

미국전략/화장품

비중확대 (유지)

K인디뷰티의 2nd 사이클!

신한투자증권
기업분석부

박현진 연구위원
✉ hpark@shinhan.com

김성환 수석연구원
✉ shwan.kim@shinhan.com

주지은 연구원
✉ jieun.ju@shinhan.com

오한비 연구원
✉ hanbi.oh@shinhan.com

신한 리서치 투자정보



Contents

Investment Summary 3

Key Charts 4

I. Top-down의 시각에서 본 미국 소비 투자전략 6

II. Bottom-up의 시각에서 본 섹터 아이디어 20

Appendix – 아마존 Top100 내 한국 화장품 순위 39

Company Analysis

코스맥스 (192820) - 매수 (유지), 목표주가 190,000원(유지) 45

한국콜마 (161890) - 매수 (유지), 목표주가 96,000원(유지) 51

코스메카코리아 (241710) - Not Rated 56

씨앤씨인터내셔널 (352480) - Not Rated 60

Investment Summary

Top-down 관점 미국 소비: 편승하되, 가성비 키워드에 집중

소비 모멘텀을 점검하고 미국 소비에 편승하는 전략 고민해볼 시점

미국 소비는 지난 3년동안 좀처럼 떨쳐지지 못하던 금융시장의 경기 침체 전망을을 철저하게 분쇄해버렸다. ① 높은 이익률을 향유하는 기업이익과 숱한 우려에도 여전히 견고한 고용시장이 소비를 지탱하는 가운데, ② 디스인플레로 인한 소비심리 및 구매력 개선이 2024년 들어 소비 모멘텀을 배가시켰고, ③ 최근의 주식시장 급등은 소비자에게 자신감을 부여했다. ④ 소비자들의 낮은 레버리지를 감안하면 미국 소비의 강력함은 한동안 이어질 가능성이 높다. 이렇듯 강한 소비에 편승하는 투자전략을 구사해야 할 시점이다. 미국 소비의 최대 수혜주는 미국 주식시장, 그리고 소비재 업종일 것이다.

다만 최근 소비 트렌드가 차별화되고 있다는 점에 주목해야한다. 미국 소비자들이 가성비/합리성을 따지는 소비로 옮겨감에 따라 궁극적으로 이커머스, 핀테크, 광고, 애드테크, 스트리밍 영역에서 기존 대형주들을 웃도는 실적 개선세가 포착되는데에 주목해야 한다. 종목 선별이 알파를 많이 내줄 수 있는 시점이다.

Bottom-up 관점 섹터 아이디어: 중기 성장 시작, 재매수 기회

2025년 중기 성장 시작, 낮아진 실적 눈높이와 부담 없는 밸류에이션에 관심 필요

미국 가성비 소비 트렌드 강화 속에서 수혜를 보는 대표적인 산업은 저가 화장품 산업이다. 화장품 섹터 내 주요 대형사, 중소형사, ODM사들의 2024년 합산 매출은 전년동기대비 각각 2%, 38%, 19% 성장해 성장률 격차를 벌렸다. 특히 중소 브랜드사와 ODM사들은 영업이익률도 평균 2%pt 이상 향상되며 성장의 질을 높였다. 그럼에도 하반기, 2025년 성장률이 소폭 둔화된다는 점에 과몰입되어 최근 화장품사들의 P/E 밸류에이션은 대부분 10배 내외까지 하락했다.

해외 시장 성장률은 정점으로 가기 위한 변곡점에 위치하며, 2023~2024년 초기 성장 구간이었다면 2025년은 중기 성장 구간이다. 2025년에도 중소형 화장품 브랜드사 합산 매출은 전년동기대비 23%, ODM사들은 14% 성장을 전망하며, 영업이익률도 최소 1.5%pt 개선될 전망이다. 초기 성장 사이클 상단 변곡점에서 수급 부담으로 주가의 큰 폭 조정이 있었으나, 현 업태의 변화 기조를 감안할 때 추가적인 주가 하락보다는 재매수 기회를 노려볼 수 있다.

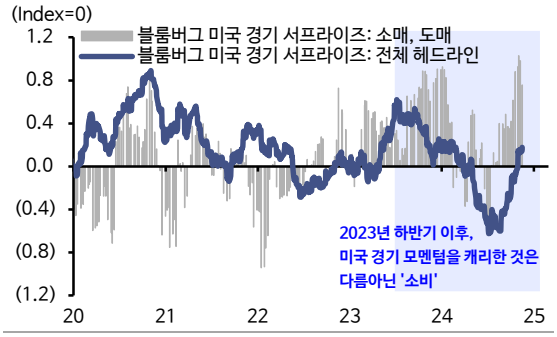
Top Picks: ODM사(코스맥스 최선호) 선호

대형사 〈 중소형사, 브랜드사 〈ODM사 선호

2025년에는 대형사들도 구조조정 효과에 따른 실적 회복이 예상되지만, 성장성 측면에서는 대형사보다 중소형사를 선호한다. 인디뷰티 시장 내 브랜드사들의 해외 진출 성과는 기업별 속도차가 있어 화장품 기업들에 대한 바스켓 매수 전략은 적합하지 않다. 또한 ODM사에 대한 투자가 브랜드사 투자보다 무난할 수 있다고 판단한다. 최선호주로 코스맥스를 제시한다. 그외 한국콜마, 코스메카코리아, 씨앤씨인터내셔널도 긍정적이다.

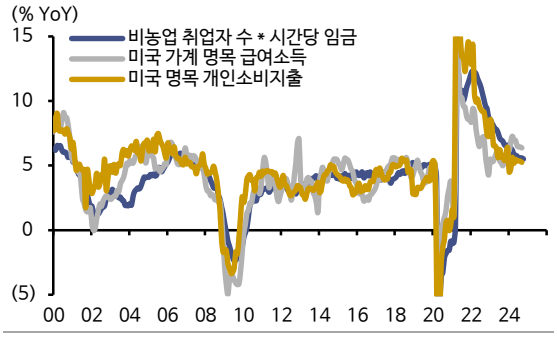
Key Charts

침체 전망을 180도 뒤집어버린 미국 소비



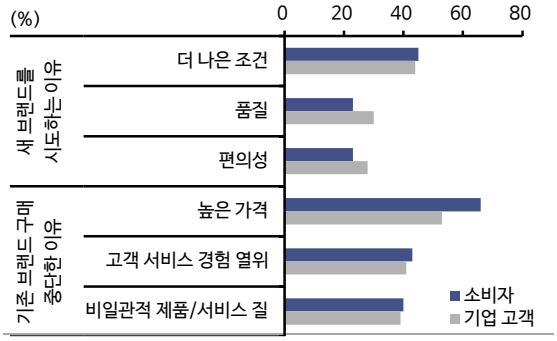
자료: Bloomberg, 신한투자증권

견고한 소비의 배경은 고용, 정확히는 '임금'



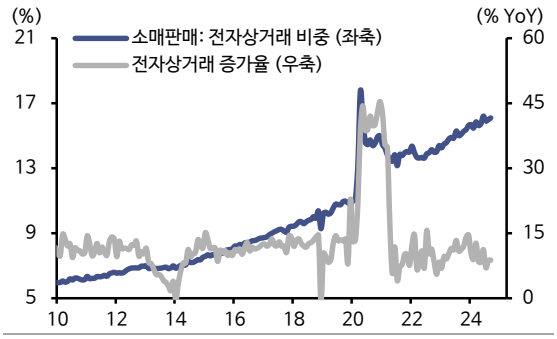
자료: LSEG, 신한투자증권

소비를 이용하는 키워드: 1) 가성비 소비 부상



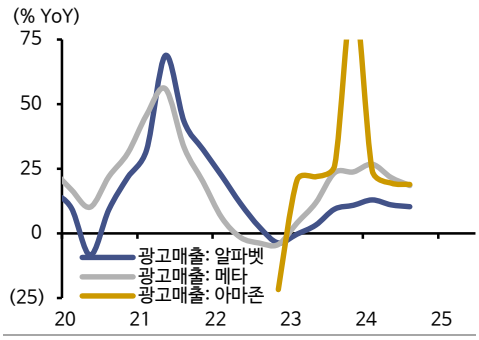
자료: Salesforce 3Q24 Survey, 신한투자증권

소비를 이용하는 키워드: 2) 이커머스로의 이동



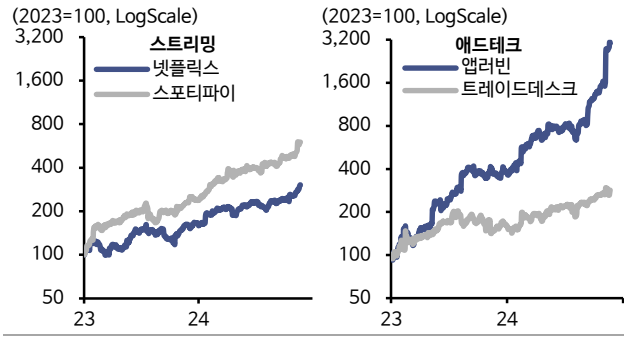
자료: LSEG, 신한투자증권

소비를 이용하는 키워드: 3) 광고



자료: LSEG, 신한투자증권

소비를 이용하는 키워드: 4) 스트리밍, 애드테크 주가



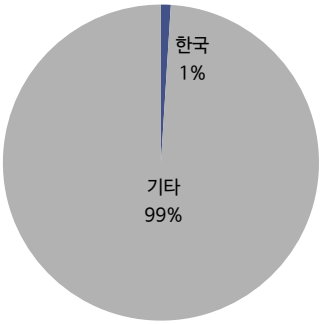
자료: LSEG, 신한투자증권

화장품 업종 피크아웃 논란 과하다고 보는 이유

1. 新카테고리 중심 성장이었다는 점 (無에서 有를 생산)
2. 미국 디지털 채널 확장에 따른 저가 인디뷰티 수혜
3. 중장기 미국 소비 여력 하락에 따른 MZ세대 가성비 소비 강화

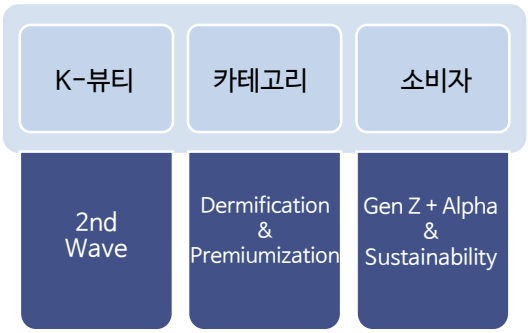
자료: 신한투자증권

미국 화장품 시장 내 한국 화장품 점유율 추산



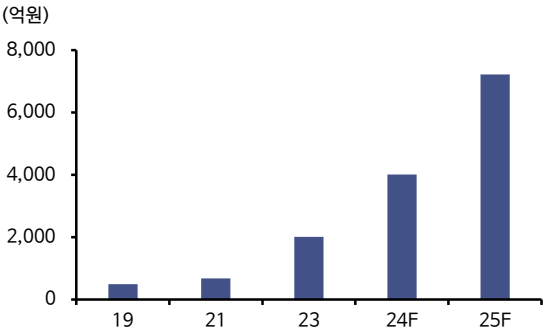
자료: 신한투자증권 추정

미국 화장품 시장 소비 트렌드 키워드



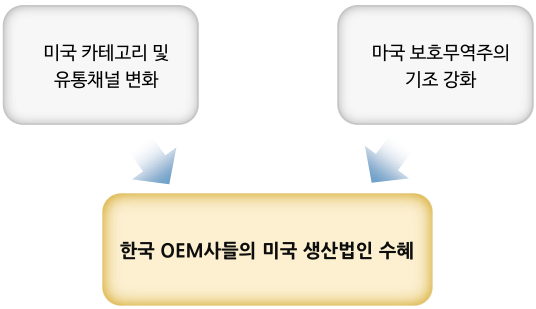
자료: Generation Research, 신한투자증권

미국 아마존 채널 내 한국 브랜드 매출 추이 전망



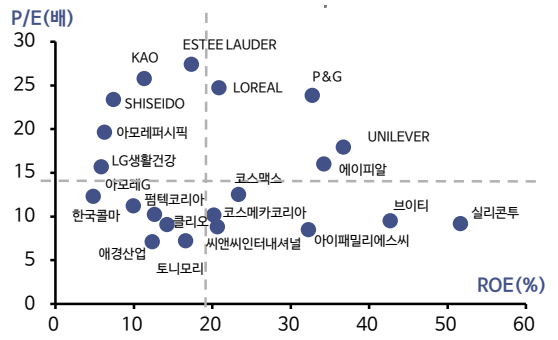
자료: Pyxis Amazon DB data, 신한투자증권

미국 보호무역주의 강화의 수혜 대상은 OEM사



자료: 신한투자증권

피어그룹 P/E & ROE 비교



자료: Bloomberg, QuantiWise, 신한투자증권

I. Top-down의 시각에서 본 미국 소비 투자전략

강한 미국 소비에 편승하되, 가성비/합리성 키워드에 집중

이제는 포기되는 듯한 경기 침체 전망

2022년 4월 장단기금리차가 최초로 역전된 이래, 미국 경기가 근미래에 침체에 빠질거란 우울한 전망이 경제주체와 금융시장의 머릿속에 계속 남아있었다. 미국의 경제지표는 견고함을 증명해왔지만, 당장은 좋아도 언젠가는 결국엔 침체로 갈수밖에 없다는 생각은 불과 2024년 8월까지만 해도 시장 참여자들의 머릿속에 강하게 남아있었다. 그러나 이제와서는 더 이상 그런 전망을 찾아보기가 어렵다.

좀처럼 떨쳐지지 않던 침체 전망을 분쇄한 것은 다름아닌 소비

지난 3년동안 좀처럼 떨쳐지지 못하던 금융시장의 경기 침체(와 금리 인하) 기대감)을 철저하게 분쇄한 것은 다름아닌 소비다. 다수의 경기선행지표들(장단기금리차, 제조업 PMI)이 침체를 시사하는 상황 속에서도 소매, 도매지표들의 서프라이즈 지수는 2023년부터 줄곧 (+) 영역에 머무르면서 소비 침체 기대감을 꺾어놨고 전체 경기 서프라이즈 지수도 (+) 영역으로 견인했다.

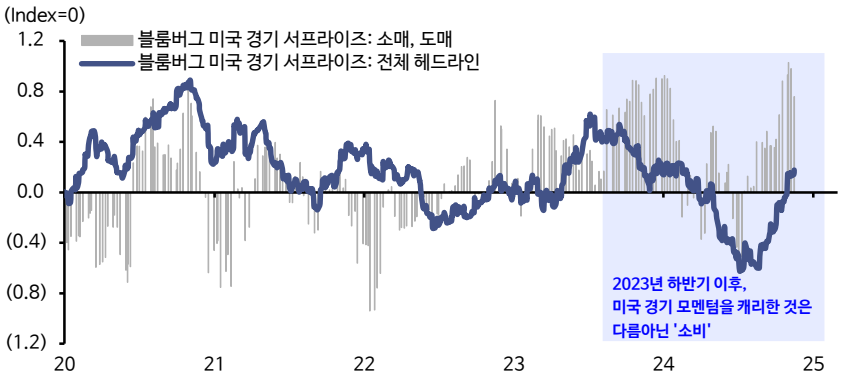
침체 우려가 비등했던 지난 3년간 미국 소비가 겪었던 우려감들을 되짚어보자.

① 2022년 금융시장은 미국인들이 팬데믹 당시 쌓아뒀던 초과저축이 소진된다면 소비가 저소득층 중심으로 빠르게 침체할 것이라고 전망했다. 그러나 초과저축이 소진되고도 소비는 멈추지 않았다. ② 2023년에는 고용시장 붕괴가 임박했기 때문에 소비도 침체에 빠질 것이라고 전망했다. 그러나 고용시장은 붕괴하지 않았다. ③ 2024년에는 가계 재무 건전성을 시사하는 신용카드 연체율이 늘고 있기 때문에 소비가 둔화할거란 전망이 목소리를 높였다. 그러나 BNPL(Buy now pay later)이라는 새로운 결제 수단의 급부상은 이러한 전망을 무색케한다.

소비 모멘텀을 점검하고 미국 소비에 편승하는 전략 고민해볼 시점

반복되는 우려가 언젠가 잠재워질까? 내년에는 트럼프의 관세 폭탄 정책이 소비를 위협하는 새로운 요인으로 부상할 것이다. 그러나 이제는 꺾이지 않는 소비 침체 전망을 점검하기보다 왜 미국 소비가 강한지 점검해보고, 소비가 어떤 모멘텀을 이어나갈지, 미국 소비 투자전략은 어떻게 짜야할지 고민해볼 시점이다.

2023년 하반기 이후, 미국 경기를 캐리한 것은 다름아닌 소비



자료: Bloomberg, 신한투자증권

미국 소비가 침체 우려를 뚫고 강한 이유

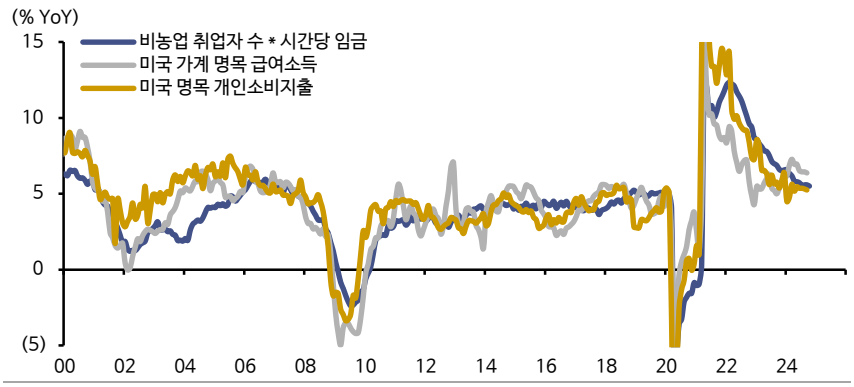
① 여전히 견고한 고용시장

미국 소비가 견고한 이유:
① 견고한 고용시장

주식시장 참여자의 주요 관심사는 미국 소비가 계속 강세를 이어갈 수 있을지다. 이를 이해하려면 미국 소비가 어떠한 동력으로 굴러가고 있는지 점검해야 한다.

소비를 뒷받침하는 첫 번째 동력은 고용시장이다. 고용 인원 수와 임금은 급여소득을 결정하는데, 다시 급여소득은 명목 개인소비지출과 80%의 상관계수를 갖는다. 지난 수년간 시장에서 우려한대로 절대적인 고용의 증가율은 둔화하고 있다. 2022년 5%에 달했던 비농업 고용의 전년대비 증가율은 현재 1.4%에 불과하다.

고용 * 임금 ≒ 급여소득 ≒ 개인소비지출



자료: LSEG, 신한투자증권

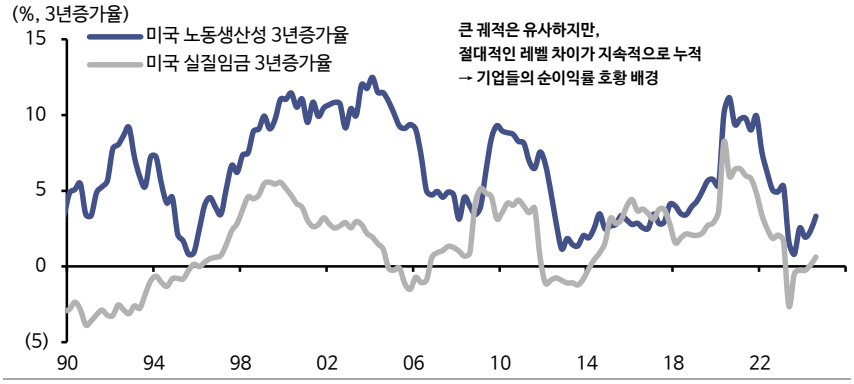
고용 증가율 둔화하나
임금 상승률이 이를 벌충.
높은 마진 누리는 기업,
충분히 임금 상승 감당

절대적인 고용 증가율의 둔화를 임금 상승률이 벌충한다. 시간당 임금 상승률은 4%에서 안정화될 조짐을 보이고 있다. 이는 2000년 이후 임금 상승률의 상단에 해당한다. 결국은 기업들이 노동자들에게 높은 급여를 지불하고 있다는 건데, 여기에는 그만한 이유가 있다. 기업들이 역사상 돈을 가장 잘 벌고 있기 때문이다.

현재 미국 기업들의 순이익률은 14.3%로 2차대전 이래 최고치다. 순이익률을 역사적인 수준으로 들어올린 핵심적인 주체는 대형 IT 기업들이다. 그러나 비단 IT 뿐만 아니라 다른 업종의 기업들도 과거 범위 상단의 이익률을 창출하고 있다. 두 가지 요인이 결합된 결과로 보여진다. 1) 지난 수십년간 실질임금은 생산성만큼 빠르게 증가하지 않았다. 두 변수가 변화율 궤적은 거의 유사하나, 생산성이 연평균 2.1% 증가하는 동안 실질임금은 0.8% 증가하는데 그쳤다.

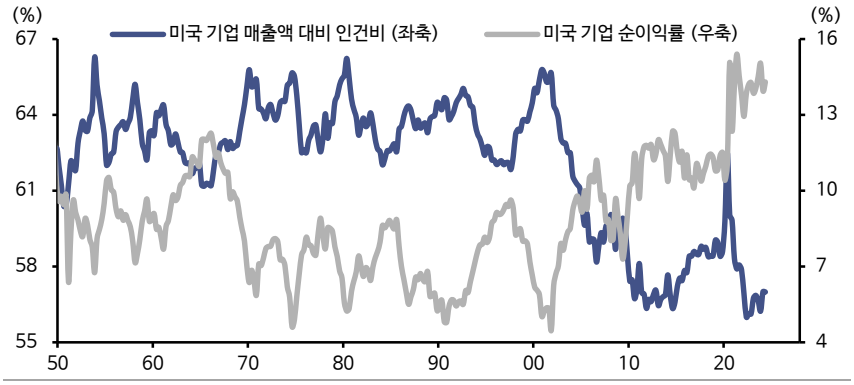
2) 따라서 미국 기업들이 지출하는 매출액 대비 인건비 지출은 57%로 역대 최저 수준이다. 20세기 기업들이 매출의 64%를 인건비로 지출했던데 비하면 상전벽해다. 따라서 기업들이 구인을 마음먹는다면 현재 정도의 속도(4%)로 임금을 올려줄 이유는 충분하다. 2000년 이후 구인율과 시간당 임금의 상관계수는 팬데믹 시기의 극단값을 제외하면 72%에 달한다. 현재 구인율을 대입할 경우 평균회귀로 얻어지는 시간당 임금 증가율은 3.8%이다.

지난 수십년간 생산성은 빠르게 증가 vs. 실질임금은 생산성을 크게 하회



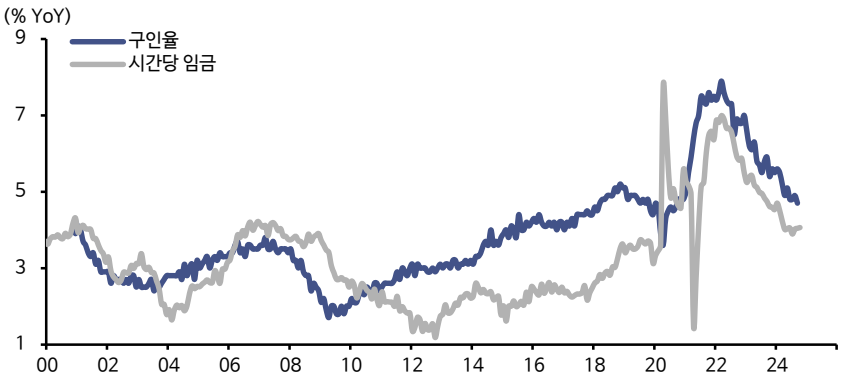
자료: LSEG, 신한투자증권

생산성 개선에 따른 보상은 기업에게. 역대 최고 수준의 순이익률 시현 중



자료: LSEG, 신한투자증권

구인수요가 존재할 때, 4% 수준의 임금 상승은 거시적으로 부담 크지 않음



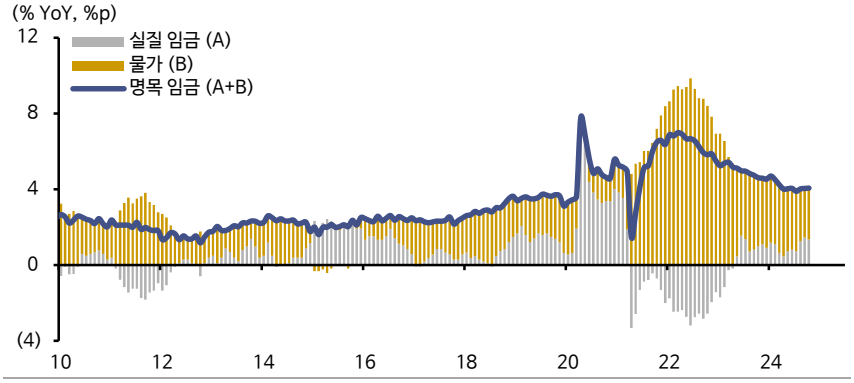
자료: LSEG, 신한투자증권

② Oil glut과 디스인플레이션 → 구매력 개선 → 소비 심리 개선

② 2023년 이후 진행중인 디스인플레, 소비 모멘텀 배가

미국 기업들의 높은 이익률과 강력한 고용수요가 지난 몇 년간 미국 소비를 지탱하는 구조적인 원천이라면, 2023년 이후 미국 소비 모멘텀을 배가시킨 요소는 디스인플레이션이다. 미국의 물가 상승률은 2022년을 정점으로 꾸준히 하락하고 있다. 생산성 증가율보다야 더디긴 하지만, 어쨌든 임금보다 물가가 빠르게 떨어지면서 최근 실질임금 증가율은 1% 중반까지 올라왔다. 실질임금이 왜곡되는 침체 ~ 침체 직후 6개월을 제외한 구간에서 상위 20%에 해당하는 값이다.

임금보다 물가가 빠르게 하락하면서 실질임금 상승



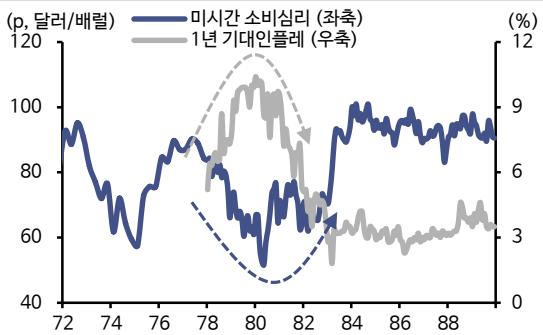
자료: LSEG, 신한투자증권

인플레 이후 물가가 안정화된다면 소비심리 급진적으로 개선 가능

2022년 이후 미국인들이 인플레이션에 예민하게 반응하면서 소비심리가 급락했다. 한번 인플레이션을 세게 겪는다면, 그 이후 디스인플레 구간에서 소비심리는 급진적으로 개선될 수 있다. 지난 물가 상승은 1980년대 대인플레이션에 비견됐고 소비심리도 2021~2023년과 똑같은 패턴을 밟아나갔는데, 물가(특히 유가)가 하락하고 기대인플레이션이 일정한 수준에서 고착화되자 소비심리는 전고점을 상회하는 수준으로 뛰어올랐다. 이후 80년대는 소비 호황이 전개됐다.

