.3	26.0	99.1	4.5	129.2	33.9	184.3	13.1	-3.0
	2025E	17.7	32.3	16.5	28.1	15.7	61.0	-13.3	69.7	15.0	99.8	8.9	52.4	21.0	36.6	7.7	20.4
영업	2022	3.3	3.9	13.4	2.6	8.5	8.6	15.0	-4.3	11.2	5.2	9.9	9.8	6.6	7.5	19.9	17.9
이익률	2023	6.5	6.3	14.6	10.4	8.7	13.9	16.1	5.3	12.4	2.9	7.2	15.4	10.2	11.8	18.9	9.5
(%)	2024E	8.2	8.8	13.6	12.6	9.4	19.6	14.8	9.1	13.8	5.6	7.5	24.4	11.4	19.5	20.1	9.4
	2025E	8.2	9.9	12.8	14.0	10.1	20.9	12.8	10.6	14.1	9.9	7.9	31.2	11.9	20.0	20.4	11.3
P/E **	2022	73.1	nm	49.8	253.4	32.1	225.2	20.5	40.3	22.0	47.5	41.6	73.5	39.8	253.1	35.9	13.0
(배)	2023	26.7	311.1	26.1	37.8	28.1	66.3	15.3	25.1	16.4	11.7	14.5	39.4	16.4	103.8	32.3	27.3
	2024E	16.6	17.8	15.9	19.8	23.9	19.3	14.5	14.9	14.6	21.5	10.0	17.7	12.4	38.7	30.8	42.4
	2025E	11.8	12.0	14.6	16.0	20.2	13.6	15.9	11.9	12.7	20.0	9.6	14.1	10.8	33.1	28.1	32.5
	12m fwd	12.8	13.2	14.9	16.8	21.0	14.8	15.6	12.5	13.1	20.3	9.7	14.9	11.1	34.3	28.7	34.6
P/B **	2022	3.4	1.1	6.1	5.7	3.8	26.1	12.6	0.9	2.2	1.8	1.0	13.1	2.5	19.1	7.7	6.0
(배)	2023	4.2	1.1	4.7	4.9	3.5	18.7	9.5	0.8	2.0	1.6	0.9	9.1	2.2	14.7	7.2	6.0
	2024E	3.4	1.1	3.2	3.9	3.2	9.4	7.9	4.9	1.8	1.5	0.9	5.5	2.0	11.0	6.5	6.1
	2025E	2.7	0.9	2.4	3.1	2.9	5.6	7.2	2.7	1.6	1.4	0.8	3.6	1.7	7.8	6.0	6.4
	12m fwd	2.8	0.9	2.6	3.3	2.9	6.4	7.3	3.2	1.6	1.4	0.8	4.0	1.8	8.5	6.1	6.3
EPS	2022	-72.0	-161.4	-378.5	-71.3	30.5	-77.5	276.0	329.4	19.4	33.9	-39.7	-4.5	-9.0	52.5	21.6	13.8
성장률	2023	174.1	-123.6	90.9	571.1	14.4	239.6	33.5	-210.9	33.6	305.3	186.6	86.4	142.2	143.9	11.0	-52.2
(%)	2024E	60.1	1,652.4	63.5	90.4	17.2	243.0	5.7	252.8	12.5	-45.5	44.7	122.3	32.4	168.1	4.8	-35.7
	2025E	40.7	48.3	9.2	23.8	18.3	42.1	-9.0	66.7	14.9	7.7	4.2	25.3	15.0	17.0	9.6	30.4
	12m fwd	44.8	386.3	20.6	37.8	18.0	84.4	-5.9	105.9	14.4	-3.5	12.7	45.8	18.7	48.8	8.6	16.5
ROE (%)	2022	4.6	-1.6	13.1	2.3	12.7	3.6	55.7	-21.1	10.4	3.7	2.4	18.4	6.6	8.1	23.0	44.7
	2023	14.2	0.4	20.5	13.9	13.0	32.8	70.6	23.9	12.6	14.1	6.7	27.3	14.3	16.0	23.0	22.1
	2024E	22.8	6.2	23.8	21.9	14.0	64.9	59.5	55.4	12.8	7.1	9.0	38.6	16.9	32.5	22.2	14.3
	2025E	25.5	8.1	18.7	21.6	14.9	51.6	47.2	52.4	13.1	7.2	8.5	30.8	17.0	27.5	22.1	19.2

참고: 커버리지 기업(코스맥스, 한국콜마, 씨앤씨인터내셔널, 실리콘투, 아모레퍼시픽, LG생활건강)의 전망치는 삼성증권 추정 기준, 그 외 기업은 컨센서스(Bloomberg) 기준

