화장품 (Positive)

일본 탐방기: 아직도 기회의 땅

음식료/화장품 한유정
yujung.han@hanwha.com
3772-7693

RA 이다연
dayeon.lee@hanwha.com
3772-7690

Contents

I. 요약 03

II. 자국브랜드 선호에 발 딛기 어려웠던 일본 시장 04

III. 나는 너가 되고, 너는 내가 되고 07

IV. 따라잡힐까? 13

V. 결론, 물 들어올 때 노 젓는다 19

VI. 기업분석 23

1. 코스맥스(192820) 24
2. 한국콜마(161890) 27
3. 코스메카코리아(241710) 30
4. 잉글우드랩(950140) 34
5. 씨앤씨인터내셔널(352480) 37
6. 펌텍코리아(251970) 40
7. 아모레퍼시픽(090430) 43
8. LG생활건강(051900) 46
9. 에이피알(278470) 49

I. 요약

자국브랜드 선호에 발 딛기 어려웠던 일본 시장

일본의 높은 중장년층 비중은 오랫동안 소비 시장이 자국 기업 중심으로 고착화되는 주요 요인이었다. 자국 브랜드 선호, 높은 오프라인 비중으로 외국 브랜드들이 쉽게 자리 잡지 못했던 일본 시장이 젊은 세대의 소비 패턴 변화, 도시화, 외국인 관광객의 영향력 확대 등으로 외국 브랜드들에게 과거와 달리 많은 기회가 주어지고 있다.

나는 너가 되고, 너는 내가 되고

일본의 Non-Grocery Store는 화장품이 중심은 아니었기에 포인트 메이크업 기준 400~800엔 사이의 저가 브랜드, 제품이 대부분이었다. 브랜드와 제품의 다양성은 우선시되지 않았다. 하지만 일본 Non-Grocery Store도 젊은 세대와 외국인 관광객을 유인하기 위해 다양한 브랜드와 제품을 갖춰야 했다. 그 구세주는 한국 인디브랜드였다. 포인트 메이크업 기준 1,000~2,000엔 사이로 기존 저가 브랜드, 제품 대비 가격대가 살짝 높은 중저가이지만 브랜드, 제품이 다양한 한국 브랜드가 인기를 끌며 급속도로 매대를 확대할 수 있게 되었다.

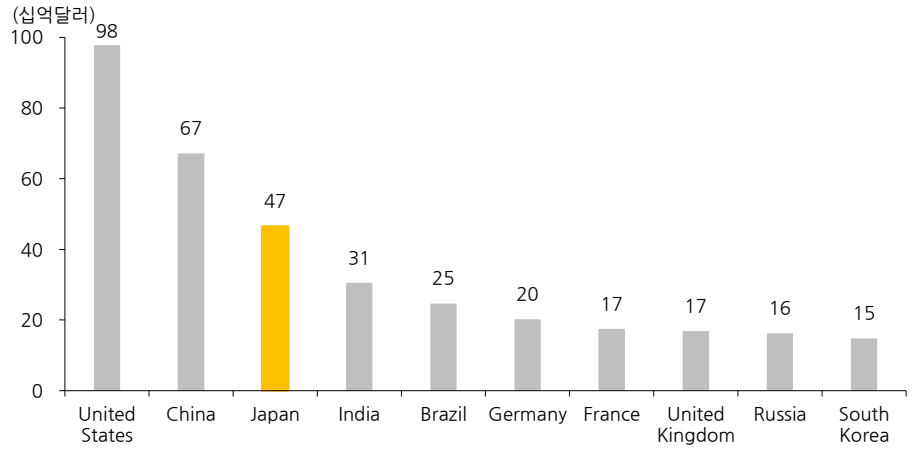
따라잡힐까?

한국 ODM사의 1) 뛰어난 제품 퀄리티, 2) 낮은 MOQ, 3) 짧은 리드타임, 4) 납기 준수, 5) 혁신적인 신제형 개발로 한국에서 독창적인 브랜드들이 역동적으로 탄생할 수 있었으며, 글로벌 화장품 시장에서의 성공 가능성도 높아졌다. 중국 브랜드는 제품력의 측면에서 경쟁 상대라 보기 어렵고 일본 브랜드는 한국의 최소 5년 전 모습이다.

물 들어올 때 노 젓는다

1)일본 시장에서 한국 브랜드들의 매대 점유율이 올라간 것은 맞지만 여전히 대형, 고정매대는 일본 저가 브랜드(CEZANNE, CANMAKE)의 차지다. 2) 한국 브랜드들은 아직까지 특정 카테고리에만 집중되어 있다. 처음이 어렵지 그 다음은 쉽다. 현지에서 좋은 반응을 얻고 있는 카테고리를 기반으로, 현지화 제품 출시 등의 전략 범위 확대로 카테고리 확장 가능성이 높고, 이에 따른 추가 성장이 기대된다. 3) 한국 브랜드들은 Variety Store, Health&Beauty, Pharmacies 순으로 높은 커버리지를 갖고 있는 것으로 파악된다. Sugi Pharmacy, Tomod's 등의 Pharmacies에는 여전히 VT, TIRTIR 정도만 진열되어 있다. 아직까지 뚫고 들어간 채널보다 뚫고 들어가야할 채널이 더 많다.

[그림1] 2023 년 기준 Beauty & Personal Care 시장 규모 상위 10 개국



자료: Statista, 한화투자증권 리서치센터

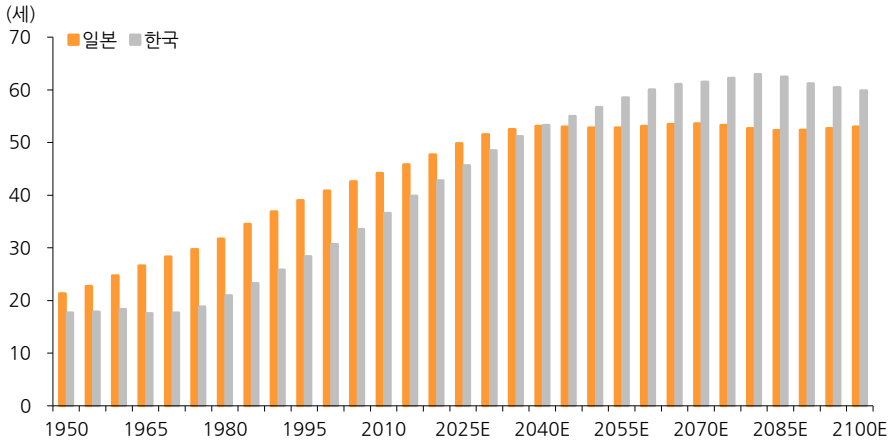
Ⅱ. 자국브랜드 선호에 발 딛기 어려웠던 일본 시장

>> 과거: 주요 Target 소비자 = 중장년층

일본은 오랜 기간 중장년층의 인구 비중이 높았다. 이는 소비 시장이 자국 기업 중심으로 고착화되는 주요 요인이었다. 그러나 최근 몇 년 동안 소비 시장에서 새로운 변화가 나타나고 있다.

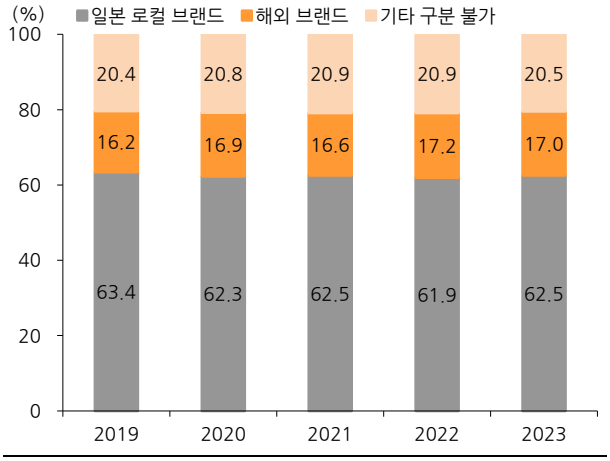
일본 소비 시장의 주요 소비 계층이었던 중장년층은 일본 소비 시장의 주요 소비자군이었다. 이들은 안정적인 소득과 전통적인 가치관을 바탕으로 일본 내 유니클로, 파나소닉, 닛산 등의 자국 브랜드 제품을 선호해 왔다. 일본 기업들 역시 고품질의 제품과 세심한 서비스로 중장년층의 충성도를 확보해 왔다. **일본의 폐쇄적 경제 구조와 고령화가 자국 브랜드 중심의 시장 구조를 강화**시켰다.

[그림2] 일본의 중위 연령



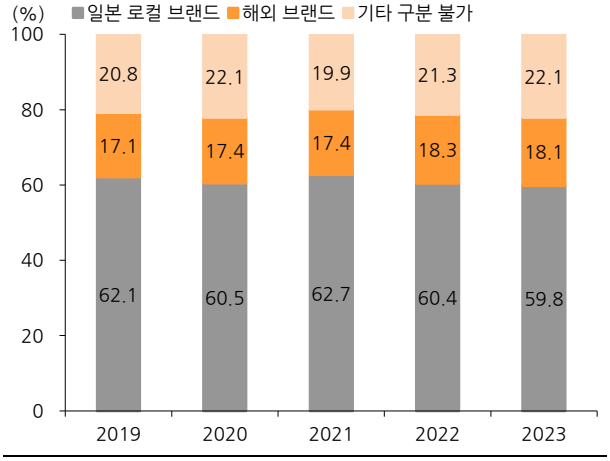
자료: World Population Prospects(The 2024 Revision Population Database), 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 일본 기초 화장품 시장 내 국적별 점유율 비중



주: 기타 구분 불가는 점유율 0.04% 미만으로 집계 불가,
자료: Euromonitor, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 일본 색조 화장품 시장 내 국적별 점유율 비중



주: 기타 구분 불가는 점유율 0.04% 미만으로 집계 불가,
자료: Euromonitor, 한화투자증권 리서치센터

그에 더해 일본은 그 어느 국가보다도 오프라인 채널의 영향력이 강한 국가다. Euromonitor에 따르면 2023년 일본 소매 시장 내 오프라인 채널 비중은 85%에 달한다. 글로벌 평균 78% 보다도 높은 수치이며, 한국 54% 보다는 월등히 높은 수치다.

>> 현재: 주요 Target 소비자 = 젊은 세대 그리고 외국인 관광객

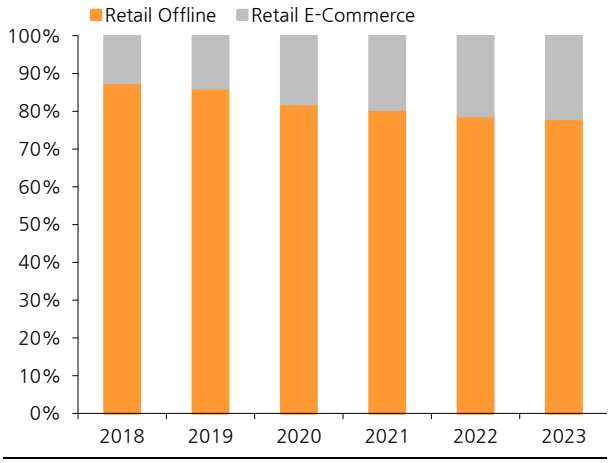
그랬던 일본 소비 시장에 변화가 포착된다. 1) 우선 젊은 세대의 소비 패턴이 변화하고 있다. 일본의 젊은 세대는 자국 브랜드보다는 애플, 나이키 등의 글로벌 브랜드를 선호한다. 전자상거래의 영향력 확대, 소셜 미디어를 통한 정보 접근성의 증가 영향이라 판단한다. 일본 소비자, 특히 젊은 세대는 아마존, 라쿠텐, 메르카리와 같은 온라인 플랫폼을 통해 다양한 해외 브랜드와 제품을 손쉽게 구매할 수 있게 되었다.

2) 도심으로 인구가 집중되고 있다. 이에 지방의 소비 시장은 상대적으로 약화되고 도심은 트렌드 허브 역할을 해 도심에서 인기를 끈 제품이 전국으로 전파되고 있다.

3) 일본은 외국인 관광객의 급증으로 소비 시장이 변화되고 있다. 일본 관광공사에 따르면 2024년 일본 인바운드 관광객 수는 3,686만 9,900명(+47.1% YoY)으로 역대 최고치였다. 인바운드 관광객의 소비액은 전년 대비 53.4% 증가한 8조 1,395억엔(약 75조원)으로 집계돼 사상 처음으로 8조엔을 넘었다. 관광객들은 화장품, 전자 제품 등의 일본 로컬 브랜드를 구매하면서도 외국 브랜드의 상품 소비를 병행해 점진적으로 외국 브랜드의 노출이 잦아지고 있다.

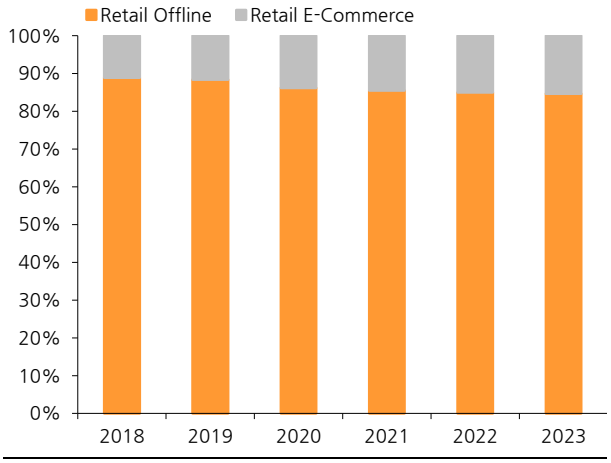
자국 브랜드 선호, 높은 오프라인 비중으로 외국 브랜드들이 쉽게 자리 잡지 못했던 일본 시장이 젊은 세대의 소비 패턴 변화, 도시화, 외국인 관광객의 영향력 확대 등으로 외국 브랜드들에게 과거와 달리 많은 기회가 주어지고 있다.

[그림5] 글로벌 전체 소비 시장 내 온오프라인 비중



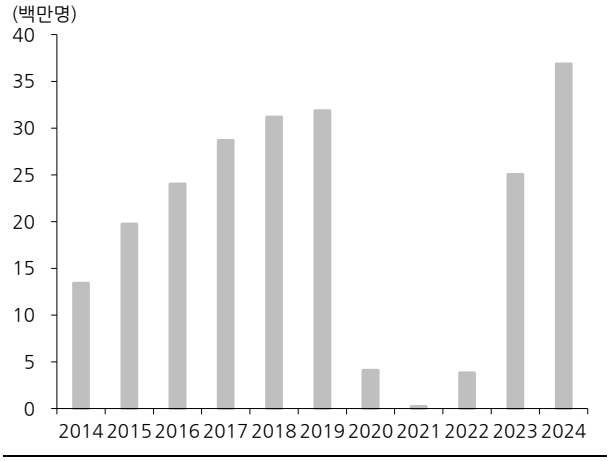
자료: Euromonitor, 한화투자증권 리서치센터

[그림6] 일본 전체 소비 시장 내 온오프라인 비중



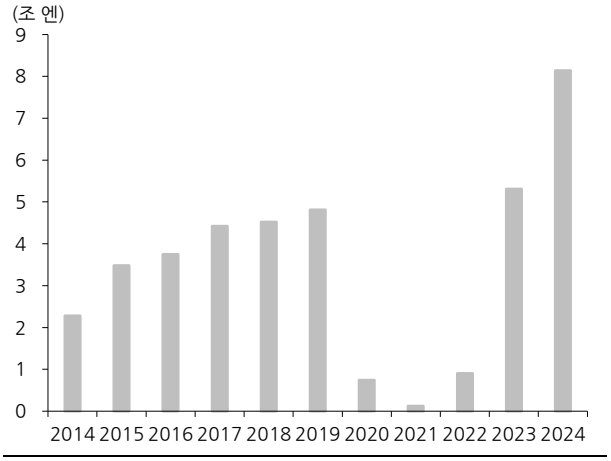
자료: Euromonitor, 한화투자증권 리서치센터

[그림7] 일본 전체 인바운드 관광객 수



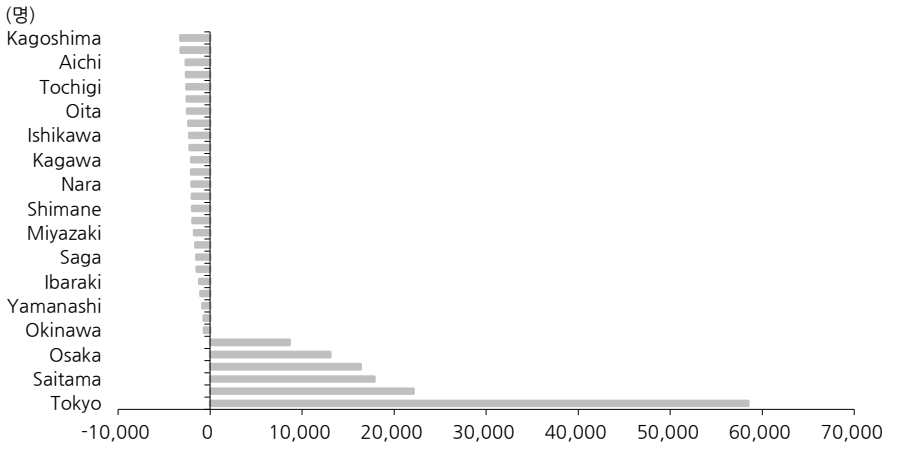
자료: Japan National Tourism Organization (JNTO), 한화투자증권 리서치센터

[그림8] 일본 전체 인바운드 관광객 소비액



자료: Japan Tourism Agency(JTA), 한화투자증권 리서치센터

[그림9] 2023 년 일본 국적자의 도시별 순이동



자료: Ministry of Internal Affairs and Communications (Japan), Statistics Bureau of Japan, 한화투자증권 리서치센터

Ⅲ. 나는 너가 되고, 너는 내가 되고

>> 과거: 일본은 비화장품, 한국은 화장품이 중심

일본과 한국의 오프라인 채널, 특히 Non-Grocery Store는 각국의 소비 계층과 트렌드에 따라 발전 방향과 진열 구성에 차이를 보여왔지만, 최근에는 양국가 모두 각자의 이유로 변화 중이다.

일본의 Non-Grocery Store는 주요 소비층인 중장년층을 타겟으로 발달했고 일반의약품이 약국 외의 매장에서도 판매가 가능해 건강기능식품, 보조제, 의약품 등의 진열 비율이 높다. 일본은 Non-Grocery Store 내에서도 Variety Store, Pharmacies, Heath&Beauty 등으로 채널이 다양화되어 발달되어 있다. 반면 한국의 Non-Grocery Store는 젊은 세대가 타겟이었고, 한국에서는 몇 가지 안전상비약을 제외하고는 약국 외에서 일반의약품 판매가 불가해 화장품 중심의 Health&Beauty Store가 사실 전부다.

[표1] 일본 화장품 시장의 유통 채널별 비중(2019 년→2023 년)

채널 구분				기초 화장품	색조 화장품
Offline	Non-Grocery	General	Department	15.5%→12.4%	11.0%→9.2%
			Variety store	0.6%→0.7%	0.9%→1.0%
		Heath&Beauty	Brand Shop	17.5%→16.8%	12.5%→11.2%
			Pharmacies	11.9%→11.6%	14.5%→14.1%
			Health&Personal Care	11.9%→13.2%	16.4%→17.3%
	Grocery			14.5%→13.2%	16.1%→15.8%
E-Commerce				14.4%→21.7%	17.4%→22.4%

주: 2019년 대비 2023년 점유율이 ±10% 이상 확대된 채널에 음영

자료: 한화투자증권 리서치센터

일본의 Non-Grocery Store인 Variety Store, Pharmacies, Heath&Beauty에서도 모두 화장품을 취급해왔다. 하지만 한국의 경우처럼 화장품이 중심은 아니었기에 **포인트 메이크업 기준 400~800엔 사이의 저가 브랜드, 제품이 대부분이었다. 브랜드와 제품의 다양성은 우선시되지 않았다**. 일본의 화장품 시장은 고가 브랜드가 백화점을 중심으로 전개되는 반면, 저가브랜드는 Variety Store, Pharmacies, Health&Beauty를 중심으로 유통되는 양극화된 구조를 형성하고 있었다.

[그림10] 일본 대표 저가 색조화장품 브랜드 CEZANNE

자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림11] 일본 대표 저가 색조화장품 브랜드 CEZANNE
: 아이브로우 495 엔 ≒ 4,950 원

자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림12] 일본 대표 저가 색조화장품 브랜드 CEZANNE
: 아이라이너 500 엔 ≒ 4,590 원

자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림13] 일본 대표 저가 색조화장품 브랜드 CEZANNE
: 아이쉐도우 528 엔 ≒ 4,850 원

자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림14] 일본 대표 저가 색조화장품 브랜드 CEZANNE
: 립스틱 528 엔 ≒ 4,850 원

자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림15] 일본 대표 저가 색조화장품 브랜드 CEZANNE
: 팩트 858 엔 ≒ 7,880 원

자료: 한화투자증권 리서치센터

>> 변화가 필요해, 일본: 비화장품→화장품 vs 한국: 화장품→비화장품

그러나 일본의 Non-Grocery Store들은 젊은 세대와 외국인 관광객을 유인하기 위해 보다 다양한 브랜드와 제품을 확보할 필요가 있었다. 이러한 흐름 속에서 한국의 인디 브랜드가 중요한 역할을 할 수 있었다. 포인트 메이크업 기준, 한국 인디브랜드는 기존의 일본 저가브랜드 대비 다소 높은 1,000~2,000엔대의 중저가 가격대이지만 다양한 브랜드와 제품군을 앞세워 빠르게 매대를 점유해 갈 수 있게 되었다.

한편, 한국 시장과 비교했을 때 일본의 이러한 현상과 대조적인 양상이다. 한국에서는 사실상 유일한 Non-Grocery Store인 Health&Beauty Store들이 점포당 매출 성장과 고객층 확대를 위한 건강기능식품, 보조제, 생활용품 등 비화장품 카테고리를 확장하고 있다. 또한, 일본과 달리 다이소를 중심으로 저가 브랜드와 제품이 이제 막 성장단계에 접어든 점 역시 차이점으로 볼 수 있다.

[그림16] 투쿨포스쿨의 다이소 전용 브랜드 TAG: 쿠션 5,000 원

자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림17] 마몽드의 다이소 전용 브랜드 미모 바이 마몽드: 세럼 3,000 원

자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림18] 일본 PLAZA 메인 매대에 진열되어 있는 한국 브랜드 퓌(fwee), 원정요(Wonjungyo)

자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림19] 한국 대표 기초 인디브랜드 리들샷
: 매대를 모두 채우는 다양한 상품군

자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림20] 한국 대표 기초브랜드 이니스프리
: 매대를 모두 채우는 다양한 상품군

자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림21] 한국 색조 인디브랜드 퓌(Fwee): 다양한 컬러

자료: 한화투자증권 리서치센터

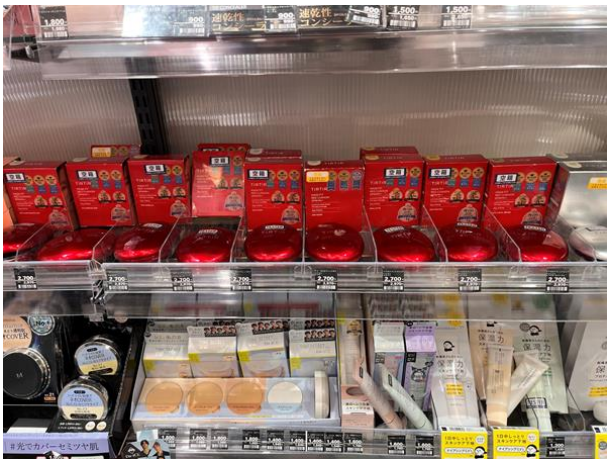
[그림22] 한국 색조 인디브랜드 라카(Laka): 다양한 컬러

자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림23] 한국 대표 색조 인디브랜드 롬앤
: 틴트 1,320 엔 ≒ 12,120 원

자료: 한화투자증권 리서치센터

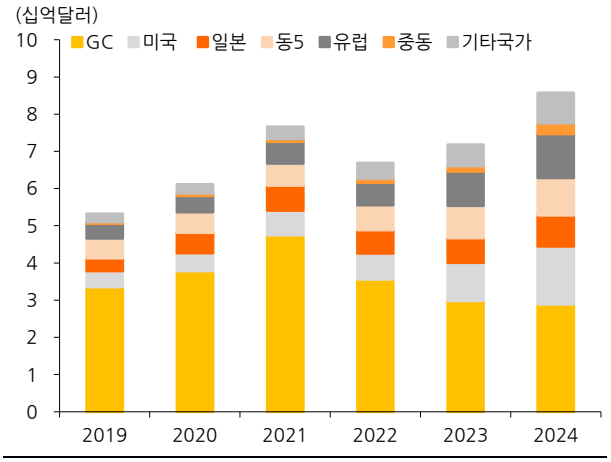
[그림24] 한국 대표 색조 인디브랜드 티르티르
: 팩트 2,700 엔 ≒ 24,790 원



자료: 한화투자증권 리서치센터

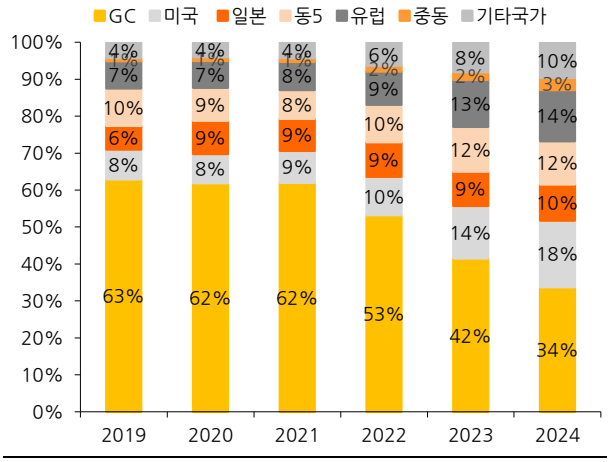
2024년 일본향 한국 화장품의 수출 금액은 8.4억 달러(약 1조 928억원)로 2023년 대비 26.0% 성장했다. 일본향 화장품 수출 금액이 8억 달러를 초과한 것은 이번이 처음이다. 전술한 바와 같이 일본 주요 소비층 변화, Non-Grocery Store의 화장품 구성 확대 필요성 하에 한국 브랜드의 제품력이 뒷받침된 결과다. 전례없는 성과를 이뤄낸 만큼 추가 성장에 대한 우려가 불거질 수 있다. 하지만 기존 일본 진출 브랜드들의 SKU 확장이 이뤄지고 있는 점, 이들을 본보기 삼아 신규 일본 진출 브랜드들이 늘어나고 있는 점을 고려하면 일본 시장 내 한국 화장품 브랜드들의 점유율 확대는 지속 가능할 것이다.