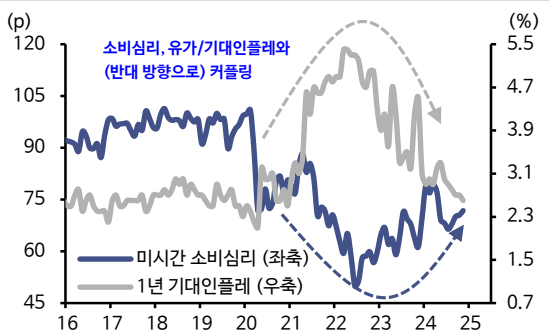
이번 국면에서도 물가(유가)와 소비심리의 강한 역의 상관관계가 관찰된다. 기대인플레가 한동안 고정된다면 소비심리는 급진적인 개선 루트를 탈 수 있다.

1980년대 스태그플레이션 극복 전후 소비심리



자료: LSEG, 신한투자증권

팬데믹 이후 소비심리 변화 과정



자료: LSEG, 신한투자증권

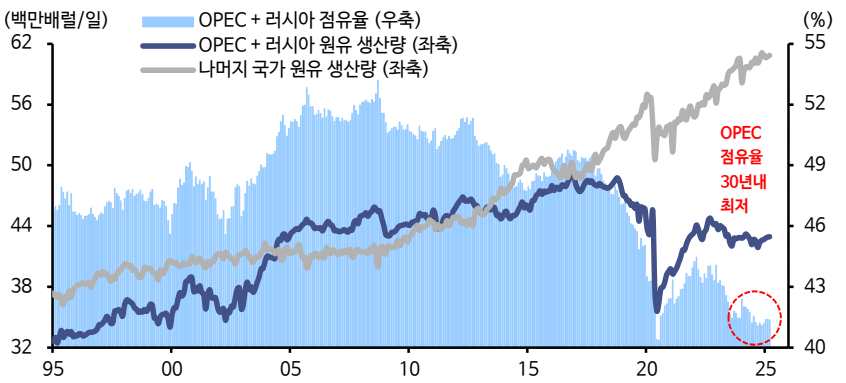
수요 온존한 상황에서 공급 확대로 물가가 안정화됐다는 점, 특히 소비에 긍정적 요소

이번 디스인플레가 소비에 특히 긍정적인 부분은 수요를 온존한 상태에서 공급 확대로 말미암아 물가가 안정화되고 있다는 점이다. 가장 주요한 요인은 에너지 가격의 안정화다. 현재 WTI는 미국이 침체가 아니고, OPEC+가 감산을 하고, 중동과 우크라이나에서 전쟁이 지속되고 있는데도 불구하고 70달러를 하회한다.

① 유가 폭등 이후 수요자들이 원전이나 전기차 등 원유를 대체할 방법을 모색하게된데다, ② 익히 알려진대로 미국의 생산량 증가로 인해 OPEC+ 중심의 원유 생산 과점 구도가 깨진 것이 가장 중요한 요인이라는 생각이다. 과거같았으면 OPEC+은 낮아진 유가를 상쇄하기 위해 생산량을 크게 줄였을테지만 점유율이 크게 낮아진 현재, 추가적인 감산은 가격과 점유율 모두를 잃는 선택일 뿐이다.

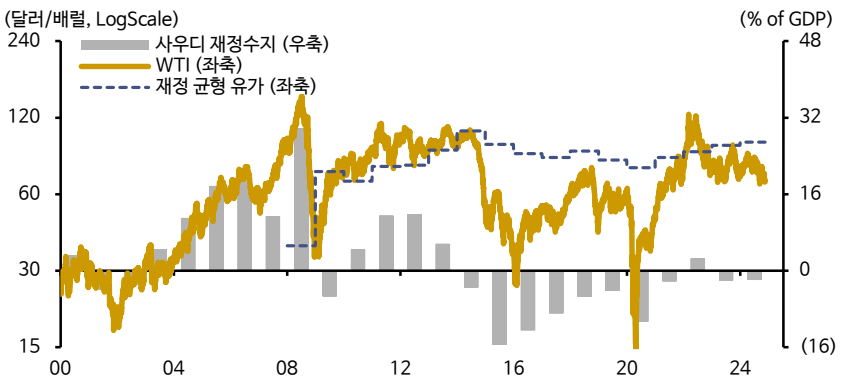
스윙 프로듀서인 사우디 재정은 이미 악화하기 시작했는데, 이는 사우디가 80년대 인위적으로 유가 하락을 저지하는 과정에서 홀로 감산을 떠안고 국내 경기가 추락했던 트라우마를 떠올리게 한다. 결국 80년대 중반 OPEC은 점유율을 지키기 위해 무제한 증산을 선언하고 유가를 순식간에 70% 가까이 폭락시켰다. 현 원유 수급 구도 하에서 역(逆)오일 쇼크가 재현될 가능성은 결코 낮지 않다. 산유국의 소비에는 부정적인 소식이나, 미국의 소비에는 긍정적인 판도다.

P, Q 모두 힘을 쓰지 못하는 OPEC+: 30년내 가장 낮은 점유율



자료: LSEG, 신한투자증권

재정적자로 전환한 사우디. 여기서 유가가 더 빠지면 재정 상황 악화



자료: LSEG, 신한투자증권

③ 주가 상승에 따른 자산효과 (Wealth Effect)

③ 주가 상승, 소비자에게 재정 여력 낙관 주입

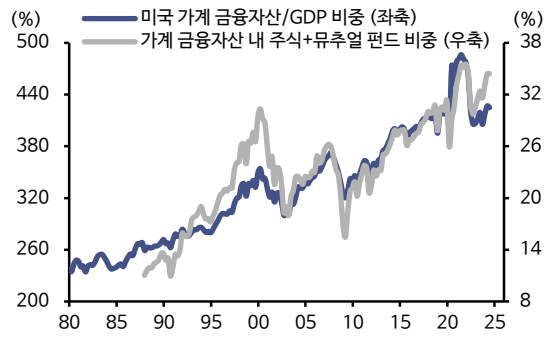
고용시장이 소비를 구조적으로 지탱하고, 디스인플레가 모멘텀이 강화될 변곡점을 만들어준 가운데 자산가격(특히 주식) 강세로 인한 부의 효과(Wealth Effect)는 소비자들에게 향후 재정 여력에 대한 낙관을 불어넣어준다.

미국 가계의 금융자산은 GDP 대비 424%에 이를만큼 커졌다. 여기에는 주식시장의 장기 강세가 기여한 바가 크다. 뮤추얼 펀드를 포함한 주식의 비중은 금융자산 내에서 34%까지 높아졌다. 비단 주가 상승 뿐만 아니라 401k나 IRA 등 퇴직연금의 분배금 상승도 기대할 수 있다. 과거 미국인들의 금융소득은 주로 이자소득으로 구성됐었지만, 이제는 배당소득이 비등비등한 수준으로 올라왔다.

최근 디커플링됐지만, 결국 주가와 소비심리는 동행하게 될 전망

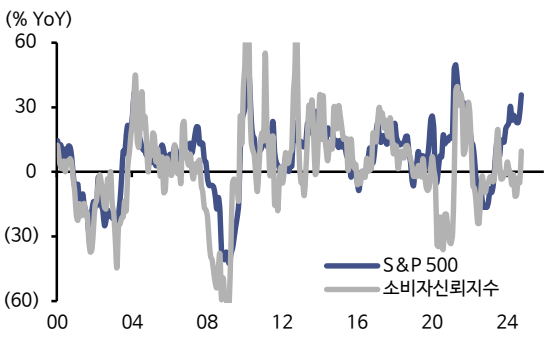
1) 고용시장이 견고하고 2) 물가가 안정화될 조짐이 보이는 상황에서, 자연스럽게 금융자산의 핵심 축으로 떠오른 주식시장의 추가 상승은 소비자들의 낙관과 강력히 결부될 공산이 크다. S&P 500은 소비자신뢰지수에 1개월 선행하고 상관계수는 70%에 달한다. 지난 2년간 인플레에 짓눌리면서 소비심리와 주식시장은 디커플링됐고, 미국 가계는 주식을 팔면서 인플레에 대응한 재정 여력을 확충했었다. 그러나 주가 상승이 이어진다면 결국에는 소비 심리에 긍정적 영향을 미치게 될 가능성이 높다. 소비자신뢰지수는 개인소비지출에 4개월 선행한다.

가계 금융자산 내 주식의 지위 단연 부각



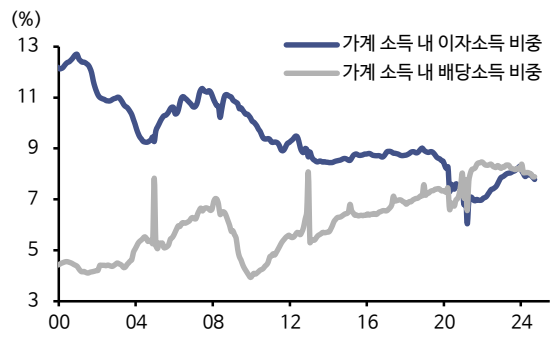
자료: LSEG, 신한투자증권

주가 상승, 1개월 시차 두고 소비심리에 영향



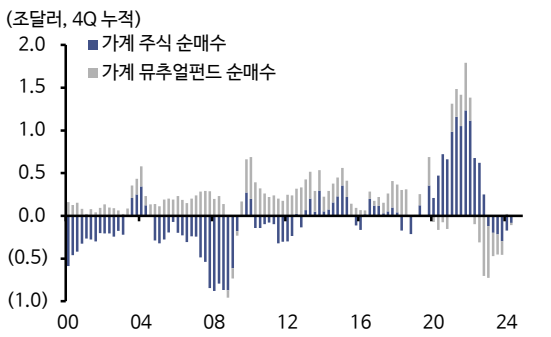
자료: LSEG, 신한투자증권

가계 소득 내 금융소득 비중: 이자 ↓, 배당 ↑



자료: LSEG, 신한투자증권

주식시장, 최근 가계 유동성의 원천



자료: LSEG, 신한투자증권

④ 낮은 레버리지 → '초과소비'는 왜 없단 말인가?

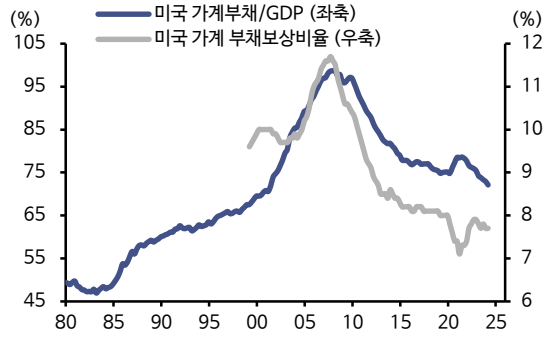
④ 레버리지 낮음 →
1) 고금리에 내성 부여
2) 초과소비 가능

현재 미국 가계는 재무 건전성이 견고하다. 빚을 별로 지고 있지 않고, 소득 대비 부채부담을 의미하는 부채보상배율도 2000년 이후 가장 낮은 수준이다.

이는 두 가지 시사점을 준다. 1) 향후 금리가 높아져도 부채가 터지면서 미국 가계가 감당못할 소비 침체로 빠질 위험이 낮다. 현 수준의 금리는 소비에 영향을 주지 못하며, 고금리 속 대출이 빡빡해져도 부동산을 제외한 다른 소비는 양호했다. 앞서 살펴봤듯 소득의 원천인 고용시장과 금융(주식)시장이 그간 견고했기에 가계가 굳이 고금리 구간에서 대출을 감당할 필요가 없었다. 금리 인상이 시작된 2022년 이후 가계대출 증가율은 급락해 현재는 2~3% 수준에 머무른다.

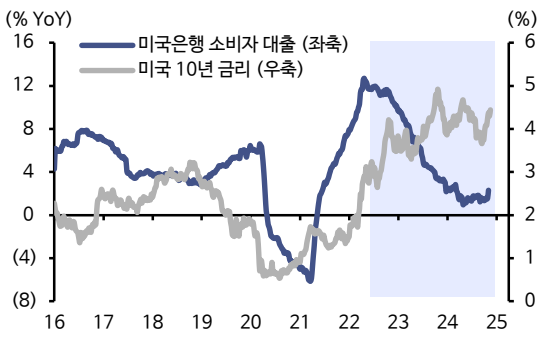
2) 2022년~2023년 상반기까지는 초과저축이 소진되면 소비가 급전직하할거란 전망이 많았다. 신용카드 연체율의 증가와 저축률의 하락은 특히 소비 재원이 고갈되고 있다는 인식을 줬다. 그러나 왜 초과소비가 불가능하단 말인가? 미국 가계가 마음만 먹으면 빚을 내서 초과소비를 할 수도 있다. 미국 소비자들은 대출을 늘리는 대신 BNPL(Buy now pay later)의 사용을 늘리면서 소비를 이어나가고 있다. 결론적으로 낮은 레버리지 수준은 중장기적인 소비 upside를 제공한다.

디레버리징을 이미 겪은 미국 가계



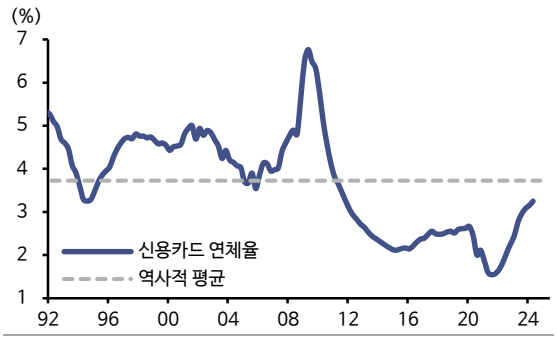
자료: LSEG, 신한투자증권

견고한 소득 → 고금리 구간에서 대출 필요 없음



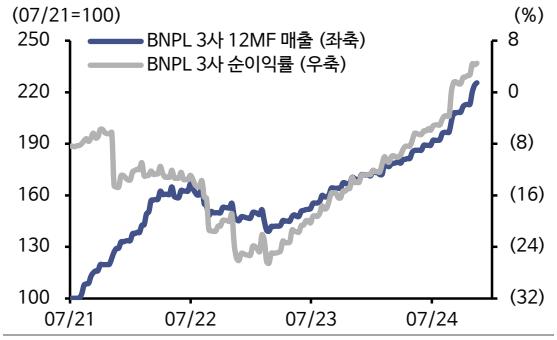
자료: LSEG, 신한투자증권

신용카드 연체율 증가하나 장기평균보다 낮고



자료: LSEG, 신한투자증권

BNPL의 약진이 그 의미를 축소시키는 중



자료: LSEG, 신한투자증권
주: AFRM + SOFI + UPST

견고한 소비 속, 미시적인 소비 트렌드의 변화

① 가성비 소비 트렌드 속 old name의 부진

소비 트렌드는 계속 변화
→ 소비에 베팅하는 방법 과거와 달라져야

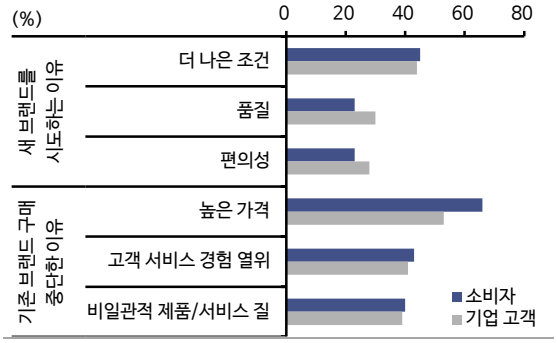
'미국 소비가 견고하다'는 거시적인 사실은 변함없이 지속되고 있지만, 미시적인 트렌드는 멈춰있지 않고 계속 변화하고 있다. 주식시장 투자자 관점에서는 '강한 미국 소비에 여전히 베팅'해야하지만, 그 대상이 단순히 과거의 소비 주도주일수는 없다는 점을 시사한다. 소비에 베팅하는 방법은 과거와 달라져야 한다.

주목할 트렌드: 1) 가성비 소비

먼저 주목할 트렌드 변화는 최근 부상하는 가성비 소비다. 최근 '물가 상승률' 자체는 떨어지고 있고, 이것이 향후 소비 심리의 반등을 이끌 가능성이 크지만, 어쨌든 아직 '물가 레벨'은 높고 소비자들은 당분간 이 우려에서 완전히 벗어나지 못할 듯하다. 서베이를 살펴보면 소비자들은 최근 구매 수량을 줄이거나, 저렴한 소매점을 이용한다거나, 저가 브랜드를 이용하는 식으로 높은 물가에 대응하고 있다. 유통 채널 중에서도 월마트, 코스트코, TJX의 아웃퍼폼이 이를 방증한다.

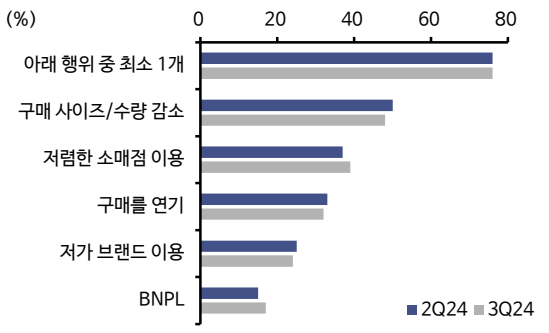
반면 가성비 컬러에는 맞지 않는 전통의 대형 소비재 주식들의 부진이 두드러진다. 팬데믹 직후까지 장기간 주도주 지위를 유지했던 럭셔리 주식들은 주식시장 강세에 동참하지 못하고 52주 신저가를 기록 중이다. 과거 미국 소비재 내 대형주였던 나이키, 에스티 로더 주가 또한 추락을 피하지 못했다.

아직 소비자들의 주요한 우려로 남은 'Price'



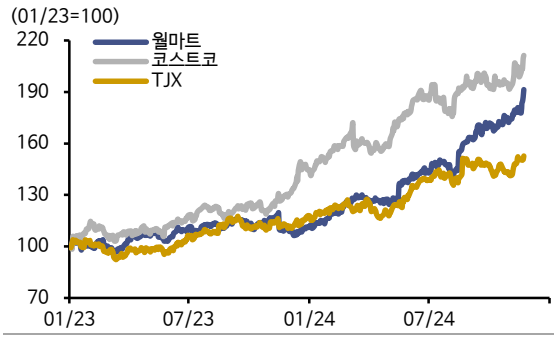
자료: Salesforce, 신한투자증권
주: 3Q 중 조사

물가가 만든 소비 패턴의 변화



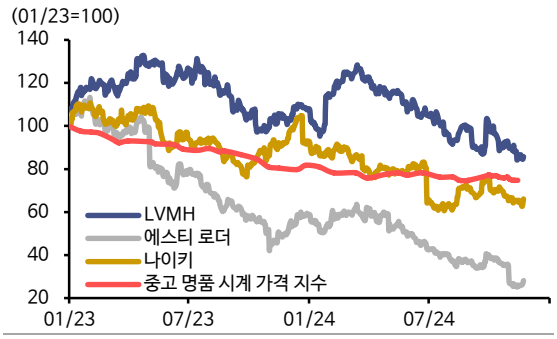
자료: McKinsey Consumer Survey, 신한투자증권

가성비 소비주들의 주가 강세



자료: LSEG, 신한투자증권

기성 브랜드와 럭셔리의 주가 급락



자료: Swatch Market Index, LSEG, 신한투자증권

② 오프라인에서 온라인과 이커머스로 이동

주목할 트렌드: 2) 온라인과 이커머스로 이동

최근 두드러지는 또 하나의 소비 트렌드는 온라인, 이커머스의 지배력이 강해지고 있다는 점이다. 미국 소매판매에서 전자상거래가 차지하는 비중은 팬데믹 직전 10% 수준이었지만 이제는 16%로 높아졌고 구조적 우상향이 지속되고 있다.

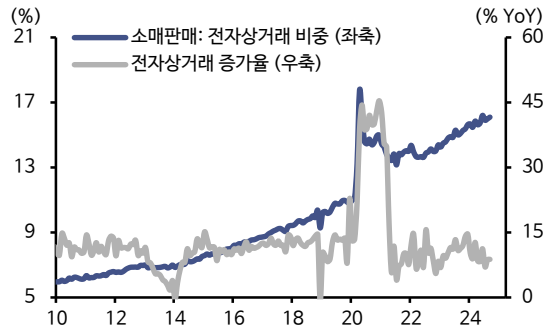
이커머스가 제공하는 편의성과 AI 도입에 따른 파급효과 주목할 필요

최근 이커머스의 강세를 설명하는 여러가지 이유가 있는데 투자전략적 관점에서는 두 가지 이유에 주목한다. 1) 첫 번째는 편의성이다. 높은 물가 레벨 속, 가격이 소비에 있어 중요해진 시대에서 전자상거래는 훌륭한 가격 발견의 수단이다. 중고거래와 플랫폼의 강세도 이러한 맥락에서 이해할 수 있다. 나아가 더 많은 업체들이 신속 배송을 채택하고, BNPL 등 다양한 결제 옵션을 제공하고 있다는 점도 이커머스의 편의성을 높여주고 사람들을 유인하는 요소다.

2) 두 번째로 AI의 도입이 소비자들을 온라인과 이커머스로 끌어들이고 있다는 진단이다. 이커머스 업체들은 AI를 활용해 소비자마다 개인화/최적화된 소비 환경을 제공하고 있는데, 소비자들 역시 개인화된 소비 경험과 실제 상당수의 업체가 이에 따른 이용시간과 매출 증가를 목격했다고 언급했다. AI로 생성된 광고나 최적화된 광고도 고객들을 이커머스 공간에서의 소비로 유인하는 요소다.

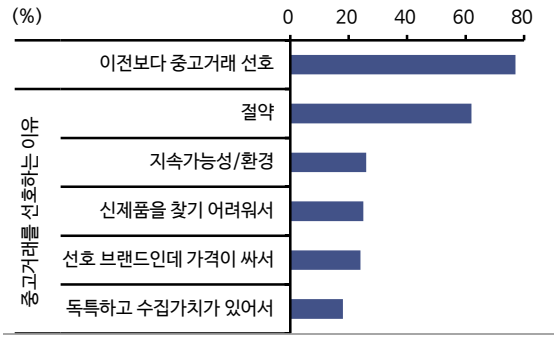
비단 이커머스 업체 뿐만 아니라 신속 배송과 BNPL, AI 기반 광고 최적화 기업들이 동시다발적으로 하반기 주가가 뛴다는 점은 최근 소비 트렌드를 방증한다.

전자상거래의 구조적인 강세



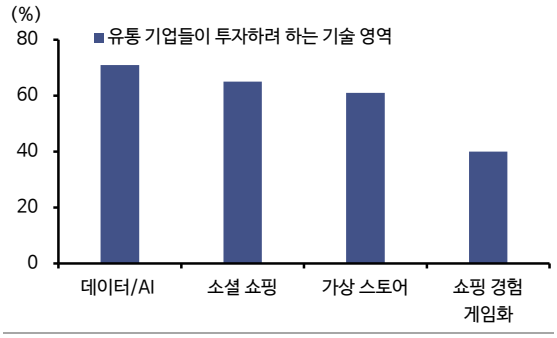
자료: LSEG, 신한투자증권

가격발견: 중고거래 플랫폼 선호하는 소비자들



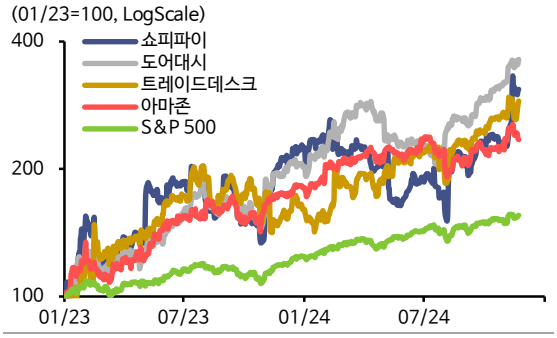
자료: Ebay, 신한투자증권

AI 투자를 늘리는 커머스 업체들



자료: Coresight Research, 신한투자증권

이커머스 관련 밸류체인 주요 기업 주가 추이



자료: LSEG, 신한투자증권

강한 미국 소비와 소비 트렌드 변화를 이용하는 투자전략

① 침체 내러티브의 삭제: 주식시장으로의 머니무브와 금리-주가 상승 공존

강한 소비 편승하는 전략
① 주식시장 강세 지속. 머니무브 촉발 가능성

2022년 이후 소비 전망은 낮은 상태로 출발해 강세로 끝나는 패턴이 반복되고 있다. 2024년, 2025년 소비지출 컨센서스 역시 상향 전망이 지속되고 있다. 미국 경제의 2/3를 차지하는 소비가 지속적으로 강력함을 유지함에 따라, 2022년 하반기부터 끊임없이 제기됐던 경기 침체 내러티브가 비로소 포기되고 있다.

펀드플로우 상 채권펀드 순유입액은 2020년 이후 1.35조달러에 달하는 반면 주식펀드 순유입액은 같은 기간 -991억달러에 불과하다. 시장이 얼마나 경기 침체 전망에 목을 매고 있었는지 알 수 있는 대목이다. 지난 2년동안 금융시장이 철저하게 경기 침체 프레임 속에서 움직였기 때문에 소비 강세와 침체 전망의 폐기는 안전자산 일변도 수급이 위험자산으로의 이동을 촉발할 수 있음을 의미한다.

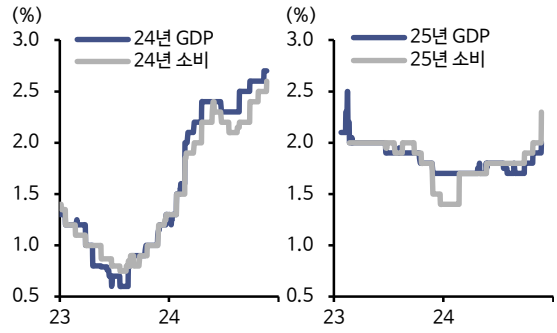
실제 하반기 이후 주식펀드로의 자금 유입이 두드러진다. 이는 통상 경기 회복 초반에 자주 목격되는 장기금리와 주가의 동반 상승 국면으로의 전환을 의미한다. 그런데 장기금리와 주가 상승의 공존이 가능한 것인가? 물가 급등과 통화 긴축에 시달리던 2022~2023년 같았으면 금리 상승이 결국 경제 성장을 훼손할 것이라 간주되었기에 주가는 하락했을 것이다.

