



코스메카코리아 (241710)

질적 성장 뒤편 양적 성장

▶ Analyst 한유정 yujung.han@hanwha.com 3772-7610 / RA 이다연 dayeon.lee@hanwha.com 3772-7690

Buy (유지)

목표주가(하향): 90,000원

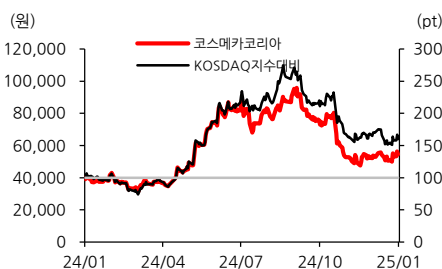
현재 주가(1/23)	53,300 원
상승여력	▲68.9%
시가총액	5,692 억원
발행주식수	10,680 천주
52 주 최고가 / 최저가	95,900 / 31,350 원
90 일 일평균 거래대금	88.72 억원
외국인 지분율	10.0%
주주 구성	
박은희 (외 4 인)	39.0%
국민연금공단 (외 1 인)	12.7%
트러스트자산운용 (외 1 인)	7.3%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	2.3	-27.1	-37.4	36.5
상대수익률(KOSDAQ)	-4.3	-24.2	-26.6	50.3

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	471	521	613	684
영업이익	49	64	81	96
EBITDA	66	82	101	117
지배주주순이익	22	40	53	62
EPS	2,090	3,754	4,995	5,831
순차입금	69	39	18	-22
PER	17.4	10.2	10.7	9.1
PBR	2.3	2.0	2.2	1.8
EV/EBITDA	6.9	5.4	5.8	4.7
배당수익률	n/a	n/a	n/a	n/a
ROE	14.1	21.2	22.6	21.2

주가 추이



기대치에 부합할 4분기

2024년 4분기 코스메카코리아의 연결 매출액은 1,251억원(+1.9% YoY, -1.2% QoQ), 영업이익은 168억원(+11.7% YoY, +10.5% QoQ)으로 낮아진 컨센서스 영업이익 171억원에 부합할 전망이다.

[한국] 한국 중대형·신규 인디브랜드사 수주 증가로 별도 매출액은 +20.6% YoY, **[미국]** 앵글우드랩코리아 주요 고객사향 부자재 입고·완제품 출고 지연 문제 지속, Non-Turn Key로의 공급 구조 변경, 전년 기저 부담으로 앵글우드랩 연결 매출액은 -23.2% YoY이나 +6.6% QoQ로 점진적인 회복 흐름이 예상된다. **[중국]** 경기 침체로 인한 화장품 시장 침체 여파로 기존 고객사의 소극적 발주, 신규 수주 지연으로 중국 매출액은 -25.9% YoY로 3분기와 유사한 분위기였던 것으로 파악된다. 연말 성과급은 30억원으로 추정치에 반영했다.

뺏고 뺏기는 모래성 싸움 아니야

한국 인디브랜드의 전성시대다. 인디라는 말이 무색할 정도로 연매출 규모가 1,000억원을 훌쩍 넘기는 브랜드사가 다수가 되었다. 한국의 중대형 인디브랜드사들은 히트 제품을 중심으로 제품과 수출 국가를 확대하며 저변을 넓혀가고 있다. 전체 시장 파이가 커지고 있다.

코스메카코리아 별도 기준, 2021년 이전 Top 5 고객사와 현재 Top 5 고객사 중 중첩되는 고객사는 단 한 곳도 없다. 성장을 견인해준 Hero 고객사도 2022년, 2023년, 2024년 모두 다르다. 이는 코스메카코리아 개별 기업의 이슈라기보다 현재 시장의 흐름이 그러하다. 시기별 고객사 In·Outflow로 Bottom-up의 접근보다는, 전체 시장 파이가 커지고 있다는 점에서 Top-down의 접근이 유의미할 것이다. 신규 고객사의 수와 수주량은 증가 추세고 고객사의 몸집 또한 커져가고 있는 구간으로 코스메카코리아 별도 또한 역대 최고치 경신의 연속일 것이다.

투자의견 BUY 유지, 목표주가 90,000원으로 하향 조정(-10%)

투자 심리 악화로 실적 전망치를 기존 Base Scenario에서 Worst Scenario로 변경했다. 실적 전망치를 하향하며 목표주가를 하향했다. 2025년 기준 PER은 10.7배에 불과하다.