[그림25] 한국의 국가별 화장품 수출액 추이



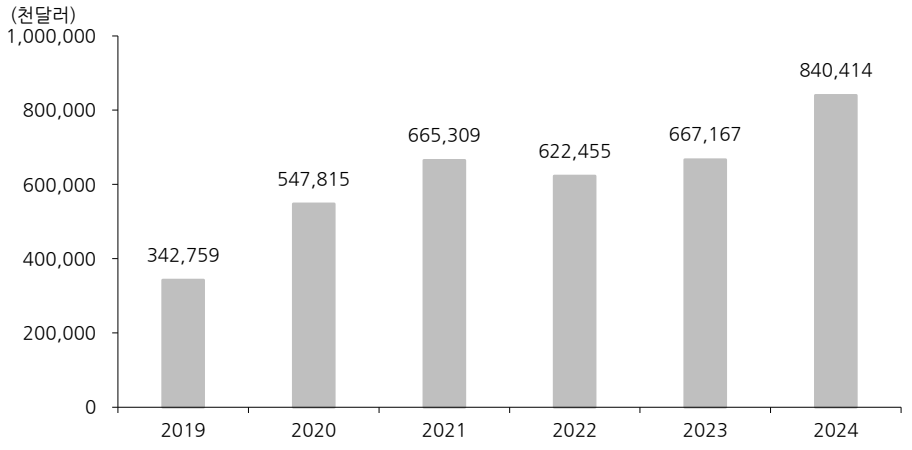
자료: 관세청, 한화투자증권 리서치센터

[그림26] 한국의 국가별 화장품 수출 비중 추이



자료: 관세청, 한화투자증권 리서치센터

[그림27] 한국의 일본향 화장품 수출액 추이



자료: 관세청, 한화투자증권 리서치센터

기업(브랜드)별로는 더함파트너스(티르티르), 브이티(리들샷, 시카), 클리오(클리오, 페리페라), 아이패밀리에스씨(롬앤, 누즈), 에이블씨엔씨(미샤), F&F(바닐라코)를 시작으로 비나우(넘버즈인, 퓌), 마녀공장(마녀), 구다이글로벌(조선미녀, 라카), 고운세상코스메틱(닥터지), 토리든(토리든), 더파운더즈(아누아), 원정요뷰티(원정요), 신세계인터(어뮤즈), 포컴퍼니(네이밍), 일레코퍼레이션(파넬), KD인베스트먼트(데이지크), 뻬아(뻬아), 아모레G&P(에뛰드, 이니스프리, 라네즈, 코스알엑스), LG생활건강(CNP, 글린트, 힌스, VDL, 유시몰) 심지어는 CJ올리브영(웨이크메이크, 브링그린), 애경산업(루나)까지도 일본에서 존재감을 키우고 있다.

[그림28] 한국에서는 런칭 되지도 않은 원정요 제품은 품절(1)

자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림29] 한국에서는 런칭 되지도 않은 원정요 제품은 품절(2)

자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림30] 올리브영의 PB 브랜드(웨이크메이크)까지 일본 침투

자료: 한화투자증권 리서치센터

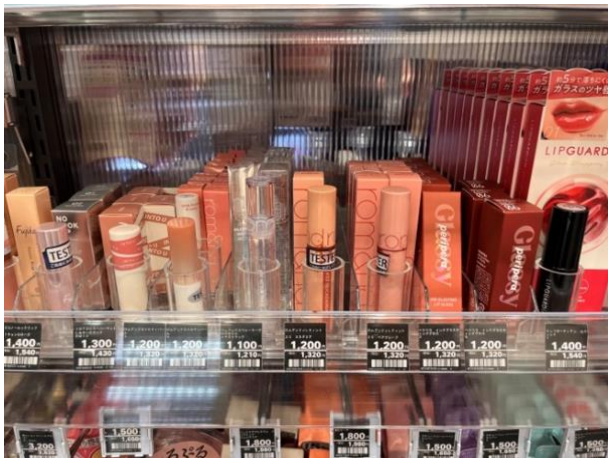
[그림31] 올리브영의 PB 브랜드(브링그린)까지 일본 침투

자료: 한화투자증권 리서치센터

Ⅳ. 따라잡힐까?

>> 아니. 따라온다면 우린 더 빨리, 더 멀리

[그림32] 숨은 한국 브랜드 찾기(1)



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림33] 숨은 한국 브랜드 찾기(2)

자료: 한화투자증권 리서치센터

이러한 현상을 두고 '한국 ODM이 수혜를 보고 있다' 해석할 수 있지만 되려 한국 ODM사 덕분에 가능한 일이다. 코스맥스와 한국콜마는 1) 뛰어난 제품 퀄리티, 2) 낮은 MOQ(최소 주문 수량), 3) 짧은 리드타임, 4) 철저한 납기 준수, 5) 혁신적인 신제형 개발을 통해 글로벌 화장품 ODM 시장에서 Top 2의 위치를 확고히 다졌다.

덕분에 한국에서 독창적인 브랜드들이 역동적으로 탄생할 수 있었으며, 글로벌 화장품 시장에서의 성공 가능성도 크게 높아졌다. 작은 한국 내수 시장을 벗어나 해외 시장을 주무대로 성장가도를 달리는 브랜드사로 자금 유입이 확대되고 이는 또 다시 좋은 브랜드사가 탄생할 수 있게 되는 계기가 되고 있다.

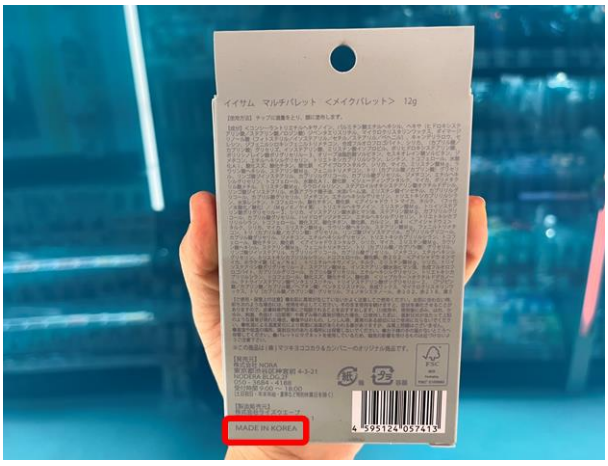
[그림34] 일본 Matsukiyo PB 화장품

자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림35] 일본 Matsukiyo PB 화장품

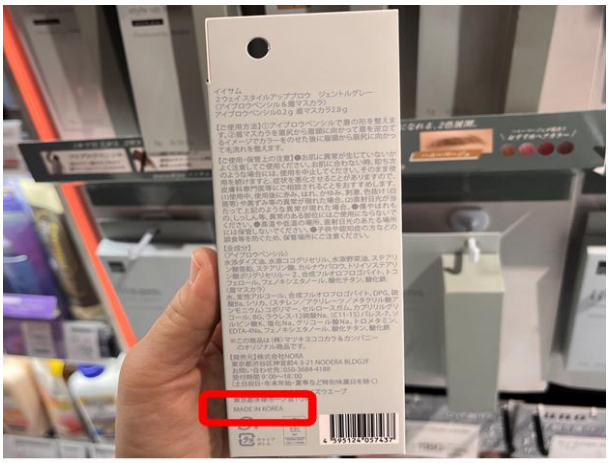
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림36] 일본 Matsukiyo PB 화장품 마저 MADE IN KOREA



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림37] 일본 Matsukiyo PB 화장품 마저 MADE IN KOREA

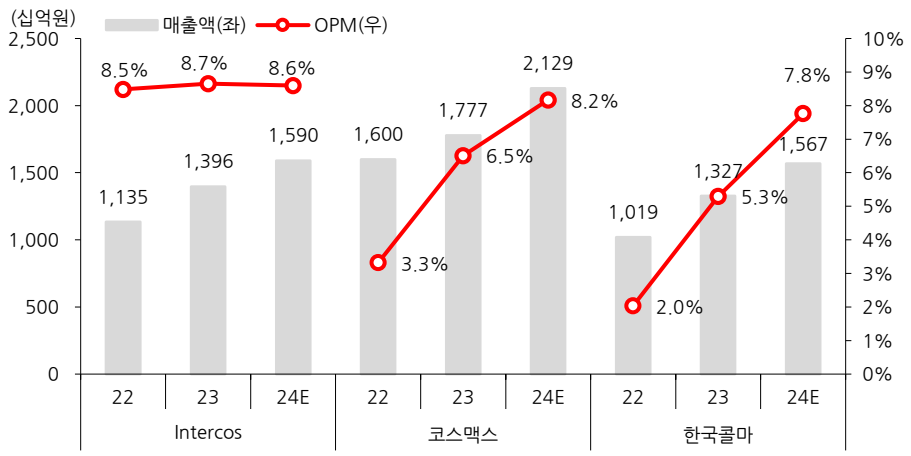


자료: 한화투자증권 리서치센터

높은 수익성을 위해 소품종 대량생산(예, 1개 고객사가 1,000개 수주>10개 고객사가 100개 수주)이 중요했던 ODM사들은 고객사의 수는 증가했지만 전체 수주량이 크게 증가(예, 10개 고객사가 100개 수주<100개 고객사가 50개 수주)하며 레버리지 효과가 발생하게 되었다. 이는 ODM사가 또 다시 R&D, 생산투자 확대를 할 수 있게 하는 재원이 되어 해외 경쟁 ODM/OEM사와 격차는 점점 벌어지는 중이다.

어느 소비재 산업에서도 Me-too Product에 대한 우려를 완전히 배제할 수는 없다. 하지만 Me-too Product와 Fast Follower는 다르다. 현재 한국 화장품 산업의 경쟁력에는 제조, 제품 경쟁력이 뒷받침되어 있다. 소수의 한국 제품, 브랜드를 모방할 수는 있겠지만 현재의 화장품 시장은 그 어느 시장보다도 트렌드가 빠르게 변화하고, 시장의 니즈를 읽을 줄 아는 원천적인 경쟁력이 없다면 Fast Follower가 아닌 Me too에 그칠 것이다.

[그림38] 글로벌 화장품 ODM/OEM 글로벌 Top3 최근 매출 추이



주: 한국콜마는 비화장품 사업인 HK이노엔 실적 제외

자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

>> 중국 브랜드, 제품력 관점에서 위협적이지 않아

일본 매대 조사 결과 몇몇 번화가 유통 채널에서 일부 중국 브랜드들도 보였다. 하지만 INTO U, JUDYDOLL, PERFECT DIARY가 전부였다. 말 그대로 일부였다. 심지어는 이들 브랜드 역시 한국 ODM사가 제조 중이다. 현재 일본 화장품 시장에서 한국 브랜드들의 부흥이 제품력에 기반한 만큼 제품력이 뒷받침되지 않는다면 전세계 3위 일본 시장에서 눈에 띌 수 없다. 현재까지 일본 기초, 색조 화장품 시장 내 Top30 순위권에 들어오는 중국 브랜드는 없다.

[그림39] 중국 INTO U 의 일본 유통 채널 입점 모습

자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림40] 중국 JUDYDOLL 의 일본 유통 채널 입점 모습

자료: 한화투자증권 리서치센터

>> 일본 브랜드, 열심히 따라오고는 있지만 우린 더 멀리 가는 중

일본 Non-Grocery Store에서 가장 많이 보이는 대기업 산하 브랜드는 Maquillage, Ettusais, Intergrate(Shiseido), Kanebo(Kao), FASIO(KOSE) 등이다. 이들 중 2018년 이후 현재까지 점유율이 +2%p 이상 확대된 브랜드는 Kao의 Kanebo Kate가 유일하다. 대형 화장품 브랜드사들은 GP 관점에서 중저가 브랜드는 시장 대응의 개념일 뿐 주력할 수 없는 구조이기 때문이다.

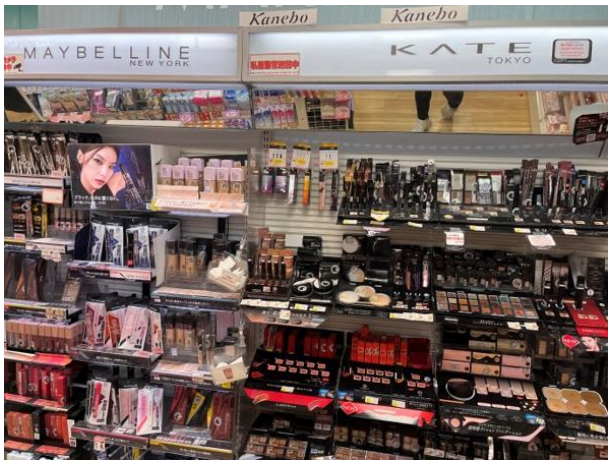
[그림41] 일본 Shiseido 의 Maquillage

자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림42] 일본 Shiseido 의 Ettusais

자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림43] 일본 KAO 의 KANEBO KATE



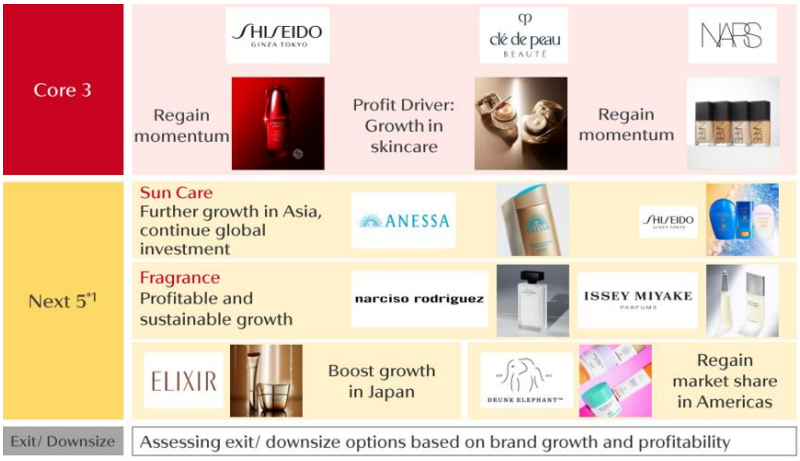
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림44] 일본 KOSE 의 FASIO

자료: 한화투자증권 리서치센터

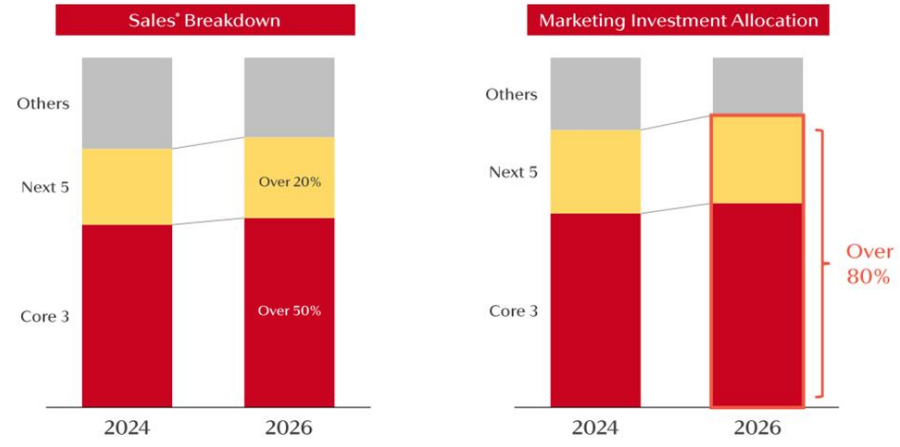
지난 2024년 11월 29일 Shiseido의 중기 전략 발표에서도 Shiseido는 Core Brand (Shiseido, Cle de Peau Beaute, NARS), Next 5 Brand(ANESSA, narciso rodriguez, ISSEY MIYAKE, ELIXIR, Drunk Elephant)에 전체 마케팅 자원 80% 이상을 투자해 2026년까지 이들의 합산 매출 비중을 70% 이상으로 끌어 올리는 반면 그 외 브랜드들은 현상 유지 혹은 축소 계획임을 발표했다.

[그림45] Shiseido의 2025-2026 브랜드 전략



자료: Shiseido, 한화투자증권 리서치센터

[그림46] Shiseido의 2025-2026 투자 전략



자료: Shiseido, 한화투자증권 리서치센터

Shiseido 등의 대형 화장품 브랜드사 외에도 아이돌 혹은 유튜버가 런칭한 B idol, Cipi Cipi 등도 간혹 보였다. B idol은 일본 인기 아이돌인 요시다 아카리가 자신의 메이크업 노하우를 반영하여 개발한 브랜드로 2019년 런칭되었다. Cipi Cipi는 뷰티 유튜버인 후쿠타 마이코의 메이크업 팁과 트렌드를 반영한 브랜드로 2020년 런칭되었다. 이들 모두 제조 공장 없이 ODM/OEM 방식으로 제품을 생산 중인 것으로 파악된다.

현재 이들 모습은 1) 소수의 신생 브랜드들이, 2) 제조 시설 없이, 3) SNS를 중심으로 마케팅 활동을 전개하고, 4) 온라인과 H&B 등 Non-Grocery 채널을 중심으로 유통 채널을 확대하는 점에서 클리오, 페리페라, 3CE가 한창 급부상하던 한국의 최소 5년 전 모습이다. 즉, **우리가 이미 5년 이상 앞서고 있다**. 코스맥스가 2022년 코스맥스재팬을 설립하고, 인도네시아, 태국 다음의 공략 국가로 일본으로 결정한 것으로 판단되는데 그 이유도 이러한 수요를 흡수하기 위함이라 추측한다.

[그림47] 일본 아이돌 요시다 아카리가 제작한 브랜드 B IDOL

자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림48] 일본 유튜버 후쿠타 마이코가 제작한 브랜드 CipiCipi

자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림49] 일본 브랜드 OPERA (2005 년 런칭, 제조 및 유통사 IMJU)

자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림50] 일본 브랜드 Dejavu(2001 년 런칭, 제조 및 유통사 IMJU)

자료: 한화투자증권 리서치센터

V. 결론, 물 들어올 때 노 젓는다

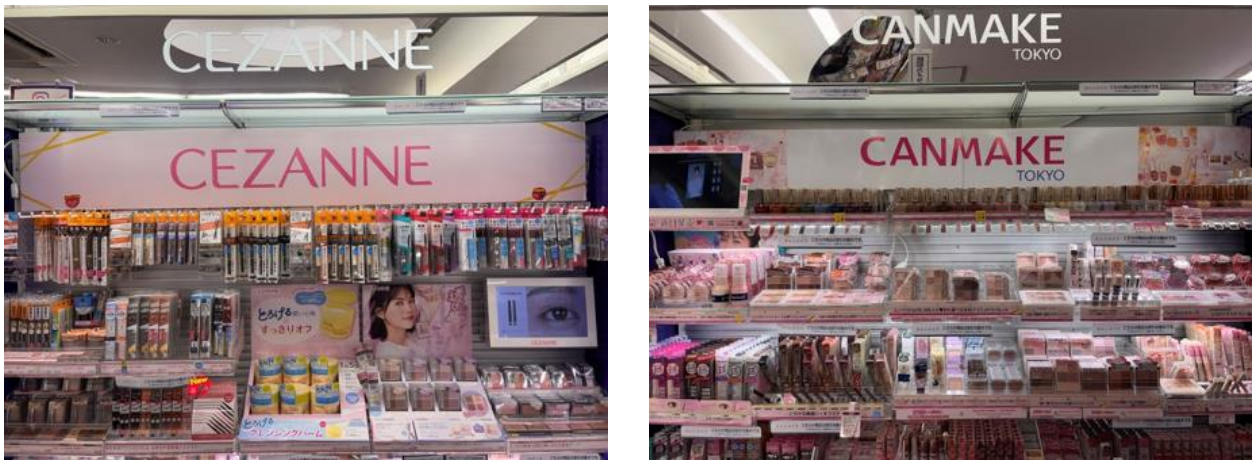
>> 1) 생각보다 매대 점유율이 낮더라

2024년 기준, 일본향 한국 화장품 수출 금액이 최고치라 일본 화장품 시장에서 한국 브랜드들의 입지가 꽤나 성숙기에 진입했다 생각했지만 기우였다. 5년 혹은 10년 전 대비 한국 브랜드들의 매대 점유가 확대된 것은 맞지만 여전히 대형, 고정매대는 일본 저가 브랜드(CEZANNE, CANMAKE)였다.

[그림51] 일본 @cosme, Plaza 메인 매대는 역시나 일본 브랜드의 것(CEZANNE, CANMAKE)

자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림52] 일본 Tomod's, 고정 매대는 역시나 일본 브랜드의 것(CEZANNE, CANMAKE)



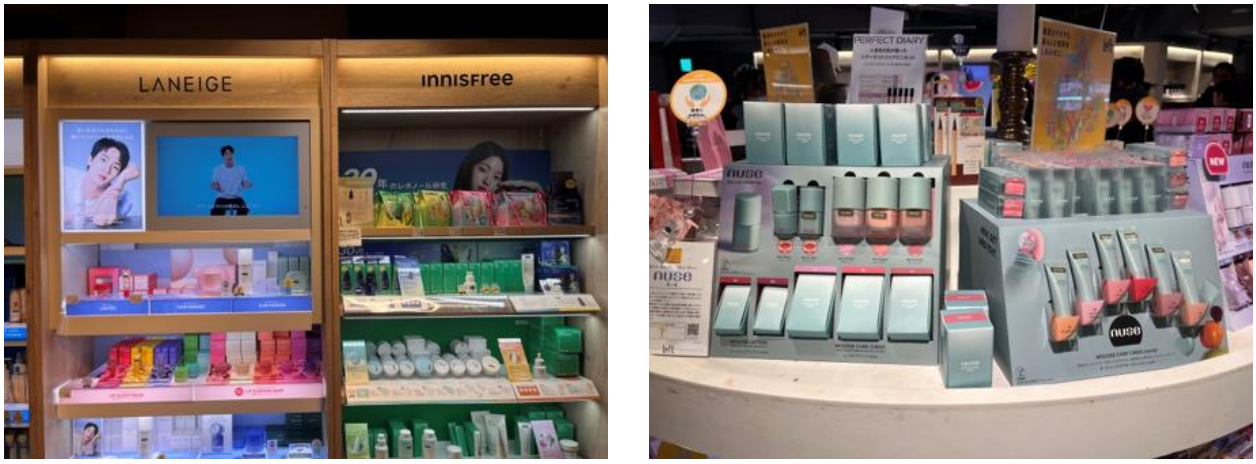
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림53] 일본 AINZ&TULPE, 고정 매대는 역시나 일본 브랜드의 것(CEZANNE, CANMAKE)

자료: 한화투자증권 리서치센터

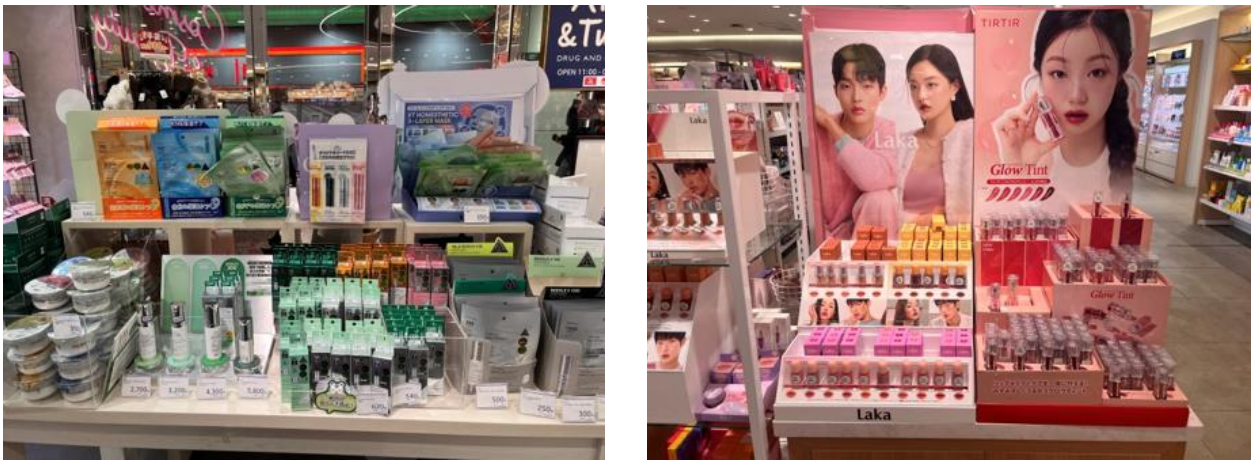
하지만 번화가로 갈수록, 대형 매장으로 갈수록 매대 배치가 달랐다. 아모레의 LANEIGE, INNISFREE, 아이패밀리에스씨의 NUSE 등 한국 브랜드들이 화장품 섹션 가장 중앙에, 가장 큰 고정 매대에 진열되어 있었다.