아직 불편하지 않은 금리. 주가-금리 동행 관계 이어질 전망

그러나 주가와 PER은 금리만의 함수가 아니며, 성장 기대에 훨씬 더 크게 영향을 받는다. 1) 앞서 살펴봤듯 현재 수준의 금리가 소비에 별다른 타격을 주지 못한다는 것이 확인됐고, 2) 물가 상승세도 진정된 가운데 '은연중에 경기 침체를 의도하는' 통화긴축도 종료됐기에 이번 사이클의 고점을 하회하는 수준에서의 장기금리가 상승해도 주식시장에는 부정적으로 작용하지 않을 것이라고 판단한다.

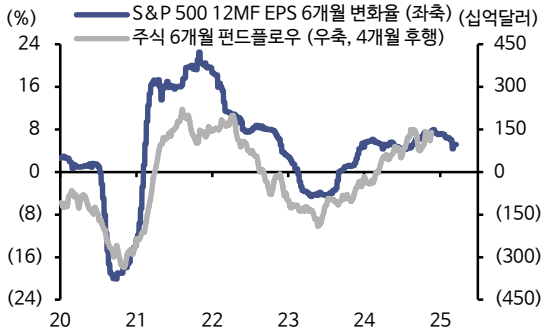
금리와 PER의 상관관계보다는 EPS upside에 주목할 시점이다. 최근 강한 소비지표에도 불구하고 3분기 실적 시즌 이후 S&P 500의 이익 컨센서스는 오히려 하향되고 있다. 11월 본격화된 미국 쇼핑 시즌이 생각보다 더 강한 모습을 보여준다면 미국 경제는 호황 프레임도 각을 볼 수 있게 되며, 최근 주춤했던 이익 전망이 개선되면서 연말연초 미국 주식시장의 추가 상승을 견인할 공산이 크다.

미국 경제 컨센서스: 소비가 캐리하는 전망 상향



자료: Bloomberg, 신한투자증권

미국 주식시장으로의 머니무브 개시



자료: LSEG, 신한투자증권

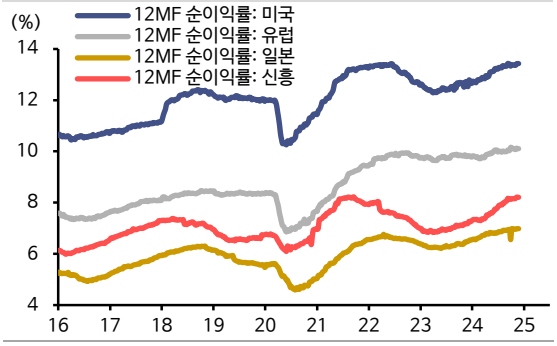
② 비미국 대비 미국 소비 익스포저를 선호

② 비미국 한계 감안 시, 비미국 대비 미국 소비 익스포저 선호

디스인플레로 인해 구매력이 확보된 것은 미국 뿐만 아니라 전세계 소비자들에게 공통적으로 해당하는 것이겠지만, ① 기업들이 임금을 올려줄 수 있을만큼 충분히 순이익률이 확보된 가운데 ② 자산가격(주가) 역시 소비를 지탱할만큼 충분히 상승한 권역은 미국에 국한된다. ③ 최근 일본 정치권에서 엔화 절상 논의가 나오는 이유는 구매력 때문이다. 그런데 차별적인 경기-기업이익으로 말미암아 통화가치가 강세를 보이면서 대외 구매력이 제고되는 국가도 지금까지는 미국에 불과하다. ④ 미국 가계는 디레버리징이 완료됐다는 점까지 감안하자.

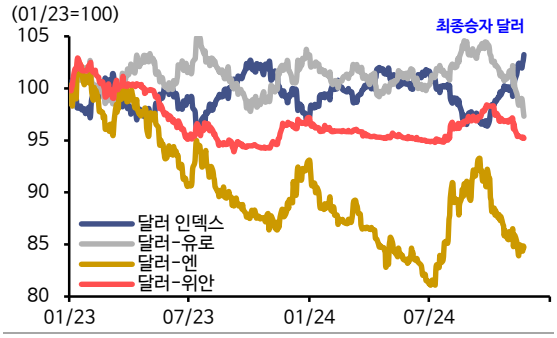
열거한 요인들은 팬데믹 이후 다른 권역의 소비가 제한적 상승세를 이어가는 가운데 미국만이 강력한 소비를 이어가고 있다는 점으로 표출된다. 이들은 구조적인 요소들이기에, 특별한 변수가 돌출하지 않는다면 이번 사이클에서 강한 소비에 편승하는 투자전략을 구사하려면 비미국보다는 미국 소비 익스포저에 집중하는 것이 합리적이다. 비미국의 소비를 이용하는 것은 가성비 소비가 상대적인 우위를 보이는데 기인한 niche한 투자전략에 그칠 공산이 크다는 생각이다.

권역별 기업 순이익률: 미국의 독보적 우위



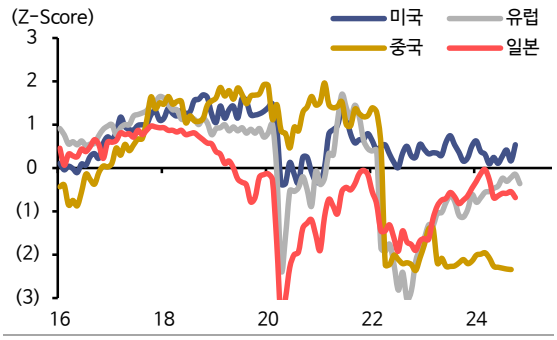
자료: LSEG, 신한투자증권

주요 권역별 통화가치: 대외 구매력



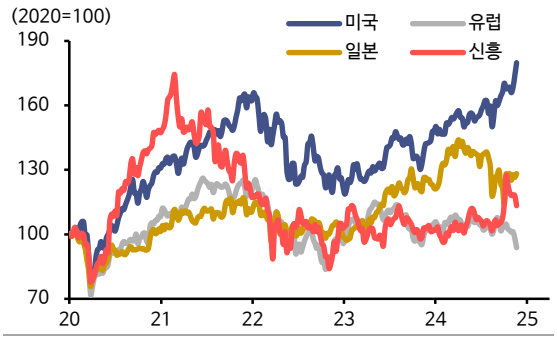
자료: LSEG, 신한투자증권
주: 달러 대비 가치로 표시

주요 권역별 명목 소비 심리



자료: LSEG, 신한투자증권
주: 2000년 이후 데이터를 Z-Score로 표준화

주요 권역별 소비재 업종 시가총액 추이



자료: LSEG, 신한투자증권
주: MSCI 기준. 경기소비재 + 필수소비재

③ 소비에 편승하는 핵심 키워드 '가성비'와 '온라인' → 섹터보다 종목 선별

③ 가성비, 온라인이라는 키워드에 집중

현재 미국 소비를 바라보는 시장 참여자들과 경제주체들의 인식에 주목할 필요가 있다. 소비 근간을 뒷받침하는 펀더멘탈 자체는 강하나 이를 바라보는 인식은 기업이든 소비자든 시장 참여자든 '나빴다가 좋아지고 있는 국면'이다. 경기가 굉장히 강력해져서 호황에 가깝다는 컨센서스가 형성된다면 소비 exposure가 존재하는 다수의 기업들에 광범위한 비중확대 전략을 취하고 deep value 주식을 공격적으로 주워볼 수 있겠지만 아직은 시기상조로 보여진다.

아직 '호황'까지는 나가지 못한 인식 → 광범위한 비중확대 전략 난망

이러한 인식을 좌우하는 것은 결국 기대인플레의 안정화에서 온다는 판단이다. 과거 스태그플레이션 시기 기대인플레와 소비자신뢰지수의 선후행 관계를 살펴보면, 물가가 흔들리지 않고 안정화된 상태가 최소한 1년 이상은 이어져야 소비자들이 후행적으로 물가를 더 이상 변수라고 생각하지 않고, 비로소 소비자신뢰지수 상 소비심리가 개선되는 국면이 출현했다.

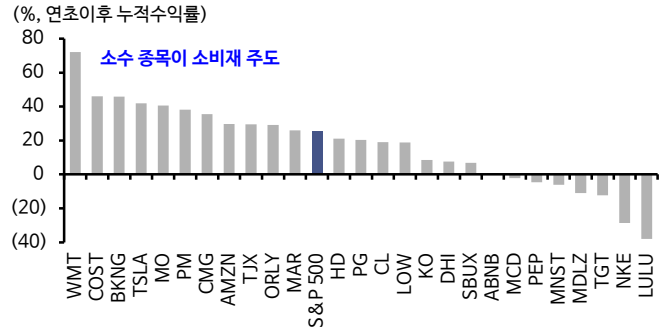
대형주보다 중소형주 집중. 테마에선 이커머스, 핀테크, MZ소비 선호

아직까지는 소비자들이 물가에 신경을 쓰고 있는 국면이기 때문에, 내년 상반기까지는 '높은 물가 레벨'에서 파생되는 투자 아이디어인 가성비 소비와 이커머스를 핵심 투자 아이디어로 가져가야 한다는 판단이다. 이 전제를 수용한다면, 특히 대형주만으로 포트폴리오를 꾸린다면 당장은 아웃퍼폼이 쉽지 않을 전망이다.

① 소비자들이 과거와 달리 더 이상 브랜드에 집착하지 않는 가운데, ② 기존 유통망이나 제품들의 비효율성을 파고들거나, ③ 새로운 소비 트렌드가 형성되는 과정에서 투자 아이디어가 많이 발견되기 때문이다. 연초 시가총액이 50B 이상이었던 종목 중 42%가 S&P 500을 아웃퍼폼하지 못했고, 27%는 하락했다. 대신 최근들어 몇몇 중소형주가 큰 폭의 시세를 내고 있다.

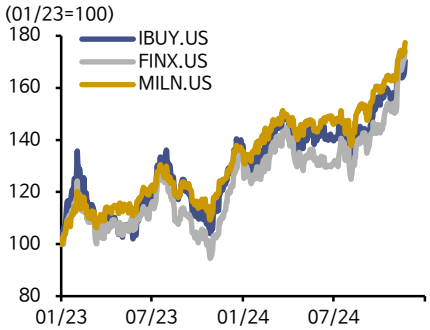
따라서 업종 베이스의 투자전략보다는 테마나 종목 선정이 효율적인 환경이다. 미국 내에서 ETF 투자대안으로는 이커머스(IBUY.US), 핀테크(FINX.US), MZ소비(MILN.US)에 주목한다. 일부 BNPL이나 핀테크, 이커머스 업체들이 실적 턴어라운드에 성공했거나 시도하고 있다는 점은 전술적 투자매력을 배가시킨다.

대형주의 갈린 명암: 연초 50B 이상 소비재 종목 주가수익률



자료: LSEG, 신한투자증권
주: S&P 500 내 경기소비재, 필수소비재 구성 종목 기준

가성비/이커머스 연계 ETF 주가 추이



자료: LSEG, 신한투자증권

④ 기업들의 경기 인식 개선 → 광고 지출 강세 → 광고 관련 기술주 주목

④ 광고를 매개로 한 기술주들에도 주목

그간 기업들은 향후 미국 경제와 미국인들의 소비가 급랭할 수 있다는 우려 속 지출과 투자를 자제하는 움직임을 보여왔다. 그러나 변함없이 유지되는 소비 강력함 속 기업들의 심리가 긍정적으로 반전했다는 징후들이 보여진다. 11월 ISM 서비스업 PMI는 56.0으로 27개월만에 최고치를 찍었다.

기술주 중에서도
1) 광고매출 기반하거나
2) 광고 구매 플랫폼
3) 혹은 스트리밍주들의
강세가 최근 부각되는 중

Bottom-up 차원에서도 기업들의 심리가 긍정적으로 변했다는 모습을 감지할 수 있다. 이를 읽을 수 있는 주요한 키워드는 광고 지출이다. 1) 광고 매출이 근간인 빅테크(알파벳, 메타)의 실적이 강했다. 호실적에도 불구 최근 주가가 묶여있지만, 이들의 광고매출은 각각 전년대비 10%, 19% 증가해 소비 증가율을 웃돈다.

2) 트레이드데스크, 앱러빈 등 AI를 기반으로 한 광고 구매 플랫폼들의 실적이 급격하게 가속화되고 있다. 특히 모바일 게임 영역에서 애드테크를 영위하는 앱러빈은 실적 발표 이후 폭등하면서 엔비디아를 제치고 지난 1년간 최대 상승률을 기술주로 자리매김했다. 광고주들이 광고의 지출 대비 효과를 극대화하기 위해 위 애드테크 기업들을 선택하고 있는데, 이는 AI가 B2C 영역에서도 운신의 폭을 확보했다는 점을 시사한다.

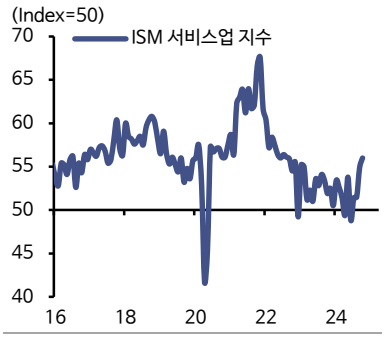
3) 세 번째로 스트리밍 기반의 기업(넷플릭스, 스포티파이)들의 실적이 강세일 뿐만 아니라 주가도 급등하고 있다는 점이다. 이 두 기업은 가입자 증가세가 부각되는 가운데 향후 광고매출이 성장의 주 동력원이거나 동력원이 될 것으로 예상되는 기업들로, 이번 분기의 매출 성장률이 역시 20%에 육박하는 수준이다.

향후 기업들의 광고 지출 확대 가능성 → 관련 기술주들도 소비 강세 수혜주로 분류 가능

광고 관련주들의 강세에서 읽을 수 있는 행간은 ① 소비가 강했음에도 지레 침체를 걱정해서 기업들이 광고 지출을 하지 않았던 것이 작년까지의 광고 업황이었다면, ② 금년부터는 기업들이 향후 소비 전망에 대해 낙관적으로 변하기 시작하면서 광고 업황에 탄력이 붙었다는 것이다. 누적된 현실(강한 소비)과 인식(침체 전망)의 괴리를 감안하면 이 추세가 지속될 공산이 크다고 해석할 수 있다.

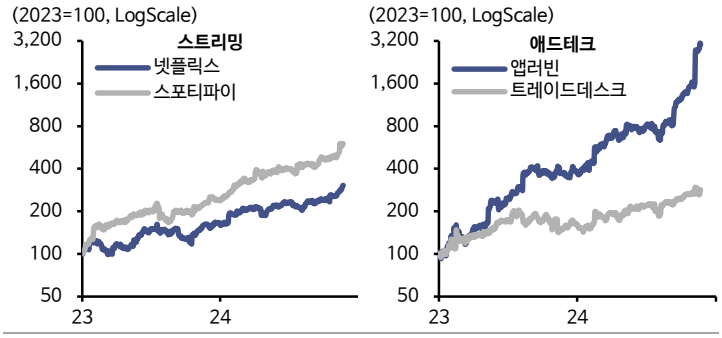
이런 정황들을 요약하면 강한 소비를 이용하는 전략에는 광고 관련 밸류체인에 속한 기술주들(스트리밍, SNS, 애드테크)도 포함되어야 한다는 판단이다.

서비스업 업황 개선 신호



자료: LSEG, 신한투자증권

광고가 주력인 기업들의 주가 강세



자료: LSEG, 신한투자증권

Top-down 결론: 2025년, 미국 주식시장과 소비 포지셔닝 유효

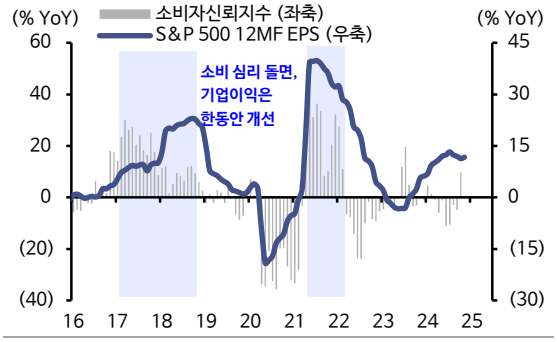
미국 소비에 편승한 전략, 2025년에도 유효
1) 미국 주식시장
2) 소비 수혜주
포지셔닝 필요

결론적으로 Top-down과 Bottom-up 차원에서 공히 미국 소비가 약화될거란 조짐은 보여지지 않는다. ① 높은 이익률을 향유하는 기업이익과 숱한 우려에도 여전히 견고한 고용시장이 소비를 지탱하는 가운데, ② 디스인플레로 인한 소비심리 개선과 구매력 개선이 2024년들어 소비 모멘텀을 배가시켰고, ③ 최근의 주식시장 급등은 소비자에게 자신감을 부여했다. ④ 소비자들의 낮은 레버리지를 감안하면 미국 소비의 강력함은 한동안 이어질 가능성이 높다.

연말연초가 관련 exposure 비중확대 적기

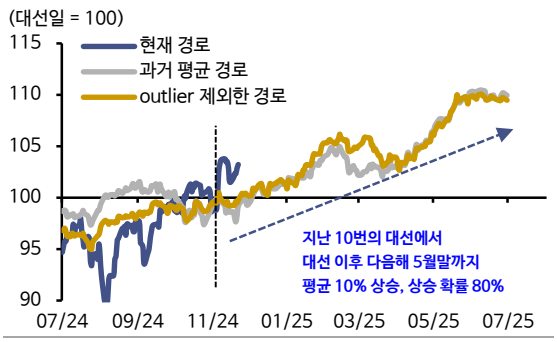
웬만한 우려 요인들로 미국 소비를 막을 수 없다면 이에 편승하는 투자전략을 구성해야한다. 최대수혜주는 다름아닌 주식시장일 것이다. 대선 다음해 경기 모멘텀이 개선되는 경향이 강했고, 주가도 랠리를 보일 확률이 높았던 점을 감안하면 연말연초가 관련 exposure 비중확대의 적기일 수 있다.

강한 소비의 최대수혜주는 주식시장



자료: LSEG, 신한투자증권

통상 대선 이후 주식시장 강세

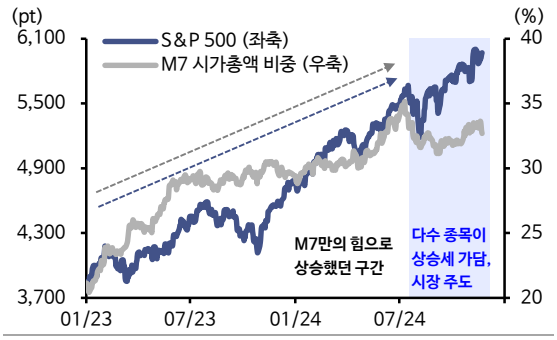


자료: LSEG, 신한투자증권
주: 직전 10번의 대선 주가 궤적 평균

대선 후 수급 확산 예상. 소비재 이익이 민감주 내 가장 강한데 주목. 가성비 소비, 이커머스 중심 투자전략 필요

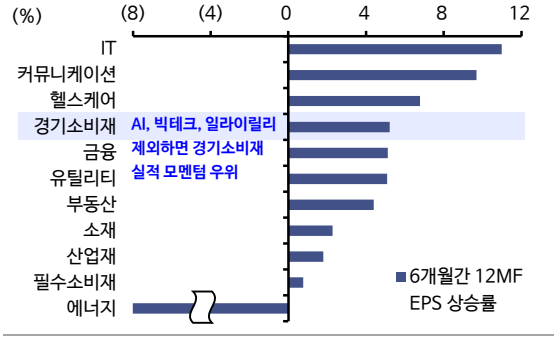
지난 세 번의 대선 전후, 미국 주식시장에서는 민감가치주로의 확산이 매번 전개돼왔다. 트럼프 당선을 전후해서도 빅테크 일변도 수급이 민감가치주로 옮겨오는 정황이 관찰된다. 민감주에서도 경기소비재의 이익 강세가 부각되는데 주목한다. 업종 차원에서의 접근도 유효하겠지만, 인플레이션의 잔상 속에 소비 트렌드가 가성비 소비, 이커머스를 중심으로 재편되고 있다는 점을 염두에 둘 필요가 있다.

빅테크 일변도에서 업종 전반으로 매기 확산 시작



자료: LSEG, 신한투자증권

민감주에서 소비재의 이익 강세 부각되는데 주목



자료: LSEG, 신한투자증권

II. Bottom-up의 시각에서 본 섹터 아이디어

가성비 소비 대세 = K인디뷰티 대세

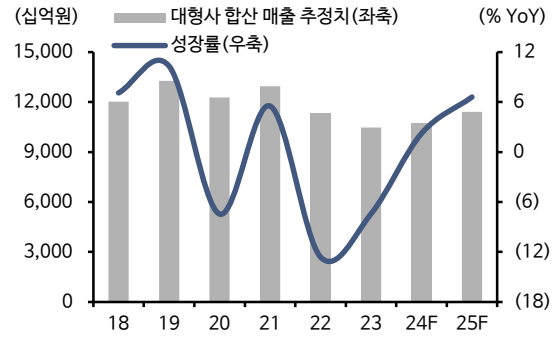
중소형사 & ODM사 중심 성장 우위

여전히 인디뷰티 브랜드 중심 제2 빅사이클 형성

미국 가성비 소비 트렌드 강화 속에서 수혜를 본건 대표적으로 화장품 산업이다. 화장품 섹터 내 주요 대형사, 중소형사, ODM사들의 2024년 합산 매출은 전년동기대비 각각 2%, 38%, 19% 성장해 성장률 격차를 벌렸다. 특히 중소 브랜드사와 ODM사들은 영업이익률도 평균 2%pt 이상 개선시키며 성장의 질을 높였다.

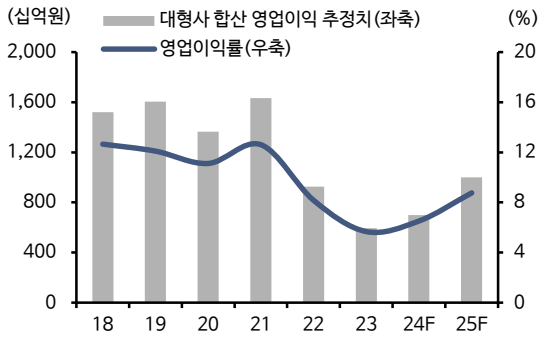
2023년부터 이어져온 실적 성장세는 2025년에도 이어질 전망인데, 이러한 실적 성장의 중심에는 미국 수출 확대가 키포인트다. 중소형사들은 수출과 H&B 채널 매출이 두 자리 신장세를 시현하며, 2년차 호황기를 톡톡히 누렸다. 일본향으로 시작된 수출 흐름은 미국으로 확장됐고, 현재는 유럽, 중동으로까지 한국 인디뷰티 저가 브랜드들이 입지를 넓혀가고 있다.

대형사 매출과 성장률 추세



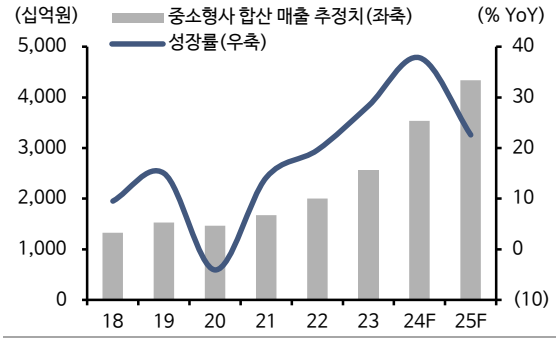
자료: 각 사, 신한투자증권
주: 아모레퍼시픽, LG생활건강 합산

대형사 영업이익과 영업이익률 추세



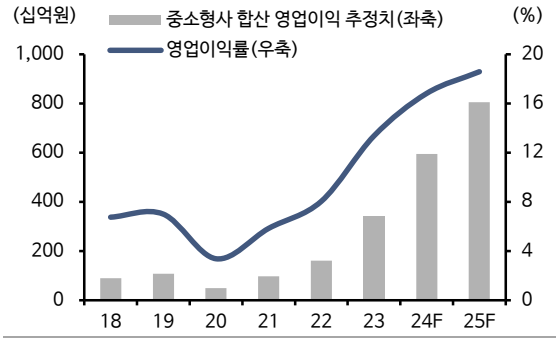
자료: 각 사, 신한투자증권
주: 아모레퍼시픽, LG생활건강 합산

중소형사 매출과 성장률 추세



자료: 각 사, 신한투자증권
주: 클리오, 에이피알, 애경산업, 아이패밀리에스씨, 브이티, 마녀공장, 토니모리, 실리콘투 합산

중소형사 영업이익과 영업이익률 추세



자료: 각 사, 신한투자증권
주: 클리오, 에이피알, 애경산업, 아이패밀리에스씨, 브이티, 마녀공장, 토니모리, 실리콘투 합산

인디뷰티 브랜드사 아우르는 ODM사가 승자

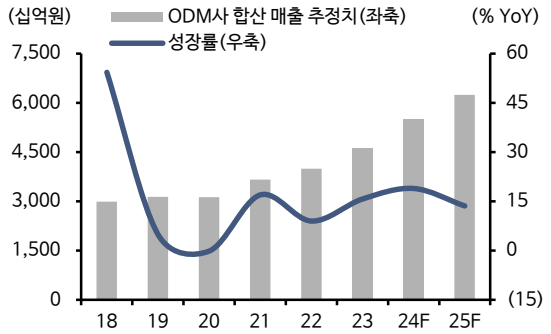
인디뷰티 브랜드사 제품 생산하는 ODM사 선호

수출 및 국내 H&B 채널을 중심으로 전개하는 중소 브랜드사들의 호실적 흐름으로 이들 제품을 생산하는 OEM/ODM사나 화장품 용기 제조사들의 실적 회복세가 강했다. 대표적으로 씨앤씨인터내셔널, 코스메카코리아, 코스맥스, 한국콜마, 펌텍코리아 등이 있다. 2024년 한국 생산법인 중심으로 전년대비 20% 이상의 매출 증가를 보였고, 이에 이익 레버리지 효과도 극대화됐다.

생산 가능량(CAPA)을 넘어서는 주문 물량에 대해 외주 생산 비중을 늘릴 만큼 수요 대비 공급이 부족한 상황으로 영세한 규모의 OEM사들까지도 함께 낙수효과가 나타나는 시기를 지나가고 있다. 한국 생산법인 중심으로 2025년에도 호실적 흐름이 예상된다.