* 한국은 십억원, 미국은 백만달러, 프랑스는 백만유로, 일본은 십억엔 기준 ** 2024년 10월 15일 종가 기준(한국시간)

자료: Bloomberg, 삼성증권 추정

포괄손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	7,186	6,805	6,753	7,002	7,390
매출원가	3,169	3,178	3,117	3,250	3,425
매출총이익	4,017	3,627	3,636	3,752	3,965
(매출총이익률, %)	55.9	53.3	53.8	53.6	53.7
판매 및 일반관리비	3,306	3,140	3,127	3,198	3,389
영업이익	711	487	509	554	576
(영업이익률, %)	9.9	7.2	7.5	7.9	7.8
영업외손익	-293	-211	-35	-39	-40
금융수익	22	49	41	48	46
금융비용	27	39	27	35	33
지분법손익	7	8	8	8	8
기타	-295	-228	-56	-60	-60
세전이익	418	276	474	515	537
법인세	159	113	115	114	119
(법인세율, %)	38.2	40.8	24.2	22.2	22.2
계속사업이익	258	164	435	630	656
중단사업이익	0	0	0	0	0
순이익	258	164	435	630	656
(순이익률, %)	3.6	2.4	6.4	9.0	8.9
지배주주순이익	237	143	409	592	617
비지배주주순이익	22	21	26	38	39
EBITDA	999	757	776	819	845
(EBITDA 이익률, %)	13.9	11.1	11.5	11.7	11.4
EPS (지배주주)	13,352	8,057	23,089	33,398	34,797
EPS (연결기준)	14,581	9,229	24,570	35,530	37,019
수정 EPS (원)*	13,352	8,057	23,089	33,398	34,797

현금흐름표

12월 31일 기준 (억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동에서의 현금흐름	497	659	600	861	876
당기순이익	258	164	435	630	656
현금유출입이없는 비용 및 수익	679	536	267	265	269
유형자산 감가상각비	247	232	229	227	226
무형자산 상각비	41	38	38	38	43
기타	391	266	0	0	0
영업활동 자산부채 변동	-200	113	-102	-30	-46
투자활동에서의 현금흐름	-197	-141	-727	-125	-425
유형자산 증감	-123	-130	-130	-130	-130
장단기금융자산의 증감	73	5	-597	5	5
기타	-148	-16	0	0	-300
재무활동에서의 현금흐름	-374	-268	-233	-233	-229
차입금의 증가(감소)	21	-130	-94	-94	-94
자본금의 증가(감소)	0	-0	0	0	0
배당금	-201	-97	-59	-59	-59
기타	-194	-41	-81	-81	-77
현금증감	-79	255	-361	502	221
기초현금	735	655	910	550	1,052
기말현금	655	910	550	1,052	1,273
Gross cash flow	937	700	702	894	925
Free cash flow	340	507	447	709	723

참고: * 일회성 수익(비용) 제외
 ** 완전 희석, 일회성 수익(비용) 제외
 *** P/E, P/B는 지배주주기준

자료: 회사명, 삼성증권 추정

재무상태표

12월 31일 기준 (십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	2,284	2,430	2,838	3,405	3,718
현금 및 현금등가물	655	910	550	1,052	1,273
매출채권	551	529	717	743	784
재고자산	955	885	898	936	987
기타	123	106	673	673	673
비유동자산	5,019	4,791	4,819	4,824	5,209
투자자산	120	139	196	196	196
유형자산	2,384	2,307	2,275	2,260	2,245
무형자산	2,101	2,008	2,001	2,001	2,301
기타	414	337	347	367	467
자산총계	7,303	7,220	7,657	8,229	8,926
유동부채	1,163	1,090	1,214	1,223	1,309
매입채무	213	253	810	845	890
단기차입금	216	138	204	204	204
기타 유동부채	734	698	200	175	215
비유동부채	671	582	587	587	587
사채 및 장기차입금	15	2	0	0	0
기타 비유동부채	657	580	587	587	587
부채총계	1,834	1,671	1,800	1,810	1,896
지배주주지분	5,339	5,433	5,732	6,319	6,931
자본금	89	89	89	89	89
자본잉여금	97	97	97	97	97
이익잉여금	5,542	5,604	5,950	6,537	7,148
기타	-389	-357	-403	-403	-403
비지배주주지분	130	115	124	100	100
자본총계	5,469	5,549	5,857	6,419	7,031
순부채	-8	-387	64	-438	-660