[그림1] 쿠션 하나의 카테고리로 좁은 진열 매대를 가진 예



주: 일본 도쿄 시부야 Matsukiyo 내 MAQUILLAGE(Shiseido 산하) 팩트 진열 매대
 자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 쿠션 하나의 카테고리로 넓은 진열 매대를 가진 예



주: 일본 도쿄 시부야 SUN DRUG내 티르티르 팩트 진열 매대
 자료: 한화투자증권 리서치센터

[표1] 브랜드사의 제품 포트폴리오 확대의 예: 티르티르 쿠션 라인업

제품명	마스크 핏 레드 쿠션	마스크 핏 올버버 쿠션	마스크 핏 아우라 쿠션	마스크 핏 크리스탈 메쉬 쿠션	마스크 핏 SI 필터 쿠션
제품 사진					
제조사	코스맥스	코스메카코리아	코스맥스	한국콜마	코스메카코리아
Sun Screening 기능	SPF 40 PA++	SPF50+ PA+++	SPF30 PA++	SPF 50+ PA++++	SPF30 PA++
피부타입	모든 피부 타입	지성 · 복합성	건성 · 복합성	건성 · 복합성	수부지 · 지성 · 복합성
마케팅 키워드 ①	#윤광커버 #넘버원쿠션	#컨실커버 #벨벳매트쿠션	#아우라광채커버 #스킨핏쿠션	#유리알광채커버 #레이어링쿠션	#블러링커버 #SI필터쿠션
마케팅 키워드 ②	한 번의 터치로 72시간 초밀착 윤광 피부 연출	강력한 커버력으로 결점 없는 완벽한 피부 완성	견고히 차올라 맑게 빛나는 스킨핏 아우라 광채	초미세 메쉬 필터로 얇고 촘촘하게 유리알 광채 피부	완벽한 모공 커버로 마치 보정한 듯 SI 필터 피부 연출

자료: CHICOR, 한화투자증권 리서치센터

[표2] 코스메카코리아 분기 및 연간 실적 추정

(단위: 십억 원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	126	144	127	125	148	161	154	150	471	521	613	684
한국	69	95	83	84	87	106	100	98	269	330	391	430
국내	55	77	68	69	71	85	82	80	217	270	318	351
해외	13	18	14	15	16	21	18	18	52	60	73	79
미국	53	46	41	44	55	50	49	52	207	184	206	229
EWL	34	28	26	26	36	30	29	30	106	114	125	135
EWLK	19	18	16	18	19	20	21	22	101	70	82	96
중국	12	11	9	10	13	12	11	12	50	43	47	52
연결조정	-8	-8	-6	-13	-7	-7	-6	-12	-55	-35	-31	-27
YoY	8.3%	24.3%	8.8%	1.9%	17.9%	12.1%	21.8%	19.8%	17.9%	10.7%	17.7%	11.5%
한국	4.3%	41.9%	24.3%	20.6%	26.6%	12.1%	20.9%	16.7%	18.1%	22.8%	18.5%	9.9%
국내	4.7%	51.6%	23.2%	20.3%	28.0%	10.1%	20.5%	15.8%	10.7%	24.6%	17.9%	10.4%
해외	2.7%	10.8%	29.7%	22.3%	21.0%	21.0%	23.0%	21.0%	64.2%	15.5%	21.5%	7.9%
미국	14.2%	-6.7%	-24.4%	-23.2%	4.7%	8.0%	20.2%	17.7%	36.2%	-11.3%	12.1%	11.4%
EWL	10.6%	5.6%	4.6%	10.1%	6.8%	6.8%	11.3%	13.6%	-3.6%	7.8%	9.4%	8.1%
EWLK	21.5%	-20.6%	-46.5%	-46.8%	1.2%	11.5%	31.2%	24.3%	139.6%	-30.4%	16.4%	16.8%
중국	-5.1%	-3.5%	-25.5%	-25.9%	5.8%	12.8%	12.8%	12.8%	6.6%	-15.6%	10.8%	9.5%
매출액 비중												
한국	54.7%	65.8%	65.2%	67.2%	58.8%	65.8%	64.7%	65.5%	57.1%	63.3%	63.8%	62.9%
국내	44.1%	53.6%	53.9%	55.3%	47.9%	52.6%	53.3%	53.5%	46.0%	51.8%	51.9%	51.4%
해외	10.6%	12.2%	11.3%	11.9%	10.9%	13.2%	11.4%	12.0%	11.0%	11.5%	11.9%	11.5%
미국	41.9%	32.0%	32.5%	35.1%	37.2%	30.8%	32.1%	34.5%	43.9%	35.2%	33.6%	33.5%
EWL	26.9%	19.7%	20.6%	20.8%	24.4%	18.8%	18.9%	19.7%	22.5%	21.9%	20.4%	19.8%
EWLK	15.0%	12.4%	12.5%	14.3%	12.9%	12.3%	13.4%	14.8%	21.5%	13.5%	13.4%	14.0%
중국	9.7%	7.4%	7.4%	8.3%	8.7%	7.5%	6.8%	7.8%	10.7%	8.2%	7.7%	7.6%
영업이익	14	18	15	17	17	22	20	22	49	64	81	96
한국	7	14	12	13	10	17	15	16	23	46	58	66
미국	7	4	4	5	7	5	6	6	29	20	24	29
중국	0	-1	0	0	0	0	0	0	0	-1	0	2
연결조정	0	1	-1	0	0	0	-1	0	-3	-1	-1	0
YoY	48.4%	62.1%	11.0%	11.7%	25.0%	21.9%	34.6%	29.5%	374.2%	29.8%	27.6%	17.8%
한국	61.9%	126.4%	153.3%	75.0%	34.9%	17.3%	26.8%	22.1%	198.0%	102.8%	23.9%	14.1%
미국	19.2%	-30.8%	-55.5%	-40.5%	3.5%	22.5%	44.4%	26.5%	188.5%	-31.7%	21.6%	20.4%
중국	흑전	적지	적전	적전	1612.7%	흑전	적지	흑전	흑전	적전	흑전	283.5%
영업이익률	10.9%	12.6%	12.0%	13.4%	11.6%	13.7%	13.3%	14.5%	10.4%	12.2%	13.3%	14.0%
한국	10.8%	15.2%	14.5%	15.1%	11.5%	15.9%	15.2%	15.8%	8.5%	14.1%	14.7%	15.3%
미국	12.6%	9.4%	9.9%	10.8%	12.5%	10.6%	11.9%	11.6%	14.0%	10.8%	11.7%	12.6%
중국	0.1%	-9.9%	-2.8%	-1.7%	2.2%	1.1%	-0.7%	0.4%	0.2%	-3.5%	0.8%	2.9%