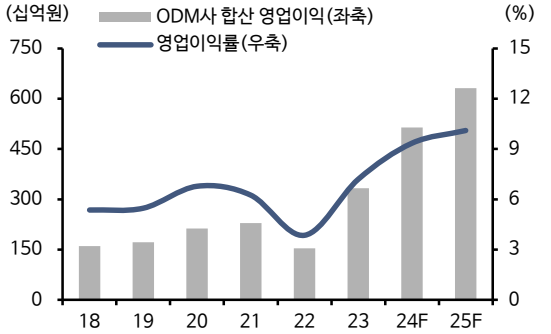
나아가 중국이나 미국 생산법인의 매출 익스포저가 큰 OEM사들은 한국법인의 호실적에도 불구하고, 다운사이드 리스크가 같이 동반됐다. 2025년 화장품 섹터의 중기 성장 사이클이 본격화되면서 미국 생산법인을 보유하는 OEM사들의 실적 증가가 의미를 찾아나갈 것으로 전망된다.

ODM 4사 매출과 성장률 추세



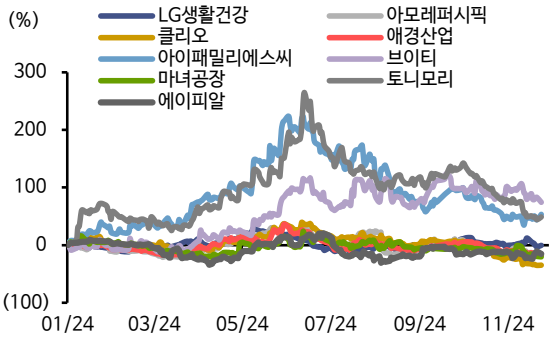
자료: 각 사, 신한투자증권
주: 코스맥스, 한국콜마, 씨앤씨인터내셔널, 코스메카코리아 합산

ODM 4사 영업이익과 영업이익률 추세



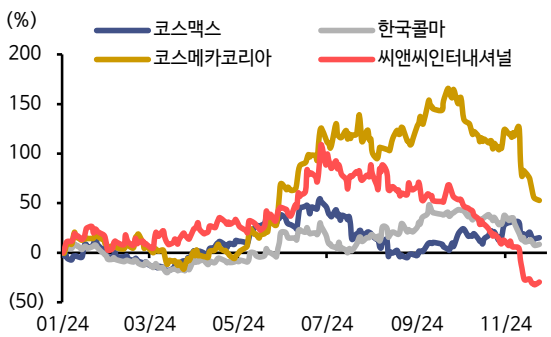
자료: 각 사, 신한투자증권
주: 코스맥스, 한국콜마, 씨앤씨인터내셔널, 코스메카코리아 합산

코스피 지수 대비 브랜드사 주가 상대수익률 비교



자료: QuantiWise, 신한투자증권

코스피 지수 대비 OEM사 주가 상대수익률 비교



자료: QuantiWise, 신한투자증권

초기 성장 지나고, 중기 성장 본격화

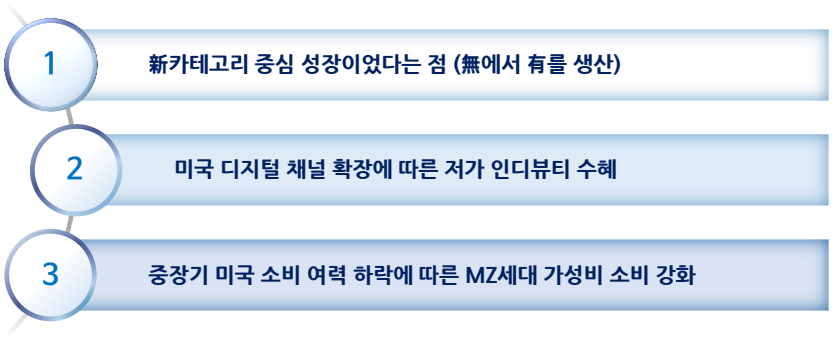
중장기 업사이클 안에서의 단기 조정 끝

중장기 구조적 성장이라는 점을 강조, 또 강조

2023년부터 2024년 상반기까지 때때로 주가 조정기는 있었으나 꾸준하게 이어진 화장품 섹터 주가 상승 사이클이 하반기 들어서면서 모멘텀을 잃었다. 모멘텀이 약해진 주요인은 지나치게 높았던 단기 실적 기대와 업황 피크아웃 우려 때문이다. 상반기보다 하반기 혹은 2024년보다 2025년 화장품사들의 실적 성장률이 더 잘 나오느냐 vs. 새롭게 성장주로 부각 받을 타 섹터로의 수급 이동이 서로 힘겨루기를 하는 것으로 보여진다.

다만 산업의 구조적 성장 추세에 비해 시장 우려가 과하지 않나 싶다. 업황 피크아웃 논란이 과하다고 보는 이유는 ① 新카테고리 중심 성장이었다는 점(구조적 성장), ② 미국 디지털 채널 확장에 따른 저가 인디뷰티 수혜, ③ 중장기 미국 소비 여력 하락에 따른 MZ세대들의 가성비 소비 강화 트렌드로 요약한다. 다시 말해 서구권(미국) MZ세대들의 소비 습관, 화장품 사용 루틴이 한국 브랜드들에 의해서 변화하고 있고, 이는 구조적인 성장이라 볼 수 있다.

화장품 업종 피크아웃 논란이 과하다고 보는 이유

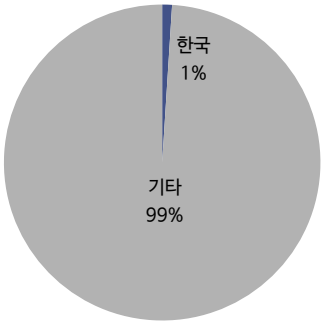


자료: 신한투자증권

미국 내 한국 인디뷰티 화장품사 시장점유율은 1% 미만

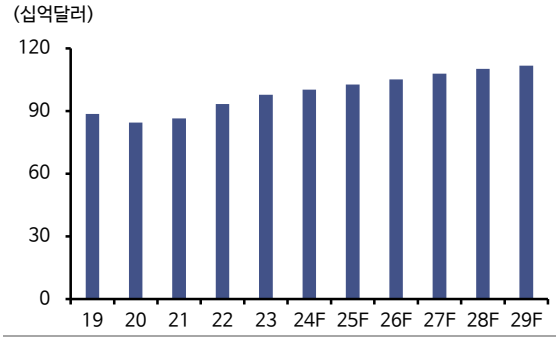
미국 뷰티 시장 내 한국 화장품사들의 확장 여력이 떨어질 것이라는 일부 시장 참여자 우려에 대해서 미국 시장 내 한국 브랜드사 시장점유율을 감안하면 여전히 초기 국면임을 강조한다. 미국 화장품 시장 내 한국 화장품 시장점유율은 1%도 안 되는 것으로 추산되어 시장 내 한국 화장품사들의 확장 여력은 아직도 매우 높다. 미국 퍼스널/뷰티 시장 규모 160조원 대비 한국 상장 & 비상장 화장품사들의 미국향 매출은 10조원 이하로 파악된다. 참고로 미국 화장품 수입 시장 규모는 전체 시장 대비 10%대로 수입 의존도가 매우 낮은 특징을 보인다.

미국 화장품 시장 내 한국 화장품 점유율 추산



자료: 신한투자증권 추정

미국 화장품 시장 규모 추이



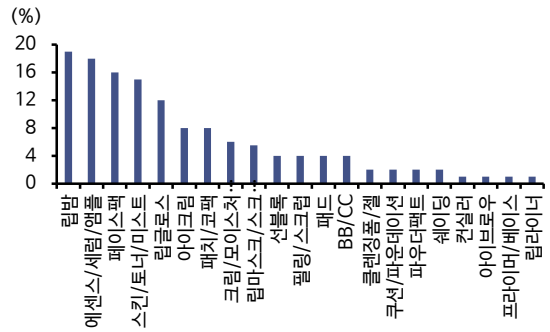
자료: Statista, 신한투자증권

미국 젊은층 가성비 소비 → 수출 카테고리 확장

미국 젊은층의 가성비 소비 트렌드 강화와 온/오프라인 옴니채널 내에서의 화장품 구매 빈도 증가가 한국 저가 화장품 수입 증가로 이어지고 있다. 특히 원료를 강조하는 저가형 에센스 → 백탁 현상이나 발림성을 개선시킨 썬크림 → 성능 좋지만 저가격대의 클렌징제품류까지 新카테고리가 추가되고 있다. 나아가 이제는 BB/쿠션팩트에서 한국 브랜드들이 강세를 보일 여지가 생겼다.

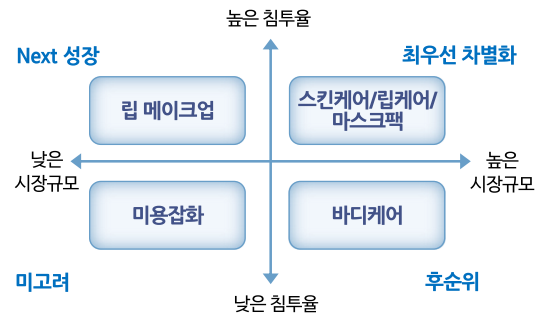
쿠션팩트는 미국 내 신규 아이템으로서 시장 인지도는 극초기 국면이다. 파운데이션 시장 안에 쿠션팩트라는 아이템이 시장 비중을 키운다면, 한국 브랜드사들에게 또 한 번의 수혜가 될 수 있다. 미국 스킨케어 시장에서 입지를 더해가는 추세였다가 이제는 스킨케어 시장에서 쌓여진 브랜드 로열티, 신뢰도를 기반으로 색조 시장에서도 입지를 넓혀가고 있다. 한국 화장품 업종의 질이 개선되고 있다고 보는 중요한 근거다.

한국 브랜드들의 침투율이 높은 카테고리



자료: Pyxis Amazon DB Data, 신한투자증권

미국 내 카테고리별 경쟁 우위



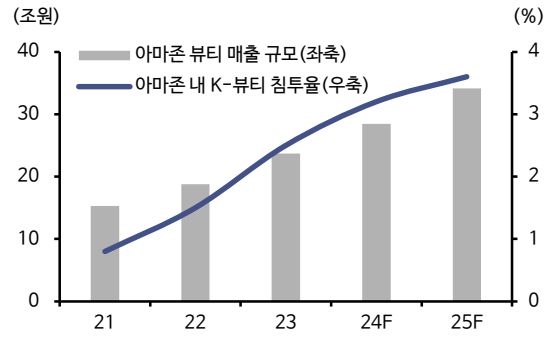
자료: Pyxis Amazon DB Data, 신한투자증권

미국 화장품 유통채널의 변화도 한국 화장품사들에게 수혜 포인트다. 미국 젊은층 중심으로 아마존이나 H&B 멀티브랜드 온라인 채널 내 저가 화장품 구매 빈도가 증가하면서 가격 대비 성능 좋은 한국 브랜드들의 수요가 증가하는 추세다.

아마존뿐 아니라 타채널에서도 동반 성장 가능

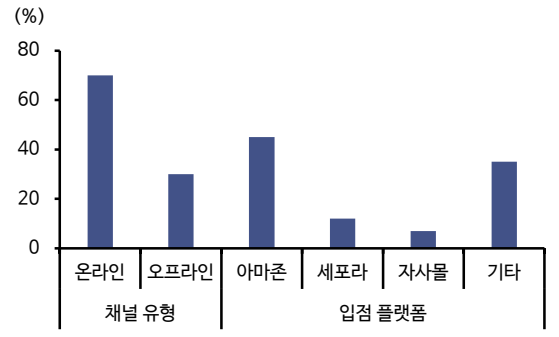
미국 아마존 내 뷰티 매출은 30조원 수준까지 상승했고, 2025년에는 30조원 중반(침투비율로 따지면 3% 후반)을 전망한다. 아마존 내 화장품 구매 빈도 증가가 한국산 화장품 소비 증가로 이어졌고, 아마존 성장과 한국 화장품 기업들의 성장은 함께 이루어지고 있다. 더 나아가 얼타나 세포라 온라인 등에서도 한국 브랜드들이 입지를 넓혀갈 여지가 크다. 미국 소비 트렌드 변화의 결과물이라 보고, 구조적인 업태 변화에 따라 중장기간 이어질 수 있는 사이클이라 판단한다.

미국 아마존 뷰티 매출 추이와 K뷰티 침투율



자료: Pyxis Amazon DB Data, 신한투자증권

미국 내 K뷰티 유통 현황



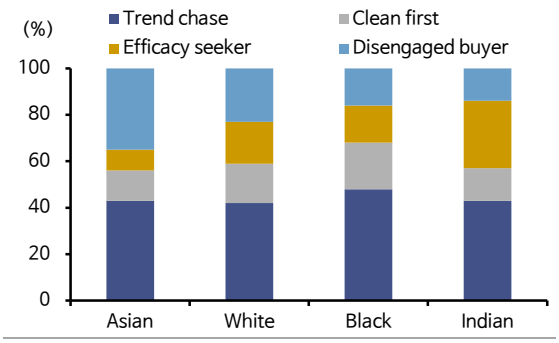
자료: 관세청, Export Interview, 신한투자증권

아마존 외 K-뷰티 판매 플랫폼

(만명, 억원, 개)		트래픽	매출(2023년)	브랜드 수	MD 특성
역직구	YESSTYLE	5,100	900	300	다양한 아시안 뷰티 브랜드 보유
	STYLEVANA	2,200	450	600	다수 브랜드 보유(Top-selling 브랜드)
	올리브영	1,500	600	700	국내 scale 기반 다수 브랜드 보유
	Style Korean	390	400	200	높은 K-뷰티 브랜드 비중 보유
현지	SOKO GLAM	590	500	100	선별적 기준 하, 소수 브랜드 중심 운영

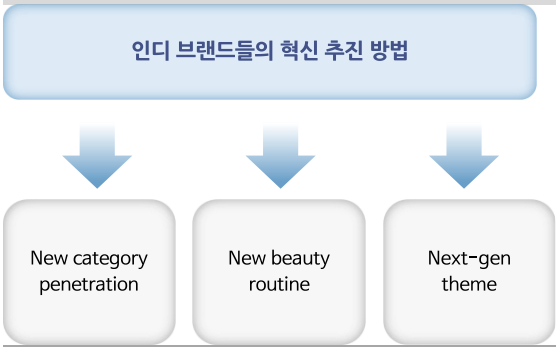
자료: Export Interview, 신한투자증권

미국 18~34세 스킨케어 구매자 유형별 비중



자료: 22 US Beauty Consumer Survey, 신한투자증권

미국 인디뷰티 브랜드들의 혁신 전략



자료: 신한투자증권

미국과 유럽으로 뻗어나가는 K인디뷰티

초기 때보다 성숙해질 중기 성장률

해외 매출 지역 다각화로 업사이클 정점 향하는 중

2024년에 이어 2025년까지 화장품 업종의 변화 포인트는 서구권 입지 확장 여력이다. 인디뷰티 중저가 브랜드들의 수요세가 강하게 유지되는 상황 속에서 한국과 일본, 미국 외에도 새로운 해외 시장 진출에 대한 니즈가 증가하고 있다. 장기적으로는 해외 매출 지역 다각화가 펀더멘탈의 질적 & 양적 성장을 충족시키는 포인트가 될 전망이다.

다수 브랜드사들은 미국, 유럽 등 서구권에서 입지 확장을 기다리고 있다. 인디뷰티 브랜드들의 강세 이유는 우선 인플루언서 브랜드, 온라인 인디 브랜드들에 대한 소비자 경험이 늘어나면서 인디뷰티 브랜드들에 대한 소비자 신뢰가 상승했기 때문이다. 예를 들어 미국 소비자들이 온라인 채널이나 TIKTOK이나 인스타그램 등 소셜미디어 상에서 정보를 접하는 경우가 많아졌다.

더불어 코스맥스와 한국콜마 같은 글로벌 Top OEM사들이 시장 수요에 걸맞게 브랜드 개발 역량까지도 갖추게 되면서 한국 브랜드에 대한 소비자 신뢰가 상승했다. 나아가 한국 인디뷰티의 다양성을 높이는 데 일조하고 있다고 판단한다. 최근 러시아나 캐나다 등으로 수출 국가가 다변화되는 추세가 엿보인다. 향후 아시아, 미국에서 다져지고 있는 브랜드 로열티를 기반삼아 유럽, 중동 지역으로 확장하는 흐름을 예상한다.

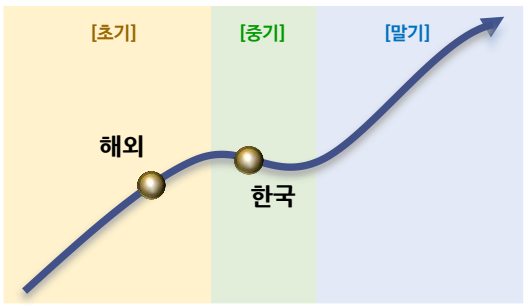
현재 해외 시장 성장률은 정점으로 가기 위한 상승 구간에 있고, 2025년 중 초기 성장의 정점에 다다를 것으로 전망한다. 물론 초기 성장사이클 상단 변곡점에서 성장률의 부담을 느끼면서 조정기가 있을 수 있다. 다만 현 업태의 변화 기조를 감안할 때 아래로 향하는 조정보다는 옆으로 횡보하는 흐름의 성장률 기조를 겪을 수 있을 것으로 전망한다.

인디뷰티는 채널 다양화와 OEM 기술 진보의 결과



자료: 신한투자증권

한국 성장률 둔화 vs. 해외 성장률 지속



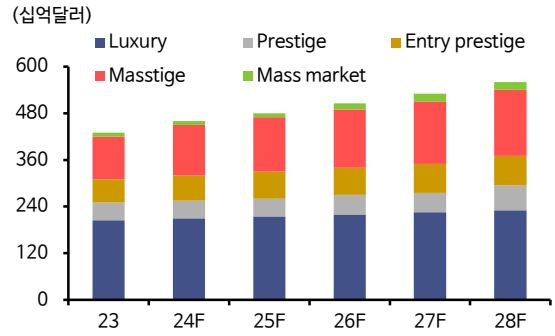
자료: 신한투자증권

글로벌 화장품 트렌드는 K뷰티에 우호적

글로벌 화장품 시장 트렌드는 가성비 소비 트렌드 강화 등으로 중저가 라인의 확장이 대세다. 그리고 중저가 브랜드들의 수요 확장 사이클 안에 K뷰티는 일부분에 불과하다. 이러한 시장에서 K뷰티의 수출 모멘텀은 혁신적인 제품과 가격 대비 우수한 품질 경쟁력, 원료의 독창성에서 나온다고 판단한다.

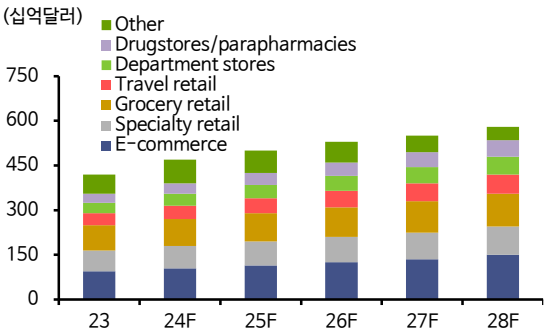
또한 글로벌 화장품 유통채널 내에서 이커머스 플랫폼들의 성장이 인디뷰티 중저가 화장품 시장 성장을 견인했다. 미국 Gen Z+Alpha 세대들의 소비 행태 변화가 가져온 수혜는 단기간 내 꺾이기 어렵고, 장기 사이클의 일부라고 보는 게 맞다. 이제는 미국에서의 수출 성장 모멘텀을 기반으로 유럽 등 서구권으로 향하는 수출 물량 증대가 포인트다.

글로벌 화장품 시장 가격대별 시장규모 전망



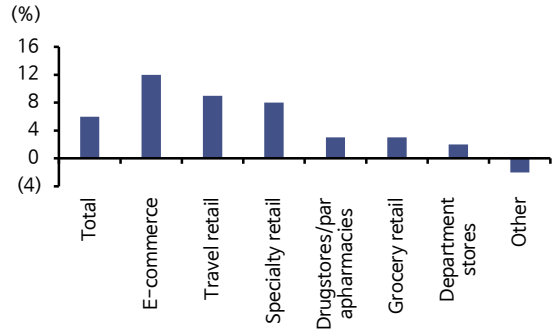
자료: Euromonitor, Generation Research, 신한투자증권

글로벌 화장품 유통채널별 시장규모 전망



자료: Euromonitor, Generation Research, 신한투자증권

글로벌 화장품 유통채널 연평균 매출 성장률



자료: Euromonitor, Generation Research, 신한투자증권
주: 2023~2028년 연평균 기준

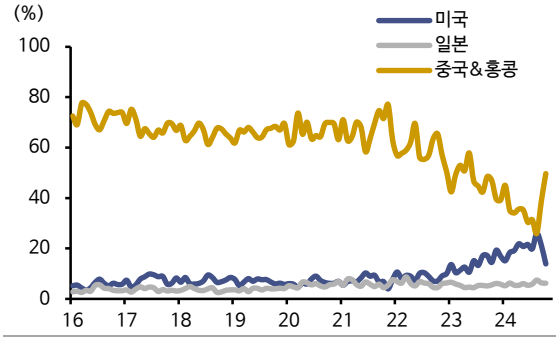
미국 화장품 시장 소비 트렌드 키워드



자료: Generation Research, 신한투자증권

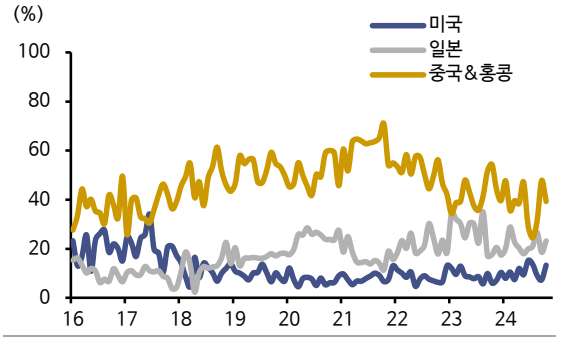
2023~2025년 화장품 생산·수입·수출 통계의 주요 특징은 ① 역대 최대 실적으로 화장품 수출 증가 추세이며, ② 중국향 수출 부진한 데 반해 미국, 일본 등으로 수출 다변화 흐름이 명확하다는 점, ③ 다만 화장품 수입액은 2022년 수준을 유지, 4) 색조화장품, 립제품류 중심으로 생산 증가액 크게 증가된 점을 들 수 있다.