[그림54] 일본 LOFT, 화장품 카테고리 섹션 중앙에 있는 한국 브랜드(LANEIGE, INNISFREE, NUSE)



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림55] 일본 AINZ&TULPE, PLAZA 화장품 카테고리 섹션 중앙, 전면에 있는 한국 브랜드(VT, Laka, TIRTIR)



자료: 한화투자증권 리서치센터

>> 2) 우리는 아직 립이 대부분

일본 시장에서 한국 브랜드들의 기저가 낮았기에 성장률이 높게 나왔지만 아직까지는 브랜드별로 특정 카테고리에만 집중되어 있다. 기초 화장품에서는 브이티 정도만 패치, 패드, 세럼, 마스크팩 등으로 카테고리가 다양화 되어있다. 색조 화장품에서는 티르티르, 미샤, 루나, 파넬 등은 베이스 메이크업, 롬앤, 퓌, 라카, 어뮤즈, 삐아 등은 립 메이크업에 집중되어 있다.

처음이 어렵지 그 다음은 쉽다. 현지에서 좋은 반응을 얻고 있는 카테고리를 기반으로, 현지화 제품 출시 등의 전략 범위 확대로 카테고리 확장 가능성이 높고, 이에 따른 추가 성장이 기대된다.

[그림56] 일본 PLAZA, 일본 전용 제품으로 현지 대응 중인 한국 브랜드(롬앤, VT)

자료: 한화투자증권 리서치센터

>> 3) Variety 그 다음은?

전술했듯 일본의 Non-Grocery Store(Variety Store, Pharmacies, Heath&Beauty)는 고객 유치를 위해 상품군, 특히 화장품 섹션군을 개선 및 확대해야 하는 상황이다. 한국 브랜드들은 Variety Store, Health&Beauty, Pharmacies 순으로 높은 커버리지를 갖고 있는 것으로 파악된다.

Sugi Pharmacy, Tomod's 등의 Pharmacies에는 여전히 Shiseido, KOSE의 일본 로컬 고가 브랜드, CEZANNE, CANMAKE 등의 일본 로컬 저가 브랜드로 대부분 구성되어 있고 일부 매대에서만 VT, TIRTIR 정도만 진열되어 있다. 아직까지 뚫고 들어간 채널보다 뚫고 들어가야할 채널이 더 많다.

[그림57] 일본 Sugi Pharmacy, 브이티 마스크팩 판매 중

자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림58] 일본 Family Mart, 브이티 마스크팩, 클렌징 티슈 판매 중

자료: 한화투자증권 리서치센터

VI.

기업분석

1. 코스맥스(192820)
2. 한국콜마(161890)
3. 코스메카코리아(241710)
4. 잉글우드랩(950140)
5. 씨앤씨인터내셔널(352480)
6. 펌텍코리아(251970)
7. 아모레퍼시픽(090430)
8. LG생활건강(051900)
9. 에이피알(278470)

2025년 2월 11일
기업분석

코스맥스 (192820)

점점 더 범접할 수 없는 영역으로

▶Analyst 한유정 yujung.han@hanwha.com 3772-7693 / RA 이다연 dayeon.lee@hanwha.com 3772-7690

Buy (유지)

목표주가(유지): 220,000원

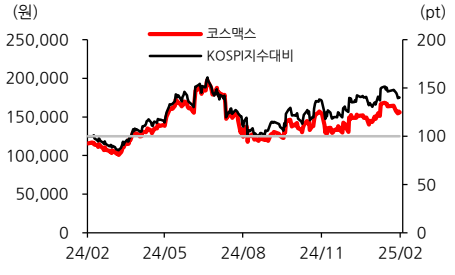
현재 주가(2/7)	155,800 원
상승여력	▲ 41.2%
시가총액	17,683 억원
발행주식수	11,350 천주
52 주 최고가 / 최저가	197,800 / 100,800 원
90 일 일평균 거래대금	137.19 억원
외국인 지분율	31.8%
주주 구성	
코스맥스비티아이 (외 13 인)	27.5%
국민연금공단 (외 1 인)	13.4%
코스맥스우리사주 (외 1 인)	1.8%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	7.1	0.2	22.6	29.4
상대수익률(KOSPI)	5.9	1.9	24.4	32.8

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	1,777	2,133	2,427	2,756
영업이익	116	177	222	259
EBITDA	175	256	315	355
지배주주순이익	57	100	140	164
EPS	5,036	8,852	12,362	14,421
순차입금	442	485	416	309
PER	25.1	13.1	12.6	10.8
PBR	4.0	2.8	3.0	2.3
EV/EBITDA	10.7	7.0	6.9	5.8
배당수익률	0.4	0.5	0.5	0.6
ROE	12.1	24.3	26.5	24.2

주가 추이



기대치를 상회할 4분기

2024년 4분기 코스맥스의 연결 매출액은 5,252억원(+20.3% YoY, -0.9% QoQ), 영업이익은 417억원(+85.0% YoY, -4.0% QoQ)으로 컨센서스 영업이익 371억원을 상회할 전망이다. [한국] 기저 부담이 높았던 지난 3분기와 달리 전년 기저 효과와 주요 고객사들의 수출 확대로 간접 수출 매출의 증가 추세가 이어지며 한국 법인 매출액은 +31.4% YoY, [중국] 경기 침체로 인한 화장품 시장 침체에도 광저우 법인 중심으로 중국 연결 매출액은 -5.3% YoY, [동남아] 스킨케어/메이크업/남성라인 등 전체 카테고리의 강한 성장세가 지속되며 인도네시아, 태국 매출액은 각각 +29.5%, +42.9% YoY로 한국, 중국, 동남아 매출이 기대 이상의 성과를 보인 것으로 파악된다. 반면 [미국] 신규 고객사 유입 지연이 4분기에도 이어져 미국 매출액은 -17.5% YoY로 추정한다. 중국과 미국 매출이 전년 대비 하락한 영향으로 중국 수익성은 전년 동기 대비 하락, 미국은 적자 지속이 예상된다. 그럼에도 한국과 동남아 지역의 영업 레버리지 효과로 한국, 연결법인 합산 영업이익은 각각 +76.8%, +113.6% YoY로 4분기 이익 성장을 견인한 것으로 추정한다.

투자의견 BUY, 목표주가 220,000원 유지

1) 한국 브랜드사들의 해외 수출 국가 및 품목 확대가 이어지는 지금 2) 코스맥스는 MOQ 하향, 다품종 소량 생산 효율성 향상, 국내외 법인간 유기적 협력으로 연매출 1,000억원 미만의 국내외 소형 OEM사들은 범접할 수 없는 경쟁우위를 확보 중이다. 1)은 2)를 가능하게 하고, 2)는 또 다시 1)을 가능하게 할 것이다. 글로벌 시장에서 한국 브랜드들의 점유율은 장기간 우상향 추세가 지속될 것이고, 코스맥스 실적 또한 역대 최고치 경신의 연속일 것이다.

또한 3) 한국에서 2025년에는 상·하반기 각각 +15%씩, 2025년 연간으로는 +30% CAPA가 증가되어 전략 품목군을 중심으로 한 보다 공격적인 신규 수주 확대가 이어질 것으로 기대한다. 4) 한국뿐만 아니라 2026년 태국 법인 +20%, 2027년 인도네시아 법인 +100% CAPA 증가 예정으로 범아시아 지역에서의 고성장이 실적 성장을 견인할 것으로 기대한다.

[표2] 코스맥스 분기 및 연간 실적 추정 (단위: 십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	**527**	**551**	**530**	**525**	**572**	**632**	**613**	**609**	**1,777**	**2,133**	**2,427**	**2,756**
국내	315	348	348	326	365	407	410	384	1,058	1,337	1,567	1,810
해외	230	219	190	210	228	244	213	237	799	850	921	1,016
중국	157	148	114	140	152	167	126	155	547	559	600	652
상해	108	98	72	97	98	110	80	108	400	374	396	431
광저우	47	50	40	40	52	55	44	45	141	176	196	213
미국	39	36	33	31	34	33	36	35	140	139	139	151
동남아	34	36	43	39	42	43	50	47	111	152	183	213
인도네시아	24	25	32	29	31	31	37	35	86	111	133	155
태국	10	10	11	10	12	13	13	12	26	41	49	57
연결조정	-18	-16	-8	-11	-21	-19	-10	-12	-79	-53	-62	-70
YoY	*30.6%*	*15.1%*	*15.6%*	*20.3%*	*8.5%*	*14.7%*	*15.7%*	*16.0%*	*11.1%*	*20.0%*	*13.7%*	*13.6%*
국내	*29.6%*	*25.1%*	*20.8%*	*31.4%*	*15.7%*	*17.0%*	*18.0%*	*18.0%*	*23.8%*	*26.4%*	*17.2%*	*15.5%*
해외	*32.2%*	*0.0%*	*-0.1%*	*-2.2%*	*-0.9%*	*11.2%*	*11.7%*	*12.9%*	*-1.1%*	*6.4%*	*8.5%*	*10.3%*
중국	*28.6%*	*-4.0%*	*-7.5%*	*-5.3%*	*-3.6%*	*13.4%*	*10.2%*	*10.8%*	*-1.7%*	*2.1%*	*7.3%*	*8.7%*
상해	*17.6%*	*-12.8%*	*-15.8%*	*-12.2%*	*-9.0%*	*13.0%*	*11.0%*	*11.0%*	*-7.5%*	*-6.3%*	*5.8%*	*8.8%*
광저우	*57.6%*	*23.9%*	*7.6%*	*18.6%*	*11.0%*	*11.0%*	*11.0%*	*11.0%*	*18.8%*	*25.5%*	*11.0%*	*8.8%*
미국	*43.2%*	*-5.5%*	*-11.9%*	*-17.5%*	*-13.0%*	*-7.0%*	*12.0%*	*13.0%*	*-14.7%*	*-1.0%*	*0.3%*	*9.0%*
동남아	*38.3%*	*29.8%*	*44.9%*	*32.7%*	*25.7%*	*20.8%*	*15.3%*	*20.5%*	*28.2%*	*36.5%*	*20.2%*	*16.3%*
인도네시아	*25.5%*	*22.8%*	*38.1%*	*29.5%*	*27.1%*	*20.2%*	*15.7%*	*20.0%*	*27.2%*	*29.3%*	*20.3%*	*16.4%*
태국	*86.3%*	*50.8%*	*68.9%*	*42.9%*	*22.2%*	*22.2%*	*14.3%*	*21.9%*	*31.5%*	*60.3%*	*20.0%*	*16.1%*
매출액 비중												
국내	*59.9%*	*63.1%*	*65.6%*	*62.0%*	*63.8%*	*64.4%*	*66.9%*	*63.1%*	*59.5%*	*62.7%*	*64.6%*	*65.7%*
해외	*43.6%*	*39.8%*	*35.9%*	*40.0%*	*39.8%*	*38.6%*	*34.7%*	*38.9%*	*44.9%*	*39.8%*	*38.0%*	*36.9%*
중국	*29.9%*	*26.8%*	*21.6%*	*26.6%*	*26.5%*	*26.5%*	*20.6%*	*25.4%*	*30.8%*	*26.2%*	*24.7%*	*23.7%*
상해	*20.4%*	*17.7%*	*13.6%*	*18.5%*	*17.1%*	*17.4%*	*13.0%*	*17.7%*	*22.5%*	*17.6%*	*16.3%*	*15.6%*
광저우	*8.9%*	*9.0%*	*7.5%*	*7.7%*	*9.1%*	*8.7%*	*7.2%*	*7.3%*	*7.9%*	*8.3%*	*8.1%*	*7.7%*
미국	*7.4%*	*6.5%*	*6.1%*	*5.9%*	*5.9%*	*5.3%*	*5.9%*	*5.8%*	*7.9%*	*6.5%*	*5.7%*	*5.5%*
동남아	*6.4%*	*6.5%*	*8.2%*	*7.5%*	*7.4%*	*6.8%*	*8.2%*	*7.8%*	*6.3%*	*7.1%*	*7.5%*	*7.7%*
인도네시아	*4.6%*	*4.6%*	*6.1%*	*5.5%*	*5.4%*	*4.8%*	*6.1%*	*5.7%*	*4.8%*	*5.2%*	*5.5%*	*5.6%*
태국	*1.8%*	*1.9%*	*2.1%*	*1.9%*	*2.0%*	*2.0%*	*2.1%*	*2.0%*	*1.4%*	*1.9%*	*2.0%*	*2.1%*
영업이익	**45**	**47**	**43**	**42**	**52**	**60**	**56**	**54**	**116**	**177**	**222**	**259**
별도	30	35	39	31	36	41	47	37	87	135	160	187
국내외연결법인	15	12	4	11	16	19	9	17	29	42	62	71
YoY	*229.1%*	*1.4%*	*30.4%*	*85.0%*	*14.4%*	*28.1%*	*28.8%*	*30.4%*	*117.9%*	*53.2%*	*25.3%*	*16.4%*
별도	*131.0%*	*13.5%*	*53.0%*	*76.8%*	*18.1%*	*18.2%*	*18.0%*	*20.5%*	*102.5%*	*55.7%*	*18.6%*	*16.9%*
국내외연결법인	*1863.7%*	*-22.0%*	*-47.5%*	*113.6%*	*7.2%*	*56.0%*	*137.4%*	*59.0%*	*182.0%*	*45.9%*	*46.6%*	*15.3%*
영업이익률	*8.6%*	*8.5%*	*8.2%*	*7.9%*	*9.1%*	*9.5%*	*9.1%*	*8.9%*	*6.5%*	*8.3%*	*9.2%*	*9.4%*
별도	*9.5%*	*9.9%*	*11.3%*	*9.5%*	*9.7%*	*10.0%*	*11.3%*	*9.7%*	*8.2%*	*10.1%*	*10.2%*	*10.3%*
국내외연결법인	*7.3%*	*6.0%*	*2.2%*	*5.4%*	*8.0%*	*8.5%*	*4.6%*	*7.6%*	*4.0%*	*5.3%*	*7.2%*	*7.5%*
영업이익 비중												
별도	*66.2%*	*73.9%*	*90.9%*	*74.3%*	*68.4%*	*68.2%*	*83.3%*	*68.6%*	*75.0%*	*76.2%*	*72.1%*	*72.4%*
국내외연결법인	*33.8%*	*26.1%*	*9.1%*	*25.7%*	*31.6%*	*31.8%*	*16.7%*	*31.4%*	*25.0%*	*23.8%*	*27.9%*	*27.6%*

자료: 코스맥스, 한화투자증권 리서치센터 추정

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	1,600	1,777	2,133	2,427	2,756
매출총이익	205	294	413	509	578
영업이익	53	116	177	222	259
EBITDA	112	175	256	315	355
순이자손익	-18	-26	-38	-38	-34
외화관련손익	-1	-1	18	14	16
지분법손익	0	-2	0	0	0
세전계속사업손익	6	84	131	187	224
당기순이익	-16	38	89	133	160
지배주주순이익	21	57	100	140	164
증가율(%)					
매출액	379.1	11.1	20.0	13.7	13.6
영업이익	118.2	117.9	53.2	25.3	16.4
EBITDA	261.9	56.5	46.2	23.1	12.7
순이익	적전	흑전	136.7	49.1	19.8
이익률(%)					
매출총이익률	12.8	16.5	19.4	21.0	21.0
영업이익률	3.3	6.5	8.3	9.2	9.4
EBITDA 이익률	7.0	9.9	12.0	13.0	12.9
세전이익률	0.4	4.7	6.2	7.7	8.1
순이익률	-1.0	2.1	4.2	5.5	5.8

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	737	822	941	1,036	1,170
현금성자산	179	271	318	320	361
매출채권	318	283	339	393	448
재고자산	202	218	218	252	288
비유동자산	659	735	911	957	987
투자자산	119	134	125	130	134
유형자산	491	547	725	762	783
무형자산	50	54	62	66	70
자산총계	1,396	1,557	1,852	1,993	2,156
유동부채	812	874	1,086	1,091	1,098
매입채무	257	365	419	486	554
유동성이자부채	517	454	606	542	478
비유동부채	140	325	270	270	270
비유동이자부채	91	259	198	195	192
부채총계	952	1,199	1,356	1,361	1,368
자본금	6	6	6	6	6
자본잉여금	287	29	28	28	28
이익잉여금	268	313	408	542	699
자본조정	21	15	21	21	21
자기주식	0	0	0	0	0
자본총계	444	359	497	631	788

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업현금흐름	103	231	175	214	241
당기순이익	-16	38	89	133	160
자산상각비	59	59	79	93	97
운전자본증감	28	79	3	-22	-23
매출채권 감소(증가)	40	8	-65	-54	-55
재고자산 감소(증가)	23	-15	11	-35	-35
매입채무 증가(감소)	-11	60	17	67	68
투자현금흐름	-31	-104	-158	-140	-127
유형자산처분(취득)	-83	-81	-129	-125	-113
무형자산 감소(증가)	0	-4	-8	-9	-9
투자자산 감소(증가)	78	-22	3	-1	-1
재무현금흐름	3	-39	31	-72	-73
차입금의 증가(감소)	10	-39	31	-67	-67
자본의 증가(감소)	-6	-115	0	-6	-7
배당금의 지급	-6	0	0	-6	-7
총현금흐름	134	199	172	236	264
(-)운전자본증가(감소)	-85	-133	13	22	23
(-)설비투자	84	86	130	125	113
(+)자산매각	2	1	-6	-9	-9
Free Cash Flow	137	247	23	79	119
(-)기타투자	83	51	8	5	5
잉여현금	53	196	14	75	114
NOPLAT	-142	52	121	159	185
(+) Dep	59	59	79	93	97
(-)운전자본투자	-85	-133	13	22	23
(-)Capex	84	86	130	125	113
OpFCF	-81	158	57	104	146

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2022	2023	2024E	2025E	2026E
주당지표					
EPS	1,837	5,036	8,852	12,362	14,421
BPS	51,203	31,941	40,785	52,643	66,459
DPS	0	500	600	800	1,000
CFPS	11,791	17,550	15,132	20,816	23,238
ROA(%)	1.5	3.9	5.9	7.3	7.9
ROE(%)	3.6	12.1	24.3	26.5	24.2
ROIC(%)	-16.5	6.6	14.0	15.8	17.4
Multiples(x,%)					
PER	40.3	25.1	13.1	12.6	10.8
PBR	1.4	4.0	2.8	3.0	2.3
PSR	0.5	0.8	0.6	0.7	0.6
PCR	6.3	7.2	7.6	7.5	6.7
EV/EBITDA	11.3	10.7	7.0	6.9	5.8
배당수익률	n/a	0.4	0.5	0.5	0.6
안정성(%)					
부채비율	214.3	334.3	272.9	215.6	173.6
Net debt/Equity	96.6	123.2	97.7	65.9	39.2
Net debt/EBITDA	383.3	252.3	189.6	132.1	87.0
유동비율	90.8	94.0	86.7	94.9	106.5
이자보상배율(배)	2.5	3.6	4.1	5.3	6.8
자산구조(%)					
투하자본	73.5	65.1	68.7	69.7	68.6
현금+투자자산	26.5	34.9	31.3	30.3	31.4
자본구조(%)					
차입금	57.8	66.5	61.8	53.8	45.9
자기자본	42.2	33.5	38.2	46.2	54.1

주: IFRS 연결 기준

2025년 2월 11일
기업분석

한국콜마 (161890)

사실은 호실적

▶Analyst 한유정 yujung.han@hanwha.com 3772-7693 / RA 이다연 dayeon.lee@hanwha.com 3772-7690

Buy (유지)

목표주가(유지): 100,000원

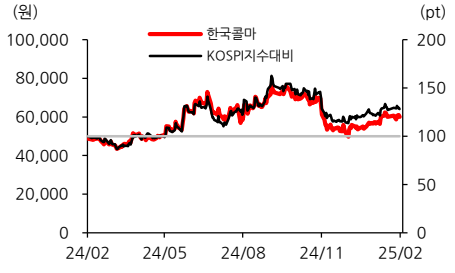
현재 주가(2/7)	60,000 원
상승여력	▲ 66.7%
시가총액	14,163 억원
발행주식수	23,605 천주
52 주 최고가 / 최저가	76,200 / 43,500 원
90 일 일평균 거래대금	132.4 억원
외국인 지분율	33.9%
주주 구성	
한국콜마홀딩스 (외 25 인)	26.6%
국민연금공단 (외 1 인)	11.8%
NIHONKOLMAR (외 1 인)	11.8%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	6.2	-9.8	2.9	22.7
상대수익률(KOSPI)	5.0	-8.1	4.7	26.1

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	2,156	2,473	2,753	3,050
영업이익	136	208	270	302
EBITDA	230	303	373	406
지배주주순이익	5	67	111	143
EPS	227	2,829	4,693	6,041
순차입금	835	867	842	773
PER	236.2	16.7	12.8	9.9
PBR	1.9	1.4	1.6	1.4
EV/EBITDA	9.0	6.5	6.1	5.4
배당수익률	1.1	1.9	2.5	3.0
ROE	0.8	9.3	13.4	15.2

주가 추이



기대치에 부합할 4분기

2024년 4분기 한국콜마의 연결 매출액은 6,112억원(+10.8% YoY, -2.4% QoQ), 영업이익은 496억원(+32.7% YoY, -9.1% QoQ)으로 예상한다. 성과급(약 30억원) 반영에 따른 HK이노엔 이익 추정치 하향(4Q24 컨센서스 영업이익 2024/10 297억원 → 2025/01 269억원)분 외 화장품 본업 실적은 종전 추정치 및 컨센서스에 부합할 전망이다. [한국] 기저효과가 편안했던 지난 3분기와 달리 전년 기저 부담과 Legacy 고객사들의 부진 지속에도 신규 고객사 수주 증가 추세가 지속되어 한국 법인 매출액은 +14.8% YoY로 동분기 최고치 기록, [미주] 2023년부터 수주가 크게 늘고 있는 주요 고객사로부터의 수주 증가 및 4Q24 신규 고객사 추가로 미국 법인 매출액은 +68.9% YoY로 기대 이상의 성장세가 이어진 것으로 추정한다. 덕분에 미국 R&D 센터 비용 반영에도 미국 법인은 이번 4분기 흑자전환에 성공한 것으로 파악된다.

투자의견 BUY, 목표주가 100,000원 유지

색조 제품을 생산하는 미국 1공장 중심으로 미국 법인 매출 성장이 가파르다. 또한 2024년 4분기 새로 추가된 신규 고객사들의 수주도 2025년 중 존재감을 키워갈 것으로 기대한다. 이들 외 추가적인 신규 고객사 없이도 현재 추세라면 미국 1공장에서만 2025년 60억원 영업이익 흑자가 예상되고 2공장 가동 후부터는 외부 창고 임차료 20억원 비용 절감이 예상된다. 미국 R&D 센터 비용, 서부 권역의 인디브랜드사 영업을 위한 영업소 신설에 따른 비용 발생분이 상쇄될 수 있다.

한국콜마가 강점을 두고 있는 기초, Sun care 제품을 생산할 미국 2공장은 2025년 3~4월 중 가동될 예정이다. 미국 2공장의 자동화율이 한국 세종 공장 수준으로 설계된 점, 미국 2공장 가동에 따른 감가비 증분이 미미하다는 점, 한국 브랜드 사의 미국 수출 확대 기조, 정치적 불확실성으로 한국 브랜드사의 미국 2공장 수주 가능성도 높아지고 있는 점을 감안하면 연간 미국 영업이익은 2025년 흑자 전환이 가능할 것이다.

Sun care 시장 내 독보적인 시장점유율로 성수기 시즌 공급부족이 아쉬웠던 2024년이었지만 2Q24, 4Q24 한국 세종 1공장에서의 설비 재배치로 +43% CAPA가 증가된 효과가 2025년 온기 반영될 전망이다.