자료: 코스메카코리아, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	399	471	521	613	684
매출총이익	65	107	127	153	173
영업이익	10	49	64	81	96
EBITDA	27	66	82	101	117
순이자손익	-4	-4	-3	-3	-3
외화관련손익	0	0	0	2	1
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	6	46	60	80	93
당기순이익	6	34	48	64	75
지배주주순이익	3	22	40	53	62
증가율(%)					
매출액	484.6	17.9	10.7	17.7	11.5
영업이익	315.9	374.1	29.9	27.6	17.8
EBITDA	495.3	143.3	24.7	23.2	15.1
순이익	342.9	464.5	40.4	34.4	17.1
이익률(%)					
매출총이익률	16.3	22.8	24.3	24.9	25.3
영업이익률	2.6	10.4	12.2	13.3	14.0
EBITDA 이익률	6.8	14.0	15.8	16.5	17.1
세전이익률	1.6	9.8	11.5	13.0	13.5
순이익률	1.5	7.2	9.1	10.4	10.9

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업현금흐름	17	42	71	52	70
당기순이익	6	34	48	64	75
자산상각비	17	17	18	20	21
운전자본증감	-11	-22	16	-22	-14
매출채권 감소(증가)	-5	-32	1	-23	-15
재고자산 감소(증가)	-2	3	11	-11	-7
매입채무 증가(감소)	2	6	-1	12	8
투자현금흐름	-10	-22	-44	-31	-30
유형자산처분(취득)	-9	-17	-35	-30	-29
무형자산 감소(증가)	0	0	0	0	0
투자자산 감소(증가)	1	-6	-6	-1	-1
재무현금흐름	-10	-13	-4	-7	-4
차입금의 증가(감소)	-10	-13	-4	-7	-4
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
총현금흐름	32	72	55	74	84
(-)운전자본증가(감소)	6	6	-6	22	14
(-)설비투자	12	19	35	30	29
(+)자산매각	2	1	0	0	0
Free Cash Flow	17	48	26	22	41
(-)기타투자	7	15	-6	1	1
잉여현금	10	33	32	21	40
NOPLAT	10	36	51	65	78
(+) Dep	17	17	18	20	21
(-)운전자본투자	6	6	-6	22	14
(-)Capex	12	19	35	30	29
OpFCF	9	28	40	33	55