기초화장품 수출액 주요 국가별 비중 변화 추이



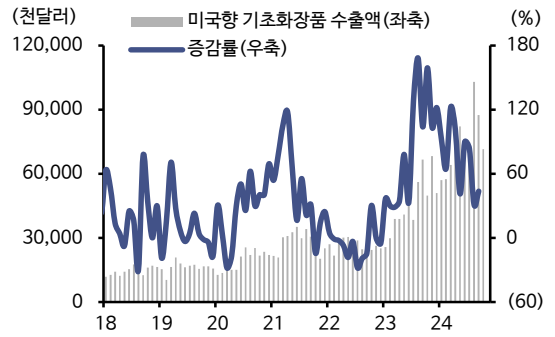
자료: TRASS, 신한투자증권

색조화장품 수출액 주요 국가별 비중 변화 추이



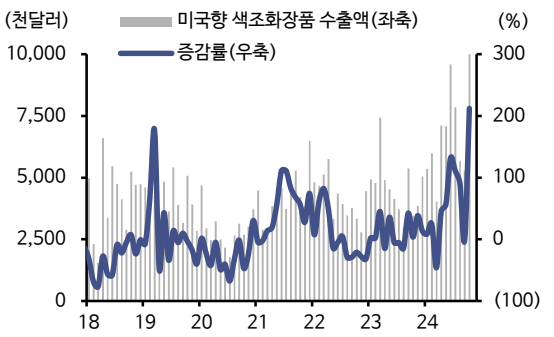
자료: TRASS, 신한투자증권

기초화장품 미국향 수출액 변화 추이



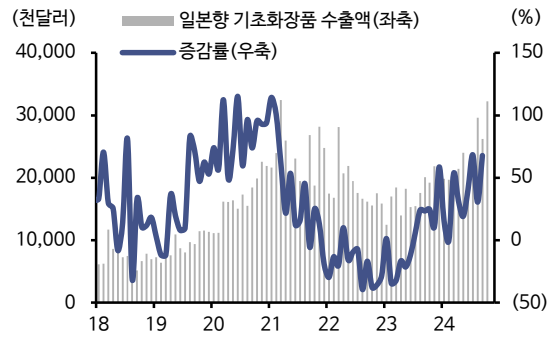
자료: TRASS, 신한투자증권

색조화장품 미국향 수출액 변화 추이



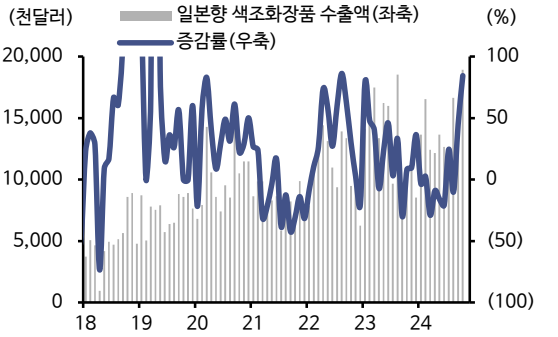
자료: TRASS, 신한투자증권

기초화장품 일본향 수출액 변화 추이



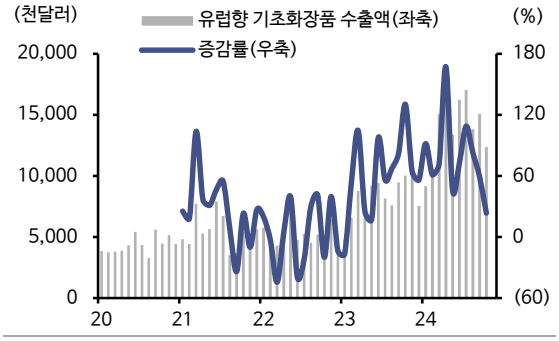
자료: TRASS, 신한투자증권

색조화장품 일본향 수출액 변화 추이



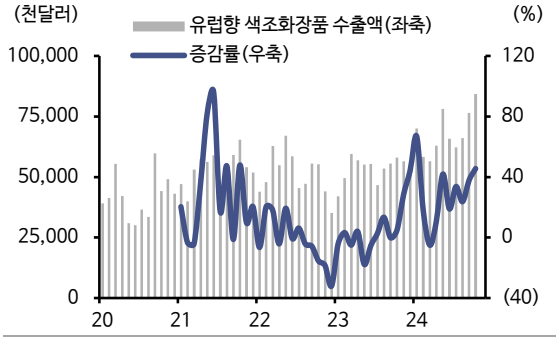
자료: TRASS, 신한투자증권

기초화장품 유럽향 수출액 변화 추이



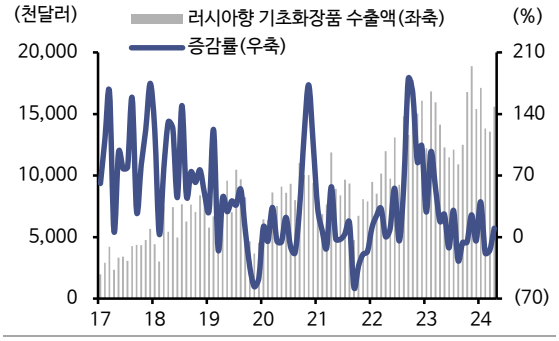
자료: TRASS, 신한투자증권

색조화장품 유럽향 수출액 변화 추이



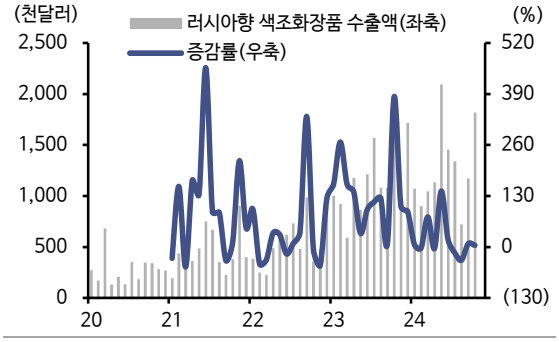
자료: TRASS, 신한투자증권

기초화장품 러시아향 수출액 변화 추이



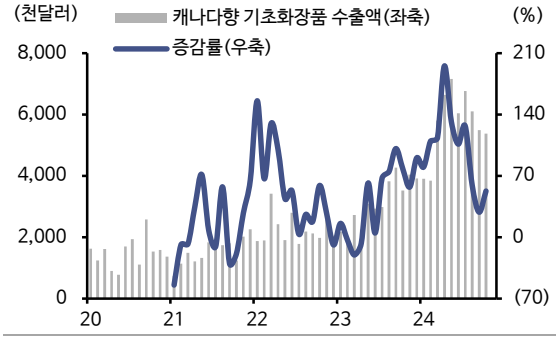
자료: TRASS, 신한투자증권

색조화장품 러시아향 수출액 변화 추이



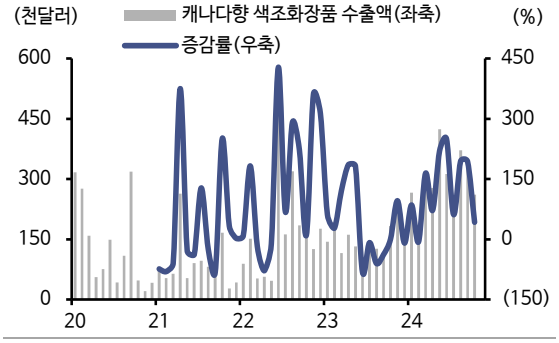
자료: TRASS, 신한투자증권

기초화장품 캐나다향 수출액 변화 추이



자료: TRASS, 신한투자증권

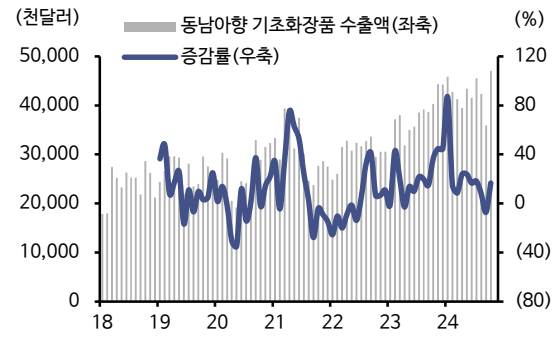
색조화장품 캐나다향 수출액 변화 추이



자료: TRASS, 신한투자증권

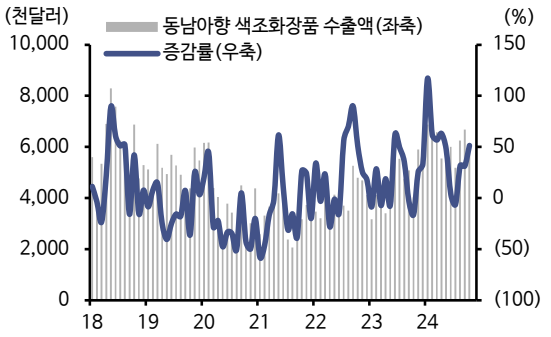
과거 중국에 기반했던 한국 화장품 수출이 미국이나 유럽 주요 국가들, 일본 등으로 확장되면서 K뷰티의 진가가 재부각되고 있다. 특히 뷰티 시장의 역사가 길고, 성숙화된 소비 패턴을 보이는 서구권에서의 한국 화장품 수요 증가는 내포하는 의미가 크다. 한국 화장품 브랜드와 ODM 기술이 향상되고 있고, 이는 곧 화장품 산업의 업사이클 연장 가능성을 높인다.

기초화장품 동남아시아향 수출액 변화 추이



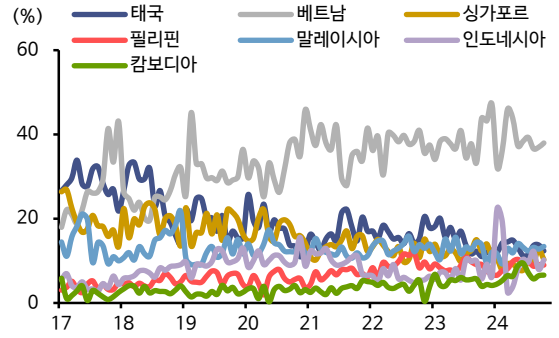
자료: TRASS, 신한투자증권

색조화장품 동남아시아향 수출액 변화 추이



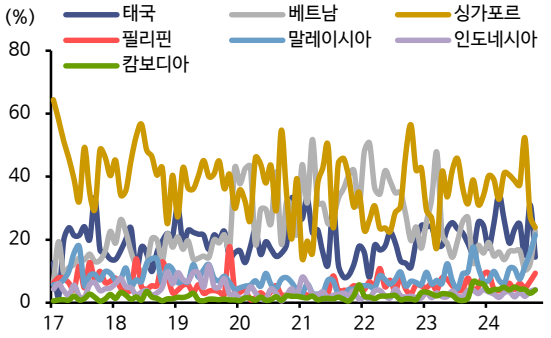
자료: TRASS, 신한투자증권

기초화장품 동남아시아향 수출액 비중 추이



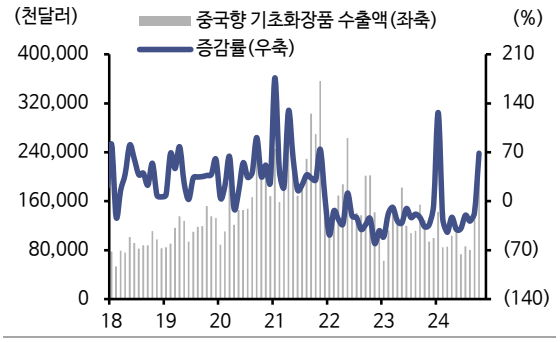
자료: TRASS, 신한투자증권

색조화장품 동남아시아향 수출액 비중 추이



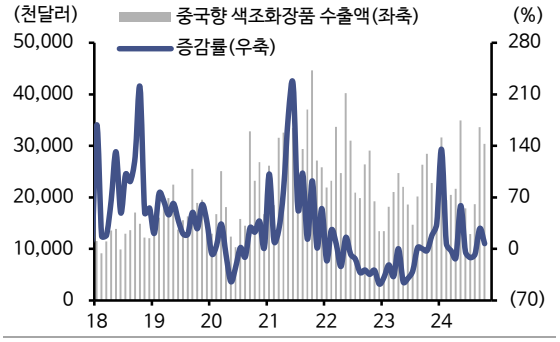
자료: TRASS, 신한투자증권

기초화장품 중국향 수출액 변화 추이



자료: TRASS, 신한투자증권

색조화장품 중국향 수출액 변화 추이



자료: TRASS, 신한투자증권

인디뷰티 경쟁 심화에 대비 필요

추가 성장은 Next hero 상품 육성이 관건

로컬 브랜드 침투 시작, Next hero 출시가 중요

미국에서 매출 성장 중인 브랜드사들을 보면, 가성비를 컨셉으로 하는 저가 브랜드가 많아서인지 유독 아마존 프라임데이(7월), 연말 블랙프라이데이와 같은 프로모션 시즌 매출과 상시 매출의 갭이 큰 것으로 파악된다. 또한 저가 인디 브랜드들의 특징은 해당 브랜드를 대표하는 대표 아이템(이하 hero SKU)이 있다는 점이고, 특히 인디 브랜드 대부분 hero SKU 매출 의존도가 적게는 30%대에서 많게는 70%까지 상당히 높다.

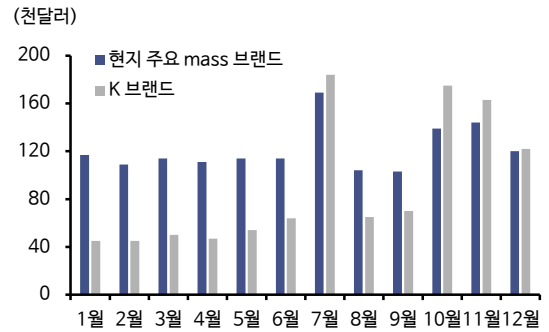
인디뷰티 시장은 빠르게 시장 트렌드가 변화하므로 유연한 대응이 필요하다. 아이디어 넘치는 제품력과 가성비, 채널 마케팅이 집합되어 신속한 시장 응대도 중요하다. 가격이 낮아 구매에 대한 부담이 낮지만, 매일 신제품이 쏟아지는 시장 특성상 실험적 소비가 만연해 고객 충성도가 고가 브랜드들에 비하면 낮다.

프로모션 시즌과 상시 매출 갭을 줄이기 위해서는 Next hero 상품 육성이 추가 성장의 관건이 될 것이다. 인디뷰티 특성상 브랜드 이미지로만 포장하기에는 한계가 있다. 한국 브랜드 가운데 Next hero 상품 육성이 잘되는 기업으로는 구다이글로벌의 조선미녀(Beauty of Joseon) 혹은 더파운더즈의 아누아(anua)이다.

조선미녀나 아누아는 타 브랜드와 달리 다수 품목이 아마존 내 매출을 꾸준히 올리고 있다. 다시 말해 매출 포트폴리오 구성이 한 쪽에 치우치지 않게 관리되고 있다는 것이다. 상장기업 중에서는 클리오나 아이패밀리에스씨가 유일하다.

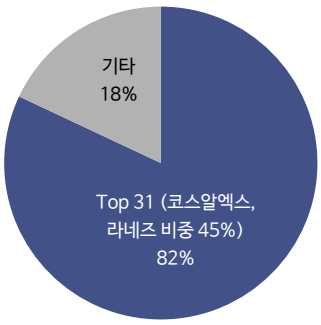
경쟁 강도가 심한 인디뷰티 시장 안에서 최근 미국에서도 한국 브랜드의 속성을 따라하는 미국 로컬 브랜드들이 생겨나고 있다. 이러한 브랜드들이 아마존이나 얼타, 세포라 등에서 상위 순위를 보여주고 있어 Next hero 상품 육성에 대한 중요성은 더욱 강화될 것으로 예상된다.

미국 아마존 채널 내 한국 브랜드들 월 매출 트렌드



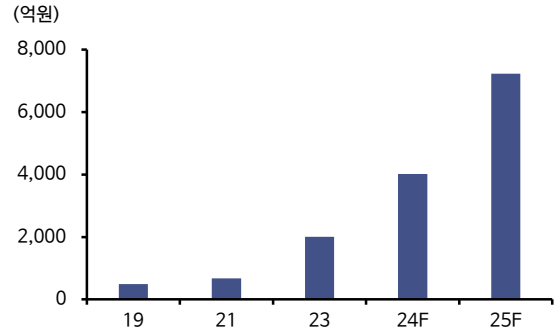
자료: Pyxis Amazon DB Data, 신한투자증권

미국 아마존 내 한국 브랜드 거래 건수



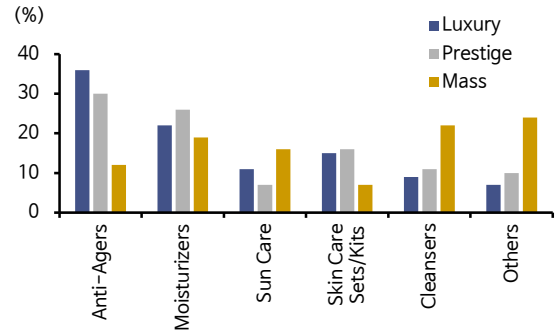
자료: Pyxis Amazon DB Data, 신한투자증권

미국 아마존 채널 내 한국 브랜드 매출 추이 전망



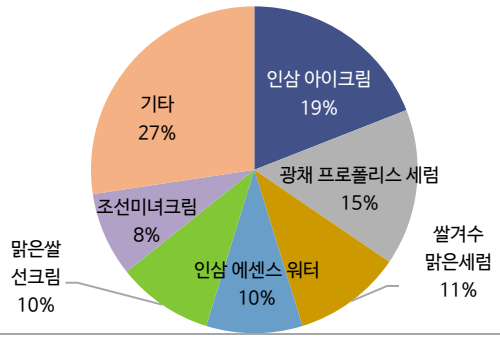
자료: Pyxis Amazon DB Data, 신한투자증권

미국 스킨케어 시장 세부 카테고리별 점유율



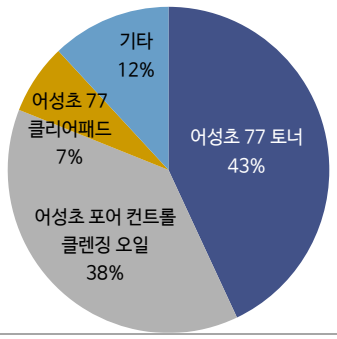
자료: Pyxis Amazon Data, 신한투자증권

조선미녀 SKU별 매출 구성



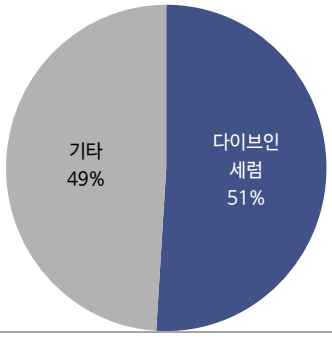
자료: 회사 자료, 신한투자증권

아누아 SKU별 매출 구성



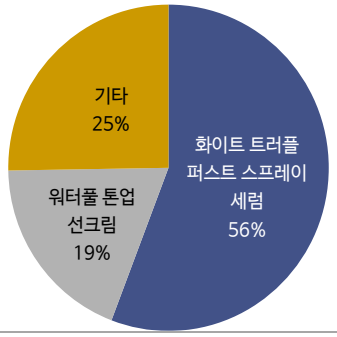
자료: 회사 자료, 신한투자증권

토리든 SKU별 매출 구성



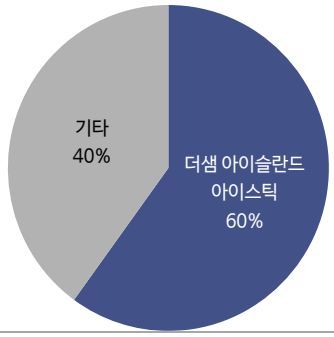
자료: 회사 자료, 신한투자증권

달바 SKU별 매출 구성



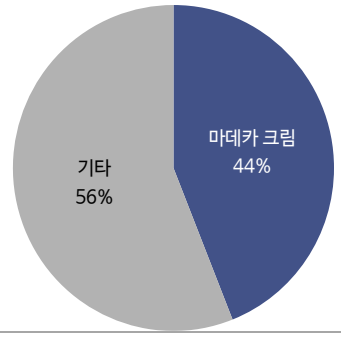
자료: 회사 자료, 신한투자증권

더샘 SKU별 매출 구성



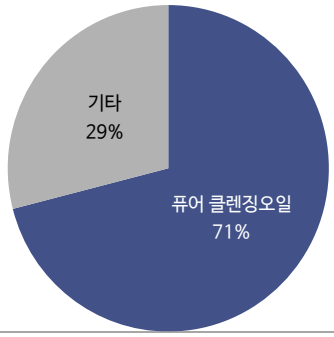
자료: 회사 자료, 신한투자증권

센텔리안24 SKU별 매출 구성



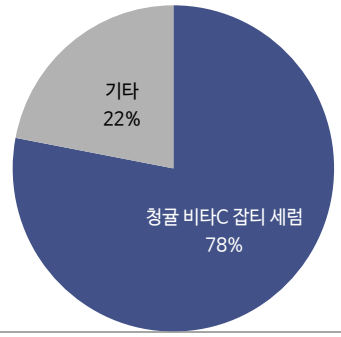
자료: 회사 자료, 신한투자증권

마녀공장 SKU별 매출 구성



자료: 회사 자료, 신한투자증권

구달 SKU별 매출 구성



자료: 회사 자료, 신한투자증권

미국 로컬 인디뷰티 브랜드: GLOWRECIPE



자료: 회사 자료, 신한투자증권

미국 로컬 인디뷰티 브랜드: PEACH & LILY



자료: 회사 자료, 신한투자증권

미국 로컬 인디뷰티 브랜드: Then I met you



자료: 회사 자료, 신한투자증권

미국 로컬 인디뷰티 브랜드: Hero



자료: 회사 자료, 신한투자증권

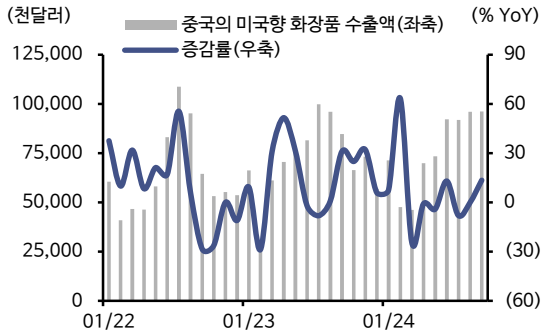
보호무역주의 강화에 OEM사 투자 매력 증가

중기 사이클 중심에는 ODM사 미국법인 수혜 기대

K뷰티 컨셉을 모방하는 미국 로컬 브랜드들이 생겨나면서 미국 시장 내 경쟁강도는 한층 강화될 것으로 예상한다. 거기에 미국 트럼프 정권 출범을 앞두고 보호무역주의에 대비해 중국 저가 뷰티 브랜드들의 수출 급증이 나타나는 것으로 파악된다. 이에 미국 인디뷰티 시장 내 경쟁 구도는 단기적으로 한국 K뷰티 vs. 미국 로컬 브랜드에 중국 저가 브랜드들이 가세하게 될 전망이다.

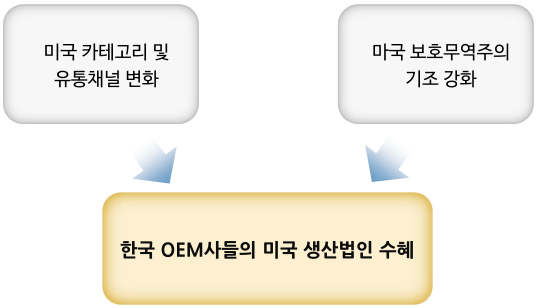
앞에서 언급한 바와 같이 한국 브랜드들은 미국 카테고리 및 유통채널 변화 흐름의 수혜를 받아 구조적인 성장 사이클 안에 있다고 판단한다. K뷰티의 인지도가 생겨나며, 트럼프 정권 아래 보호무역주의 기조가 강화될 경우를 감안한다면 한국 OEM사들의 미국 생산법인들이 장기간 수혜를 볼 가능성이 높다. 아직은 서구권 뷰티 시장에서 한국 브랜드들이 인기를 끄는 수준이지만, 중기 성장 사이클 안에서는 한국 인디뷰티 브랜드들의 주요 제조사들이 전개하는 미국 생산법인의 성장 본격화가 기대된다.

중국발~미국향 화장품 수출액 추이



자료: Kita, 신한투자증권

미국 보호무역주의 강화의 수혜 대상은 OEM사



자료: 신한투자증권

Bottom up 결론: 섹터 저점 재매수 기회

OEM/ODM사 선호, 브랜드사는 개별 종목 대응 필요

업태의 질은 지속적 상승, ODM사 선호

2023년부터 이어진 화장품 기업들의 실적 강세 흐름은 2024년 상반기까지 이어졌고, 하반기에는 성장률 둔화 우려가 커지면서 주가 상승 기조에도 제동이 걸렸다. 3Q24 실적에 대한 시장 눈높이가 다소 높았던 것도 주가 조정에 화근이 됐다. 그간 상승했던 주가에 대한 피로도가 높아지면서 시장에 각종 노이즈들이 차익실현의 빌미를 제공하고 있다.

다만 화장품 산업의 질을 꾸준히 향상되고 있고, 이는 2025년에도 유효하다. 2025년 화장품 중소형사들의 합산 매출은 전년대비 23% 증가할 것으로 전망하며, 영업이익률은 18.6%로 전년대비 1.5%pt 이상 개선을 전망한다. 대형사들은 중소형사에 비하면 성장이 저조하지만 매출은 7%, 영업이익률 8.8%(전년대비 2.3%pt 개선)를 전망한다. 영업이익률 개선은 사업 효율화에 대한 성과다.

ODM사들의 2025년 합산 매출은 전년대비 14%, 영업이익률 10.1%(전년대비 0.7%pt 개선)을 전망해 역대 최고 수준 마진 레벨을 시현할 것으로 전망한다.

반기 추세로 보면 2024년 상반기 수준의 성장률을 유지하기에는 부담이지만, 화장품사들의 해외 매출 증가를 통해 마진율 레벨로 높인다. 이에 따른 ROE 상승은 밸류에이션을 높게 유지할 수 있는 이유가 된다.

특히 2025년에는 대형사들도 구조조정 효과에 따른 실적 회복이 예상되지만, 성장성 측면에서는 여전히 대형사보다 중소형사가 선호될 전망이다. 인디뷰티 시장 내 브랜드사들의 해외 진출 성과는 개별 기업별로 속도차가 있기에 개별 기업별로 바텀업 관점에서 업데이트 및 매수 접근이 필요하다.

ODM사에 대한 투자가 브랜드사 투자보다 무난할 수 있다는 판단이며, 한국콜마, 코스맥스, 코스메카코리아, 씨앤씨인터내셔널을 꼽는다. 특히 국내법인 매출은 대부분의 ODM사들이 호실적을 내지만, 코스맥스나 코스메카코리아 등 해외법인 실적 우려로 주가가 부진했던 ODM사가 국내 Peer 내에서 주가 키 맞추기도 가능할 수 있어 관심을 높여볼 필요가 있다.

생활용품/화장품 업종 기업별 투자포인트

	투자포인트
아모레퍼시픽	라네즈와 이니스프리 중심 미주 실적 성장세. 중국 사업 조정 막바지로 이익 개선 효과 서서히 발생 가능
LG생활건강	성장보다 수익성 개선에 집중. 해외 화장품 매출 성장률 개선은 긍정적이나 모멘텀이라 하기에는 부족
★★ 코스맥스	중국 경기부양책으로 중국 로컬 기업들의 중장기 수요 회복 가능. 유사 기업들과의 주가 괴리 좁힐 수 있음
★ 한국콜마	한국법인 호실적 추세 유지. 썬제품 수출 수요가 전세계로 확대되는 양상. 생산성 개선으로 매출 확대 중
클리오	한국, 미국, 일본 등에서 안정적 성장하는 인디뷰티 모범생. 안정적 성장 보이는 게 장점이자 단점
에이피알	뷰티 디바이스와 화장품의 압도적인 매출 성장세로 외형 확대 지속. 다만 고정비 부담 증가해 마진율 하락세
☆ 아이패밀리에스씨	국내 올리브영 및 일본 매출 성장 견조. 미국, 중국과 유럽 등 해외 매출 다각화 흐름 기대
브이티	캠페인, 인플루언서 마케팅을 통한 킬러 아이템 홍보 긍정적. 미국 성장 여부가 관건
마녀공장	미국 내 아마존, 얼타, 코스트코 등에 입점 중. 국가별 매출 다각화가 포인트
토니모리	올리브영 입점 확장에 따라 안정적인 성장. 캐릭터 콜라보, 인플루언서 마케팅으로 해외 실적 성장 기대
애경산업	중국 외 지역 투자 본격화. 미국 내 Age20's 에센스 팩트 마케팅 중. 내년부터 가시적인 성과 기대
★ 코스메카코리아	국내 실적 강세, 지역별 매출 다각화 흐름 긍정적. 영업레버리지 효과로 매력도 상승
★ 씨앤씨인터내셔널	저가, 럭셔리 색조 제조까지 아우르는 색조 ODM사로 중장기 해외 입지 확장 기대
네오팜	안정적인 스킨케어 브랜드들을 다수 보유. 제로이드 브랜드의 올리브영 입점 및 해외 수출 판로 여는 중
☆ 펌텍코리아	생산성 개선, 라인 효율화 등으로 매출 가능 여력 확보 지속 중. 지금이 초호황기
실리콘투	미국 내 한국 화장품 수요 꾸준히 증가. 한국 인디뷰티 브랜드들의 미국 수출 급증에 따른 최대 수혜주

자료: 신한투자증권
주: ★가 단기 선호 종목, ☆가 중기 선호 종목

생활용품/화장품 커버리지 기업 실적 추정치

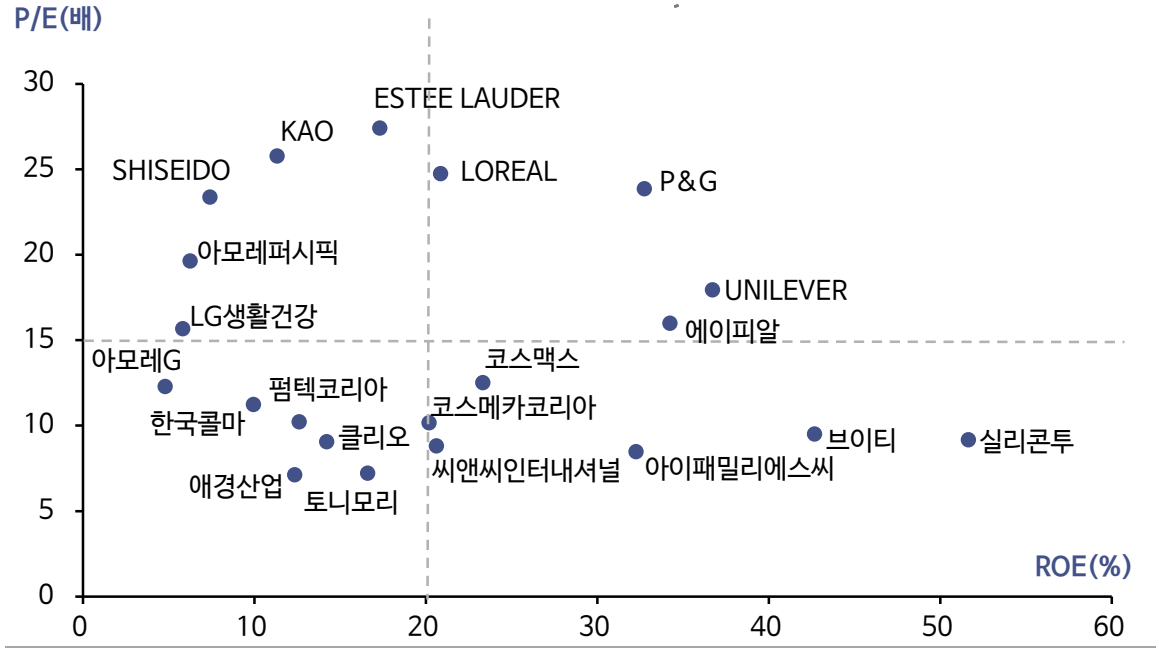
(억원, % YoY)	2024년		2025년		2024년 증감률		2025년 증감률	
	매출	영업이익	매출	영업이익	매출	영업이익	매출	영업이익
아모레퍼시픽	38,389	2,258	43,964	4,456	4.5	108.8	14.5	97.4
LG생활건강	69,141	4,887	71,031	5,382	1.6	0.3	2.7	10.1
코스맥스	21,233	1,757	25,017	2,305	19.5	51.8	17.8	31.2
한국콜마	24,845	2,137	27,986	2,799	15.3	56.9	12.6	31.0
클리오	3,738	329	4,346	465	13.1	(2.7)	16.3	41.4
에이피알	6,923	1,292	8,785	1,691	32.2	24.0	26.9	30.9
코스메카코리아	5,672	665	6,608	838	20.5	35.3	16.5	26.1
씨앤씨인터내셔널	3,300	404	4,220	536	49.8	25.8	27.9	32.8

자료: 신한투자증권 추정

밸류에이션 디레이팅 우려 제한

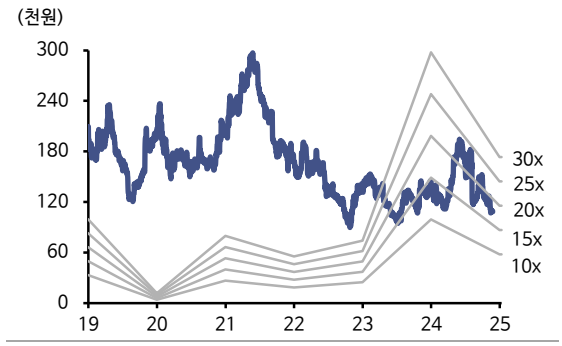
2024년 대비 2025년 화장품사들의 실적 성장률 둔화로 시장 참여자들 사이에서 밸류에이션 디레이팅 우려가 있었던 것으로 파악된다. 다만 2025년에도 화장품사들의 매출 성장률은 평균 20%로 추산되어 타 산업군에 비하면 낮지 않다. 또한 매출 성장률 대비 이익 레버리지 효과의 강도는 2024년에 이어 2025년에도 유지될 전망이다. ROE 레벨이 높게 유지되는 상황에서 시장 불안 증가에 따른 화장품사들의 P/E 하락은 오히려 저점 매수 기회가 될 수 있다.