[표3] 한국콜마 분기 및 연간 실적 추정 (단위: 십억 원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	**575**	**660**	**627**	**611**	**629**	**734**	**702**	**689**	**2,156**	**2,473**	**2,753**	**3,050**
한국	248	297	274	246	287	346	319	291	857	1,065	1,243	1,442
연결법인	327	363	353	365	342	387	383	398	1,299	1,408	1,510	1,608
중국	39	53	37	33	37	55	38	35	177	161	164	171
북경	4	-	-	-	-	-	-	-	19	4	-	-
무석	35	53	37	33	37	55	38	35	158	157	164	171
북미	16	26	27	28	18	26	33	35	83	97	112	129
US	7	13	18	19	9	16	21	23	38	57	70	85
CANADA	9	13	9	9	9	10	11	12	46	40	42	44
HK이노엔	213	219	230	240	227	240	252	263	829	901	982	1,053
연우	67	74	73	70	70	76	76	73	236	284	294	304
기타및조정	-8	-9	-13	-7	-9	-10	-15	-8	-27	-36	-42	-49
YoY	*17.9%*	*10.1%*	*21.3%*	*10.8%*	*9.4%*	*11.1%*	*12.0%*	*12.7%*	*15.5%*	*14.7%*	*11.3%*	*10.8%*
한국	*22.8%*	*16.7%*	*47.0%*	*14.8%*	*15.8%*	*16.6%*	*16.5%*	*18.3%*	*18.2%*	*24.3%*	*16.8%*	*15.9%*
연결법인	*14.4%*	*5.2%*	*6.8%*	*8.2%*	*4.5%*	*6.6%*	*8.6%*	*9.0%*	*13.8%*	*8.4%*	*7.2%*	*6.5%*
중국	*6.6%*	*-17.2%*	*-9.0%*	*-10.1%*	*-5.7%*	*4.0%*	*4.0%*	*4.0%*	*37.7%*	*-8.9%*	*1.7%*	*4.0%*
북경	*23.1%*	-	-	-	-	-	-	-	*14.2%*	*-77.5%*	-	-
무석	*4.8%*	*-6.6%*	*1.4%*	*1.9%*	*6.0%*	*4.0%*	*4.0%*	*4.0%*	*41.2%*	*-0.6%*	*4.4%*	*4.0%*
북미	*-13.6%*	*15.0%*	*22.5%*	*38.5%*	*12.5%*	*1.1%*	*22.4%*	*23.9%*	*12.5%*	*16.4%*	*15.5%*	*14.9%*
US	*7.7%*	*61.3%*	*54.9%*	*68.9%*	*35.3%*	*21.2%*	*21.2%*	*21.2%*	*46.0%*	*52.4%*	*22.9%*	*20.8%*
CANADA	*-25.1%*	*-11.9%*	*-12.4%*	*0.2%*	*-5.2%*	*-20.2%*	*24.8%*	*29.8%*	*-5.3%*	*-13.1%*	*4.9%*	*5.1%*
HK이노엔	*15.0%*	*7.3%*	*6.5%*	*7.1%*	*6.6%*	*9.6%*	*9.6%*	*9.6%*	*-2.1%*	*8.7%*	*8.9%*	*7.3%*
연우	*33.1%*	*17.1%*	*19.8%*	*13.7%*	*3.5%*	*3.0%*	*4.0%*	*4.0%*	*0.6%*	*20.3%*	*3.6%*	*3.3%*
영업이익	**32**	**72**	**55**	**50**	**51**	**84**	**76**	**58**	**136**	**208**	**270**	**302**
한국	23	44	37	22	27	52	44	26	80	126	149	174
연결법인	10	28	17	28	24	33	32	32	56	82	120	128
중국	-1	5	1	0	1	5	2	1	10	5	10	11
북경	-3	-	-	-	-	-	-	-	-3	-4	-	-
무석	2	7	1	0	1	5	2	1	13	9	10	11
북미	-5	-2	-5	0	-1	-1	-1	-1	-11	-12	-4	0
US	-3	-1	-3	1	0	0	1	1	-10	-6	2	6
CANADA	-2	-1	-2	-2	-1	-1	-2	-2	-2	-6	-6	-5
HK이노엔	17	24	22	27	23	28	29	30	65	91	110	112
연우	0	1	1	1	1	1	1	1	0	3	5	5
기타및조정	-2	-1	-2	0	0	0	0	0	-6	-5	0	0
YoY	*168.9%*	*28.9%*	*75.7%*	*32.7%*	*57.8%*	*17.6%*	*38.5%*	*17.9%*	*85.8%*	*53.0%*	*29.4%*	*12.0%*
한국	*68.4%*	*27.5%*	*185.5%*	*19.6%*	*20.3%*	*16.6%*	*17.9%*	*19.2%*	*15.3%*	*58.6%*	*18.1%*	*16.5%*
연결법인	*흑전*	*31.1%*	*-4.1%*	*45.3%*	*146.6%*	*19.2%*	*83.1%*	*16.8%*	*1252.0%*	*45.2%*	*46.8%*	*6.3%*
중국	*적지*	*-39.3%*	*100.0%*	*-99.9%*	*흑전*	*-6.9%*	*128.4%*	*207900%*	*흑전*	*-45.3%*	*81.2%*	*13.2%*
북미	*적지*	*적지*	*적지*	*적지*	*적지*	*적지*	*적지*	*적지*	*적지*	*적지*	*적지*	*흑전*
HK이노엔	*206.7%*	*58.8%*	*-0.8%*	*25.0%*	*32.9%*	*13.6%*	*29.9%*	*11.8%*	*23.6%*	*39.8%*	*20.7%*	*1.7%*
연우	*흑전*	*2.5%*	*-10.6%*	-	-	*13.3%*	*14.4%*	*14%*	*흑전*	*13608%*	*34.0%*	*8.4%*
영업이익률	*5.6%*	*10.9%*	*8.7%*	*8.1%*	*8.1%*	*11.5%*	*10.8%*	*8.5%*	*6.3%*	*8.4%*	*9.8%*	*9.9%*
한국	*9.2%*	*14.9%*	*13.6%*	*8.9%*	*9.6%*	*14.9%*	*13.8%*	*9.0%*	*9.3%*	*11.9%*	*12.0%*	*12.1%*
연결법인	*2.9%*	*7.6%*	*4.9%*	*7.6%*	*6.9%*	*8.5%*	*8.2%*	*8.1%*	*4.3%*	*5.8%*	*8.0%*	*8.0%*
중국	*-2.4%*	*10.1%*	*2.7%*	*0.0%*	*3.0%*	*9.0%*	*6.0%*	*4.0%*	*5.5%*	*3.3%*	*5.9%*	*6.4%*
북미	*-28.8%*	*-8.5%*	*-19.5%*	*-1.6%*	*-5.8%*	*-4.1%*	*-3.0%*	*-1.6%*	*-13.6%*	*-12.8%*	*-3.3%*	*0.3%*
HK이노엔	*8.1%*	*11.1%*	*9.7%*	*11.3%*	*10.2%*	*11.5%*	*11.5%*	*11.5%*	*7.8%*	*10.1%*	*11.2%*	*10.6%*
연우	*0.0%*	*1.7%*	*1.6%*	*1.5%*	*1.0%*	*1.8%*	*1.8%*	*1.7%*	*0.0%*	*1.2%*	*1.6%*	*1.7%*
순수 화장품 매출	**303**	**376**	**337**	**308**	**342**	**427**	**389**	**361**	**1,117**	**1,323**	**1,520**	**1,741**
YoY	*17.9%*	*10.3%*	*35.8%*	*13.2%*	*12.9%*	*13.8%*	*15.6%*	*17.3%*	*20.5%*	*18.4%*	*14.8%*	*14.6%*
순수 화장품 영업이익	**17**	**47**	**33**	**22**	**27**	**55**	**45**	**27**	**78**	**119**	**155**	**185**
YoY	*79.8%*	*13.9%*	*204.7%*	*33.8%*	*59.3%*	*17.1%*	*36.8%*	*25.6%*	*101.3%*	*52.6%*	*30.2%*	*19.3%*

주: 순수 화장품 실적은 연결 조정을 고려하지 않은 한국 별도, 중국, 북미 법인 합산 실적, 자료: 한국콜마, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	1,866	2,156	2,473	2,753	3,050
매출총이익	469	578	695	776	880
영업이익	73	136	208	270	302
EBITDA	149	230	303	373	406
순이자손익	-25	-36	-37	-33	-26
외화관련손익	2	1	7	4	5
지분법손익	-1	2	1	0	0
세전계속사업손익	17	34	130	202	245
당기순이익	-4	25	92	152	183
지배주주순이익	-22	5	67	111	143
증가율(%)					
매출액	304.5	15.5	14.7	11.3	10.8
영업이익	56.4	85.8	53.0	29.4	12.0
EBITDA	176.2	54.6	31.7	23.1	8.9
순이익	적전	흑전	266.8	64.6	20.8
이익률(%)					
매출총이익률	25.1	26.8	28.1	28.2	28.9
영업이익률	3.9	6.3	8.4	9.8	9.9
EBITDA 이익률	8.0	10.7	12.2	13.5	13.3
세전이익률	0.9	1.6	5.3	7.4	8.0
순이익률	-0.2	1.2	3.7	5.5	6.0

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	816	898	927	934	986
현금성자산	298	269	266	191	160
매출채권	261	324	332	375	417
재고자산	239	281	311	350	389
비유동자산	2,117	2,111	2,152	2,191	2,211
투자자산	206	180	171	176	181
유형자산	609	660	711	740	749
무형자산	1,302	1,271	1,270	1,275	1,281
자산총계	2,933	3,009	3,079	3,125	3,196
유동부채	868	1,284	1,346	1,313	1,281
매입채무	298	390	357	402	448
유동성이자부채	533	854	934	854	774
비유동부채	596	307	255	238	220
비유동이자부채	535	249	199	179	159
부채총계	1,464	1,591	1,601	1,551	1,501
자본금	11	11	12	12	12
자본잉여금	264	262	294	294	294
이익잉여금	384	368	471	568	689
자본조정	4	7	5	5	5
자기주식	0	0	0	0	0
자본총계	1,469	1,419	1,478	1,574	1,696

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업현금흐름	91	112	108	181	214
당기순이익	-4	25	92	152	183
자산상각비	75	94	95	103	104
운전자본증감	-32	-76	45	-35	-35
매출채권 감소(증가)	-4	-60	3	-42	-42
재고자산 감소(증가)	-10	-41	-29	-40	-39
매입채무 증가(감소)	-7	26	14	45	45
투자현금흐름	-145	-156	-85	-144	-126
유형자산처분(취득)	-32	-106	-127	-118	-99
무형자산 감소(증가)	-17	-16	-18	-19	-19
투자자산 감소(증가)	75	-25	50	-2	-2
재무현금흐름	82	-8	20	-114	-121
차입금의 증가(감소)	121	8	0	-100	-100
자본의 증가(감소)	-39	-11	20	-14	-21
배당금의 지급	-15	-11	-11	-14	-21
총현금흐름	181	245	63	216	249
(-)운전자본증가(감소)	-70	17	49	35	35
(-)설비투자	38	107	131	120	102
(+)자산매각	-12	-16	-15	-17	-17
Free Cash Flow	201	106	-131	44	96
(-)기타투자	273	67	-105	5	5
잉여현금	-72	38	-26	39	91
NOPLAT	-18	100	148	202	226
(+) Dep	75	94	95	103	104
(-)운전자본투자	-70	17	49	35	35
(-)Capex	38	107	131	120	102
OpFCF	90	70	62	150	194

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2022	2023	2024E	2025E	2026E
주당지표					
EPS	-961	227	2,829	4,693	6,041
BPS	29,024	28,347	33,084	37,177	42,319
DPS	500	600	900	1,500	1,800
CFPS	7,905	10,688	2,683	9,154	10,554
ROA(%)	-0.8	0.2	2.2	3.6	4.5
ROE(%)	-3.3	0.8	9.3	13.4	15.2
ROIC(%)	-0.9	4.5	6.6	8.7	9.4
Multiples(x,%)					
PER	-44.3	236.2	16.7	12.8	9.9
PBR	1.5	1.9	1.4	1.6	1.4
PSR	0.5	0.6	0.5	0.5	0.5
PCR	5.4	5.0	17.6	6.6	5.7
EV/EBITDA	11.7	9.0	6.5	6.1	5.4
배당수익률	1.2	1.1	1.9	2.5	3.0
안정성(%)					
부채비율	99.6	112.1	108.3	98.5	88.5
Net debt/Equity	52.4	58.8	58.7	53.5	45.6
Net debt/EBITDA	517.8	363.1	286.3	226.0	190.4
유동비율	94.0	70.0	68.9	71.1	77.0
이자보상배율(배)	2.2	3.0	4.9	7.0	9.5
자산구조(%)					
투하자본	81.4	83.1	84.0	86.6	87.6
현금+투자자산	18.6	16.9	16.0	13.4	12.4
자본구조(%)					
차입금	42.1	43.8	43.4	39.6	35.5
자기자본	57.9	56.2	56.6	60.4	64.5

주: IFRS 연결 기준

2025년 2월 11일
기업분석

코스메카코리아 (241710)

업황 성장+미국 사업 역량 강화

▶Analyst 한유정 yujung.han@hanwha.com 3772-7693 / RA 이다연 dayeon.lee@hanwha.com 3772-7690

Buy (유지)

목표주가(유지): 90,000원

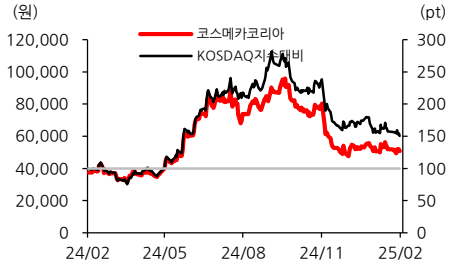
현재 주가(2/7)	50,800 원
상승여력	▲ 77.2%
시가총액	5,425 억원
발행주식수	10,680 천주
52 주 최고가 / 최저가	95,900 / 31,350 원
90 일 일평균 거래대금	82.83 억원
외국인 지분율	10.7%
주주 구성	
박은희 (외 4 인)	39.0%
국민연금공단 (외 1 인)	12.7%
KB 자산운용 (외 1 인)	7.6%

주가수익률(%)	1 개월	3 개월	6 개월	12 개월
절대수익률	0.2	-34.4	-31.2	32.8
상대수익률(KOSDAQ)	-3.2	-35.6	-30.4	41.3

(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	10.2	8.7
PBR	2.3	2.0	2.1	1.7
EV/EBITDA	6.9	5.4	5.5	4.5
배당수익률	n/a	n/a	n/a	n/a
ROE	14.1	21.2	22.6	21.2

주가 추이



화장품 ODM 한 우물 파기

코스메카코리아는 지난 2월 6일 잉글우드랩 보통주 219만주(지분율 11.0%)에 대한 공개매수를 결정했다. 공개매수 후 코스메카코리아의 잉글우드랩 보유 지분율은 39.0%에서 50.0%로 확대된다. 공개매수 가격은 10,000원으로 공개매수공고일 전 영업일(2월 5일) 종가 대비 27.1% 할증된 수준이다. 필요 자금 221억원 중 121억원은 자기자금으로, 100억원은 연 3.9%의 금리로 차입할 예정이다.

이번 잉글우드랩 공개매수는 단순한 재무적 투자를 넘어, 양사의 제조·생산·영업 시너지를 극대화함으로써 미국 시장에서의 중장기 성장 동력을 강화하려는 전략적 결정이라 판단된다. 최근 한국 화장품 브랜드사의 미국 진출이 급격히 증가하는 반면, 대외 불확실성(예. 관세)이 커지는 상황에서 잉글우드랩의 추가 지분 취득은 최적의 전략적 선택이다. 2024년 3분기 말 기준, 코스메카코리아의 부채비율은 70.3%로 안정적인 수준이며, 이번 자금 조달(100억원)이 재무구조에 미치는 부담은 크지 않을 것으로 판단된다.

뺏고 뺏기는 모래성 싸움 아니야

한국 인디브랜드의 성장세가 두드러진다. 한국의 중대형 인디브랜드들은 히트 제품을 바탕으로 제품 라인과 수출 국가를 확장하며 시장을 넓혀가고 있다. 전체 시장 규모가 확대되고 있다. 코스메카코리아 역시 신규 고객사 수와 수주량이 증가 추세에 있으며, 고객사의 규모도 커져가고 있다.

투자의견 BUY, 목표주가 90,000원 유지

전례 없는 업황의 호황기다. 경쟁이 치열하겠지만 그만큼 기회도 많다. 그간 Legacy 브랜드사의 매출 하락으로 질적 성장에도 양적 성장이 두드러지지 못했다면 2025년부터는 양적 성장으로 보답할 수 있을 것이다. 또한 잉글우드랩은 한국 화장품 ODM 기업 중 유일하게 미국 사업에서 흑자를 기록 중인 법인이다. 이번 공개매수 완료 후, 지배순익 증가분을 반영할 계획이다.

[표4] 2025 년 2 월 6 일 공시된 코스메카코리아(공개매수자)의 잉글우드랩 공개매수신고서

구분	내용		
공개매수 기간	시작일 종료일 결제일	2025년 02월 06일 2025년 02월 26일 2025년 02월 28일	-
목표수량(지분율)	2,185,466주(11.0%)		
공개매수 주식 모두 매수 시 공개매수자의 보유주식 변동(지분율)	공개매수 전 공개매수 후	7,748,468주(39.0%) 9,933,934주(50.0%)	응모주식수가 매수예정수량을 하회할 경우 전량 매수, 초과할 경우 안분비례 매수 예정
공개매수 목적	대주주로서의 책임 경영을 강화하고, 안정적인 경영권 확보를 통한 신속하고 효율적인 의사결정 체계를 확립하여 대상회사의 사업 경쟁력 제고를 추진하고함		
시너지 창출 상세 전략	① R&D 부문: 양사의 R&D 역량 결합을 통한 기술 경쟁력 강화 및 혁신적인 신제품 개발 주기 단축 ② 생산 부문: 설비 노하우 공유 및 원자재 공동 구매를 통한 생산 효율 증대 및 원가 경쟁력 확보 ③ 영업 & 마케팅 부문: 해외 영업망 통합 및 브랜드 포트폴리오 확장을 통한 글로벌 시장 진출 가속화 및 시장 지배력 강화 **특히, 잉글우드랩의 미국 생산 기반은 K-뷰티 브랜드의 미국 진출 시 생산 거점 확보 및 관세 문제 해결에 큰 도움을 줄 수 있어 국내외 고객사에게 상당한 이점을 제공할 것으로 예상**		

자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림59] 쿠션 하나의 카테고리로 좁은 진열 매대를 가진 예

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

[그림60] 쿠션 하나의 카테고리로 넓은 진열 매대를 가진 예

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

[표5] 브랜드사의 제품 포트폴리오 확대의 예: 티르티르 쿠션 라인업

제품명	마스크 핏 레드 쿠션	마스크 핏 올커버 쿠션	마스크 핏 아우라 쿠션	마스크 핏 크리스탈 메쉬 쿠션	마스크 핏 AI 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 #AI필터쿠션
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 AI 필터 피부 연출

자료: CHICOR, 한화투자증권 리서치센터

[표6] 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

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

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

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	10.2	8.7
PBR	0.7	2.3	2.0	2.1	1.7
PSR	0.3	0.8	0.8	0.9	0.8
PCR	3.4	5.4	7.4	7.3	6.5
EV/EBITDA	7.5	6.9	5.4	5.5	4.5
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

주: IFRS 연결 기준

2025년 2월 11일
기업분석

잉글우드랩 (950140)

확신의 매수 추천

▶Analyst 한유정 yujung.han@hanwha.com 3772-7693 / RA 이다연 dayeon.lee@hanwha.com 3772-7690

Buy (유지)

목표주가(유지): 13,000원

현재 주가(2/7)	8,830 원
상승여력	▲ 47.2%
시가총액	1,754 억원
발행주식수	19,868 천주
52 주 최고가 / 최저가	26,200 / 6,440 원
90 일 일평균 거래대금	31.03 억원
외국인 지분율	11.2%
주주 구성	
코스메카코리아 (외 5 인)	44.1%
NihonKolmarHoldings (외 1 인)	10.1%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	23.8	-21.9	-44.8	-38.9
상대수익률(KOSDAQ)	20.4	-23.1	-44.1	-30.4

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	207	184	206	229
영업이익	29	20	24	29
EBITDA	33	25	29	34
지배주주순이익	21	14	17	21
EPS	1,044	715	875	1,039
순차입금	-5	-15	-16	-24
PER	12.8	17.5	10.1	8.5
PBR	2.3	1.8	1.2	1.0
EV/EBITDA	7.8	9.5	5.5	4.5
배당수익률	0.8	0.9	1.4	1.5
ROE	20.0	11.3	12.1	12.8

주가 추이

시장의 우려에 대한 답

① OTC 및 기능성 제품이 EWL 별도의 성장을 주도할 것이다. 미국 FDA는 Sun Screening 제품에 대해 효능과 안정성 테스트를 요구하고 몇 가지 활성 성분에 대해 사용을 금지하고 있다. 규정이 까다롭다보니 미국에서 Sun Care 제품의 리드 타임은 통상 1년 이상이다. 때문에 미국에서 Sun Screening 기능이 탑재된 베이스 메이크업 제품은 드물다. 하지만 미국에서도 안전 및 미용의 목적으로 Sun Screening 수요는 증가 추세다. 잉글우드랩은 자체적으로 Fast Track을 개발해 6개월 내 제품을 출시할 수 있는 Tool을 고객사에 제안 중이다. 2025년 하반기부터는 제품 출고 및 출시로 확인될 가능성이 높다. ② 2023년 EWLK 성장을 견인했던 주요 고객사향 매출은 점진적 회복인 회복세를 보일 전망이다. 출고 지연, 매출 인식 기준 변경, 부자재 수급 문제가 혼재되며 2024년 매출은 크게 하락했다. 한편으로는 2023년 해당 고객사가 미국 내 대형 채널 입점을 앞두고 안전재고를 확보 해야했고 그 후 현지 물량이 충분한 상황에서 각종 변수가 대두되었던 2024년에 무리해서 출고를 진행시킬 이유가 없었을 걸로도 해석한다. 해당 고객사의 기존 제품 판매 및 신제품 출시는 순조롭게 이뤄지고 있는 것으로 파악된다. ③ 선적 문제가 이어진다고 해도 Turn-Key로 재전환, 부자재 수급처 변경, 운송 방식 변경 등 필요로 한다면 대안은 많을 것이다.

WIN-WIN

지난 2월 6일, 코스메카코리아는 잉글우드랩 보통주 219만주(지분율 11.0%)에 대한 공개매수를 결정했다. 공개매수 가격은 10,000원으로, 공개매수공고일 전 영업일(2월 5일) 종가 대비 27.1% 할증된 수준이다. 잉글우드랩은 미국 시장에서 코스메카코리아의 제품 포트폴리오 및 R&D 역량을 활용해 신규 고객사 확보를 확보하고 제품 확장을 가속화것으로 기대된다. 반면 코스메카코리아는 잉글우드랩의 미국 현지 생산 능력을 활용해 경쟁력을 강화할 가능성이 높다. 연간 CAPA가 2.1억개에 달하는 토토와 공장(EWL 별도)의 2024년 3분기 가동률은 22.6%, 영업이익률은 1.1%에 불과하다. 잉글우드랩의 단기 실적 반등의 핵심은 EWLK에 달려 있지만, 중장기적으로는 토토와 공장의 물량 증가에 따른 레버리지 효과가 실적 개선의 주요 동력이 될 것이다.