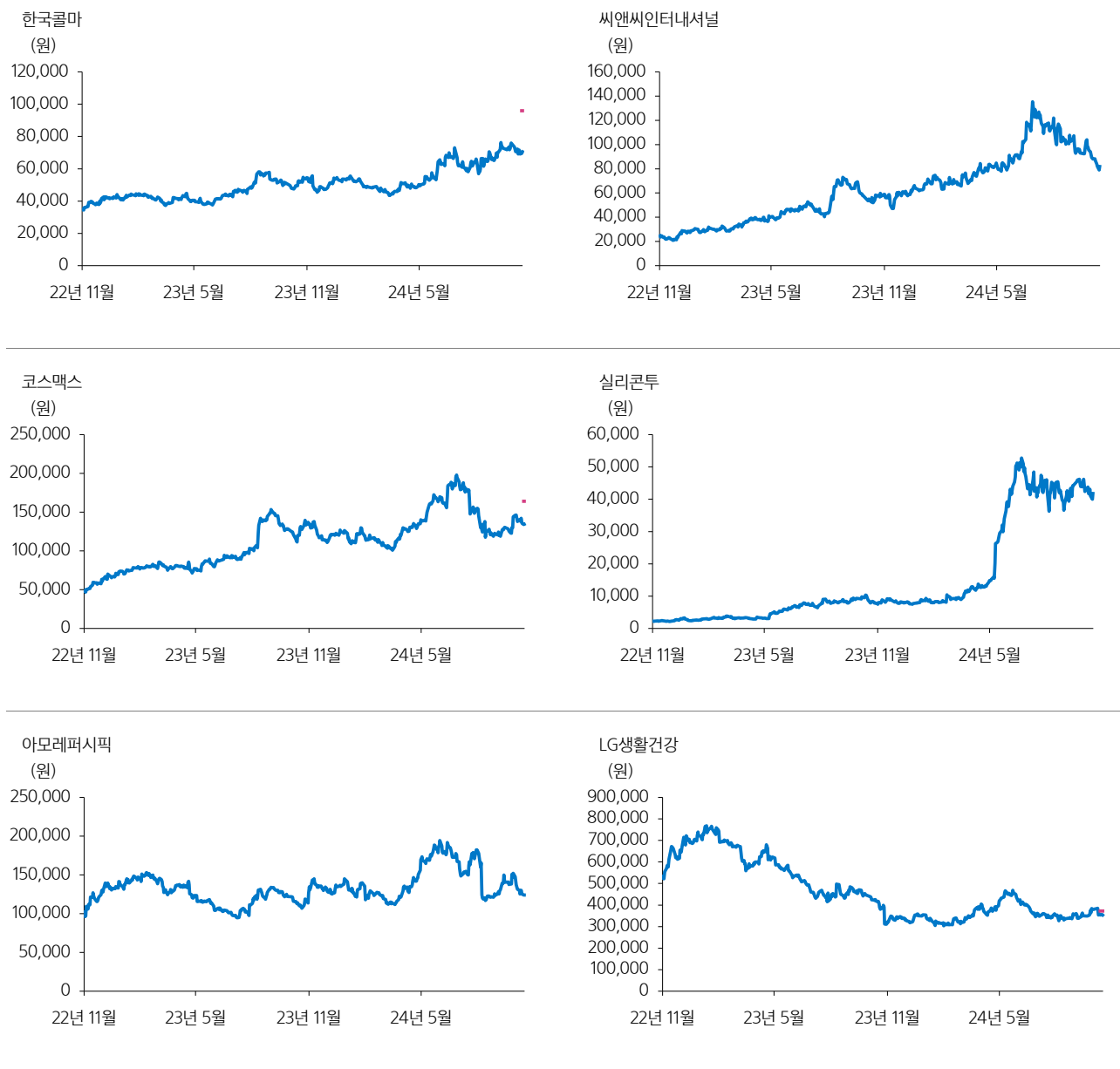
재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2022	2023	2024E	2025E	2026E
증감률 (%)					
매출액	-11.2	-5.3	-0.8	3.7	5.5
영업이익	-44.9	-31.5	4.5	8.9	4.0
순이익	-70.0	-36.7	166.2	44.6	4.2
수정 EPS**	-72.0	-39.7	186.6	44.7	4.2
주당지표					
EPS (지배주주)	13,352	8,057	23,089	33,398	34,797
EPS (연결기준)	14,581	9,229	24,570	35,530	37,019
수정 EPS**	13,352	8,057	23,089	33,398	34,797
BPS	318,648	324,268	342,107	377,124	413,620
DPS (보통주)	4,000	3,500	3,500	3,500	3,500
Valuations (배)					
P/E***	54.1	44.1	15.3	10.6	10.2
P/B***	2.3	1.1	1.0	0.9	0.9
EV/EBITDA	12.1	7.4	7.8	6.7	6.3
비율					
ROE (%)	4.4	2.7	7.3	9.8	9.3
ROA (%)	3.5	2.3	5.9	7.9	7.6
ROIC (%)	8.0	5.4	6.9	7.3	7.3
배당성향 (%)	24.8	35.9	12.5	8.7	8.3
배당수익률 (보통주, %)	0.6	1.0	1.0	1.0	1.0
순부채비율 (%)	-0.1	-7.0	1.1	-6.8	-9.4
이자보상배율 (배)	47.9	25.1	61.7	n/a	n/a