피어그룹 P/E & ROE 비교



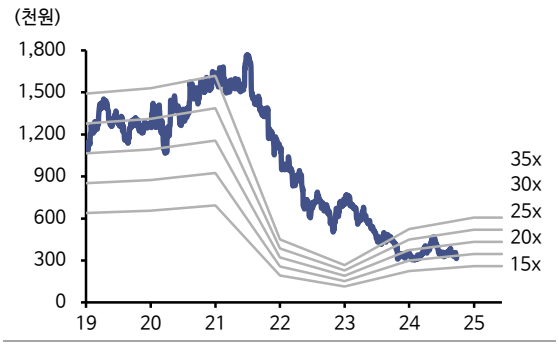
자료: Bloomberg, QuantiWise, 신한투자증권

아모레퍼시픽 역사적 PE 밴드 차트



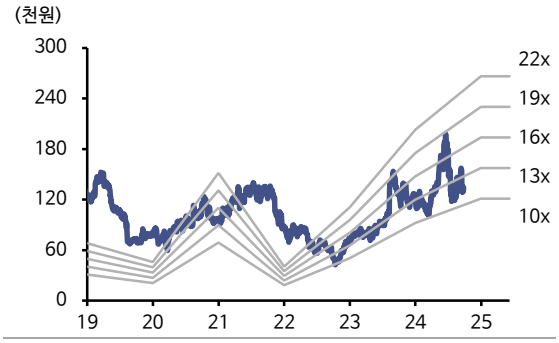
자료: QuantiWise, 신한투자증권

LG생활건강 역사적 PE 밴드 차트



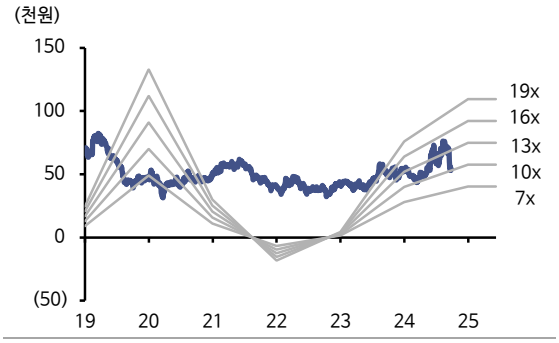
자료: QuantiWise, 신한투자증권

코스맥스 역사적 PE 밴드 차트



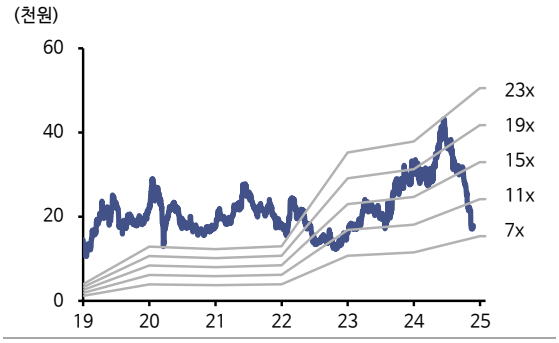
자료: QuantiWise, 신한투자증권

한국콜마 역사적 PE 밴드 차트



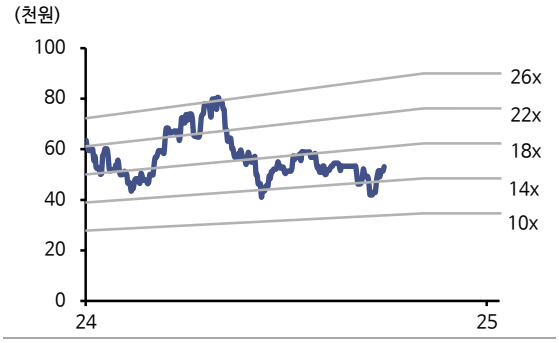
자료: QuantiWise, 신한투자증권

클리오 역사적 PE 밴드 차트



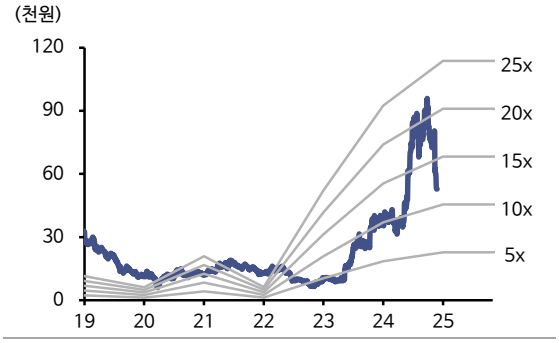
자료: QuantiWise, 신한투자증권

에이피알 역사적 PE 밴드 차트



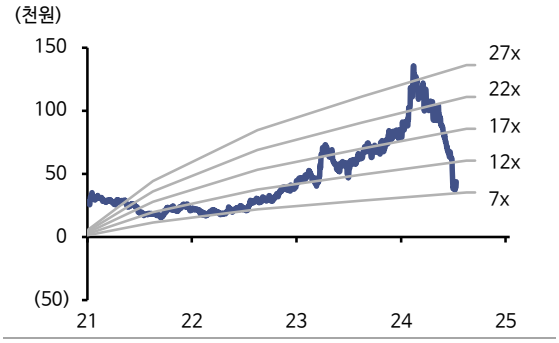
자료: QuantiWise, 신한투자증권

코스메카코리아 역사적 PE 밴드 차트



자료: QuantiWise, 신한투자증권

씨앤씨인터내셔널 역사적 PE 밴드 차트



자료: QuantiWise, 신한투자증권

글로벌 화장품/퍼스널케어 기업 컨센서스 및 밸류에이션

(백만달러, 배, %)		P&G	LOREAL	UNILEVER	ESTEE LAUDER	KAO	SHISEIDO	아모레퍼시픽	LG생활건강	아모레G
시가총액		417,761	184,891	145,512	26,195	19,838	7,363	4,575	3,625	1,336
매출	23	84,039	44,540	64,463	15,608	10,929	6,939	2,813	5,211	3,079
	24F	85,697	45,190	63,633	14,833	10,440	6,588	2,759	4,886	3,011
	25F	88,835	47,638	65,708	15,426	10,782	6,865	3,119	5,034	3,367
영업이익	23	20,330	8,863	10,989	1,588	715	267	83	373	116
	24F	21,195	9,217	11,424	1,116	930	196	160	354	184
	25F	22,490	9,847	12,042	1,637	1,054	451	314	386	264
순이익	23	14,879	6,688	7,016	390	313	155	138	109	91
	24F	16,714	6,866	6,976	369	695	119	484	224	198
	25F	18,062	7,425	7,510	915	761	317	251	242	115
EBITDA	23	23,478	10,718	12,697	2,871	1,354	805	269	579	310
	24F	24,221	11,018	13,177	1,951	1,523	706	331	538	376
	25F	25,630	11,595	13,899	2,515	1,658	933	478	562	481
EPS 성장률	23	1.8	8.5	(14.0)	(61.2)	(48.5)	(36.4)	33.9	(39.7)	97.3
	24F	8.6	2.3	0.4	(1.5)	122.6	(23.2)	272.7	106.9	132.3
	25F	10.6	4.2	19.6	138.4	9.8	165.8	(45.9)	11.2	(42.8)
PER	23	25.3	39.0	17.0	41.1	61.5	78.1	55.6	41.7	22.6
	24F	25.6	26.9	19.3	44.1	28.3	62.3	10.2	17.7	7.0
	25F	23.9	24.8	18.0	27.4	25.8	23.4	19.7	15.7	12.3
PBR	23	7.9	8.3	6.1	7.2	2.7	2.8	1.7	1.0	0.7
	24F	7.9	5.5	7.2	5.1	3.0	1.8	1.3	1.0	0.6
	25F	7.3	5.0	6.7	4.9	2.9	1.8	1.3	0.9	0.5
ROE	23	30.7	22.0	35.0	7.2	4.5	3.6	3.2	2.3	3.0
	24F	32.5	21.1	36.6	10.6	10.8	2.9	13.2	5.4	8.6
	25F	32.7	20.9	36.7	17.3	11.3	7.4	6.3	5.8	4.8

자료: Bloomberg, 신한투자증권
주: 2024년 11월 26일 기준

Appendix - 아마존 Top100 내 한국 화장품 순위

아마존 Top100 내 한국 화장품 순위: 기초 전체

순위	제품명	브랜드사	제조사
1	BIODANCE Bio-Collagen Real Deep Mask	코스베이직	엔코스
2	Hero Cosmetics Original Patch - 36개입	Mighty Patch	티앤엘
3	COSRX Snail Mucin 96% Power Repairing Essence	COSRX(아모레퍼시픽)	한국기능성화장품연구센터
13	메디큐브 콜라겐 나이트 랩핑 마스크	에이피알	코스맥스
15	메디큐브 제로 모공 패드 2.0	에이피알	엔코스
16	COSRX Snail Mucin 92% Repair Cream	COSRX(아모레퍼시픽)	한국기능성화장품연구센터
19	라네즈 Lip Glowy Balm	라네즈(아모레퍼시픽)	아모레퍼시픽
21	메디큐브 콜라겐 젤크림	에이피알	코스맥스
23	라네즈 Lip Sleeping Mask	라네즈(아모레퍼시픽)	아모레퍼시픽
25	조선미녀 인삼아이크림	구다이글로벌	그린코스
32	CORSX 어드벤스드 스네일 92 올인원 크림	COSRX(아모레퍼시픽)	한국기능성화장품연구센터
34	ANUA Heartleaf Quercetional Pore Deep Cleansing Foam	더파운더즈	엔코스
35	성분에디터 Deep Collagen Overnight Mask	올리브인터내셔널	이미인
38	VT 리들샷 100	브이티	이앤씨
39	ANUA Niacinamide 10% + TXA 4% Serum	더파운더즈	코스맥스
50	메디큐브 제로 원데이 엑소좀 샷 모공 앰플 7500	에이피알	비앤비코리아
57	가히 멀티밤	코리아테크	코스맥스
74	달바 화이트 트러플 퍼스트 스프레이 세럼	비모뉴먼트	비앤비코리아
81	더페이스샵 Rice Water Bright Foaming Facial Cleanser	더페이스샵(LG생활건강)	LG생활건강
88	CORSX 더 6 펩타이트 스킨 부스터 세럼	COSRX(아모레퍼시픽)	엔코스
90	메디힐 네모 패드 - 마데카소사이드	엘앤피코스메틱	한국콜마
92	메디큐브 딥 비타C 캡슐 크림	에이피알	비앤비코리아
100	에스트라 아토베리어365 크림	에스트라(아모레퍼시픽)	코스비전

자료: 아마존, 신한투자증권

아마존 Top100 내 한국 화장품 순위: Facial Cleansing

순위	제품명	브랜드사	제조사
5	ANUA Heartleaf Quercetional Pore Deep Cleansing Foam	더파운더즈	엔코스
11	더페이스샵 Rice Water Bright Foaming Facial Cleanser	더페이스샵(LG생활건강)	LG생활건강
29	조선미녀 산뜻청매실클렌저	구다이글로벌	그린코스
42	COSRX Low pH Good Morning Gel Cleanser	COSRX(아모레퍼시픽)	에이치피앤씨
51	더페이스샵 Rice Water Bright Light Facil Cleansing Oil	더페이스샵(LG생활건강)	LG생활건강
63	COSRX Low pH Good Morning Gel Cleanser	COSRX(아모레퍼시픽)	에이치피앤씨
81	라운드랩 1025 독도 클렌저	서린컴퍼니	코스맥스
89	ANUA 라이스 효소 브라이트닝 클렌징 파우더	더파운더즈	코스메카코리아

자료: 아마존, 신한투자증권

아마존 Top100 내 한국 화장품 순위: Facial Sunscreen

순위	제품명	브랜드사	제조사
6	조선미녀 맑은쌀선크림	구다이글로벌	한국콜마
7	COSRX Vitamin E Vitalizing Sunscreen	COSRX(아모레퍼시픽)	-
12	Supergoop! Unseen Sunscreen	Supergoop	잉글우드랩
13	하루하루원더 블랙라이스 모이스처 에이리핏 데일리 선스크린	디에프에스컴퍼니	한국콜마
14	아비브 Airy Sunstick Smoothing Bar	포컴퍼니	코스맥스
17	달바 워터풀 핑크 톤업 선크림	비모뉴먼트	한국콜마
20	아비브 Quick Sunstick Protection Bar	포컴퍼니	코스맥스
21	Supergoop! Glowscreen SPF 40	Supergoop	잉글우드랩
25	innisfree Daily UV Defense Sunscreen	아모레퍼시픽	한국콜마
33	이즈앤트리 히아루론산 워터리 선젤	이즈앤트리	이즈앤트리
37	에뛰드 Sunprise Mild Airy Finish Sun Milk	아모레퍼시픽	한국콜마
48	IUNIK Centella Calming Moisture Daily Sunscreen	IUNIK	예그리나
58	달바 워터풀 마일드 선크림	비모뉴먼트	한국콜마
62	스킨1004 Madagascar Centella Air-fit Suncream Light	크레이버	한국콜마
65	썸바이미 V10 Hyal Air Fit Sunscreen	페렌벨	-
68	티르티르 Hydro UV Shield Sunscreen	티르티르(구다이글로벌)	-
69	더마비 에브리데이 선블록	네오팜	코스메카코리아
81	라운드랩 자작나무 수분 선크림	서린컴퍼니	한국콜마
82	이즈앤트리 Onion Newpair Sunscreen	이즈앤트리	코스맥스
85	스킨1004 마다가스카르 센텔라 히알루-시카 워터핏 선세럼	크레이버	한국콜마
88	빌리프 Aqua Bomb SPF 45	빌리프(LG생활건강)	LG생활건강
93	라운드랩 자작나무 무기자차 선크림	서린컴퍼니	한국콜마

자료: 아마존, 신한투자증권

아마존 Top100 내 한국 화장품 순위: Facial Serum

순위	제품명	브랜드사	제조사
1	COSRX Snail Mucin 96% Power Repairing Essence	COSRX(아모레퍼시픽)	한국기능성화장품연구센터
3	ANUA Niacinamide 10% + TXA 4% Serum	더파운더즈	코스맥스
4	VT 리들샷 100	브이티	이앤씨
5	메디큐브 제로 원데이 엑소좀 샷 모공 앰플 7500	에이피알	비앤비코리아
8	CORSX 더 6 펩타이트 스킨 부스터 세럼	COSRX(아모레퍼시픽)	엔코스
13	Good Molecules Hyaluronic Acid Serum	Good Molecules	코스메카코리아
14	조선미녀 광채프로폴리스세럼	구다이글로벌	코스맥스
15	COSRX The Niacinamide 15	COSRX(아모레퍼시픽)	엔코스/COSRX
16	토리든 DIVE IN Serum	토리든	세레코
18	셀리맥스 더 리얼 노니 에너지 앰플	앱솔브랩	한국콜마
19	브이티 피디알엔 에센스 100	브이티	순바이오팜
20	Good Molecules discoloration Correcting Serum	Good Molecules	코스메카코리아
21	구달 비타C세럼	클리오	코스맥스
26	믹순 콩 에센스	아이톡시코스메틱	파켓
27	스킨1004 Madagascar Centella Asiatica Ampoule	크레이버	에스알바이오텍
28	메디큐브 연어 PDRN 핑크 앰플	에이피알	아이큐어
31	조선미녀 쌀겨수맑은세럼	구다이글로벌	그린코스
34	COSRX The Vitamin C 23%	COSRX(아모레퍼시픽)	아모레퍼시픽
38	AXIS-Y Dark Spot Correcting Glow Serum	엑시스와이	이앤비에스
39	넘버즈인 No.5+ Vitamin Concentrated Serum	비나우	엔코스
41	COSRX Niacinamide 5% + Snail Mucin 74% Dual Essence	COSRX(아모레퍼시픽)	한국기능성화장품연구센터
44	ANUA Rice Ceramide 7 Hydrating Barrier Serum	더파운더즈	코스맥스
45	메디큐브 트리플 콜라겐 세럼	에이피알	-
55	티르티르 SOS 세럼	티르티르(구다이글로벌)	이에스코스메틱
60	ANUA Peach 70 Niacinamide Serum	더파운더즈	코스맥스
61	스킨1004 Madagascar Centella Tone Brightening Capsule Ampoule	크레이버	한국화장품제조
69	조선미녀 인삼스네일세럼	구다이글로벌	그린코스
70	IOPE BIO-PDRN Caffeine Shot Face Serum	아이오페(아모레퍼시픽)	아모레퍼시픽
73	메디큐브 Age-R Collagen Booster Gel Serum for Skin Care Devices	에이피알	노디너리
77	COSRX 프로폴리스 라이트 앰플	COSRX(아모레퍼시픽)	한국기능성화장품연구센터
78	넘버즈인 No.3 Skin Softening Serum	비나우	삼성메디코스
81	Dr.Ceuracle Vegan Kombucha Tea Essence	이지함(닥터슈라클)	한국콜마
84	조선미녀 병풀비타세럼	구다이글로벌	한국콜마
87	스킨1004 Madagascar Centella Probio-Cica Intensive Ampoule	크레이버	코스메카코리아
91	Purito Centella Unscented Serum	하이네이처	엠엘에스
92	티르티르 Ceramic Milk Ampoule	티르티르(구다이글로벌)	리봄화장품
95	썸바이미 Retinol Intense Reactivating Serum	페렌벨	한국콜마
97	EQQUALBERRY Bakuchiol Plumping Serum	부스터스	엔에프씨
98	Paula's Choice BOOST 10% Azelaic Acid Booster Cream Gel	폴라초이스	잉글우드랩
99	DearKlairs Freshly Juiced Vitamin Drop	디어클레어스	이앤비에스

자료: 아마존, 신한투자증권

아마존 Top100 내 한국 화장품 순위: 색조 전체

순위	제품명	브랜드사	제조사
5	티르티르 Mask Fit Red Cushion Foundation	티르티르(구다이글로벌)	코스맥스
6	아누아 Heartleaf Pore Control Cleansing Oil	더파운더즈	코스메카코리아
48	페리페라 잉크더벨벳틴트	클리오	코코
54	Nooni appleberry lip oil	Nooni(미미박스)	한국콜마
74	페리페라 잉크무드글로이틴트	클리오	씨앤씨인터내셔널
86	티르티르 Mask Fit Makee-up Fixer	티르티르(구다이글로벌)	코스맥스
94	fwee 립앤치크 블러리 푸딩팟	비나우	코스맥스/씨앤씨인터내셔널

자료: 아마존, 신한투자증권

아마존 Top100 내 한국 화장품 순위: Foundation Makeup

순위	제품명	브랜드사	제조사
2	티르티르 Mask Fit Red Cushion Foundation	티르티르(구다이글로벌)	코스맥스
13	티르티르 Mask Fit All Cover Pink Cushion Foundation Mini	티르티르(구다이글로벌)	코스메카코리아
34	정샘물 Essentail Skin Nuder Cushion Mini (Fair Light)	정샘물뷰티	코스맥스
37	티르티르 Aura Glow Silver Cushion	티르티르(구다이글로벌)	코스맥스
41	클리오 Kill Cover Mesh Glow Cushion Foundation (23N Ginger)	클리오	인터코스코리아
69	미샤 Magic Cushion Foundation No.23	에이블씨엔씨	코스맥스
84	파넬 시카마누 세럼쿠션	일레븐코퍼레이션	코스맥스

자료: 아마존, 신한투자증권

아마존 Top100 내 한국 화장품 순위: Lip Makeup

순위	제품명	브랜드사	제조사
22	페리페라 잉크더벨벳틴트	클리오	코코
28	Nooni Lip Oil - Appleberry	Nooni(미미박스)	한국콜마
54	에뛰드 디어달링워터틴트 체리에이드	에뛰드(아모레퍼시픽)	에뛰드(아모레퍼시픽)
67	페리페라 잉크 무드 글로이 틴트	클리오	씨앤씨인터내셔널
95	에뛰드 픽싱 틴트 5호 미드나잇 모브	에뛰드(아모레퍼시픽)	인터코스코리아

자료: 아마존, 신한투자증권

아마존 Top100 내 한국 화장품 순위: BB Cream

순위	제품명	브랜드사	제조사
2	미샤 M Perfect BB Cream No.25	에이블씨앤씨	하나코스
4	미샤 M Perfect Cover Serm BB Cream No.23	에이블씨앤씨	-
8	미샤 M Perfect BB Cream No.23	에이블씨앤씨	하나코스
11	Purito 시카 클리어링 비비 크림	하이네이처	옥시젠디벨롭먼트
13	닥터자르트 Premium Beauty Balm	해브엔비	한국콜마
18	미샤 M Perfect Cover BB Cream No.23	에이블씨앤씨	-
21	미샤 BB Essentials Kit (M Perfect + M BB Boomer)	에이블씨앤씨	하나코스 + 쓰리애플즈코스메틱스
26	미샤 M Perfect Cover BB Cream No.21	에이블씨앤씨	-
31	Atomy BB Cream	애터미	한국콜마
35	INCELDERM Daily Aqua BB	리만코리아	코스맥스
40	IPKN 모이스트 앤 펌 비비 (미디움)	이넬화장품	-
41	미샤 M Perfect BB Cream No.31	에이블씨앤씨	-
54	MIBA 이온칼슘 미네랄 비비크림	미네랄바이오	한국화장품제조
55	SKIN79 Super Plus Beblesh Balm Triple Function Orange BB Cream	스킨79	한국콜마
68	SKIN79 Gold BB Super Plus Beblesh Balm	스킨79	한국콜마
78	SKIN 79 Golden Snail Intensive BB Cream	스킨79	한국콜마
80	미샤 M Perfect Cover Serm BB Cream No.27	에이블씨앤씨	-
81	IPKN 모이스트 앤 펌 비비 (라이트)	이넬화장품	-
85	헤이미쉬 모링가 세라마이드 비비크림 No.21	원앤드	메가코스
88	헤이미쉬 모링가 세라마이드 비비크림 No.23	원앤드	메가코스
91	MDOC 맨즈 비비 크림	엠도씨	한국콜마
99	더페이스샵 Magic Cover BB Cream(V203 Natural Beige)	LG생활건강	LG생활건강