[표7] 2025 년 2 월 6 일 공시된 코스메카코리아(공개매수자)의 잉글우드랩 공개매수신고서

구분	내용		
공개매수 기간	시작일	2025년 02월 06일	-
	종료일	2025년 02월 26일	
	결제일	2025년 02월 28일	
목표수량	2,185,466주(11.0%)		
공개매수 주식 모두 매수 시 공개매수자의 보유주식 변동	공개매수 전	7,748,468주(39.0%)	응모주식수가 매수예정수량을 하회할 경우 전량 매수, 초과할 경우 안분비례 매수 예정
	공개매수 후	9,933,934주(50.0%)	
공개매수 목적	대주주로서의 책임 경영을 강화하고, 안정적인 경영권 확보를 통한 신속하고 효율적인 의사결정 체계를 확립하여 대상회사의 사업 경쟁력 제고를 추진하고함		
장래계획	공개매수자는 본 공개매수 이후 자발적 상장폐지를 고려하고 있지 않음 공개매수 이후 안정된 지분율을 바탕으로 대상회사의 경쟁력을 강화하고 기업가치를 제고하기 위하여 최선을 다할 예정		
시너지 창출 상세 전략	① R&D 부문: 양사의 R&D 역량 결합을 통한 기술 경쟁력 강화 및 혁신적인 신제품 개발 주기 단축 ② 생산 부문: 설비 노하우 공유 및 원자재 공동 구매를 통한 생산 효율 증대 및 원가 경쟁력 확보 ③ 영업 & 마케팅 부문: 해외 영업망 통합 및 브랜드 포트폴리오 확장을 통한 글로벌 시장 진출 가속화 및 시장 지배력 강화 **특히, 잉글우드랩의 미국 생산 기반은 K-뷰티 브랜드의 미국 진출 시 생산 거점 확보 및 관세 문제 해결에 큰 도움을 줄 수 있어 국내외 고객사에게 상당한 이점을 제공할 것으로 예상**		

자료: 한화투자증권 리서치센터

[표8] 잉글우드랩 분기 및 연간 실적 추정 (단위: 십억 원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	**53**	**46**	**41**	**44**	**55**	**50**	**49**	**52**	**207**	**184**	**206**	**229**
EWL(별도)	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
YoY	*14.2%*	*-6.7%*	*-24.4%*	*-23.3%*	*4.7%*	*8.0%*	*20.2%*	*17.7%*	*36.5%*	*-11.2%*	*12.1%*	*11.4%*
EWL(별도)	*10.6%*	*5.6%*	*4.6%*	*10.1%*	*6.8%*	*6.8%*	*11.3%*	*13.6%*	*-3.6%*	*7.7%*	*9.4%*	*8.1%*
EWLK	*21.5%*	*-20.6%*	*-46.5%*	*-46.8%*	*1.2%*	*11.5%*	*31.2%*	*24.3%*	*141.3%*	*-30.2%*	*16.4%*	*16.8%*
매출액 비중												
EWL(별도)	*64.2%*	*61.7%*	*63.5%*	*59.3%*	*65.5%*	*60.9%*	*58.8%*	*57.3%*	*51.3%*	*62.3%*	*60.7%*	*58.9%*
EWLK	*35.9%*	*38.8%*	*38.3%*	*40.8%*	*34.7%*	*40.1%*	*41.8%*	*43.1%*	*48.8%*	*38.3%*	*39.8%*	*41.7%*
영업이익	**7**	**4**	**4**	**5**	**7**	**5**	**6**	**6**	**29**	**20**	**24**	**29**
EWL(별도)	2	0	0	0	2	1	1	0	5	3	4	6
EWLK	4	4	4	4	4	5	5	6	24	17	20	23
YoY	*19.2%*	*-30.8%*	*-55.5%*	*-40.5%*	*3.5%*	*22.5%*	*44.4%*	*26.5%*	*192.0%*	*-31.6%*	*21.6%*	*20.4%*
EWL(별도)	*21.4%*	*-76.1%*	*-71.4%*	*-22.8%*	*8.4%*	*158.5%*	*148.8%*	*37.9%*	*-2.4%*	*-29.7%*	*37.9%*	*34.4%*
EWLK	*24.9%*	*-18.7%*	*-51.9%*	*-43.0%*	*1.2%*	*11.5%*	*32.8%*	*24.3%*	*354.1%*	*-31.3%*	*17.2%*	*17.3%*
영업이익률	*12.6%*	*9.4%*	*9.9%*	*10.8%*	*12.5%*	*10.6%*	*11.9%*	*11.6%*	*14.0%*	*10.8%*	*11.7%*	*12.6%*
EWL(별도)	*6.8%*	*1.0%*	*1.1%*	*1.2%*	*6.9%*	*2.5%*	*2.5%*	*1.5%*	*4.3%*	*2.8%*	*3.5%*	*4.4%*
EWLK	*22.9%*	*22.7%*	*24.7%*	*25.0%*	*22.9%*	*22.7%*	*25.0%*	*25.0%*	*24.2%*	*23.8%*	*23.9%*	*24.0%*

자료: 잉글우드랩, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	152	207	184	206	229
매출총이익	26	48	39	46	51
영업이익	10	29	20	24	29
EBITDA	14	33	25	29	34
순이자손익	-1	0	0	0	0
외화관련손익	1	0	3	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	8	29	20	24	29
당기순이익	7	21	14	17	21
지배주주순이익	7	21	14	17	21
증가율(%)					
매출액	288.5	36.5	-11.2	12.1	11.4
영업이익	113.5	192.0	-31.4	21.4	20.4
EBITDA	176.2	133.7	-26.2	17.4	16.8
순이익	65.3	185.5	-31.5	22.3	18.8
이익률(%)					
매출총이익률	17.1	23.1	21.2	22.2	22.4
영업이익률	6.5	14.0	10.8	11.7	12.6
EBITDA 이익률	9.4	16.1	13.4	14.0	14.7
세전이익률	5.5	13.9	10.7	11.7	12.6
순이익률	4.8	10.0	7.7	8.4	9.0

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	95	131	138	159	180
현금성자산	11	18	27	28	35
매출채권	36	70	71	84	93
재고자산	44	42	37	43	48
비유동자산	40	42	46	46	46
투자자산	4	7	8	8	9
유형자산	36	35	38	38	37
무형자산	1	1	0	0	0
자산총계	135	174	185	205	226
유동부채	35	51	41	46	49
매입채무	14	35	27	32	35
유동성이자부채	19	9	9	9	8
비유동부채	7	7	7	7	7
비유동이자부채	7	4	4	3	3
부채총계	42	59	48	53	56
자본금	6	6	7	7	7
자본잉여금	67	69	74	74	74
이익잉여금	20	41	57	72	90
자본조정	-1	-1	-1	-1	-1
자기주식	0	0	0	0	0
자본총계	93	115	136	152	170

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업현금흐름	10	21	16	8	15
당기순이익	7	20	15	17	21
자산상각비	4	4	5	5	5
운전자본증감	-4	-11	0	-14	-11
매출채권 감소(증가)	0	-31	2	-13	-10
재고자산 감소(증가)	-2	2	8	-7	-5
매입채무 증가(감소)	-1	20	-7	5	4
투자현금흐름	-4	-8	-5	-5	-5
유형자산처분(취득)	-4	-1	-5	-5	-4
무형자산 감소(증가)	0	0	0	0	0
투자자산 감소(증가)	0	-6	0	0	0
재무현금흐름	-4	-13	-3	-2	-3
차입금의 증가(감소)	-6	-13	-1	0	-1
자본의 증가(감소)	0	0	-2	-2	-2
배당금의 지급	0	0	-2	-2	-2
총현금흐름	16	35	24	22	26
(-)운전자본증가(감소)	5	4	8	14	11
(-)설비투자	4	3	5	5	4
(+)자산매각	0	1	0	0	0
Free Cash Flow	7	30	11	3	11
(-)기타투자	0	7	-8	0	0
잉여현금	7	23	19	3	10
NOPLAT	9	21	14	17	21
(+) Dep	4	4	5	5	5
(-)운전자본투자	5	4	8	14	11
(-)Capex	4	3	5	5	4
OpFCF	4	19	6	3	10

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2022	2023	2024E	2025E	2026E
주당지표					
EPS	366	1,044	715	875	1,039
BPS	4,682	5,784	6,865	7,629	8,549
DPS	0	101	110	120	130
CFPS	790	1,759	1,200	1,123	1,284
ROA(%)	5.5	13.4	7.9	8.9	9.6
ROE(%)	8.4	20.0	11.3	12.1	12.8
ROIC(%)	8.3	19.2	12.4	13.5	14.7
Multiples(x,%)					
PER	13.9	12.8	17.5	10.1	8.5
PBR	1.1	2.3	1.8	1.2	1.0
PSR	0.7	1.3	1.4	0.9	0.8
PCR	6.4	7.6	10.4	7.9	6.9
EV/EBITDA	8.1	7.8	9.5	5.5	4.5
배당수익률	n/a	0.8	0.9	1.4	1.5
안정성(%)					
부채비율	45.5	51.1	35.3	35.1	33.2
Net debt/Equity	15.1	-4.2	-11.1	-10.6	-14.0
Net debt/EBITDA	98.5	-14.6	-61.5	-55.6	-70.9
유동비율	270.2	256.0	337.3	345.0	366.6
이자보상배율(배)	10.1	41.3	34.8	46.4	59.5
자산구조(%)					
투하자본	87.7	81.7	77.4	78.8	76.9
현금+투자자산	12.3	18.3	22.6	21.2	23.1
자본구조(%)					
차입금	21.3	10.2	8.3	7.4	6.3
자기자본	78.7	89.8	91.7	92.6	93.7

주: IFRS 연결 기준

2025년 2월 11일
기업분석

씨앤씨인터내셔널 (352480)

공백기와 과도기

▶Analyst 한유정 yujung.han@hanwha.com 3772-7693 / RA 이다연 dayeon.lee@hanwha.com 3772-7690

Buy (유지)

목표주가(유지): 50,000원

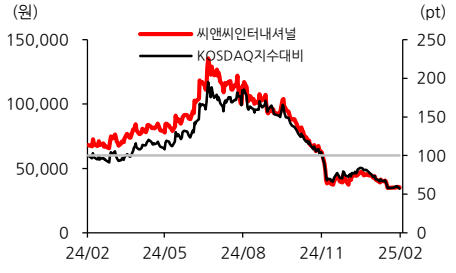
현재 주가(2/7)	35,100 원
상승여력	▲ 42.5%
시가총액	3,515 억원
발행주식수	10,014 천주
52 주 최고가 / 최저가	135,400 / 34,900 원
90 일 일평균 거래대금	66.25 억원
외국인 지분율	7.6%
주주 구성	
배은철 (외 3 인)	66.0%
국민연금공단 (외 1 인)	5.0%
자사주 (외 1 인)	0.2%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-18.1	-44.5	-69.2	-48.9
상대수익률(KOSDAQ)	-21.5	-45.7	-68.5	-40.4

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	220	284	331	382
영업이익	32	31	36	56
EBITDA	39	40	46	67
지배주주순이익	31	30	34	48
EPS	3,142	3,004	3,432	4,765
순차입금	-32	-37	-36	-65
PER	19.9	27.2	10.2	7.4
PBR	3.6	4.0	1.5	1.2
EV/EBITDA	15.1	19.3	6.8	4.3
배당수익률	n/a	n/a	n/a	n/a
ROE	20.5	16.0	15.6	18.3

주가 추이



기대치를 하회할 4분기

2024년 4분기 씨앤씨인터내셔널의 연결 매출액은 571억원(-9.6% YoY, -23.0% QoQ), 영업이익은 24억원(-73.5% YoY, -66.5% QoQ)으로 컨센서스 영업이익 81억원을 하회할 전망이다. 카테고리별로는 그동안 씨앤씨인터내셔널이 경쟁력을 보였던 립 제품의 매출이 -21.6% YoY, 지역별로는 Top10 고객사 중 한국, 미국 주요 브랜드사의 수주 감소로 한국, 북미 매출액이 각각 -1.1%, -25.8% YoY로 부진했던 것으로 추정된다. 기존 상위 고객사가 주력으로 판매하던 주요 제품들의 교체 주기가 도래하며 해당 제품들의 수주량 감소 구간에 진입한 반면 신제품 출시는 지연 혹은 기존 제품 수주 감소분에 못 미친 것으로 파악된다. 추가적으로 2024년 4분기 중 투입 예정이였던 자동화 설비 도입이 지연되며 일시적으로 인건비가 증가된 부분도 수익성 악화에 일조한 것으로 파악된다.

1분기부터는 회복 예상

2025년 1분기 매출액은 757억원(+5.0% YoY, +32.7% QoQ), 영업이익은 67억원(-33.1% YoY, +177.9% QoQ)으로 전분기 대비 회복이 예상된다. 2024년 4분기 중 선적 문제가 있었던 출고분이 2025년 1분기로 이연되어 반영될 것으로 예상하며, 지난 2024년 수주 흐름도 8월을 저점으로 MoM 회복세가 이어지고 있기 때문이다.

투자의견 BUY, 목표주가 50,000원 유지

2025년 상반기 기저부담이 상당하다. YoY 성장률 기준으로는 하반기들어 유의미한 성장세를 시현할 것으로 기대한다. 2024년 상반기 립 제품 매출 비중은 73%에 달했다. 2024년 하반기 그리고 2025년 상반기는 립 제품의 폭발적인 성장 후 공백기라 판단한다. 립에 가려졌을 뿐 아이, 베이스, 블러셔 등의 제품군의 성장은 꾸준하다. 해외 다수의 신규 고객사들로부터의 수주도 확보되어 출고 시기에 대한 예측만 남았다. 장기적인 관점에서 기다림이 필요한 때다.

[표9] 씨앤씨인터내셔널 분기 및 연간 실적 추정 (단위: 십억 원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	**72**	**80**	**74**	**57**	**76**	**89**	**85**	**81**	**220**	**284**	**331**	**382**
국내	46	53	41	33	46	55	46	46	110	172	193	218
아시아	4	4	4	3	4	5	6	4	12	14	18	22
북미	15	16	22	13	16	19	24	21	67	66	80	93
유럽 및 중동	5	5	5	6	6	6	6	8	15	21	27	33
중국	3	3	2	3	3	4	3	3	17	11	14	16
YoY	*56.2%*	*40.7%*	*37.6%*	*-9.6%*	*5.0%*	*10.3%*	*14.8%*	*42.7%*	*68.7%*	*28.8%*	*16.6%*	*15.4%*
국내	*104.5%*	*94.5%*	*48.5%*	*-1.1%*	*0.3%*	*3.9%*	*13.8%*	*40.8%*	*64.4%*	*56.4%*	*12.3%*	*13.1%*
아시아	*25.0%*	*40.7%*	*5.3%*	*9.8%*	*22.3%*	*21.9%*	*37.8%*	*32.7%*	*12.3%*	*18.9%*	*28.7%*	*22.9%*
북미	*8.1%*	*-14.0%*	*30.8%*	*-25.8%*	*10.1%*	*19.7%*	*6.8%*	*57.9%*	*120.5%*	*-1.3%*	*20.8%*	*16.7%*
유럽 및 중동	*81.5%*	*58.1%*	*51.4%*	*5.7%*	*24.3%*	*29.9%*	*20.7%*	*35.8%*	*56.4%*	*41.5%*	*27.9%*	*22.3%*
중국	*-27.8%*	*-50.3%*	*-11.6%*	*-37.3%*	*0.0%*	*28.0%*	*60.4%*	*18.0%*	*26.8%*	*-35.4%*	*22.6%*	*18.1%*
영업이익	**10**	**12**	**7**	**2**	**7**	**11**	**9**	**9**	**32**	**31**	**36**	**56**
별도	9	12	8	3	7	11	9	8	28	32	35	53
상해	1	-0	-0	-1	-0	-0	1	1	4	-1	1	2
YoY	*67.0%*	*14.8%*	*6.0%*	*-73.5%*	*-33.0%*	*-4.3%*	*30.7%*	*271.5%*	*83.2%*	*-2.3%*	*15.7%*	*53.6%*
별도	*129.6%*	*41.1%*	*0.6%*	*-63.4%*	*-26.9%*	*-4.9%*	*15.7%*	*150.1%*	*120.9%*	*12.2%*	*8.5%*	*53.7%*
상해	*-73.1%*	*적전*	*적지*	*적전*	*적전*	*적지*	*흑전*	*흑전*	*14.0%*	*적전*	*흑전*	*54.5%*
영업이익률	*13.8%*	*14.7%*	*9.7%*	*4.2%*	*8.8%*	*12.8%*	*11.0%*	*10.9%*	*14.6%*	*11.0%*	*11.0%*	*14.6%*
별도	*13.6%*	*15.3%*	*10.4%*	*5.7%*	*9.5%*	*13.3%*	*10.6%*	*9.9%*	*14.0%*	*11.7%*	*10.9%*	*14.5%*
상해	*14.3%*	*-3.6%*	*-19.0%*	*-26.0%*	*-5.0%*	*-0.6%*	*24.0%*	*26.0%*	*25.8%*	*-6.7%*	*10.8%*	*14.1%*

자료: 씨앤씨인터내셔널, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	131	220	284	331	382
매출총이익	28	49	51	60	76
영업이익	17	32	31	36	56
EBITDA	23	39	40	46	67
순이자손익	1	1	1	2	2
외화관련손익	1	0	-6	2	0
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	19	35	38	43	60
당기순이익	16	31	30	34	48
지배주주순이익	16	31	30	34	48
증가율(%)					
매출액	n/a	68.7	28.8	16.6	15.4
영업이익	n/a	83.9	-2.4	15.7	53.6
EBITDA	n/a	71.2	3.0	14.4	44.3
순이익	n/a	90.9	-4.4	14.4	38.9
이익률(%)					
매출총이익률	21.4	22.1	18.1	18.2	20.0
영업이익률	13.4	14.6	11.0	11.0	14.6
EBITDA 이익률	17.5	17.8	14.2	13.9	17.4
세전이익률	14.8	15.7	13.4	13.0	15.6
순이익률	12.6	14.3	10.6	10.4	12.5

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	102	157	152	170	207
현금성자산	56	88	96	91	117
매출채권	21	37	27	39	44
재고자산	19	27	24	35	40
비유동자산	77	99	140	163	175
투자자산	1	7	18	19	19
유형자산	75	92	121	144	155
무형자산	0	1	1	1	0
자산총계	179	256	292	333	382
유동부채	43	54	62	68	70
매입채무	14	23	21	31	35
유동성이자부채	25	27	31	28	25
비유동부채	2	29	28	28	28
비유동이자부채	2	29	27	27	27
부채총계	45	83	89	96	97
자본금	1	1	1	1	1
자본잉여금	86	93	93	93	93
이익잉여금	47	79	109	143	191
자본조정	-1	-1	0	0	0
자기주식	0	0	0	0	0
자본총계	134	173	203	237	285

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업현금흐름	9	23	52	30	51
당기순이익	16	31	30	34	48
자산상각비	5	7	9	10	11
운전자본증감	-15	-17	16	-13	-6
매출채권 감소(증가)	-8	-16	10	-12	-6
재고자산 감소(증가)	-8	-9	2	-10	-5
매입채무 증가(감소)	2	8	0	9	4
투자현금흐름	34	-38	-48	-32	-22
유형자산처분(취득)	-4	-19	-38	-32	-22
무형자산 감소(증가)	0	-1	0	0	0
투자자산 감소(증가)	38	-17	1	1	1
재무현금흐름	-5	28	3	-3	-3
차입금의 증가(감소)	-5	28	3	-3	-3
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
총현금흐름	23	41	36	42	57
(-)운전자본증가(감소)	8	14	-16	13	6
(-)설비투자	4	19	38	32	22
(+)자산매각	0	-1	0	0	0
Free Cash Flow	11	8	14	-2	28
(-)기타투자	7	4	11	1	1
잉여현금	4	4	3	-3	27
NOPLAT	15	29	25	29	45
(+) Dep	5	7	9	10	11
(-)운전자본투자	8	14	-16	13	6
(-)Capex	4	19	38	32	22
OpFCF	8	3	12	-6	27

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2022	2023	2024E	2025E	2026E
주당지표					
EPS	1,644	3,142	3,004	3,432	4,765
BPS	13,400	17,235	20,236	23,662	28,419
DPS	0	0	0	0	0
CFPS	2,332	4,129	3,641	4,225	5,659
ROA(%)	9.7	14.4	11.0	11.0	13.3
ROE(%)	13.1	20.5	16.0	15.6	18.3
ROIC(%)	14.7	23.8	16.2	15.8	21.2
Multiples(x,%)					
PER	18.5	19.9	27.2	10.2	7.4
PBR	2.3	3.6	4.0	1.5	1.2
PSR	2.3	2.8	2.9	1.1	0.9
PCR	13.0	15.1	22.4	8.3	6.2
EV/EBITDA	12.0	15.1	19.3	6.8	4.3
배당수익률	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
안정성(%)					
부채비율	33.4	48.3	44.1	40.4	34.2
Net debt/Equity	-21.9	-18.7	-18.4	-15.2	-23.0
Net debt/EBITDA	-128.6	-82.2	-92.4	-78.0	-98.1
유동비율	238.9	288.3	246.7	249.9	297.3
이자보상배율(배)	23.3	25.1	11.5	13.4	21.8
자산구조(%)					
투하자본	64.5	59.8	59.3	64.7	61.6
현금+투자자산	35.5	40.2	40.7	35.3	38.4
자본구조(%)					
차입금	16.8	24.4	22.4	18.9	15.4
자기자본	83.2	75.6	77.6	81.1	84.6

주: IFRS 연결 기준

2025년 2월 11일
기업분석

펌텍코리아 (251970)

해외로 가요

▶Analyst 한유정 yujung.han@hanwha.com 3772-7693 / RA 이다연 dayeon.lee@hanwha.com 3772-7690

Buy (유지)

목표주가(유지): 60,000원

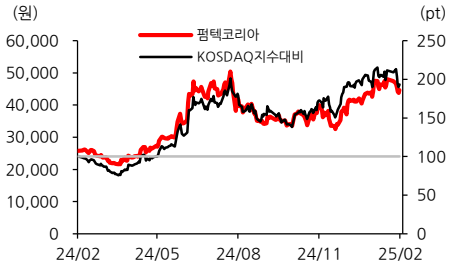
현재 주가(2/7)	44,700 원
상승여력	▲ 34.2%
시가총액	5,543 억원
발행주식수	12,400 천주
52 주 최고가 / 최저가	50,400 / 21,600 원
90 일 일평균 거래대금	32.49 억원
외국인 지분율	10.5%
주주 구성	
이도훈 (외 6 인)	60.0%
브이아이피자산운용 (외 1 인)	8.6%
FILLIMITED (외 6 인)	6.1%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	5.1	13.7	5.8	77.4
상대수익률(KOSDAQ)	1.6	12.5	6.6	85.9

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	284	337	381	428
영업이익	35	48	56	64
EBITDA	47	62	73	83
지배주주순이익	27	31	40	48
EPS	2,177	2,540	3,204	3,848
순차입금	-69	-59	-63	-87
PER	11.0	8.6	14.0	11.6
PBR	1.2	1.0	1.9	1.6
EV/EBITDA	4.9	3.4	6.8	5.7
배당수익률	1.6	2.1	1.3	1.6
ROE	12.0	12.5	14.1	14.9

주가 추이



기대치를 상회할 4분기

2024년 4분기 펌텍코리아의 연결 매출액은 899억원(+23.6% YoY, +5.5% QoQ), 영업이익은 129억원(+57.2% YoY, +3.8% QoQ)으로 예상한다. 연말 성과급 반영분이 아니었다면 이미 높아진 컨센서스 영업이익 123억원도 훌쩍 상회하는 분기 최대 실적이다. [국내] 한국 브랜드사들의 해외 수출 물량 확대, 제약사들의 이종산업 진출 증가로 인한 신규 수주 증가, 알루미늄/PE 튜브 수요 증가 지속으로 Big2 외 매출액은 +24.8% YoY, 매스티지 브랜드 수주 증가, 리뉴얼 제품 출시로 Big2향 매출액은 +30.9% YoY, [해외] 미국, 중국, 유럽 등의 해외 대형 인디브랜드 신규 수주 증가로 해외 매출액은 +21.7% YoY로 추정한다.

사출 전문동으로 활용될 제 4공장은 2025년 10월 가동 예정으로 보수적으로 2026년 1분기부터 본생산분이 온기 반영될 것으로 예상한다. 2025년 중에는 기존 공장에서의 시설장치 추가 투입으로 분기별 계단식의 점진적 CAPA 확대가 예상된다. 현재 증설 중인 튜브 공장 증설 효과는 2025년 +10%, 2026년 +10%로 나누어 반영될 것으로 예상한다.

투자의견 BUY, 목표주가 60,000원 유지

2024년 Big2 외 국내 고객사향 매출액은 2,113억원으로 처음으로 2,000억원을 초과하며 매출 비중이 62.6%까지 확대된 것으로 추정한다. 최근의 성장의 주축이 Big2 외 국내 고객사였기 때문이다. 하지만 분기별로 보면 1Q→2Q→3Q→4Q24 Big2 외 국내 고객사 매출 비중은 64%→66%→62%→60%로 변화한 것으로 추정한다.

2024년을 피크로 Big2 외 국내 고객사향 매출액 비중은 축소될 것으로 예상한다. 중장기적으로는 해외 고객사향 매출이 성장을 견인할 것으로 기대되기 때문이다. 미국, 일본 등 글로벌 화장품 시장에서 반향을 일으킨 한국의 쿠션, 스틱을 중심으로 해외 대형, 중대형급의 인디브랜드사들의 제품 생산 의뢰가 증가 추세고, 2024년 9월 설립한 미국 영업사무소의 활동도 본격화되기 시작했다. 해외 매출 비중은 2024년 (21%)를 단기 바닥으로 확대되며 지역 다변화가 이뤄질 전망이다.