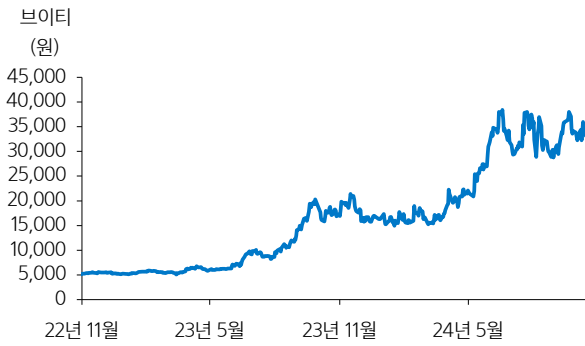
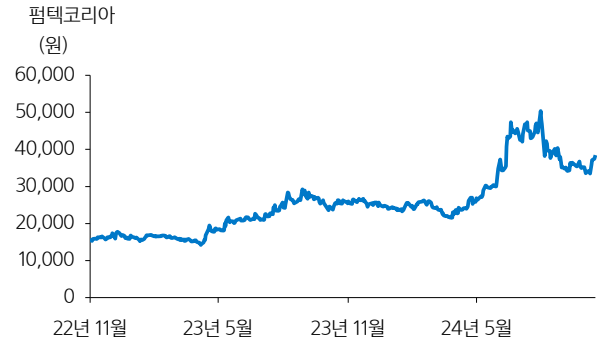
Compliance notice

- 본 조사분석자료의 애널리스트는 2024년 10월 15일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 2024년 10월 15일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.
- 본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사분석자료는 기관투자자 등 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

2년간 목표주가 변경 추이



2년간 목표주가 변경 추이



최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경 (수정주가 기준)

한국콜마

일 자	2024/10/16
투자의견	BUY
TP (원)	96000
과리율 (평균)	
과리율 (최대or최소)	

씨앤씨인터내셔널

일 자	2024/10/16
투자의견	BUY
TP (원)	114000
과리율 (평균)	
과리율 (최대or최소)	

코스맥스

일 자	2024/10/16
투자의견	BUY
TP (원)	165000
과리율 (평균)	
과리율 (최대or최소)	

실리콘투

일 자	2024/10/16
투자의견	BUY
TP (원)	60000
과리율 (평균)	
과리율 (최대or최소)	

아모레퍼시픽

일 자	2024/10/16
투자의견	BUY
TP (원)	142000
과리율 (평균)	
과리율 (최대or최소)	

LG생활건강

일 자	2024/10/16
투자의견	HOLD
TP (원)	372000
과리율 (평균)	
과리율 (최대or최소)	

최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경 (수정주가 기준)

코스메카코리아

일 자	2024/10/16
투자의견	Not Rated
TP (원)	n/a
과리율 (평균)	
과리율 (최대or최소)	

팜텍코리아

일 자	2024/10/16
투자의견	Not Rated
TP (원)	n/a
과리율 (평균)	
과리율 (최대or최소)	

브이티

일 자	2024/10/16
투자의견	Not Rated
TP (원)	n/a
과리율 (평균)	
과리율 (최대or최소)	

투자기간 및 투자등급: 삼성증권은 기업 및 산업에 대한 투자등급을 아래와 같이 구분합니다.

* 2023년 7월 27일부터 기업 투자 등급 기준 변경

기업

BUY (매수)	향후 12개월간 예상 절대수익률 15% 이상 그리고 업종 내 상대매력도가 평균 대비 높은 수준
HOLD (중립)	향후 12개월간 예상 절대수익률 -15%~ 15% 내외
SELL (매도)	향후 12개월간 예상 절대수익률 -15% 이하

산업

OVERWEIGHT(비중확대)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상
NEUTRAL(중립)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 ($\pm 5\%$) 예상
UNDERWEIGHT(비중축소)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상

최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율 2024.09.30

매수(81.3%) 중립(18.7%) 매도(0%)

삼성증권

삼성증권주식회사

서울특별시 서초구 서초대로74길 11(삼성전자빌딩)
Tel: 02 2020 8000 / www.samsungpop.com

삼성증권 Family Center: 1588 2323

고객 불편사항 접수: 080 911 0900



Member of
**Dow Jones
Sustainability Indices**
Powered by the S&P Global CSA