자료: 아마존, 신한투자증권

아마존 Top100 내 한국 화장품 순위: Makeup Cleansing Oils

순위	제품명	브랜드사	제조사
1	ANUA Heartleaf Pore Control Cleansing Oil	더파운더즈	코스메카코리아
2	더페이스샵 Rice Water Bright Rich Cleansing Oil	더페이스샵(LG생활건강)	LG생활건강
4	SKIN1004 Madacasgar Centella Light Cleansing Oil	크레이버	한국화장품제조
5	조선미녀 인삼 클렌징오일	구다이글로벌	코스맥스
6	하루하루원더 블랙라이스 모이스처 딥 클렌징오일	디에프에스컴퍼니	-
7	마녀공장 퓨어 클렌징 오일	마녀공장	클라젠
10	프리메라 마일드 앤 퍼펙트 오일 투 폼	아모레퍼시픽	아모레퍼시픽
11	넘버즈인 No.5 글루타치온씨 아로마 마사징 딥클렌저	비나우	코스메카코리아
12	NEOGEN Calming Cleansing Oil Cica Tree Micellar	아우딘퓨처스	신세계인터코스코리아
14	아이유닉 카렌듈라 컴플리트 클렌징오일	아이유닉	예그리나
17	넘버즈인 No.1 Easy Peasy Cleansing Oil	비나우	삼성메디코스
18	맥스클리닉 로즈 비타민 브라이트닝 오일폼	엔앤비랩	한국화장품제조
20	Purito From Green Cleansing Oil	하이네이처	엠엘에스
21	믹순 콩 클렌징 오일	파켓	잉글우드랩코리아
23	Nooni Snow Aqua OLHA Toning Pore Care	Nooni(미미박스)	클라젠
25	마녀공장 Herb Green Cleansing Oil	마녀공장	클라젠
27	헤이미쉬 올클린밤	원앤드	코스메카코리아
28	비플레인 녹두 클렌징오일	모먼츠컴퍼니	노디너리
36	편강율 Deep Cleanser for Long-lasting Makeup Removal	편강한방피부과학연구소	한방미인화장품HBMIC
39	아임프롬 피그 클렌징 오일	랩앤컴퍼니	나투젠
43	닥터슈라클 프로 밸런스 퓨어 딥 클렌징 오일	이지함화장품	한국콜마
46	헤이미쉬 올클린밤 만다린	원앤드	코스메카코리아
48	KSECRET SEOUL 1988 Cleansing Oil	KSECRET	-
52	하루하루원더 센텔라 선플라워 메이크업 멜팅 클렌징밤	디에프에스컴퍼니	코스메카코리아
53	Lanbelle Deep Cleansing Oil	쵸이스코스메틱	랑벨
55	메이크프렘 Safe me. Relief Moisture Cleansing Oil	매그니프	더원코스메틱
56	아이유닉 Centella Asiatica Cleansing Oil	아이유닉	예그리나
59	아로마티카 Vitalizing Rosemary Pore Cleansing Oil	아로마티카	아로마티카
60	성분에디터 그린토마토 딥포어 더블 클렌징오일	성분에디터	이앤씨
61	VEGANIFECT Clean and Glow Green Barle LHA Deep Cleansing Oil	부스트랩	코스메카코리아
63	TOSOWOONG AHA Blackhead out Cleansing Oil	토소웅	리봄화장품
74	B : Lab CICA Soft Meltaway Cleansing Balm	비랩	콜마유엑스
77	코스노리 마이크로 액티브 비건 클렌징오일	그레이스클럽	에치엔지
79	바닐라코 Clean it Zero Calming Cleansing Balm	에프엔코	바이오코스텍
84	아모레퍼시픽 Treatment Enzyme Cleansing	아모레퍼시픽	아모레퍼시픽
85	molvany Real Cleansing Oil	몰바니	한국콜마
91	RATAPLAN Donghae Deep Moisturizing oil to foam cleanser	라타플랑	씨엔에프

자료: 아마존, 신한투자증권

코스맥스 (192820)

주인공 복귀

2024년 11월 27일

✓ 투자판단	매수 (유지)	✓ 목표주가	190,000 원 (유지)
✓ 상승여력	42.7%	✓ 현재주가 (11 월 26 일)	133,100 원

신한생각 알려져 있는 악재보다 회복 가능성에 집중

지난 3개월 중국과 미국법인 실적 우려로 유사 기업 대비 동사 주가는 저조했음. 한국과 태국, 인도네시아법인은 성장세 유지될 전망. 미국과 중국이 문제. 다만 미국과 중국 각기 다른 형태의 경기 부양 의지 있어 뉴스플로우에 따른 투자 심리 개선 가능성 높음. 최선호주 의견 제시

한국, 동남아 고성장 유지 vs. 중국, 미국 회복 전망

2024년 매출과 영업이익은 전년대비(이하 동일) 19%, 52% 성장 마무리할 것으로 전망. 2025년에도 매출과 영업이익은 18%, 31% 성장할 것으로 예상해 고성장 추세 유지 전망. 성장을 견인하는건 한국법인과 태국&인도네시아 법인. 중국법인은 중국 내수 경기 회복 여부가 중요. 미국법인은 2025년 영업흑자 전환 목표. 미국 트럼프 정권 초 미국 매수 소비 호조 가능성 있어 매출 부진 덜어낼 가능성 있음

장기적으로는 미국 보호무역주의 기조 강화 흐름속에서 미국 생산법인의 메리트가 부각될 것으로 기대. 이밖에 인도네시아와 태국법인이 순이익 기여를 급격히 높이고 있다는 점이 긍정적. 기초케어 제품류의 수주가 안정적으로 늘면서 마진 기여를 높이는 것으로 파악. 한국, 동남아시아, 미국은 4Q24에도 3Q24와 유사한 성장 흐름 보일 전망. 태국과 인도네시아 가동률 60~65% 수준에서 소폭씩 상승 전망

Valuation & Risk: 어느 때보다 낮은 밸류에이션

2024~2025년 추정치 유지. 2025년 P/E 10배 내외로 밸류에이션 부담은 과거 대비 상당히 낮아짐. 올해 내내 노이즈가 되었던 충당금 이슈는 평년 수준에서 반영될 전망. 현 주가는 모든 악재를 이미 반영 중. 2025년 미국, 중국 실적 기대치 상향 가능성 보면서 천천히 매수 추천

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	지배순이익 (십억원)	PER (배)	ROE (%)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	DY (%)
2022	1,600.1	53.1	20.8	40.3	3.6	1.4	10.1	-
2023	1,777.5	115.7	57.1	25.1	12.1	4.0	10.5	0.4
2024F	2,123.3	175.7	104.6	14.4	25.1	3.2	7.1	0.5
2025F	2,501.7	230.5	137.4	11.0	25.7	2.5	5.6	0.5
2026F	2,779.0	258.5	152.1	9.9	22.6	2.0	4.7	0.6

자료: 회사 자료, 신한투자증권

[화장품]

박현진 연구위원
✉ hpark@shinhan.com

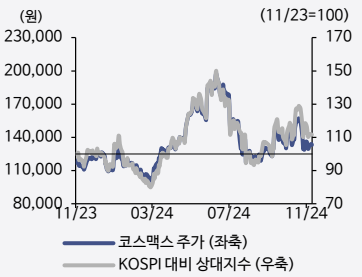
주지은 연구원
✉ jieun.ju@shinhan.com

Revision	
실적추정치	유지
Valuation	유지

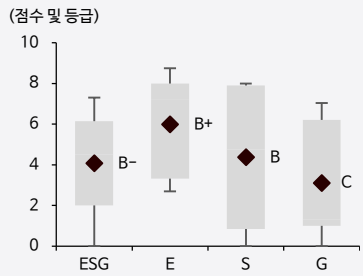
시가총액	1,510.6 십억원
발행주식수(유동비율)	11.3 백만주(70.6%)
52 주 최고가/최저가	197,800 원/100,800 원
일평균 거래액 (60 일)	21,576 백만원
외국인 지분율	32.4%
주요주주 (%)	
코스맥스비티아이 외 12 인	27.5
국민연금공단	11.1

수익률 (%)	1M	3M	12M	YTD
절대	0.1	11.8	16.0	8.3
상대	2.6	19.7	14.9	14.7

주가



ESG 컨센서스



코스맥스 분기, 연간 실적 전망

(억원,%)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	2023	2024F	2025F
연결매출	4,033	4,793	4,583	4,367	5,268	5,515	5,298	5,152	17,775	21,233	25,017
% YoY	1.4	18.3	15.5	9.0	30.6	15.1	15.6	18.0	11.1	19.5	17.8
영업이익	138	461	333	225	455	467	434	400	1,157	1,757	2,305
% of sales	3.4	9.6	7.3	5.2	8.6	8.5	8.2	7.8	6.5	8.3	9.2
% YoY	0.5	167.6	69.0	878.3	229.4	1.4	30.2	77.9	118.4	51.8	31.2

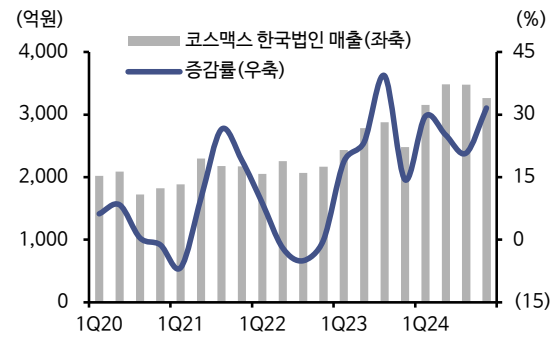
자료: 신한투자증권

코스맥스 법인별 매출 추정

(억원, %)	2019	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F
연결매출	13,307	13,829	15,916	16,001	17,775	21,233	25,017
코스맥스 한국	7,390	7,654	8,532	8,540	10,576	13,376	16,234
코스맥스 중국(상해, 광주)	4,818	4,658	6,499	5,663	5,474	5,668	5,754
코스맥스 인도네시아	394	310	392	674	858	1,155	1,510
코스맥스 미국(오하이오)	826	782	633	834	-	-	-
코스맥스 미국(뉴저지)	767	1,065	724	840	1,399	1,386	1,757
코스맥스 태국	179	201	210	195	256	440	555
% YoY							
연결매출	5.6	3.9	15.1	0.5	11.1	19.5	17.8
코스맥스 한국	8.8	3.6	11.5	0.1	23.8	26.5	21.4
코스맥스 중국(상해,광주)	0.9	(3.3)	39.5	(12.9)	(3.3)	3.5	1.5
코스맥스 인도네시아	270.1	(21.3)	26.5	71.9	27.3	34.6	30.7
코스맥스 미국(오하이오)	24.6	(5.2)	(19.1)	31.8	-	-	-
코스맥스 미국(뉴저지)	(22.6)	38.8	(32.0)	16.0	66.5	(0.9)	26.8
코스맥스 태국	59.2	12.6	4.3	(7.1)	31.3	71.9	26.1

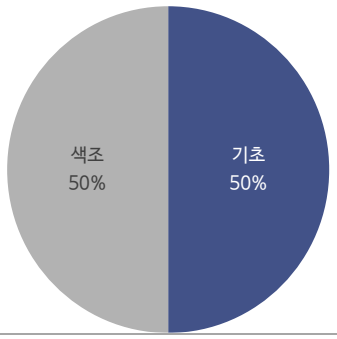
자료: 신한투자증권 추정

한국법인 매출액 및 매출성장률 추이



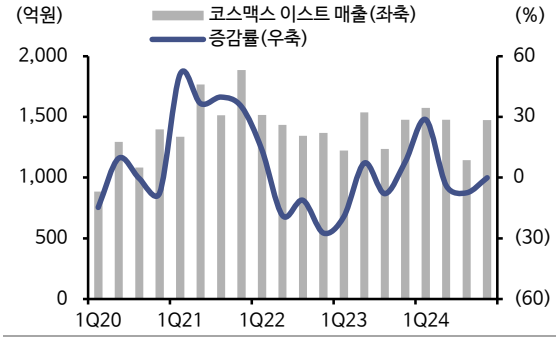
자료: 회사 자료, 신한투자증권

한국법인 기초와 색조 카테고리 매출 비중



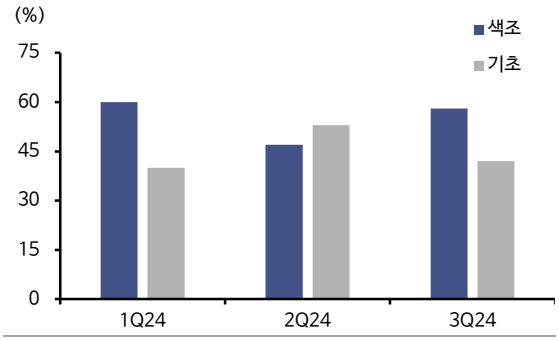
자료: 회사 자료, 신한투자증권

중국 이스트법인 매출액 및 매출성장률 추이



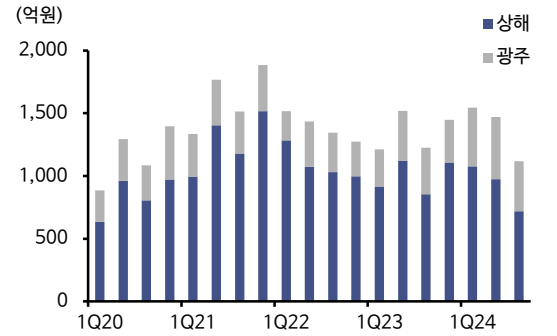
자료: 회사 자료, 신한투자증권

중국 이스트법인 기초와 색조 카테고리 매출 비중



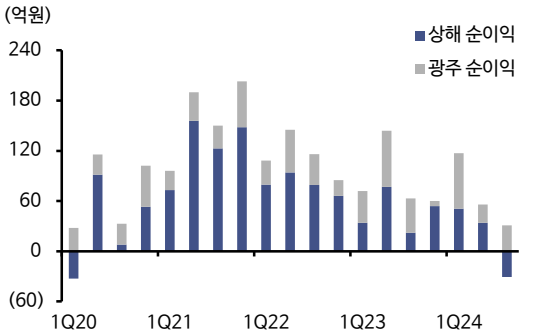
자료: 회사 자료, 신한투자증권

중국 이스트법인 법인별 매출액 추이



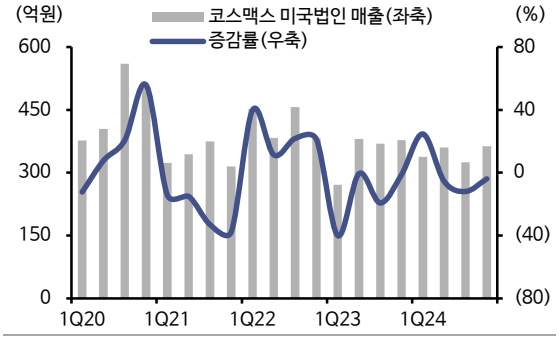
자료: 회사 자료, 신한투자증권

중국 이스트법인 법인별 순이익 추이



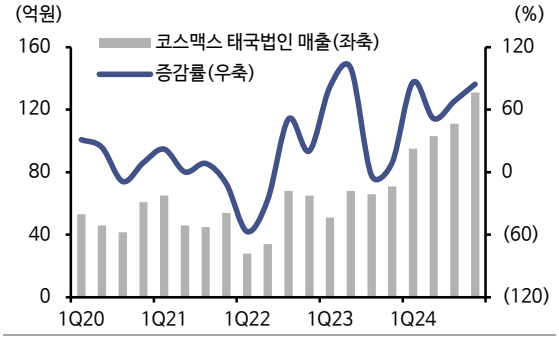
자료: 회사 자료, 신한투자증권

코스맥스 미국법인 매출액 추이



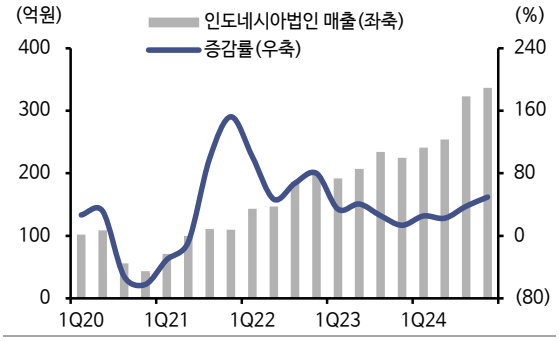
자료: 회사 자료, 신한투자증권

코스맥스 태국법인 매출액 추이



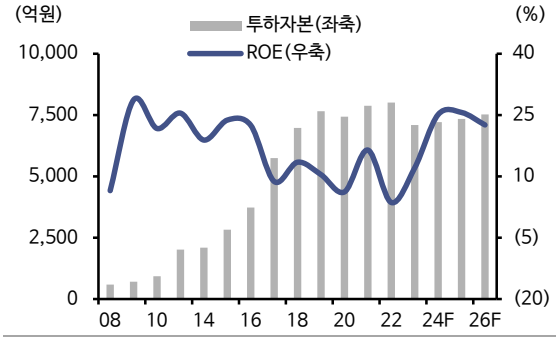
자료: 회사 자료, 신한투자증권

코스맥스 인도네시아법인 매출액 추이



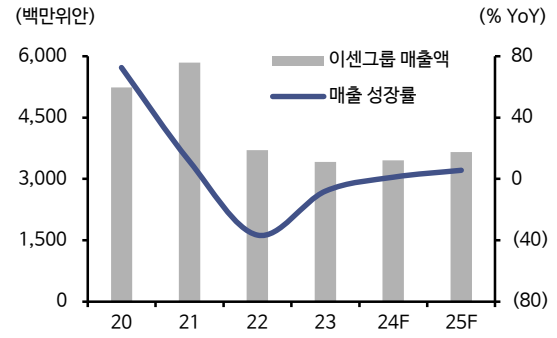
자료: 회사 자료, 신한투자증권

코스맥스 ROE 개선 추이



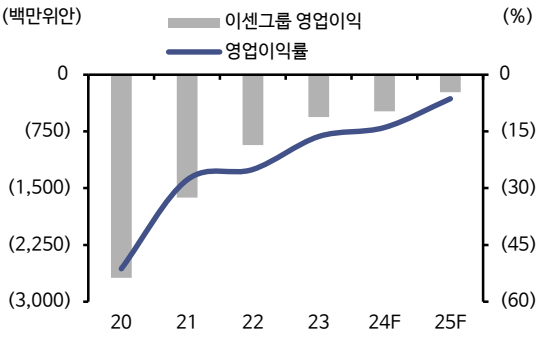
자료: 회사 자료, 신한투자증권

이센그룹 매출액 및 매출성장률 추이



자료: Bloomberg, 신한투자증권

이센그룹 영업이익 및 영업이익률 추이



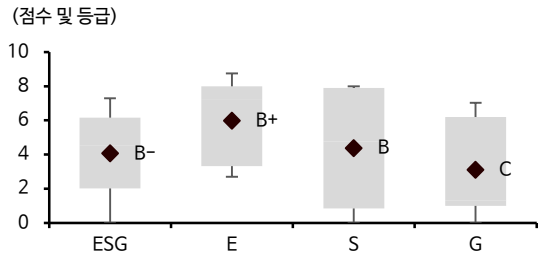
자료: Bloomberg, 신한투자증권

ESG Insight

Analyst Comment

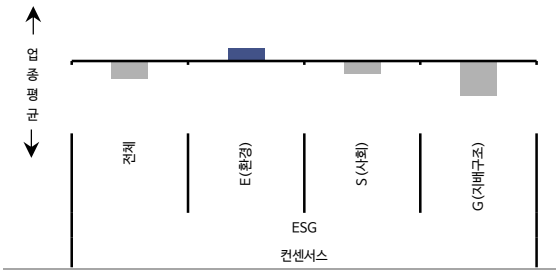
- 환경 이슈에 대응하고자 코스맥스뿐만 아니라, 국내외 계열사 9개 사업장을 대상으로 온실가스 배출량 엄격히 관리
- 2022년 12월, 여성가족부의 가족친화 기업인증 획득. 재택근무, 시차출퇴근 등의 유연근무제와 육아휴직제도 활용 중
- 주주환원을 위한 배당 규모 결정 시, 개별 당기순이익의 30% 내외를 배당하고 있으며 배당 규모 2017년부터 증가세

신한 ESG 컨센서스 분포



자료: 신한투자증권

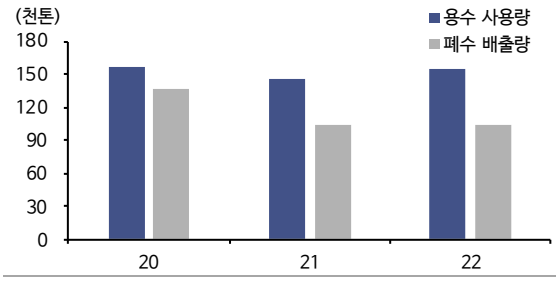
ESG 컨센서스 업종 대비 점수 차



자료: 신한투자증권

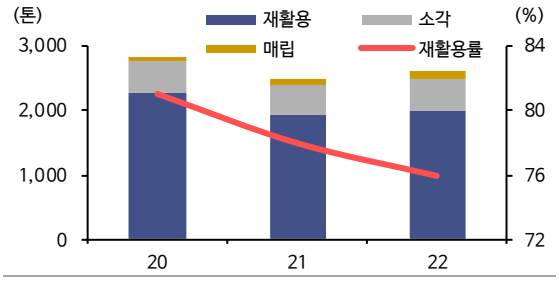
Key Chart

수질오염물질: 배출허용 기준보다 강화된 기준으로 관리



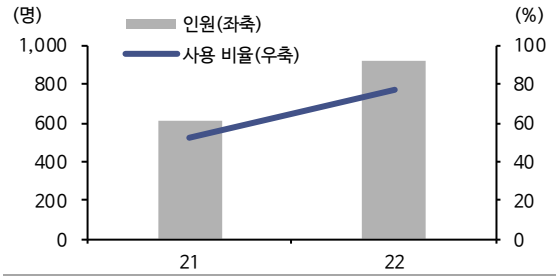
자료: 코스맥스, 신한투자증권

폐기물: 매립, 소각 처리되는 폐기물 최소화할 방침



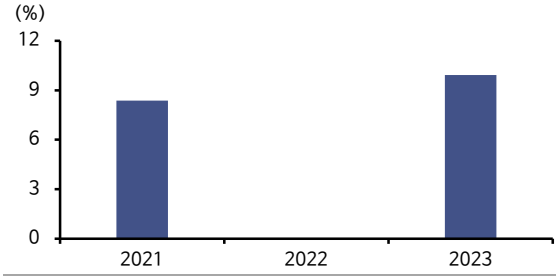
자료: 코스맥스, 신한투자증권

일과 삶의 균형: 유연근무제 활용 현황



자료: 코스맥스, 신한투자증권

배당성향: 개별 당기순이익 30% 내외 배당 목표



자료: 코스맥스, 신한투자증권

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
자산총계	**1,396.5**	**1,557.1**	**1,763.8**	**2,005.5**	**2,230.1**
유동자산	737.2	821.6	1,022.3	1,258.7	1,471.1
현금및현금성자산	169.1	256.9	352.9	474.7	603.2
매출채권	302.8	271.5	324.4	382.1	424.5
재고자산	202.3	218.4	260.9	307.4	341.5
비유동자산	659.3	735.4	741.0	745.8	758.0
유형자산	490.6	546.8	543.1	536.3	539.9
무형자산	49.6	54.3	49.5	45.9	43.2
투자자산	69.7	81.7	95.6	110.9	122.1
기타금융업자산	0.0	0.0	0.5	1.0	1.0
부채총계	**952.2**	**1,198.5**	**1,306.1**	**1,418.7**	**1,500.2**
유동부채	812.0	873.8	966.2	1,062.6	1,135.7
단기차입금	434.0	402.7	409.2	411.7	417.2
매입채무	175.8	240.8	287.7	338.9	376.5
유동성장기부채	69.8	34.7	35.7	36.7	36.2
비유동부채	140.2	324.7	339.8	356.0	364.5
사채	36.5	47.5	48.3	48.6	48.1
장기차입금(장기금융부채 포함)	54.4	211.3	212.8	214.7	213.4
기타금융업부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	**444.2**	**358.6**	**457.7**	**586.8**	**729.8**
자본금	5.7	5.7	5.7	5.7	5.7
자본잉여금	286.8	28.5	28.5	28.5	28.5
기타자본	(0.3)	(0.3)	(0.3)	(0.3)	(0.3)
기타포괄이익누계액	21.4	15.6	25.6	26.6	28.1
이익잉여금	267.5	313.1	410.9	540.3	683.4
지배주주지분	**581.1**	**362.6**	**470.3**	**600.8**	**745.3**
비지배주주지분	(136.9)	(4.0)	(12.6)	(14.0)	(15.5)
*총차입금	607.9	712.6	725.6	734.8	740.5
*순차입금(순현금)	422.6	415.2	329.5	213.9	89.0

포괄손익계산서

12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	**1,600.1**	**1,777.5**	**2,123.3**	**2,501.7**	**2,779.0**
증감률 (%)	0.5	11.1	19.5	17.8	11.1
매출원가	**1,394.9**	**1,483.8**	**1,748.4**	**2,036.4**	**2,262.1**
매출총이익	**205.3**	**293.6**	**375.0**	**465.3**	**516.9**
매출총이익률 (%)	12.8	16.5	17.7	18.6	18.6
판매관리비	**152.2**	**178.0**	**199.3**	**234.8**	**258.4**
영업이익	**53.1**	**115.7**	**175.7**	**230.5**	**258.5**
증감률 (%)	(56.7)	117.9	51.8	31.2	12.1
영업이익률 (%)	3.3	6.5	8.3	9.2	9.3
영업외손익	(46.9)	(31.5)	(23.3)	(14.6)	(19.4)
금융손익	(17.9)	(23.4)	(23.8)	(16.0)	(19.9)
기타영업외손익	(29.0)	(6.2)	2.3	3.3	1.8
종속 및 관계기업관련손익	0.0	(1.9)	(1.9)	(1.9)	(1.4)
세전계속사업이익	**6.2**	**84.2**	**152.4**	**215.9**	**239.0**
법인세비용	22.6	46.4	56.4	79.9	88.4
계속사업이익	(16.4)	37.8	96.0	136.0	150.6
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	**(16.4)**	**37.8**	**96.0**	**136.0**	**150.6**
증감률 (%)	적전	흑전	154.0	41.7	10.7
순이익률 (%)	(1.0)	2.1	4.5	5.4	5.4
(지배주주)당기순이익	20.8	57.1	104.6	137.4	152.1
(비지배주주)당기순이익	(37.3)	(19.3)	(8.6)	(1.4)	(1.5)
총포괄이익	(14.9)	29.2	106.0	137.0	152.1
(지배주주)총포괄이익	31.8	51.4	186.9	241.6	268.1
(비지배주주)총포괄이익	(46.7)	(22.3)	(80.9)	(104.6)	(116.1)
EBITDA	**111.9**	**175.1**	**255.6**	**307.7**	**335.0**
증감률 (%)	(35.8)	56.5	46.0	20.4	8.9
EBITDA 이익률 (%)	7.0	9.9	12.0	12.3	12.1