[표10] 펌텍코리아 분기 및 연간 실적 추정 (단위: 십억 원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024E	2025E	2026E
▼ 지역별												
매출액	**77**	**86**	**85**	**90**	**86**	**96**	**97**	**102**	**284**	**337**	**381**	**428**
국내	60	67	66	69	67	75	73	76	214	261	290	320
펌프	42	46	46	50	47	51	52	55	150	184	204	226
Big2	7	7	9	11	8	8	10	12	28	35	38	41
그외	35	39	37	38	39	43	41	42	122	149	166	184
튜브	18	21	19	19	20	23	21	21	64	77	86	94
Big2	4	3	4	4	4	4	4	4	8	15	16	17
그외	14	18	16	15	16	20	17	17	55	63	70	77
해외	15	17	18	20	18	20	22	25	63	70	85	103
펌프	15	17	18	19	18	20	22	24	62	70	84	102
일본	3	3	2	4	3	4	2	5	14	12	14	17
그외	12	14	16	16	15	16	20	20	48	58	70	85
튜브	0	0	0	0	0	0	0	0	1	1	1	1
건식	2	3	2	2	2	2	2	2	12	10	9	9
연결조정	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-5	-3	-4	-4
YoY	*18.6%*	*12.7%*	*19.9%*	*23.6%*	*12.2%*	*12.3%*	*13.4%*	*13.4%*	*20.2%*	*18.6%*	*12.8%*	*12.4%*
국내	*22.3%*	*19.4%*	*20.1%*	*26.1%*	*11.8%*	*11.8%*	*11.3%*	*10.5%*	*27.1%*	*21.9%*	*11.3%*	*10.2%*
펌프	*24.3%*	*18.6%*	*17.9%*	*28.3%*	*11.8%*	*11.8%*	*11.2%*	*10.1%*	*28.8%*	*22.2%*	*11.2%*	*10.4%*
Big2	*14.3%*	*17.1%*	*35.8%*	*30.9%*	*11.0%*	*11.0%*	*8.0%*	*7.0%*	*6.7%*	*25.4%*	*8.9%*	*8.0%*
그외	*26.6%*	*18.9%*	*14.1%*	*27.6%*	*12.0%*	*12.0%*	*12.0%*	*11.0%*	*35.2%*	*21.5%*	*11.7%*	*11.0%*
튜브	*17.6%*	*21.1%*	*25.6%*	*20.8%*	*11.6%*	*11.7%*	*11.6%*	*11.6%*	*23.3%*	*21.3%*	*11.6%*	*9.6%*
Big2	*119.7%*	*84.8%*	*75.7%*	*30.8%*	*10.0%*	*10.0%*	*10.0%*	*10.0%*	*3.2%*	*70.8%*	*10.0%*	*8.0%*
그외	*5.1%*	*13.4%*	*17.8%*	*18.5%*	*12.0%*	*12.0%*	*12.0%*	*12.0%*	*27.2%*	*13.6%*	*12.0%*	*10.0%*
해외	*10.4%*	*-5.5%*	*19.9%*	*21.7%*	*16.8%*	*16.9%*	*23.5%*	*25.5%*	*10.2%*	*11.0%*	*21.0%*	*21.2%*
펌프	*11.8%*	*-4.3%*	*20.1%*	*21.7%*	*16.8%*	*16.8%*	*23.6%*	*25.6%*	*10.3%*	*11.8%*	*21.0%*	*21.2%*
일본	*-23.4%*	*-18.3%*	*-34.1%*	*26.0%*	*13.0%*	*13.0%*	*13.3%*	*28.0%*	*44.1%*	*-13.8%*	*17.8%*	*18.2%*
그외	*24.8%*	*-0.3%*	*35.4%*	*20.7%*	*17.7%*	*17.7%*	*25.0%*	*25.0%*	*3.4%*	*19.1%*	*21.7%*	*21.8%*
튜브	*-40.6%*	*-50.8%*	*2.7%*	*21.9%*	*16.8%*	*20.9%*	*16.3%*	*15.1%*	*1.5%*	*-32.5%*	*17.7%*	*17.7%*
건식	*-22.8%*	*-25.4%*	*-19.8%*	*-22.7%*	*-6.5%*	*-3.9%*	*-4.7%*	*-6.3%*	*0.0%*	*-22.8%*	*-5.3%*	*0.9%*
매출액 비중												
국내	*79.8%*	*80.0%*	*78.8%*	*78.2%*	*79.0%*	*79.2%*	*76.9%*	*75.8%*	*77.7%*	*79.2%*	*77.7%*	*75.9%*
해외	*20.2%*	*20.0%*	*21.2%*	*21.8%*	*21.0%*	*20.8%*	*23.1%*	*24.2%*	*22.3%*	*20.8%*	*22.3%*	*24.1%*
▼ 법인별												
매출액	**77**	**86**	**85**	**90**	**86**	**96**	**97**	**102**	**284**	**337**	**381**	**428**
펌프	57	63	64	69	65	71	74	79	213	253	288	328
튜브	18	21	19	19	20	24	22	22	65	78	87	95
건식	2	3	2	2	2	2	2	2	12	10	9	9
연결조정	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-5	-3	-4	-4
YoY	*18.6%*	*12.7%*	*19.9%*	*23.6%*	*12.2%*	*12.3%*	*13.4%*	*13.4%*	*20.2%*	*18.6%*	*12.8%*	*12.4%*
펌프	*20.7%*	*11.4%*	*18.5%*	*26.4%*	*13.2%*	*13.2%*	*14.6%*	*14.5%*	*22.8%*	*19.2%*	*13.9%*	*13.6%*
튜브	*16.2%*	*19.2%*	*25.4%*	*20.8%*	*11.7%*	*11.8%*	*11.7%*	*11.6%*	*22.9%*	*20.3%*	*11.7%*	*9.7%*
건식	*-22.8%*	*-25.4%*	*-19.8%*	*-22.7%*	*-6.5%*	*-3.9%*	*-4.7%*	*-6.3%*	*0.0%*	*-22.8%*	*-5.3%*	*0.9%*
영업이익	**10**	**13**	**12**	**13**	**12**	**15**	**14**	**15**	**35**	**48**	**56**	**64**
펌프	8	9	9	10	10	11	11	12	*31*	37	43	49
튜브	2	4	4	3	3	4	4	3	*7*	13	14	16
건식	0	0	0	0	0	0	0	0	*-1*	-1	0	0
연결조정	0	0	0	0	0	0	0	0	*-1*	-1	-1	-1
YoY	*36.9%*	*23.0%*	*34.2%*	*57.2%*	*17.4%*	*14.3%*	*16.2%*	*16.0%*	*33.3%*	*36.9%*	*15.9%*	*15.0%*
펌프	*34.0%*	*9.2%*	*12.6%*	*33.3%*	*13.9%*	*13.9%*	*15.4%*	*15.2%*	*22.0%*	*21.2%*	*14.7%*	*14.3%*
튜브	*103.5%*	*92.0%*	*140.7%*	*55.6%*	*13.4%*	*12.4%*	*11.7%*	*11.6%*	*181.2%*	*93.8%*	*12.2%*	*11.7%*
건식	*적전*	*적전*	*적지*	*적지*	*적지*	*적지*	*적지*	*적지*	*적지*	*적지*	*적지*	*흑전*
영업이익률	*13.3%*	*14.9%*	*14.6%*	*14.4%*	*13.9%*	*15.2%*	*14.9%*	*14.7%*	*12.4%*	*14.3%*	*14.7%*	*15.0%*
펌프	*14.8%*	*14.9%*	*14.5%*	*14.8%*	*14.9%*	*15.0%*	*14.6%*	*14.9%*	*14.5%*	*14.8%*	*14.9%*	*15.0%*
튜브	*13.0%*	*17.4%*	*18.1%*	*16.0%*	*13.2%*	*17.5%*	*18.1%*	*16.0%*	*10.1%*	*16.2%*	*16.3%*	*16.6%*
건식	*-16.1%*	*-6.3%*	*-10.6%*	*-11.1%*	*-5.0%*	*-5.0%*	*-5.0%*	*-5.0%*	*-10.3%*	*-10.9%*	*-5.0%*	*0.5%*

자료: 펌텍코리아, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	237	284	337	381	428
매출총이익	49	61	74	83	93
영업이익	26	35	48	56	64
EBITDA	37	47	62	73	83
순이자손익	1	3	3	3	3
외화관련손익	0	1	0	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	25	37	45	54	65
당기순이익	20	29	35	43	52
지배주주순이익	19	27	31	40	48
증가율(%)					
매출액	n/a	20.2	18.6	12.8	12.4
영업이익	n/a	33.3	36.9	15.9	15.0
EBITDA	n/a	28.2	32.8	17.0	13.5
순이익	n/a	45.4	21.2	22.6	19.4
이익률(%)					
매출총이익률	20.6	21.5	21.9	21.7	21.8
영업이익률	11.2	12.4	14.3	14.7	15.0
EBITDA 이익률	15.4	16.5	18.4	19.1	19.3
세전이익률	10.6	13.2	13.4	14.2	15.1
순이익률	8.5	10.2	10.5	11.4	12.1

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	161	179	178	192	233
현금성자산	91	91	83	87	116
매출채권	34	47	55	63	71
재고자산	15	16	18	21	23
비유동자산	158	177	217	246	260
투자자산	20	25	25	26	27
유형자산	123	139	184	212	225
무형자산	15	13	8	8	7
자산총계	318	356	395	438	493
유동부채	55	64	75	84	93
매입채무	31	39	47	53	60
유동성이자부채	19	19	21	24	26
비유동부채	5	4	4	3	7
비유동이자부채	4	3	2	0	3
부채총계	60	68	79	87	100
자본금	6	6	6	6	6
자본잉여금	55	56	57	57	57
이익잉여금	154	176	202	237	279
자본조정	-5	0	0	0	0
자기주식	-5	0	0	0	0
자본총계	258	288	316	351	393

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업현금흐름	29	39	48	54	61
당기순이익	20	29	35	43	52
자산상각비	10	12	14	17	18
운전자본증감	-6	-8	-4	-4	-5
매출채권 감소(증가)	-1	-12	-9	-7	-8
재고자산 감소(증가)	-3	-1	-2	-2	-3
매입채무 증가(감소)	0	8	8	6	7
투자현금흐름	-13	-38	-38	-47	-34
유형자산처분(취득)	-8	-28	-56	-44	-31
무형자산 감소(증가)	-1	0	0	0	0
투자자산 감소(증가)	-5	-5	20	-2	-2
재무현금흐름	-8	0	-3	-5	0
차입금의 증가(감소)	-4	-3	1	-1	5
자본의 증가(감소)	-4	3	-5	-5	-6
배당금의 지급	-4	-4	-5	-5	-6
총현금흐름	41	51	54	58	66
(-)운전자본증가(감소)	-4	10	-2	4	5
(-)설비투자	8	28	56	44	31
(+)자산매각	0	0	0	0	0
Free Cash Flow	36	13	0	10	30
(-)기타투자	9	4	8	1	1
잉여현금	27	10	-8	9	29
NOPLAT	21	27	38	45	51
(+) Dep	10	12	14	17	18
(-)운전자본투자	-4	10	-2	4	5
(-)Capex	8	28	56	44	31
OpFCF	27	1	-2	13	34

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2022	2023	2024E	2025E	2026E
주당지표					
EPS	1,543	2,177	2,540	3,204	3,848
BPS	16,976	19,203	21,313	24,136	27,524
DPS	360	380	460	600	700
CFPS	3,271	4,139	4,384	4,706	5,325
ROA(%)	6.1	8.0	8.4	9.5	10.3
ROE(%)	9.5	12.0	12.5	14.1	14.9
ROIC(%)	11.0	13.5	15.9	16.5	17.3
Multiples(x,%)					
PER	10.7	11.0	8.6	14.0	11.6
PBR	1.0	1.2	1.0	1.9	1.6
PSR	0.9	1.0	0.8	1.5	1.3
PCR	5.0	5.8	5.0	9.5	8.4
EV/EBITDA	3.8	4.9	3.4	6.8	5.7
배당수익률	2.2	1.6	2.1	1.3	1.6
안정성(%)					
부채비율	23.5	23.8	25.1	24.8	24.6
Net debt/Equity	-26.0	-24.0	-18.7	-18.0	-22.1
Net debt/EBITDA	-183.5	-147.3	-95.2	-87.0	-105.1
유동비율	291.7	280.6	237.5	229.6	246.2
이자보상배율(배)	39.4	37.6	53.9	63.6	71.3
자산구조(%)					
투하자본	63.2	65.3	70.3	71.8	68.7
현금+투자자산	36.8	34.7	29.7	28.2	31.3
자본구조(%)					
차입금	8.4	7.1	7.0	6.2	6.0
자기자본	91.6	92.9	93.0	93.8	94.0

주: IFRS 연결 기준

2025년 2월 11일
기업분석

아모레퍼시픽 (090430)

조급할 것 없다

▶Analyst 한유정 yujung.han@hanwha.com 3772-7693 / RA 이다연 dayeon.lee@hanwha.com 3772-7690

Buy (유지)

목표주가(유지): 140,000원

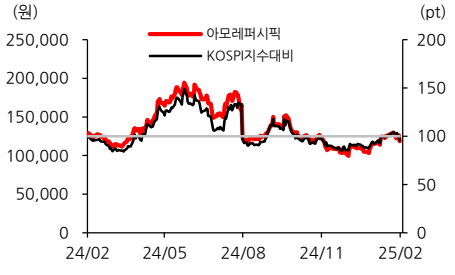
현재 주가(2/7)	118,700 원
상승여력	▲ 17.9%
시가총액	69,431 억원
발행주식수	58,493 천주
52 주 최고가 / 최저가	194,200 / 99,500 원
90 일 일평균 거래대금	308.75 억원
외국인 지분율	26.6%
주주 구성	
아모레퍼시픽그룹 (외 17 인)	50.2%
국민연금공단 (외 1 인)	6.4%
자사주 (외 1 인)	0.1%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	2.4	-4.6	-4.7	-7.0
상대수익률(KOSPI)	1.2	-2.9	-2.8	-3.7

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2023	2024P	2025E	2026E
매출액	3,674	3,885	4,372	4,837
영업이익	108	220	352	412
EBITDA	360	481	614	655
지배주주순이익	180	593	222	262
EPS	2,958	9,984	3,597	4,318
순차입금	-330	13	-201	-421
PER	49.0	11.5	33.0	27.5
PBR	2.0	1.5	1.5	1.5
EV/EBITDA	23.7	14.8	11.6	10.5
배당수익률	0.6	1.0	0.8	0.9
ROE	3.7	11.7	4.2	4.8

주가 추이



기대치에 부합한 4분기

2024년 4분기 아모레퍼시픽의 연결 기준 매출액은 1조 917억원(+17.9% YoY, +11.7% QoQ), 영업이익은 785억원(+279.6% YoY, +20.6% QoQ)으로 컨센서스 영업이익 810억원에 부합했다. 1) [한국] 채널별로는 면세, 디지털 매360000출액이 각각 -23%, +13% YoY(이하 YoY)로 면세 채널의 매출 하락, 디지털 채널의 매출 성장 지속, 반면 브랜드별로는 설화수, 헤라, 라네즈 매출액은 각각 -2%, -6%, -2%로 한국 전체 화장품 매출액 -5%와 브랜드별 온도차 없이 대체로 유사한 흐름이었던 것으로 추정한다. 2) [중국] 중국 전체 매출액의 57% 비중을 차지하는 브랜드 설화수, 려의 매출액은 각각 +21%, +60%로 선전한 반면 그 외 브랜드 매출이 높은 두자릿 수의 감소세를 이어가며 전체 중국 매출액은 -10%로 부진했다. 3) [아세안/미주/EMEA] 주요 브랜드 매출 성장 및 COSRX 실적 편입 효과로 각각 +35%/+112%/+314%로 중국 외 해외 국가에서의 고성장세가 이번 4분기에도 이어졌다.

지역별로는 유일하게 중국 법인에서 적자가 지속(-150억원)되었으며, 2019년, 2022년 투자한 종속기업 및 관계기업(래셔널, 타타하퍼) 지분에 대한 손상차손이 1,328억원이 반영되며 순손실을 기록했다.

재정비 중인 COSRX

COSRX의 2024년 1~12월 매출액은 5,688억원(+21%), 영업이익은 1,768억원(OPM 31%), 2024년 4분기 매출액은 1,379억원(-10%), 영업이익은 290억원(OPM 21%)로 추정한다. 이번 2024년 4분기에 반영된 재고 소진 및 판매가 정상화 영향은 2025년 1분기까지 이어질 전망이다. 기존 라인의 정상화와 프리미엄 라인 비중 확대가 2분기 회복을 견인해야 한다.

투자의견 BUY, 목표주가 140,000원 유지

중국 법인의 인력, 채널 정비가 완료된 점, 미주/아세안/EMEA 지역에서 라네즈의 고성장이 이어지고 있는 점, 해당 지역에서 이니스프리/헤라/에스트라의 신규 채널 입점 효과가 기대되는 점이 긍정적이다.

[표11] 아모레퍼시픽 분기 및 연간 실적 추정 (단위: 십억 원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24P	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024P	2025E	2026E
매출액	911	905	977	1,092	1,051	1,035	1,074	1,212	3,674	3,885	4,372	4,837
한국	564	512	534	547	580	551	565	578	2,211	2,157	2,273	2,407
화장품	468	423	436	440	480	456	463	468	1,825	1,768	1,867	1,984
Daily Beauty	95	89	98	107	100	95	102	110	386	389	406	422
해외	337	381	431	529	459	471	496	615	1,392	1,679	2,042	2,366
아시아	232	222	230	300	238	239	252	341	1,053	984	1,069	1,193
중국	121	74	74	110	110	69	71	113	541	379	363	372
아세안	111	149	156	190	128	170	181	227	513	605	706	821
EMEA	17	37	55	61	49	52	68	73	52	170	243	302
미주	88	122	147	168	172	179	176	202	287	525	729	871
기타	11	11	11	15	12	13	13	19	71	49	57	65
YoY (%)	*-0.2*	*-4.3*	*9.9*	*17.9*	*15.3*	*14.4*	*9.9*	*11.0*	*-11.1*	*5.7*	*12.5*	*10.7*
한국	*2.1*	*-7.8*	*-1.6*	*-2.4*	*2.8*	*7.5*	*5.7*	*5.6*	*-14.4*	*-2.4*	*5.4*	*5.9*
화장품	*2.9*	*-7.8*	*-2.1*	*-5.4*	*2.4*	*7.7*	*6.2*	*6.4*	*-15.4*	*-3.1*	*5.6*	*6.3*
Daily Beauty	*-2.0*	*-7.7*	*0.4*	*12.2*	*5.0*	*6.9*	*3.5*	*2.6*	*-9.1*	*0.7*	*4.4*	*4.0*
해외	*-2.4*	*2.4*	*35.8*	*48.3*	*36.3*	*23.4*	*15.1*	*16.3*	*-6.2*	*20.6*	*21.6*	*15.9*
아시아	*-14.4*	*-22.1*	*-1.9*	*14.1*	*2.8*	*7.5*	*9.3*	*13.6*	*-16.8*	*-6.6*	*8.7*	*11.6*
중국	*-19.0*	*-53.0*	*-34.0*	*-10.0*	*-8.7*	*-6.7*	*-4.4*	*3.2*	*-28.5*	*-30.0*	*-4.0*	*2.4*
아세안	*-8.8*	*15.8*	*27.8*	*35.1*	*15.3*	*14.5*	*15.8*	*19.6*	*0.7*	*18.1*	*16.6*	*16.3*
EMEA	*51.8*	*183.2*	*339.5*	*313.5*	*185.0*	*40.5*	*25.5*	*20.0*	*61.7*	*228.9*	*43.0*	*23.9*
미주	*39.8*	*64.9*	*107.4*	*112.1*	*95.6*	*47.3*	*20.3*	*19.7*	*58.2*	*82.9*	*39.0*	*19.5*
영업이익	**73**	**4**	**65**	**78**	**101**	**58**	**93**	**99**	**108**	**220**	**352**	**412**
한국	49	15	48	36	56	29	52	39	152	148	177	191
화장품	47	21	44	31	54	35	47	34	136	143	171	183
Daily Beauty	2	-5	4	5	2	-6	5	5	10	5	6	7
해외	32	5	25	43	45	35	49	60	-43	104	189	233
아시아	6	-32	-12	1	2	-5	2	5	-85	-37	4	9
EMEA	3	6	9	11	9	9	11	14	4	29	43	54
미주	22	31	27	31	33	32	35	41	37	112	142	170
기타	-8	-16	-8	0	0	-6	-8	0	0	-32	-14	-11
YoY (%)	*12.9*	*-29.5*	*277.7*	*279.6*	*39.2*	*1,306.2*	*43.1*	*25.8*	*-49.5*	*103.8*	*59.5*	*17.2*
한국	*11.8*	*-58.7*	*151.3*	*-30.8*	*13.8*	*93.8*	*9.0*	*8.3*	*-31.8*	*-2.3*	*19.1*	*7.8*
화장품	*35.7*	*-34.5*	*101.5*	*-34.7*	*14.1*	*71.0*	*7.2*	*9.2*	*-36.7*	*5.3*	*19.1*	*7.5*
Daily Beauty	*-51.4*	*적전*	*흑전*	*15.9*	*5.0*	*적지*	*28.9*	*2.6*	*33.5*	*-51.1*	*19.7*	*17.3*
해외	*0.2*	*흑전*	*흑전*	*흑전*	*41.9*	*600.9*	*97.5*	*40.1*	*적전*	*흑전*	*81.4*	*23.0*
아시아	*-28.7*	*적지*	*적지*	*흑전*	*-63.0*	*적지*	*흑전*	*505.7*	*적지*	*적지*	*흑전*	*96.3*
EMEA	*65.0*	*655.3*	*3,482.1*	*845.9*	*170.8*	*44.0*	*28.6*	*22.6*	*81.7*	*583.1*	*46.1*	*24.7*
미주	*4.8*	*1,893.9*	*309.6*	*312.9*	*49.1*	*3.9*	*28.4*	*32.9*	*36.3*	*201.4*	*27.0*	*20.2*
영업이익률 (%)	*8.0*	*0.5*	*6.7*	*7.2*	*9.6*	*5.6*	*8.7*	*8.1*	*2.9*	*5.7*	*8.0*	*8.5*
한국	*8.7*	*3.0*	*9.0*	*6.6*	*9.6*	*5.4*	*9.3*	*6.8*	*6.9*	*6.9*	*7.8*	*7.9*
화장품	*10.1*	*4.9*	*10.1*	*7.1*	*11.3*	*7.7*	*10.2*	*7.3*	*7.5*	*8.1*	*9.1*	*9.2*
Daily Beauty	*1.8*	*-6.1*	*4.1*	*4.4*	*1.8*	*-6.1*	*5.1*	*4.4*	*2.7*	*1.3*	*1.5*	*1.7*
해외	*9.4*	*1.3*	*5.7*	*8.1*	*9.8*	*7.5*	*9.8*	*9.8*	*-3.1*	*6.2*	*9.3*	*9.8*
아시아	*2.5*	*-14.4*	*-5.0*	*0.3*	*0.9*	*-2.3*	*0.9*	*1.6*	*-8.0*	*-3.7*	*0.4*	*0.7*
EMEA	*20.0*	*16.0*	*16.3*	*18.3*	*19.0*	*16.4*	*16.7*	*18.7*	*8.3*	*17.3*	*17.7*	*17.8*
미주	*25.5*	*25.5*	*18.6*	*18.3*	*19.4*	*18.0*	*19.9*	*20.3*	*12.9*	*21.3*	*19.4*	*19.5*

주: 해외 지역별 영업이익은 한화투자증권 추정치

자료: 아모레퍼시픽, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024P	2025E	2026E
매출액	4,135	3,674	3,885	4,372	4,837
매출총이익	2,797	2,519	2,747	3,186	3,538
영업이익	214	108	220	352	412
EBITDA	503	360	481	614	655
순이자손익	-3	-4	-7	-2	-2
외화관련손익	15	6	11	9	10
지분법손익	9	39	22	23	24
세전계속사업손익	224	281	621	355	414
당기순이익	129	174	601	215	251
지배주주순이익	134	180	593	222	262
증가율(%)					
매출액	6.7	-11.1	5.7	12.5	10.7
영업이익	-62.0	-49.5	103.8	59.5	17.2
EBITDA	-28.1	-28.4	33.7	27.6	6.7
순이익	-66.4	34.5	245.9	-64.3	16.8
이익률(%)					
매출총이익률	67.7	68.6	70.7	72.9	73.1
영업이익률	5.2	2.9	5.7	8.0	8.5
EBITDA 이익률	12.2	9.8	12.4	14.0	13.5
세전이익률	5.4	7.6	16.0	8.1	8.6
순이익률	3.1	4.7	15.5	4.9	5.2

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024P	2025E	2026E
유동자산	1,735	1,952	1,573	1,888	2,226
현금성자산	557	681	351	549	754
매출채권	317	324	439	487	542
재고자산	409	394	536	595	663
비유동자산	4,067	3,934	5,136	5,034	4,943
투자자산	1,234	1,152	929	964	1,000
유형자산	2,475	2,442	2,321	2,155	1,998
무형자산	358	341	1,887	1,916	1,945
자산총계	5,802	5,887	6,709	6,922	7,169
유동부채	831	813	1,039	1,086	1,140
매입채무	395	374	395	438	488
유동성이자부채	292	299	305	295	284
비유동부채	191	201	370	376	385
비유동이자부채	65	51	59	53	49
부채총계	1,023	1,014	1,409	1,462	1,525
자본금	35	35	35	35	35
자본잉여금	792	794	625	625	625
이익잉여금	4,010	4,101	4,631	4,790	4,974
자본조정	-38	-32	-40	-40	-40
자기주식	-9	-4	-12	-12	-12
자본총계	4,779	4,873	5,300	5,460	5,644

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024P	2025E	2026E
영업현금흐름	151	348	-176	414	425
당기순이익	129	174	598	215	251
자산상각비	289	252	261	262	243
운전자본증감	-345	-36	-180	-60	-69
매출채권 감소(증가)	2	-13	-95	-48	-55
재고자산 감소(증가)	55	-11	-73	-59	-68
매입채무 증가(감소)	-53	7	-75	44	50
투자현금흐름	-69	-186	222	-140	-131
유형자산처분(취득)	-95	-108	-90	-96	-86
무형자산 감소(증가)	-36	-39	-21	-29	-29
투자자산 감소(증가)	212	-82	339	-3	-3
재무현금흐름	-155	-99	-279	-79	-92
차입금의 증가(감소)	-83	-49	-48	-16	-15
자본의 증가(감소)	-71	-47	-231	-63	-78
배당금의 지급	-68	-47	-47	-63	-78
총현금흐름	626	441	4	474	494
(-)운전자본증가(감소)	127	119	-270	60	69
(-)설비투자	99	134	92	96	86
(+)자산매각	-31	-12	-19	-29	-29
Free Cash Flow	369	176	164	289	309
(-)기타투자	368	-125	456	12	12
잉여현금	1	301	-292	277	297
NOPLAT	123	67	214	213	249
(+) Dep	289	252	261	262	243
(-)운전자본투자	127	119	-270	60	69
(-)Capex	99	134	92	96	86
OpFCF	186	66	653	319	337

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2022	2023	2024P	2025E	2026E
주당지표					
EPS	2,175	2,958	9,984	3,597	4,318
BPS	69,494	70,933	76,040	78,347	81,014
DPS	680	910	1,125	900	1,020
CFPS	9,070	6,391	64	6,867	7,158
ROA(%)	2.3	3.1	9.4	3.3	3.7
ROE(%)	2.8	3.7	11.7	4.2	4.8
ROIC(%)	2.9	1.6	4.5	4.1	4.8
Multiples(x,%)					
PER	63.2	49.0	11.5	33.0	27.5
PBR	2.0	2.0	1.5	1.5	1.5
PSR	2.3	2.7	2.0	1.9	1.7
PCR	15.2	22.7	1,802.7	17.3	16.6
EV/EBITDA	16.6	23.7	14.8	11.6	10.5
배당수익률	0.5	0.6	1.0	0.8	0.9
안정성(%)					
부채비율	21.4	20.8	26.6	26.8	27.0
Net debt/Equity	-4.2	-6.8	0.2	-3.7	-7.5
Net debt/EBITDA	-39.8	-91.7	2.6	-32.8	-64.2
유동비율	208.8	240.0	151.4	173.8	195.3
이자보상배율(배)	17.5	6.6	20.8	34.7	42.4
자산구조(%)					
투하자본	70.7	69.8	80.4	77.4	74.6
현금+투자자산	29.3	30.2	19.6	22.6	25.4
자본구조(%)					
차입금	7.0	6.7	6.4	6.0	5.6
자기자본	93.0	93.3	93.6	94.0	94.4

주: IFRS 연결 기준

2025년 2월 11일
기업분석

LG생활건강 (051900)

관심을 갖기 시작해도 좋은 때

▶Analyst 한유정 yujung.han@hanwha.com 3772-7693 / RA 이다연 dayeon.lee@hanwha.com 3772-7690

Buy (상향)

목표주가(상향): 360,000원

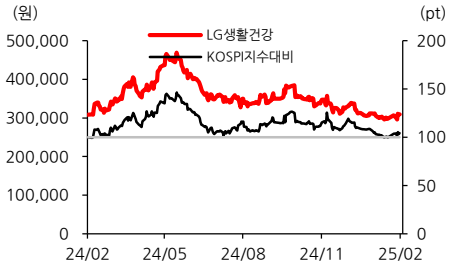
현재 주가(2/7)	309,500 원
상승여력	▲ 16.3%
시가총액	48,338 억원
발행주식수	15,618 천주
52 주 최고가 / 최저가	469,000 / 296,000 원
90 일 일평균 거래대금	136.63 억원
외국인 지분율	28.1%
주주 구성	
LG (외 3 인)	34.0%
국민연금공단 (외 1 인)	9.1%
자사주 (외 1 인)	6.1%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-0.5	-9.6	-11.6	-2.1
상대수익률(KOSPI)	-1.7	-8.0	-9.8	1.3

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2023	2024P	2025E	2026E
매출액	6,805	6,812	7,009	7,308
영업이익	487	459	511	571
EBITDA	757	724	776	825
지배주주순이익	143	189	276	347
EPS	9,159	12,395	18,289	22,967
순차입금	-387	-667	-976	-1,351
PER	38.8	26.2	16.9	13.5
PBR	1.2	1.0	0.9	0.9
EV/EBITDA	7.3	6.5	5.3	4.5
배당수익률	1.0	1.1	1.6	1.9
ROE	2.7	3.4	4.9	5.9

주가 추이



기대치를 하회할 4분기

2024년 4분기 LG생활건강의 연결 기준 매출액은 1조 6,099억원(-6.0% YoY, +2.7% QoQ), 영업이익은 434억원(-20.7% YoY, -59.1% QoQ)으로 컨센서스 영업이익 580억원을 하회했다. 1) [Beauty] 국내 면세 업계 구조 변화로 면세 매출 하락세(-11% YoY, 이하 YoY)가 지속되었으나 채널 다각화로 중국 법인 매출액은 +24%로 기대 이상의 성과를 기록했다. 덕분에 후 브랜드 매출액은 +33% 성장했다. 2) [HDB] 내수 침체로 매출은 전년 수준에 그쳤으나 북미 사업 효율화, 고정비 절감 노력으로 영업이익은 +21% 증가했다. 3) [Refreshment] 4분기 진행된 희망퇴직 관련 비용 및 장기근속충당금 증가분이 총 200억원 반영되며 영업이익은 -65% 감소해 4분기 실적 부진의 주 원인이었다.