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	187	221	246	295	353
현금성자산	27	40	69	83	118
매출채권	83	113	115	138	153
재고자산	71	66	57	69	76
비유동자산	206	211	236	247	255
투자자산	18	20	24	25	26
유형자산	147	153	177	189	199
무형자산	40	38	35	32	30
자산총계	393	433	482	541	608
유동부채	143	155	163	170	177
매입채무	53	59	59	71	78
유동성이자부채	84	80	87	82	80
비유동부채	43	36	29	27	25
비유동이자부채	37	29	21	19	17
부채총계	186	190	192	197	202
자본금	5	5	5	5	5
자본잉여금	58	58	58	58	58
이익잉여금	78	100	140	194	256
자본조정	5	6	5	5	5
자기주식	0	0	0	0	0
자본총계	207	242	291	344	406

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2022	2023	2024E	2025E	2026E
주당지표					
EPS	249	2,090	3,754	4,995	5,831
BPS	13,732	15,874	19,568	24,563	30,394
DPS	0	0	0	0	0
CFPS	3,039	6,724	5,174	6,935	7,852
ROA(%)	0.7	5.4	8.8	10.4	10.8
ROE(%)	1.8	14.1	21.2	22.6	21.2
ROIC(%)	3.3	11.9	16.0	19.0	20.9
Multiples(x, %)					
PER	41.2	17.4	10.2	10.7	9.1
PBR	0.7	2.3	2.0	2.2	1.8
PSR	0.3	0.8	0.8	0.9	0.8
PCR	3.4	5.4	7.4	7.7	6.8
EV/EBITDA	7.5	6.9	5.4	5.8	4.7
배당수익률	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
안정성(%)					
부채비율	89.7	78.6	66.0	57.4	49.7
Net debt/Equity	45.4	28.5	13.6	5.3	-5.3
Net debt/EBITDA	347.0	104.7	47.9	17.9	-18.6
유동비율	130.6	143.1	151.1	172.8	199.6
이자보상배율(배)	2.8	12.2	19.0	26.6	33.1
자산구조(%)					
투하자본	86.8	83.8	77.9	77.0	72.6
현금+투자자산	13.2	16.2	22.1	23.0	27.4
자본구조(%)					
차입금	36.9	31.0	27.1	22.6	19.2
자기자본	63.1	69.0	72.9	77.4	80.8

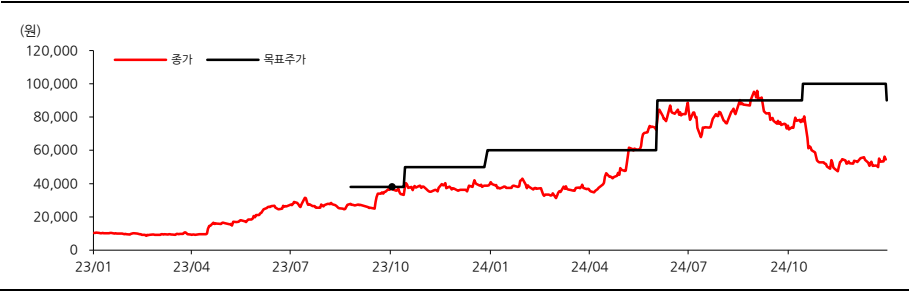
[Compliance Notice]

(공표일: 2025년 1월 23일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다룬 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (한유정, 이다연)
저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다룬 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소계에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[코스메카코리아 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2023.09.18	2023.09.18	2023.11.07	2023.11.20	2023.11.29	2023.12.28
투자의견	담당자변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	한유정	38,000	50,000	50,000	50,000	50,000
일 시	2024.01.22	2024.01.26	2024.02.29	2024.03.29	2024.04.26	2024.05.13
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	60,000	60,000	60,000	60,000	60,000	60,000
일 시	2024.05.31	2024.06.26	2024.06.28	2024.11.07	2024.11.15	2024.11.29
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	60,000	90,000	90,000	100,000	100,000	100,000
일 시	2024.12.27	2025.01.23				
투자의견	Buy	Buy				
목표가격	100,000	90,000				

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

일자	투자의견	목표주가(₩)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2023.09.18	Buy	38,000	-16.52	1.58
2023.11.07	Buy	50,000	-24.54	-16.00
2024.01.22	Buy	60,000	-28.50	24.50
2024.06.24	Buy	90,000	-10.42	6.56
2024.11.07	Buy	100,000	-45.33	-19.60
2025.01.23	Buy	90,000		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정치에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일: 2024년 12월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	92.0%	8.0%	0.0%	100.0%