채널/지역/브랜드 믹스가 모두 달라지기 시작한다면

40%('21)를 초과하기도 했던 면세 비중은 2024년 21%까지 축소되었고, 북미 사업 내 전통 채널 중심으로 사업을 전개하던 Avon의 매출 비중은 90%에서 75%까지 축소되었다. 반면 21%에 불과했던 중국 외 미국, 일본을 포함한 기타 매출 비중은 2024년 40%까지 확대되었다. 2024년 4분기 후 브랜드 매출 비중은 49%였다. 면세 내에서는 FIT 비중이 점진적으로 확대되는 추세이고, 북미에서는 Avon 외 LG생활건강 미국 법인을 중심으로 CNP, Belief, TFS의 신규 온오프라인 채널 입점이 잇따를 전망이다. Belief, EUTHYMOL을 중심으로 EMEA 신규 진출도 예정되어있다.

투자의견 BUY, 목표주가 360,000원으로 상향(+6%)

2025년 실적 전망치의 상향으로 목표주가를 상향하며, 현재 주가와의 괴리율 확대로 투자의견을 기존 HOLD에서 BUY로 상향한다. 2025년 매출 성장률 가이던스는 +5%다. 1) Beauty 기존 전통 채널의 매출 하락이 전체 성장을 희석시키겠지만 2) 중국 외 해외 국가에서의 신규 브랜드 출시 확대가 Beauty, HDB 모두 기타 지역 매출 성장을 이어갈 가능성이 높고, 3) Refreshment 주요 제품 가격 인상 효과, 4) 후 리브랜딩 이후 중국 법인은 수익성 중심의 경영이 예상되는 바 관심을 갖기 시작해도 좋은 때라 판단한다.

[표12] LG 생활건강 분기 및 연간 실적 추정 (단위: 십억 원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24P	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024P	2025E	2026E
매출액	**1,729**	**1,760**	**1,714**	**1,610**	**1,745**	**1,799**	**1,779**	**1,686**	**6,805**	**6,812**	**7,009**	**7,308**
Beauty	741	760	651	699	747	765	676	748	2,816	2,851	2,936	3,156
백화점	30	30	26	21	31	31	27	21	113	107	110	114
면세점	170	182	169	77	131	161	149	69	735	599	510	561
방판	89	99	59	70	71	79	61	73	345	316	285	295
기타	452	448	397	531	514	494	438	585	1,623	1,829	2,031	2,187
중국 법인	170	162	117	238	173	170	123	258	602	687	724	780
HDB	553	521	563	499	552	542	586	514	2,182	2,137	2,194	2,237
Refreshment	434	479	500	411	447	492	517	423	1,807	1,824	1,879	1,914
탄산음료	313	321	335	296	322	331	346	304	1,248	1,265	1,303	1,320
무탄산음료	122	158	165	115	125	161	171	120	559	560	577	594
YoY	*2.7%*	*-2.7%*	*-1.9%*	*2.7%*	*1.0%*	*2.2%*	*3.8%*	*4.7%*	*-5.3%*	*0.1%*	*2.9%*	*4.3%*
Beauty	*5.6%*	*-2.7%*	*-2.9%*	*5.4%*	*0.8%*	*0.7%*	*3.9%*	*7.0%*	*-12.3%*	*1.2%*	*3.0%*	*7.5%*
백화점	*-9.1%*	*-12.3%*	*-0.4%*	*5.4%*	*4.0%*	*2.8%*	*3.0%*	*2.2%*	*-9.9%*	*-5.5%*	*3.1%*	*3.0%*
면세점	*-8.3%*	*-23.9%*	*-24.2%*	*-10.8%*	*-23.0%*	*-11.6%*	*-11.9%*	*-10.8%*	*-28.4%*	*-18.5%*	*-14.8%*	*10.0%*
방판	*-0.6%*	*3.5%*	*-32.8%*	*-4.2%*	*-20.0%*	*-20.0%*	*5.0%*	*5.0%*	*-2.5%*	*-8.4%*	*-9.8%*	*3.4%*
기타	*14.8%*	*9.1%*	*18.9%*	*9.7%*	*13.6%*	*10.2%*	*10.5%*	*10.1%*	*-4.9%*	*12.7%*	*11.1%*	*7.7%*
중국 법인	*8.2%*	*5.8%*	*18.5%*	*23.6%*	*1.4%*	*5.0%*	*4.7%*	*8.7%*	*-22.0%*	*14.2%*	*5.3%*	*7.8%*
HDB	*-1.7%*	*-4.5%*	*-1.3%*	*-0.7%*	*-0.3%*	*4.0%*	*4.1%*	*2.9%*	*-1.3%*	*-2.1%*	*2.7%*	*2.0%*
Refreshment	*3.6%*	*-0.5%*	*-1.1%*	*2.6%*	*2.9%*	*2.8%*	*3.4%*	*2.9%*	*2.4%*	*1.0%*	*3.0%*	*1.8%*
탄산음료	*5.1%*	*-2.0%*	*-1.1%*	*4.0%*	*3.0%*	*3.1%*	*3.3%*	*2.5%*	*3.6%*	*1.3%*	*3.0%*	*1.3%*
무탄산음료	*0.1%*	*2.6%*	*-1.1%*	*-0.9%*	*2.5%*	*2.1%*	*3.6%*	*3.8%*	*-0.1%*	*0.2%*	*3.0%*	*3.0%*
영업이익	**151**	**159**	**106**	**43**	**153**	**162**	**117**	**79**	**487**	**459**	**511**	**571**
Beauty	63	73	11	11	64	73	19	23	146	158	179	228
HDB	35	34	41	22	35	35	43	24	125	133	137	141
Refreshment	53	52	54	10	54	53	55	32	215	168	194	202
YoY	*3.5%*	*0.4%*	*-17.4%*	*-20.7%*	*1.3%*	*2.1%*	*10.0%*	*82.4%*	*-31.5%*	*-5.7%*	*11.3%*	*11.8%*
Beauty	*3.1%*	*4.0%*	*42.8%*	*50.3%*	*1.7%*	*1.0%*	*63.1%*	*109.4%*	*-52.6%*	*8.0%*	*13.3%*	*27.1%*
HDB	*8.3%*	*22.8%*	*-11.8%*	*22.1%*	*-1.8%*	*3.7%*	*3.8%*	*9.8%*	*-34.0%*	*6.0%*	*3.3%*	*3.1%*
Refreshment	*1.0%*	*-13.9%*	*-27.5%*	*-65.1%*	*2.9%*	*2.8%*	*3.4%*	*211.6%*	*1.4%*	*-21.9%*	*15.7%*	*3.8%*
영업이익 비중												
Beauty	*41.8%*	*45.9%*	*10.8%*	*25.3%*	*42.0%*	*45.4%*	*15.9%*	*29.0%*	*30.1%*	*34.5%*	*35.1%*	*39.9%*
HDB	*23.4%*	*21.4%*	*38.8%*	*51.2%*	*22.7%*	*21.8%*	*36.6%*	*30.9%*	*25.7%*	*28.9%*	*26.9%*	*24.8%*
Refreshment	*34.8%*	*32.7%*	*50.4%*	*23.5%*	*35.3%*	*32.9%*	*47.4%*	*40.1%*	*44.2%*	*36.6%*	*38.0%*	*35.3%*
영업이익률	*8.7%*	*9.0%*	*6.2%*	*2.7%*	*8.8%*	*9.0%*	*6.6%*	*4.7%*	*7.2%*	*6.7%*	*7.3%*	*7.8%*
Beauty	*8.5%*	*9.6%*	*1.8%*	*1.6%*	*8.6%*	*9.6%*	*2.8%*	*3.1%*	*5.2%*	*5.6%*	*6.1%*	*7.2%*
HDB	*6.4%*	*6.5%*	*7.3%*	*4.4%*	*6.3%*	*6.5%*	*7.3%*	*4.7%*	*5.7%*	*6.2%*	*6.3%*	*6.3%*
Refreshment	*12.1%*	*10.8%*	*10.7%*	*2.5%*	*12.1%*	*10.8%*	*10.7%*	*7.5%*	*11.9%*	*9.2%*	*10.3%*	*10.5%*

자료: LG생활건강, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024P	2025E	2026E
매출액	7,186	6,805	6,812	7,009	7,308
매출총이익	4,017	3,627	3,640	3,810	4,039
영업이익	711	487	459	511	571
EBITDA	999	757	724	776	825
순이자손익	-3	7	11	9	12
외화관련손익	-11	-1	10	4	7
지분법손익	7	10	7	9	8
세전계속사업손익	418	276	317	402	506
당기순이익	258	164	204	294	369
지배주주순이익	237	143	189	276	347
증가율(%)					
매출액	53.6	-5.3	0.1	2.9	4.3
영업이익	39.2	-31.5	-5.7	11.3	11.8
EBITDA	58.0	-24.2	-4.3	7.2	6.3
순이익	-27.1	-36.7	24.7	44.0	25.8
이익률(%)					
매출총이익률	55.9	53.3	53.4	54.4	55.3
영업이익률	9.9	7.2	6.7	7.3	7.8
EBITDA 이익률	13.9	11.1	10.6	11.1	11.3
세전이익률	5.8	4.1	4.6	5.7	6.9
순이익률	3.6	2.4	3.0	4.2	5.1

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024P	2025E	2026E
유동자산	2,284	2,430	2,799	3,136	3,537
현금성자산	678	928	1,265	1,530	1,861
매출채권	604	571	649	680	710
재고자산	955	885	826	865	903
비유동자산	5,019	4,791	4,673	4,562	4,457
투자자산	534	476	458	479	497
유형자산	2,384	2,307	2,228	2,121	2,025
무형자산	2,101	2,008	1,988	1,961	1,935
자산총계	7,303	7,220	7,472	7,697	7,995
유동부채	1,163	1,090	1,191	1,198	1,203
매입채무	693	749	776	812	848
유동성이자부채	282	222	275	239	203
비유동부채	671	582	588	590	593
비유동이자부채	389	319	323	315	307
부채총계	1,834	1,671	1,779	1,788	1,796
자본금	89	89	89	89	89
자본잉여금	97	97	97	97	97
이익잉여금	5,542	5,604	5,734	5,951	6,239
자본조정	-389	-357	-351	-351	-351
자기주식	-71	-71	-71	-71	-71
자본총계	5,469	5,549	5,693	5,910	6,198

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024P	2025E	2026E
영업현금흐름	497	659	608	513	575
당기순이익	258	164	204	294	369
자산상각비	288	270	265	265	254
운전자본증감	-200	113	119	-29	-29
매출채권 감소(증가)	13	24	-76	-30	-30
재고자산 감소(증가)	62	75	72	-39	-38
매입채무 증가(감소)	-65	39	6	36	36
투자현금흐름	-197	-141	-823	-171	-168
유형자산처분(취득)	-123	-130	-138	-120	-120
무형자산 감소(증가)	-5	-10	-13	-12	-12
투자자산 감소(증가)	76	4	-611	-26	-27
재무현금흐름	-374	-268	-58	-103	-103
차입금의 증가(감소)	-161	-171	17	-44	-44
자본의 증가(감소)	-201	-67	-75	-59	-59
배당금의 지급	-201	-67	-67	-59	-59
총현금흐름	937	700	489	543	604
(-)운전자본증가(감소)	238	-91	-17	29	29
(-)설비투자	157	152	139	120	120
(+)자산매각	30	12	-12	-12	-12
Free Cash Flow	572	651	356	381	443
(-)기타투자	108	-17	-40	13	9
잉여현금	464	668	396	368	434
NOPLAT	440	288	296	373	417
(+) Dep	288	270	265	265	254
(-)운전자본투자	238	-91	-17	29	29
(-)Capex	157	152	139	120	120
OpFCF	333	497	439	489	522

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2022	2023	2024P	2025E	2026E
주당지표					
EPS	14,604	9,159	12,395	18,289	22,967
BPS	301,350	306,665	314,298	326,535	342,822
DPS	4,000	3,500	3,500	5,000	6,000
CFPS	52,891	39,496	27,620	30,619	34,108
ROA(%)	3.2	2.0	2.6	3.6	4.4
ROE(%)	4.4	2.7	3.4	4.9	5.9
ROIC(%)	8.3	5.6	5.9	7.6	8.6
Multiples(x,%)					
PER	49.4	38.8	26.2	16.9	13.5
PBR	2.4	1.2	1.0	0.9	0.9
PSR	1.8	0.9	0.8	0.8	0.8
PCR	13.7	9.0	11.7	10.1	9.1
EV/EBITDA	11.9	7.3	6.5	5.3	4.5
배당수익률	0.6	1.0	1.1	1.6	1.9
안정성(%)					
부채비율	33.5	30.1	31.3	30.3	29.0
Net debt/Equity	-0.1	-7.0	-11.7	-16.5	-21.8
Net debt/EBITDA	-0.7	-51.1	-92.2	-125.8	-163.8
유동비율	196.5	223.0	234.9	261.8	293.9
이자보상배율(배)	47.9	25.1	26.8	30.5	36.9
자산구조(%)					
투하자본	81.5	78.2	74.3	70.8	67.0
현금+투자자산	18.5	21.8	25.7	29.2	33.0
자본구조(%)					
차입금	10.9	8.9	9.5	8.6	7.6
자기자본	89.1	91.1	90.5	91.4	92.4

주: IFRS 연결 기준

2025년 2월 11일
기업분석

에이피알 (278470)

지지 않으려면 싸워야지

▶Analyst 한유정 yujung.han@hanwha.com 3772-7693 / RA 이다연 dayeon.lee@hanwha.com 3772-7690

Buy (유지)

목표주가(유지): 70,000원

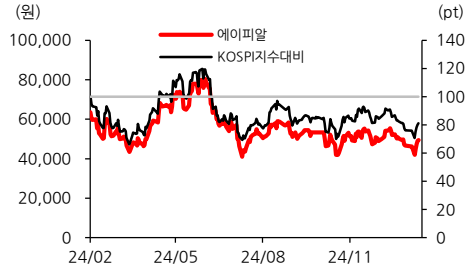
현재 주가(2/10)	48,350 원
상승여력	▲44.8%
시가총액	18,006 억원
발행주식수	37,242 천주
52 주 최고가 / 최저가	80,500 / 41,000 원
90 일 일평균 거래대금	253.02 억원
외국인 지분율	15.7%
주주 구성	
김병훈 (외 4 인)	33.4%
국민연금공단 (외 1 인)	8.6%
에이피알우리사주 (외 1 인)	0.8%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-7.2	-1.7	6.5	-
상대수익률(KOSPI)	-7.4	-0.2	9.1	-

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2023	2024P	2025E	2026E
매출액	524	723	905	1,134
영업이익	104	123	154	195
EBITDA	118	145	179	218
지배주주순이익	82	106	121	154
EPS	2,242	2,786	3,250	4,129
순차입금	-109	21	-71	-188
PER	-	94.0	14.9	11.7
PBR	-	30.2	4.1	3.0
EV/EBITDA	-	13.9	9.7	7.4
배당수익률	n/a	n/a	n/a	n/a
ROE	54.9	40.8	31.5	29.5

주가 추이



기대치에 부합한 4분기

2024년 4분기 에이피알의 연결 매출액은 2,442억원(+60.6% YoY, +40.3% QoQ), 영업이익은 396억원(+15.4% YoY, +45.5% QoQ)으로 종전 추정 영업이익 400억원, 컨센서스 영업이익 387억원에 부합했다. 1) [한국] 2023년 4분기 부스터프로 신제품 출시에 따른 기저부담으로 디바이스 매출은 -10% YoY(이하 YoY)로 화장품 매출 상승분이 상쇄되어 한국 매출액은 +3%에 불과해 기대치에 못 미쳤다. 하지만 해외 매출이 1,562억원으로 종전 추정 매출액 1,236억원을 크게 상회했다. 2) [미국] 디바이스 매출은 +90%, 화장품 매출은 +182% 증가하며 전체 미국 매출액은 131% 증가하는 기록적 성장을 달성했다. 3) [기타국가] 대만, 싱가포르, 말레이 매출이 각각 +50%, +50%, +167% YoY 성장하며 기타 아시아 지역 매출이 +71% 성장했고, 온라인 채널 확대 및 지역 특화 전략으로 B2B 매출은 +1,171% 증가해 전체 기타국가 합산 매출은 442억원(+316%)에 달하며 매출 비중이 18%까지 확대되었다. 뷰티디바이스/화장품 영업이익률은 20%(-7.6%p YoY, +0.3%p QoQ)로 기대치를 하회했는데, 채널 믹스 변화에 따른 매출총이익률 하락, 해외 비중 증가에 따른 운반비 및 마케팅비 증가 영향이다.

투자의견 BUY, 목표주가 70,000원 유지

에이피알은 전일 실적발표 컨퍼런스콜에서 2025년 매출 목표를 1조원, 영업이익 목표를 1,700~1,800억원으로 제시했다. 미국과 기타국가에서 디바이스 및 화장품 매출이 호조를 보일 것으로 예상됨에 따라 2025년 매출액 추정치를 기존 8,366억원에서 9,045억원으로 상향 조정했다. 다만, 신규 채널 및 시장 진출에 따른 비용 구조 변화로 인해 뷰티디바이스/화장품 부문의 수익성이 다소 하락할 것으로 예상되어, 이익 추정치의 변동은 크지 않다.

이러한 수익성 하락에 대한 우려가 커질 수 있다. 하지만 더 높은 매출 성장을 위해 판매 채널과 국가를 확장하는 과정에 있다. 신규 진출하는 채널과 국가는 기존보다 수익성이 높은 경우도 있지만 낮은 경우도 혼재되어 있으며, 결국 어느 채널과 국가에서의 매출 증가속도가 더 빠를지가 관건일 뿐이다. 현재 에이피알의 2025년 예상 PER은 14.9배로, 국내 화장품 브랜드사 중 비교적 높은 수준이다. 그러나 2025년 매출 1조원 즉 연간 매출 성장률 38% 가시화 시에는, 성장주로서 Peer Group이 달라질 수 있다.

[표13] 에이피알 분기 및 연간 실적 추정 - 사업부별 (단위: 십억 원)

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24P	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024P	2025E	2026E
매출액	**149**	**155**	**174**	**244**	**182**	**190**	**220**	**313**	**524**	**723**	**905**	**1,134**
▼사업부별 매출액												
뷰티디바이스/화장품	132	140	159	220	172	181	208	291	430	651	852	1,088
뷰티디바이스	67	68	74	103	87	85	92	127	214	313	391	479
한국	35	33	29	36	37	35	31	37	139	132	140	146
미국	14	12	15	32	21	18	21	41	32	72	100	128
일본	6	4	8	7	9	6	11	10	18	24	38	51
홍콩	5	6	9	9	7	7	11	12	11	28	37	48
기타	5	10	12	19	10	15	16	24	6	46	65	96
중국	3	4	2	2	3	4	2	2	10	11	10	11
화장품	65	72	85	116	85	96	116	164	216	338	461	608
한국	35	35	31	30	38	39	34	33	108	131	144	153
미국	11	13	25	37	18	21	39	55	36	86	134	187
일본	4	6	7	11	7	11	12	16	12	27	45	62
홍콩	5	8	8	12	7	10	11	17	22	33	45	59
기타	9	9	11	23	14	14	17	40	29	53	85	138
중국	1	2	3	3	1	2	3	3	9	8	9	10
기타(패션의류 등)	17	16	15	24	10	9	12	21	93	72	53	47
한국	13	11	14	22	10	9	12	21	72	60	53	47
미국	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
일본	1	0	0	0	0	0	0	0	3	1	0	0
홍콩	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
기타	0	0	0	2	0	0	0	0	0	2	0	0
중국	3	4	1	0	-	-	-	-	18	8	-	-
YoY	***21.9%***	***21.8%***	***42.8%***	***60.6%***	***21.9%***	***22.4%***	***26.4%***	***28.0%***	***31.7%***	***38.0%***	***25.2%***	***25.4%***
▼사업부별 매출액 YoY												
뷰티디바이스/화장품	*33.2%*	*36.3%*	*57.5%*	*72.5%*	*29.9%*	*29.4%*	*30.5%*	*32.5%*	*46.1%*	*51.3%*	*30.8%*	*27.7%*
뷰티디바이스	*30.7%*	*40.9%*	*64.1%*	*48.6%*	*29.8%*	*24.1%*	*24.2%*	*22.8%*	*78.3%*	*45.9%*	*24.9%*	*22.6%*
한국	*-13.6%*	*-4.4%*	*19.0%*	*-10.3%*	*7.7%*	*6.7%*	*5.1%*	*4.7%*	*62.5%*	*-4.6%*	*6.1%*	*4.0%*
미국	*401.6%*	*156.0%*	*94.0%*	*90.2%*	*49.0%*	*47.1%*	*40.7%*	*30.6%*	*282.7%*	*127.7%*	*38.9%*	*27.2%*
일본	*32.8%*	*-16.0%*	*68.0%*	*46.2%*	*70.1%*	*81.1%*	*50.1%*	*45.1%*	*4.6%*	*33.9%*	*57.9%*	*34.7%*
홍콩	*172.5%*	*83.1%*	*178.6%*	*210.4%*	*32.2%*	*25.2%*	*33.5%*	*37.7%*	*80.1%*	*158.4%*	*32.9%*	*29.6%*
기타	*421.9%*	*1051.9%*	*781.1%*	*628.2%*	*110.2%*	*45.8%*	*30.0%*	*30.0%*	*107.2%*	*699.7%*	*41.7%*	*47.5%*
중국	*150.2%*	*190.1%*	*-52.5%*	*-44.8%*	*-5.8%*	*-10.3%*	*6.3%*	*7.8%*	*1029.4%*	*10.3%*	*-3.2%*	*5.0%*
화장품	*35.9%*	*32.1%*	*52.1%*	*101.1%*	*30.1%*	*34.4%*	*36.1%*	*41.1%*	*23.9%*	*56.6%*	*36.3%*	*31.9%*
한국	*34.5%*	*23.2%*	*5.7%*	*23.4%*	*8.7%*	*12.2%*	*9.5%*	*10.4%*	*30.3%*	*21.2%*	*10.2%*	*6.2%*
미국	*95.5%*	*78.6%*	*145.5%*	*182.0%*	*66.9%*	*64.8%*	*57.7%*	*46.7%*	*67.7%*	*137.6%*	*55.2%*	*40.0%*
일본	*5.6%*	*82.6%*	*136.0%*	*343.0%*	*77.1%*	*89.2%*	*55.1%*	*49.6%*	*-23.2%*	*125.9%*	*62.9%*	*38.2%*
홍콩	*10.7%*	*28.6%*	*45.5%*	*110.2%*	*35.5%*	*27.7%*	*36.8%*	*41.4%*	*6.2%*	*50.7%*	*36.2%*	*32.5%*
기타	*37.3%*	*26.1%*	*64.4%*	*193.6%*	*50.2%*	*51.8%*	*55.0%*	*71.4%*	*25.1%*	*84.7%*	*60.9%*	*62.3%*
중국	*-16.6%*	*-38.2%*	*142.2%*	*-30.8%*	*7.0%*	*12.4%*	*7.6%*	*9.4%*	*-12.6%*	*-10.1%*	*9.0%*	*6.0%*
기타(패션의류 등)	*-27.0%*	*-37.5%*	*-29.1%*	*-0.5%*	*-41.4%*	*-40.1%*	*-17.9%*	*-12.7%*	*-9.4%*	*-23.3%*	*-26.5%*	*-11.3%*
한국	*-27.6%*	*-47.3%*	*14.6%*	*4.3%*	*-22.9%*	*-14.0%*	*-12.8%*	*-4.5%*	*-16.2%*	*-16.7%*	*-12.1%*	*-11.3%*
미국	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
일본	*-25.5%*	*-70.7%*	*-94.2%*	-	-	-	-	-	*-27.7%*	*-70.8%*	-	-
홍콩	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
기타	*-26.2%*	*-32.9%*	*41.8%*	*3218%*	-	-	-	-	*-79.3%*	*420.8%*	-	-
중국	*-25.0%*	*37.3%*	*-92.0%*	*-95.6%*	-	-	-	-	*68.1%*	*-52.7%*	-	-
영업이익	**28**	**28**	**27**	**40**	**31**	**33**	**36**	**54**	**104**	**123**	**154**	**195**
뷰티디바이스/화장품	31	29	31	44	33	34	39	58	105	135	164	201
기타	-3	-1	-4	-4	-2	-1	-3	-4	-1	-12	-11	-6
YoY	*19.7%*	*13.0%*	*24.6%*	*15.4%*	*11.9%*	*17.7%*	*31.8%*	*35.7%*	*165.6%*	*17.7%*	*25.3%*	*27.0%*
뷰티디바이스/화장품	*29.5%*	*22.0%*	*40.1%*	*24.9%*	*7.2%*	*18.4%*	*26.1%*	*31.9%*	*129.4%*	*28.5%*	*22.0%*	*22.4%*
기타	*적지*	*적전*	*적지*	*적지*	*적지*	*적지*	*적지*	*적지*	*적지*	*적지*	*적지*	*적지*
영업이익률	*18.6%*	*18.0%*	*15.6%*	*16.2%*	*17.1%*	*17.3%*	*16.3%*	*17.2%*	*19.9%*	*17.0%*	*17.0%*	*17.2%*
뷰티디바이스/화장품	*23.3%*	*20.8%*	*19.6%*	*19.9%*	*19.2%*	*19.0%*	*18.9%*	*19.8%*	*24.3%*	*20.7%*	*19.3%*	*18.5%*
기타	*-17.9%*	*-6.5%*	*-27.0%*	*-16.5%*	*-19.4%*	*-15.0%*	*-28.5%*	*-18.0%*	*-0.7%*	*-16.8%*	*-20.1%*	*-12.9%*

주: 기타는 기타 국가 D2C, B2B / 자료: 에이피알, 한화투자증권 리서치센터

[표14] 에이피알 분기 및 연간 실적 추정 - 지역별 (단위: 십억 원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24P	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024P	2025E	2026E
매출액	**149**	**155**	**174**	**244**	**182**	**190**	**220**	**313**	**524**	**723**	**905**	**1,134**
▼ 지역별 매출액												
한국	83	78	74	88	86	83	77	92	319	323	337	346
해외	66	77	100	156	96	107	144	221	205	400	567	788
미국	25	25	40	69	39	39	60	96	68	158	234	315
일본	10	9	15	18	16	17	23	26	33	52	82	112
홍콩	10	13	16	21	14	17	22	29	32	60	81	107
기타국가	14	20	24	44	23	29	33	65	35	101	150	234
중국	8	10	5	5	4	5	5	5	37	28	20	21
매출액 YoY	***21.9%***	***21.8%***	***42.8%***	***60.6%***	***21.9%***	***22.4%***	***26.4%***	***28.0%***	***31.7%***	***38.0%***	***25.2%***	***25.4%***
▼ 지역별 매출액 YoY												
한국	*-1.5%*	*-5.7%*	*12.3%*	*2.9%*	*3.4%*	*6.3%*	*3.6%*	*4.3%*	*25.4%*	*1.4%*	*4.4%*	*2.6%*
해외	*73.5%*	*73.3%*	*78.6%*	*134.9%*	*45.1%*	*38.8%*	*43.3%*	*41.3%*	*42.8%*	*94.8%*	*41.9%*	*39.0%*
미국	*196.0%*	*108.8%*	*123.3%*	*130.7%*	*56.9%*	*56.3%*	*51.4%*	*39.3%*	*127.3%*	*133.0%*	*47.8%*	*34.5%*
일본	*16.1%*	*13.2%*	*78.6%*	*125.0%*	*62.4%*	*79.9%*	*52.1%*	*47.8%*	*-11.1%*	*57.2%*	*57.6%*	*36.6%*
홍콩	*56.5%*	*47.2%*	*93.2%*	*142.5%*	*33.9%*	*26.7%*	*35.1%*	*39.9%*	*22.8%*	*86.2%*	*34.7%*	*31.2%*
기타국가	*80.8%*	*139.3%*	*184.0%*	*315.6%*	*69.0%*	*48.2%*	*40.8%*	*46.1%*	*25.1%*	*191.0%*	*48.4%*	*55.9%*
중국	*6.2%*	*41.1%*	*-59.3%*	*-51.6%*	*-44.1%*	*-46.2%*	*-5.5%*	*6.3%*	*65.8%*	*-25.3%*	*-29.0%*	*5.5%*
영업이익	**28**	**28**	**27**	**40**	**31**	**33**	**36**	**54**	**104**	**123**	**154**	**195**
뷰티디바이스/화장품	31	29	31	44	33	34	39	58	105	135	164	201
기타(패션의류 등)	-3	-1	-4	-4	-2	-1	-3	-4	-1	-12	-11	-6
YoY	*19.7%*	*13.0%*	*24.6%*	*15.4%*	*11.9%*	*17.7%*	*31.8%*	*35.7%*	*165.6%*	*17.7%*	*25.3%*	*27.0%*
뷰티디바이스/화장품	*29.5%*	*22.0%*	*40.1%*	*24.9%*	*7.2%*	*18.4%*	*26.1%*	*31.9%*	*129.4%*	*28.5%*	*22.0%*	*22.4%*
기타(패션의류 등)	*적지*	*적전*	*적지*	*적지*	*적지*	*적지*	*적지*	*적지*	*적지*	*적지*	*적지*	*적지*
영업이익률	*18.6%*	*18.0%*	*15.6%*	*16.2%*	*17.1%*	*17.3%*	*16.3%*	*17.2%*	*19.9%*	*17.0%*	*17.0%*	*17.2%*
뷰티디바이스/화장품	*23.3%*	*20.8%*	*19.6%*	*19.9%*	*19.2%*	*19.0%*	*18.9%*	*19.8%*	*24.3%*	*20.7%*	*19.3%*	*18.5%*
기타(패션의류 등)	*-17.9%*	*-6.5%*	*-27.0%*	*-16.5%*	*-19.4%*	*-15.0%*	*-28.5%*	*-18.0%*	*-0.7%*	*-16.8%*	*-20.1%*	*-12.9%*

주: 기타는 기타 국가 D2C, B2B / 자료: 에이피알, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024P	2025E	2026E
매출액	398	524	723	905	1,134
매출총이익	291	395	541	684	855
영업이익	39	104	123	154	195
EBITDA	50	118	145	179	218
순이자손익	-1	2	3	3	4
외화관련손익	1	-1	6	3	5
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	39	106	133	161	205
당기순이익	30	82	106	121	154
지배주주순이익	30	82	106	121	154
증가율(%)					
매출액	n/a	31.7	38.0	25.2	25.4
영업이익	n/a	165.6	17.7	25.3	27.0
EBITDA	n/a	136.3	22.7	23.6	21.7
순이익	n/a	172.2	30.2	14.0	27.0
이익률(%)					
매출총이익률	73.3	75.5	74.8	75.7	75.4
영업이익률	9.9	19.9	17.0	17.0	17.2
EBITDA 이익률	12.6	22.5	20.1	19.8	19.2
세전이익률	9.8	20.2	18.4	17.8	18.1
순이익률	7.5	15.6	14.7	13.4	13.6

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024P	2025E	2026E
유동자산	137	219	322	451	626
현금성자산	58	133	65	141	245
매출채권	21	24	40	52	67
재고자산	50	57	138	177	230
비유동자산	47	68	223	226	227
투자자산	36	50	172	177	182
유형자산	9	14	45	41	36
무형자산	2	4	6	8	9
자산총계	184	287	545	677	853
유동부채	76	82	157	178	209
매입채무	32	40	88	113	147
유동성이자부채	29	18	28	22	18
비유동부채	8	8	65	54	46
비유동이자부채	6	6	59	48	39
부채총계	84	90	222	232	255
자본금	4	4	4	4	4
자본잉여금	52	61	137	137	137
이익잉여금	43	124	230	351	505
자본조정	1	9	-47	-47	-47
자기주식	0	0	-60	-60	-60
자본총계	100	197	323	444	598

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024P	2025E	2026E
영업현금흐름	32	108	77	120	141
당기순이익	30	82	106	121	154
자산상각비	11	14	22	25	23
운전자본증감	-20	1	-57	-27	-36
매출채권 감소(증가)	-8	-2	-18	-11	-15
재고자산 감소(증가)	-15	-5	-88	-39	-53
매입채무 증가(감소)	6	10	51	25	34
투자현금흐름	-9	-28	-137	-28	-24
유형자산처분(취득)	-6	-10	-44	-20	-16
무형자산 감소(증가)	-1	-2	-3	-3	-3
투자자산 감소(증가)	0	-4	-75	0	0
재무현금흐름	1	-11	0	-16	-13
차입금의 증가(감소)	-2	-20	-15	-16	-13
자본의 증가(감소)	4	9	15	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
총현금흐름	56	121	160	147	177
(-)운전자본증가(감소)	4	-10	105	27	36
(-)설비투자	6	10	44	20	16
(+)자산매각	-1	-2	-3	-3	-3
Free Cash Flow	46	119	8	97	122
(-)기타투자	19	21	-32	5	5
잉여현금	27	99	40	92	117
NOPLAT	30	80	98	115	146
(+) Dep	11	14	22	25	23
(-)운전자본투자	4	-10	105	27	36
(-)Capex	6	10	44	20	16
OpFCF	32	94	-29	94	117

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2022	2023	2024P	2025E	2026E
주당지표					
EPS	834	2,242	2,786	3,250	4,129
BPS	13,953	27,071	8,676	11,926	16,055
DPS	0	0	0	0	0
CFPS	1,558	3,339	4,186	3,941	4,749
ROA(%)	19.3	34.6	25.5	19.8	20.1
ROE(%)	36.0	54.9	40.8	31.5	29.5
ROIC(%)	44.2	101.8	51.3	36.8	42.3
Multiples(x,%)					
PER	0.0	0.0	94.0	14.9	11.7
PBR	0.0	0.0	30.2	4.1	3.0
PSR	0.0	0.0	13.8	2.0	1.6
PCR	0.0	0.0	62.6	12.3	10.2
EV/EBITDA	-0.5	-0.9	13.9	9.7	7.4
배당수익률	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
안정성(%)					
부채비율	83.6	45.9	68.7	52.3	42.6
Net debt/Equity	-23.1	-55.4	6.5	-16.0	-31.4
Net debt/EBITDA	-46.4	-92.4	14.5	-39.7	-86.2
유동비율	179.7	266.5	205.0	253.3	299.4
이자보상배율(배)	37.9	82.3	160.6	157.7	301.0
자산구조(%)					
투하자본	44.6	31.0	55.8	50.8	46.1
현금+투자자산	55.4	69.0	44.2	49.2	53.9
자본구조(%)					
차입금	25.9	10.6	21.1	13.6	8.7
자기자본	74.1	89.4	78.9	86.4	91.3

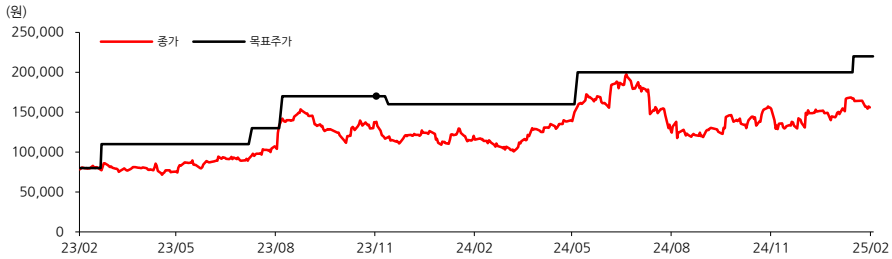
주: IFRS 연결 기준

[Compliance Notice] (공표일: 2025 년 02 월 10 일)

이 자료는 조사분석 담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성됐음을 확인합니다. 본인은 이 자료에서 다룬 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3 자에게 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 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[코스맥스 주가 및 목표주가 추이]



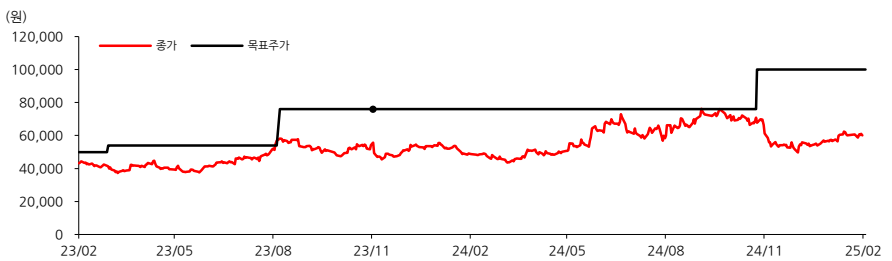
[투자의견 변동 내역]

일 시	2023.02.28	2023.03.10	2023.04.18	2023.05.12	2023.07.17	2023.08.14
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	110,000	110,000	110,000	110,000	130,000	170,000
일 시	2023.10.31	2023.11.20	2024.01.22	2024.03.08	2024.03.29	2024.04.24
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	170,000	160,000	160,000	160,000	160,000	160,000
일 시	2024.05.13	2024.11.07	2024.11.15	2025.01.23	2025.02.10	
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	
목표가격	200,000	200,000	200,000	220,000	220,000	

[목표주가 변동 내역별 괴리율] *괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2023.02.28	Buy	110,000	-24.12	-14.36
2023.07.17	Buy	130,000	-20.45	2.38
2023.08.14	Buy	170,000	-21.21	-9.71
2023.11.20	Buy	160,000	-25.24	-6.31
2024.05.13	Buy	200,000	-25.32	-1.10
2025.01.23	Buy	220,000		

[한국콜마 주가와 목표주가 추이]



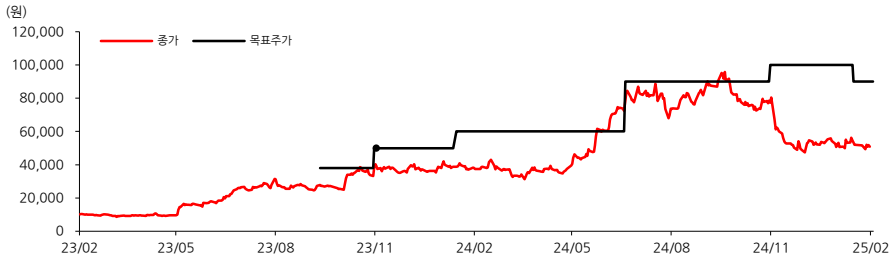
[투자의견 변동 내역]

일 시	2023.03.07	2023.04.18	2023.05.12	2023.08.14	2023.10.23	2024.01.22
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	54,000	54,000	54,000	76,000	76,000	76,000
일 시	2024.05.10	2024.11.01	2024.11.07	2024.11.15	2025.01.23	2025.02.10
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	76,000	100,000	100,000	100,000	100,000	100,000

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2023.03.07	Buy	54,000	-21.04	5.19
2023.08.14	Buy	76,000	-29.32	-3.95
2024.11.01	Buy	100,000		

[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	2025.01.24	2025.02.10		
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy		
목표가격	100,000	90,000	90,000	90,000		

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	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		

[잉글우드랩 주가와 목표주가 추이]

[투자의견 변동 내역]

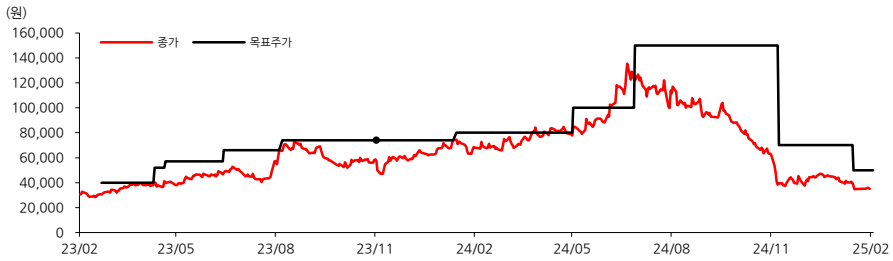
일 시	2024.11.07	2024.11.07	2024.11.15	2024.11.29	2024.12.27	2025.01.23
투자의견	담당자변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	한유정	20,000	17,000	17,000	17,000	13,000
일 시	2025.02.10					
투자의견	Buy					
목표가격	13,000					

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2024.11.07	Buy	20,000	-54.84	-41.25
2024.11.15	Buy	17,000	-58.22	-54.53
2025.01.23	Buy	13,000		

[씨앤씨인터내셔널 주가와 목표주가 추이]



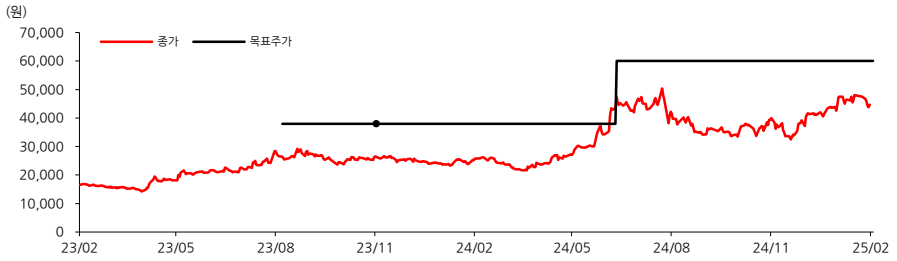
[투자의견 변동 내역]

일 시	2023.02.28	2023.02.28	2023.04.18	2023.04.28	2023.05.12	2023.06.21
투자의견	담당자변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	한유정	40,000	52,000	57,000	57,000	66,000
일 시	2023.08.14	2023.10.26	2023.11.20	2023.11.29	2023.12.28	2024.01.22
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	74,000	74,000	74,000	74,000	74,000	80,000
일 시	2024.02.16	2024.05.09	2024.07.05	2024.11.15	2025.01.23	2025.02.10
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	80,000	100,000	150,000	70,000	50,000	50,000

[목표주가 변동 내역별 괴리율] *괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2023.02.28	Buy	40,000	-9.84	-0.75
2023.04.18	Buy	52,000	-26.45	-20.77
2023.04.28	Buy	57,000	-23.24	-14.04
2023.06.21	Buy	66,000	-27.13	-0.91
2023.08.14	Buy	74,000	-16.57	0.00
2024.01.22	Buy	80,000	-7.56	5.88
2024.05.09	Buy	100,000	0.17	35.40
2024.07.05	Buy	150,000	-37.05	-15.47
2024.11.15	Buy	70,000	-39.66	-32.57
2025.01.23	Buy	50,000		

[펌텍코리아 주가와 목표주가 추이]



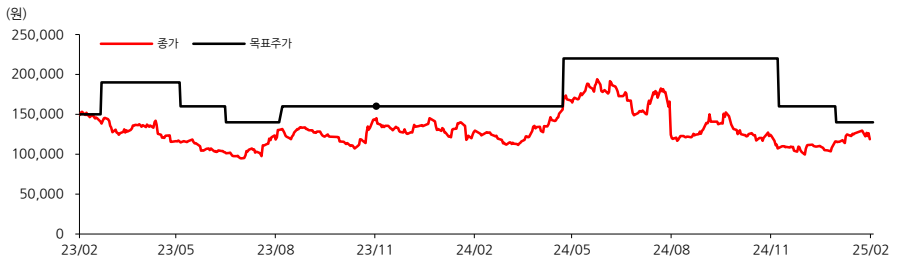
[투자의견 변동 내역]

일 시	2023.08.14	2023.08.14	2024.02.21	2024.05.08	2024.06.18	2024.11.07
투자의견	담당자변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	한유정	38,000	38,000	38,000	60,000	60,000
일 시	2024.11.15	2025.01.23	2025.02.10			
투자의견	Buy	Buy	Buy			
목표가격	60,000	60,000	60,000			

[목표주가 변동 내역별 괴리율] *괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2023.08.14	Buy	38,000	-30.98	14.47
2024.06.18	Buy	60,000		

[아모레퍼시픽 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

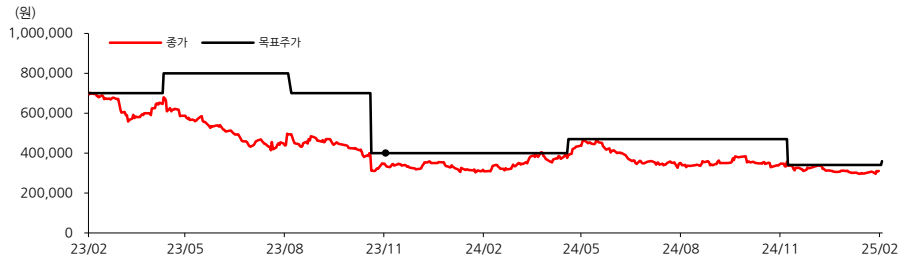
일 시	2016.08.12	2023.02.28	2023.04.18	2023.05.12	2023.06.23	2023.08.14
투자의견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		190,000	190,000	160,000	140,000	160,000
일 시	2023.09.26	2023.11.01	2023.11.30	2024.02.01	2024.02.29	2024.03.28
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	160,000	160,000	160,000	160,000	160,000	160,000
일 시	2024.03.29	2024.04.04	2024.04.26	2024.04.30	2024.05.31	2024.07.19
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	160,000	160,000	160,000	220,000	220,000	220,000
일 시	2024.11.15	2025.01.07	2025.02.10			
투자의견	Buy	Buy	Buy			
목표가격	160,000	140,000	140,000			

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2023.02.28	Buy	190,000	-31.30	-23.32
2023.05.12	Buy	160,000	-31.82	-26.13
2023.06.23	Buy	140,000	-23.80	-6.79
2023.08.14	Buy	160,000	-20.16	-2.56
2024.04.30	Buy	220,000	-31.75	-11.73
2024.11.15	Buy	160,000	-32.31	-27.63
2025.01.07	Buy	140,000		

[LG생활건강 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

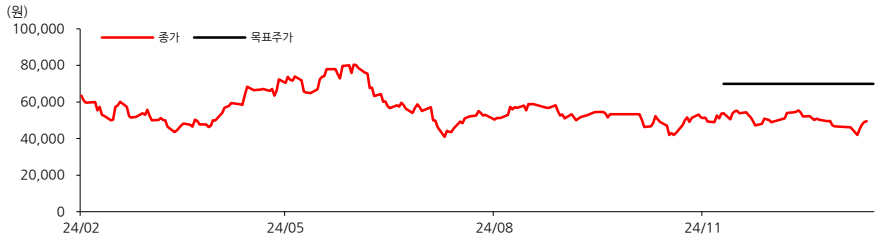
일 시	2016.08.12	2023.04.18	2023.05.12	2023.06.16	2023.08.14	2023.10.27
투자의견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Hold
목표가격		800,000	800,000	800,000	700,000	400,000
일 시	2024.02.01	2024.04.26	2024.06.28	2024.11.15	2025.02.10	
투자의견	Buy	Buy	Buy	Hold	Buy	
목표가격	400,000	470,000	470,000	340,000	360,000	

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2023.04.18	Buy	800,000	-35.55	-15.00
2023.08.14	Buy	700,000	-36.82	-29.29
2023.10.27	Hold	400,000	-14.67	1.25
2024.04.26	Buy	470,000	-21.17	-0.21
2024.11.15	Hold	340,000	-7.28	-12.94
2025.02.10	Buy	360,000		

[에이피알 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2024.12.06	2024.12.06	2025.02.10			
투자의견	담당자변경	Buy	Buy			
목표가격	한유정	70,000	70,000			

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2024.12.06	Buy	70,000		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1 년간 +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 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

당사는 산업에 대해 향후 1 년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1 년간 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: 2024 년 12 월 31 일)

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