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동으로인한현금흐름	**102.5**	**231.0**	**156.2**	**187.5**	**210.5**
당기순이익	(16.4)	37.8	96.0	136.0	150.6
유형자산상각비	54.9	55.7	75.1	73.6	73.8
무형자산상각비	3.9	3.8	4.8	3.6	2.7
외화환산손실(이익)	5.2	1.8	0.3	(5.0)	2.0
자산처분손실(이익)	0.5	(1.3)	(1.3)	(1.3)	(1.3)
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	(0.0)	1.9	(9.4)	(9.4)	(9.4)
운전자본변동	28.2	78.8	(8.6)	(9.3)	(7.1)
(법인세납부)	(44.6)	(26.5)	(56.4)	(79.9)	(88.4)
기타	70.8	79.0	55.7	79.2	87.6
투자활동으로인한현금흐름	**(31.3)**	**(104.5)**	**(76.3)**	**(76.9)**	**(88.7)**
유형자산의증가(CAPEX)	(84.2)	(86.3)	(61.5)	(65.8)	(76.0)
유형자산의감소	1.6	4.9	0.0	0.0	0.0
무형자산의감소(증가)	(0.1)	(3.8)	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	57.6	(20.3)	(12.1)	(13.4)	(9.3)
기타	(6.2)	1.0	(2.7)	2.3	(3.4)
FCF	(160.9)	177.7	108.1	133.6	146.5
재무활동으로인한현금흐름	**3.5**	**(39.2)**	**7.3**	**2.4**	**(2.2)**
차입금의 증가(감소)	26.1	(23.4)	13.0	9.2	5.8
자기주식의처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금	(6.3)	0.0	(5.7)	(6.8)	(7.9)
기타	(16.3)	(15.8)	0.0	0.0	(0.1)
기타현금흐름	0.0	0.0	13.1	13.8	8.8
연결범위변동으로인한현금의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	(5.2)	0.4	(4.5)	(5.0)	0.0
현금의증가(감소)	**69.6**	**87.7**	**95.8**	**121.8**	**128.4**
기초현금	99.8	169.4	257.1	352.9	474.7
기말현금	169.4	257.1	352.9	474.7	603.2

자료: 회사 자료, 신한투자증권

주요 투자지표

12월 결산	2022	2023	2024F	2025F	2026F
EPS (당기순이익, 원)	(1,449)	3,331	8,458	11,985	13,268
EPS (지배순이익, 원)	1,837	5,034	9,219	12,105	13,401
BPS (자본총계, 원)	39,142	31,593	40,332	51,706	64,307
BPS (지배지분, 원)	51,203	31,941	41,442	52,935	65,669
DPS (원)	0	500	600	700	800
PER (당기순이익, 배)	(51.1)	38.0	15.7	11.1	10.0
PER (지배순이익, 배)	40.3	25.1	14.4	11.0	9.9
PBR (자본총계, 배)	1.9	4.0	3.3	2.6	2.1
PBR (지배지분, 배)	1.4	4.0	3.2	2.5	2.0
EV/EBITDA (배)	10.1	10.5	7.1	5.6	4.7
배당성향 (%)	0.0	9.9	6.5	5.8	6.0
배당수익률 (%)	0.0	0.4	0.5	0.5	0.6
수익성					
EBITTDA 이익률 (%)	7.0	9.9	12.0	12.3	12.1
영업이익률 (%)	3.3	6.5	8.3	9.2	9.3
순이익률 (%)	(1.0)	2.1	4.5	5.4	5.4
ROA (%)	(1.2)	2.6	5.8	7.2	7.1
ROE (지배순이익, %)	3.6	12.1	25.1	25.7	22.6
ROIC (%)	(18.5)	7.0	15.5	20.0	21.9
안정성					
부채비율 (%)	214.3	334.3	285.3	241.8	205.6
순차입금비율 (%)	95.1	115.8	72.0	36.4	12.2
현금비율 (%)	20.8	29.4	36.5	44.7	53.1
이자보상배율 (배)	2.5	3.6	5.0	6.5	7.2
활동성					
순운전자본회전율 (회)	6.1	9.6	17.9	17.7	17.3
재고자산회수기간 (일)	48.6	43.2	41.2	41.5	42.6
매출채권회수기간 (일)	74.4	59.0	51.2	51.5	53.0

자료: 회사 자료, 신한투자증권

한국콜마 (161890)

더 많이 빠진 주가

2024년 11월 27일

✓ 투자판단	매수 (유지)	✓ 목표주가	96,000 원 (유지)
✓ 상승여력	76.1%	✓ 현재주가 (11 월 26 일)	54,500 원

신한생각 2% 부족했는데 주가는 10% 이상 하락

유일하게 2024년 하반기 컨센서스를 높였던 화장품사인데 실제 발표된 실적은 기대보다 부족해 주가도 조정. 성장률로는 여전히 수출 중심의 업황 호조세가 이어지고 있음. 4Q24 컨센서스 재정비 후 주가 추세 다잡을 것으로 기대. 투자 심리 약세지만 중장기 투자 매력 여전히 유효

한국법인 성장률 유지, 한국외 자회사 눈높이 조정 중

2024년 매출과 영업이익은 전년대비(이하 동일) 15%, 57% 성장 마무리할 것으로 전망. 2025년에도 매출과 영업이익은 13%, 31% 성장할 것으로 예상해 고성장 추세 유지 전망. ODM 본업 성장세는 견조

한국 생산법인 내 썬제품(UV차단)의 수출 수요가 미국뿐 아니라 전세계적으로 확대되는 양상. 3Q24에도 썬제품 매출 비중은 35%로 직전 분기 수준을 유지해 마진 기여한 바 있음. 월별 추세는 7월 〉 8월 = 9월이며, 10~11월에는 9월 대비 수주 성과가 나아지는 것으로 파악

미국 & 캐나다법인 영업적자 기조는 당분간 유지될 전망. 중국도 소비 경기 부진 영향에 매출과 이익 성장 부재. 다만 미국과 중국 각기 다른 형태의 경기 부양 의지 있어 뉴스플로우에 따른 투자 심리 개선 가능성 높음. 이노엔은 케이캡 매출 지연 및 컨디션 음료 경쟁 심화로 이익 성장 부재

Valuation & Risk: 실망감은 주가에 반영

성장률 감안 시 현 P/E는 10배 이하로 매수하기에 합리적이라는 판단. 장기적으로는 미국 보호무역주의 기조 강화 흐름 속에서 미국 생산법인의 메리트가 부각될 것으로 기대. 펀더멘탈 내용 대비 주가 하락 과도

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	지배순이익 (십억원)	PER (배)	ROE (%)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	DY (%)
2022	1,865.7	73.3	(22.0)	-	-	1.5	17.1	1.2
2023	2,155.7	136.1	5.2	236.2	0.8	1.9	12.3	1.1
2024F	2,484.5	213.7	94.0	13.6	13.2	1.7	8.7	1.3
2025F	2,798.6	279.9	136.0	9.5	16.1	1.4	6.9	1.5
2026F	3,165.2	335.3	164.5	7.8	16.6	1.2	5.8	1.7

자료: 회사 자료, 신한투자증권

[화장품]

박현진 연구위원
✉ hpark@shinhan.com

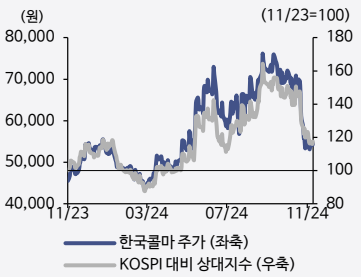
주지은 연구원
✉ jieun.ju@shinhan.com

Revision	
실적추정치	유지
Valuation	유지

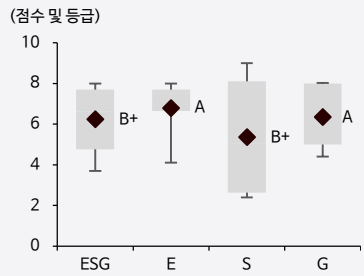
시가총액	1,286.5 십억원
발행주식수(유동비율)	23.6 백만주(73.4%)
52 주 최고가/최저가	76,200 원/43,500 원
일평균 거래액 (60 일)	21,442 백만원
외국인 지분율	35.7%
주요주주 (%)	
한국콜마홀딩스 외 23 인	26.6
NIHON KOLMAR	11.8

수익률 (%)	1M	3M	12M	YTD
절대	(17.9)	(17.2)	12.6	1.9
상대	(15.9)	(11.3)	11.5	7.9

주가



ESG 컨센서스

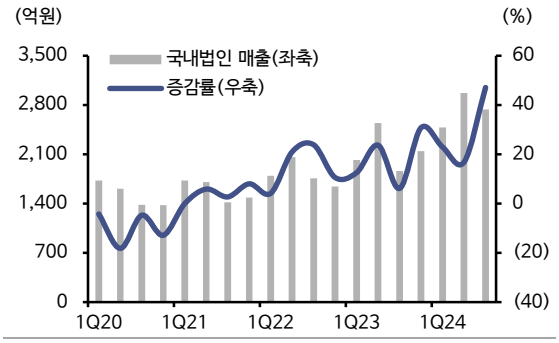


한국콜마 분기, 연간 실적 전망

(억원,%)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	2023	2024F	2025F
연결매출	4,877	5,997	5,164	5,519	5,748	6,603	6,265	6,229	21,557	24,845	27,986
% YoY	18.8	19.3	9.1	15.2	17.9	10.1	21.3	12.9	15.5	15.3	12.6
영업이익	121	557	310	381	324	717	545	551	1,361	2,137	2,799
% YoY	(6.6)	65.8	71.3	339.2	168.7	28.7	75.7	44.6	85.7	57.0	31.0
% OPM	2.5	9.3	6.0	6.9	5.6	10.9	8.7	8.8	6.3	8.6	10.0

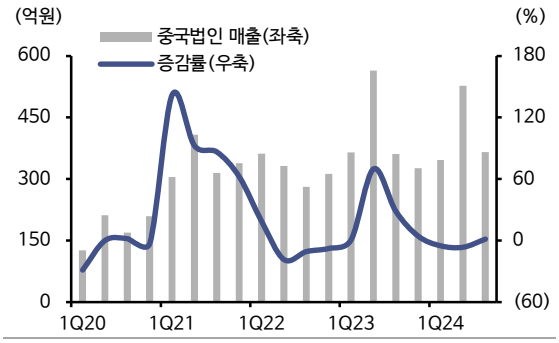
자료: 신한투자증권

한국콜마 한국법인 매출 및 증감률 추이



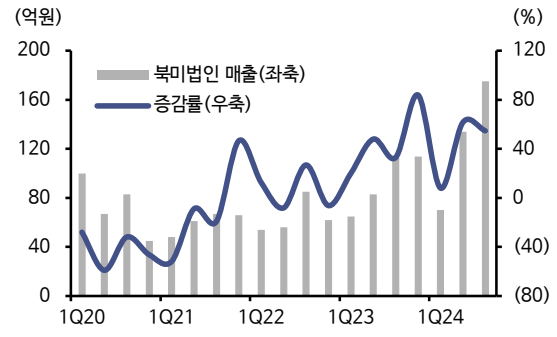
자료: 회사 자료, 신한투자증권

한국콜마 중국법인 매출 및 증감률 추이



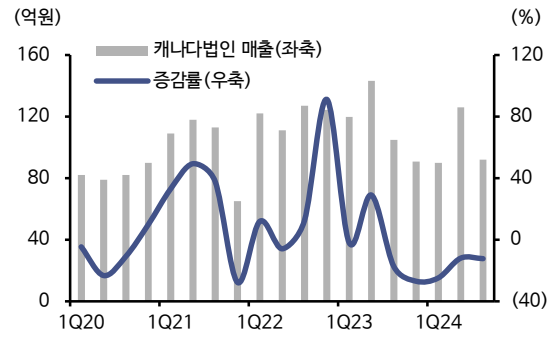
자료: 회사 자료, 신한투자증권

한국콜마 북미법인 매출 및 증감률 추이



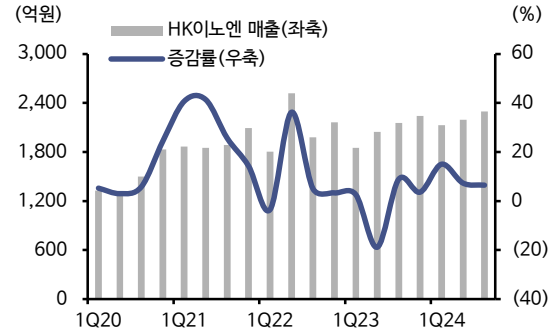
자료: 회사 자료, 신한투자증권

한국콜마 캐나다법인 매출 및 증감률 추이



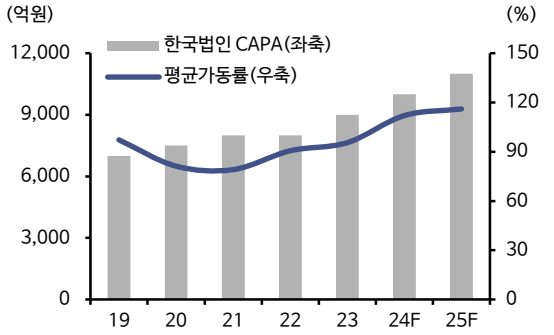
자료: 회사 자료, 신한투자증권

한국콜마 자회사 HK이노엔 매출 및 증감률 추이



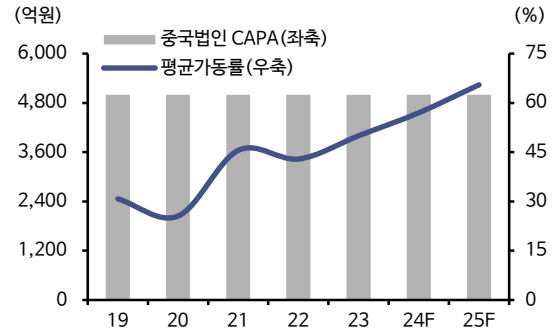
자료: 회사 자료, 신한투자증권

한국콜마 한국법인 생산가능 매출 및 가동률 추정



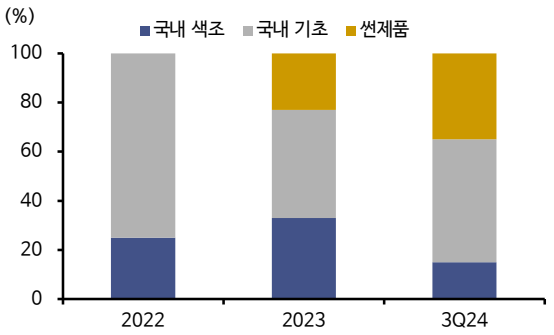
자료: 회사 자료, 신한투자증권

한국콜마 중국법인 생산가능 매출 및 가동률 추정



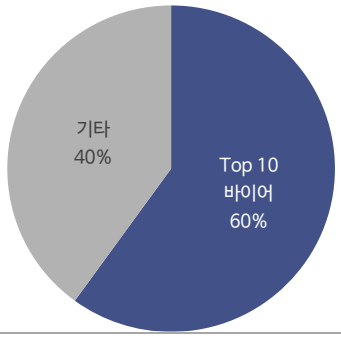
자료: 회사 자료, 신한투자증권

한국법인 카테고리별 매출 비중 추이



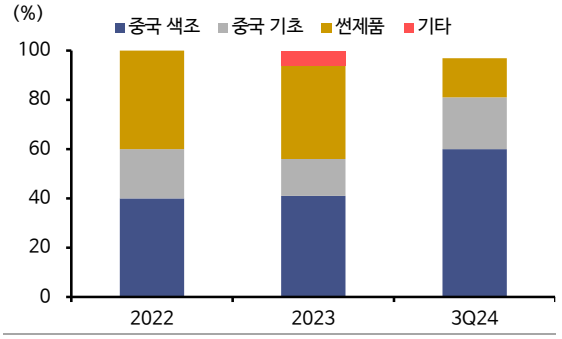
자료: 회사 자료, 신한투자증권

한국법인 주요 바이어 매출 비중



자료: 회사 자료, 신한투자증권

중국법인 카테고리별 매출 비중 추이



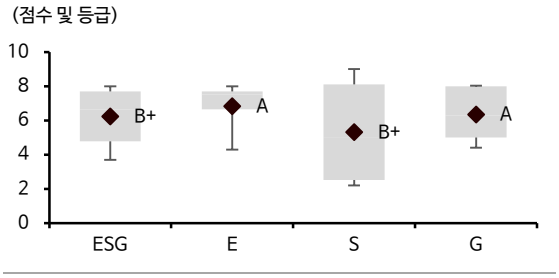
자료: 회사 자료, 신한투자증권

ESG Insight

Analyst Comment

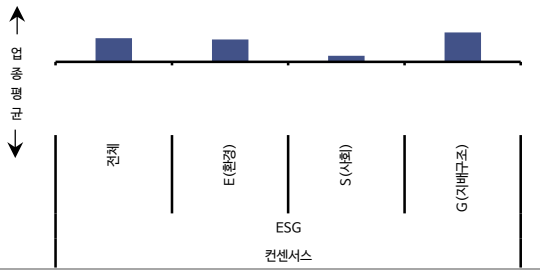
- 친환경 원부자재 개발(용기 구조 단순화, 종이 팔레트 사용) 활동을 통해 플라스틱 사용량을 감소하고 있음
- 여성 인재 유지 및 육성을 위해 유연근무제, 반반차 제도, 양육지원 제도 등 가족친화제도 적극적 운영 중
- 2012년부터 11년 연속 감소 없는 꾸준한 배당 증액으로 기업 성장에 따른 결실을 주주가 고루 누릴 수 있게 노력

신한 ESG 컨센서스 분포



자료: 신한투자증권

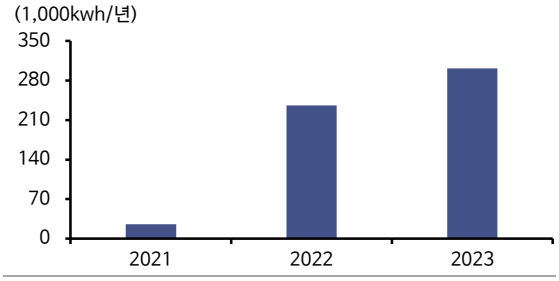
ESG 컨센서스 업종 대비 점수 차



자료: 신한투자증권

Key Chart

재생에너지 발전 현황(세종사업장)



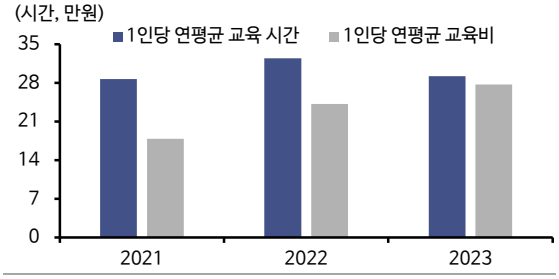
자료: 한국콜마, 신한투자증권

환경친화적 화장품 포장재 공동 개발 현황

공동개발사	개발 제품	달성 매출액(백만원)
이루팩	클리어 쿠션	100
대진	종이튜브	9
에이텍	ALL PP 패드자	32
연우	종이튜브	4.4
일창산업	사각패드용기(리필)	4,561

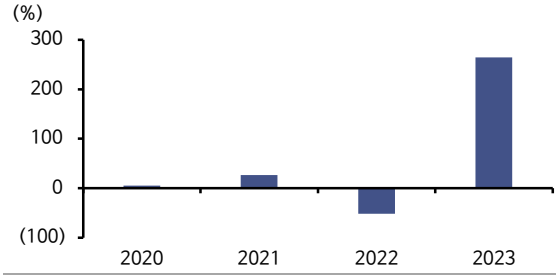
자료: 한국콜마, 신한투자증권

국내 임직원 인당 교육 비용 및 시간



자료: 한국콜마, 신한투자증권

주주환원: 배당성향 추이



자료: 한국콜마, 신한투자증권

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
자산총계	**2,933.3**	**3,009.4**	**3,163.2**	**3,509.7**	**3,815.6**
유동자산	816.3	898.4	1,027.5	1,340.1	1,647.2
현금및현금성자산	220.1	170.8	191.1	399.7	585.4
매출채권	258.8	318.1	366.6	413.0	467.1
재고자산	239.4	280.9	323.8	364.7	412.5
비유동자산	2,117.0	2,111.1	2,135.7	2,169.6	2,168.4
유형자산	608.8	660.4	688.0	723.9	737.7
무형자산	1,301.8	1,271.0	1,264.2	1,258.5	1,239.4
투자자산	39.9	53.4	57.2	60.9	65.1
기타금융업자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	**1,463.8**	**1,590.8**	**1,598.6**	**1,761.4**	**1,859.9**
유동부채	868.1	1,283.7	1,282.1	1,433.0	1,520.2
단기차입금	311.7	400.0	400.5	401.5	403.0
매입채무	160.2	190.5	219.5	247.3	279.7
유동성장기부채	207.6	438.4	368.4	453.4	463.4
비유동부채	595.7	307.1	316.4	328.4	339.7
사채	299.5	59.9	58.9	57.4	57.9
장기차입금(장기금융부채 포함)	235.2	189.5	191.0	196.0	197.0
기타금융업부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	**1,469.5**	**1,418.6**	**1,564.6**	**1,748.3**	**1,955.7**
자본금	11.4	11.4	11.4	11.4	11.4
자본잉여금	264.5	262.3	262.3	262.3	262.3
기타자본	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
기타포괄이익누계액	4.1	6.8	51.8	77.8	92.8
이익잉여금	383.7	367.6	445.1	562.2	705.5
지배주주지분	**664.1**	**648.6**	**771.1**	**914.2**	**1,072.5**
비지배주주지분	805.4	770.0	793.5	834.1	883.2
*총차입금	1,067.9	1,103.4	1,036.8	1,128.5	1,144.2
*순차입금(순현금)	764.3	820.9	719.1	587.9	401.2

포괄손익계산서

12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	**1,865.7**	**2,155.7**	**2,484.5**	**2,798.6**	**3,165.2**
증감률 (%)	17.6	15.5	15.3	12.6	13.1
매출원가	**1,396.9**	**1,577.5**	**1,771.5**	**1,959.0**	**2,204.6**
매출총이익	**468.8**	**578.1**	**713.1**	**839.6**	**960.6**
매출총이익률 (%)	25.1	26.8	28.7	30.0	30.4
판매관리비	**395.6**	**442.0**	**499.4**	**559.7**	**625.3**
영업이익	**73.3**	**136.1**	**213.7**	**279.9**	**335.3**
증감률 (%)	(13.0)	85.8	56.9	31.0	19.8
영업이익률 (%)	3.9	6.3	8.6	10.0	10.6
영업외손익	(56.3)	(101.8)	(56.9)	(44.4)	(50.5)
금융손익	(24.4)	(34.9)	(36.9)	(23.0)	(19.1)
기타영업외손익	(30.8)	(70.2)	(24.2)	(26.2)	(36.2)
종속 및 관계기업관련손익	(1.2)	3.3	4.1	4.8	4.8
세전계속사업이익	**17.0**	**34.3**	**156.7**	**235.5**	**284.8**
법인세비용	21.1	9.2	39.2	58.9	71.2
계속사업이익	(4.1)	25.1	117.5	176.6	213.6
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	**(4.1)**	**25.1**	**117.5**	**176.6**	**213.6**
증감률 (%)	적전	흑전	367.6	50.3	21.0
순이익률 (%)	(0.2)	1.2	4.7	6.3	6.7
(지배주주)당기순이익	(22.0)	5.2	94.0	136.0	164.5
(비지배주주)당기순이익	17.9	19.9	23.5	40.6	49.1
총포괄이익	14.6	14.4	162.5	202.6	228.6
(지배주주)총포괄이익	(8.2)	(1.9)	(21.7)	(27.0)	(30.5)
(비지배주주)총포괄이익	22.7	16.3	184.2	229.6	259.1
EBITDA	**148.7**	**229.9**	**322.9**	**391.5**	**445.7**
증감률 (%)	4.3	54.6	40.4	21.3	13.8
EBITDA 이익률 (%)	8.0	10.7	13.0	14.0	14.1

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동으로인한현금흐름	**90.8**	**112.2**	**208.4**	**261.6**	**294.1**
당기순이익	(4.1)	25.1	117.5	176.6	213.6
유형자산상각비	61.6	72.7	87.4	90.5	91.2
무형자산상각비	13.8	21.1	21.8	21.2	19.1
외화환산손실(이익)	5.3	0.0	4.9	(4.9)	(4.9)
자산처분손실(이익)	(0.2)	(0.3)	(0.3)	(0.3)	(0.3)
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	1.2	(2.5)	0.8	0.8	0.8
운전자본변동	(32.3)	(76.2)	(22.4)	(21.1)	(24.2)
(법인세납부)	(33.1)	(18.1)	(39.2)	(58.9)	(71.2)
기타	78.6	90.4	37.9	57.7	70.0
투자활동으로인한현금흐름	**(145.2)**	**(155.7)**	**(112.3)**	**(132.2)**	**(104.6)**
유형자산의증가(CAPEX)	(37.8)	(106.8)	(75.0)	(105.0)	(90.0)
유형자산의감소	5.3	0.6	0.0	0.0	0.0
무형자산의감소(증가)	(17.4)	(16.3)	(15.0)	(15.5)	0.0
투자자산의감소(증가)	286.7	40.2	(3.8)	(3.6)	(4.2)
기타	(382.0)	(73.4)	(18.5)	(8.1)	(10.4)
FCF	**3.6**	**78.4**	**165.9**	**189.3**	**240.1**
재무활동으로인한현금흐름	**82.0**	**(8.4)**	**(80.4)**	**75.2**	**(3.2)**
차입금의 증가(감소)	135.1	21.5	(66.6)	91.8	15.6
자기주식의처분(취득)	24.2	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금	(14.8)	(16.6)	(13.7)	(16.5)	(18.9)
기타	(62.5)	(13.3)	(0.1)	(0.1)	0.1
기타현금흐름	0.0	0.0	4.5	4.1	(0.5)
연결범위변동으로인한현금의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	1.3	2.6	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	**28.9**	**(49.2)**	**20.3**	**208.6**	**185.7**
기초현금	191.2	220.1	170.8	191.1	399.7
기말현금	220.1	170.8	191.1	399.7	585.4

자료: 회사 자료, 신한투자증권

주요 투자지표

12월 결산	2022	2023	2024F	2025F	2026F
EPS (당기순이익, 원)	(179)	1,099	4,998	7,482	9,050
EPS (지배순이익, 원)	(961)	227	3,999	5,761	6,969
BPS (자본총계, 원)	64,222	61,998	66,283	74,066	82,851
BPS (지배지분, 원)	29,024	28,347	32,668	38,730	45,435
DPS (원)	500	600	700	800	900
PER (당기순이익, 배)	(237.7)	48.8	10.9	7.3	6.0
PER (지배순이익, 배)	(44.3)	236.2	13.6	9.5	7.8
PBR (자본총계, 배)	0.7	0.9	0.8	0.7	0.7
PBR (지배지분, 배)	1.5	1.9	1.7	1.4	1.2
EV/EBITDA (배)	17.1	12.3	8.7	6.9	5.8
배당성향 (%)	(52.0)	264.4	17.6	13.9	12.9
배당수익률 (%)	1.2	1.1	1.3	1.5	1.7
수익성					
EBITTDA 이익률 (%)	8.0	10.7	13.0	14.0	14.1
영업이익률 (%)	3.9	6.3	8.6	10.0	10.6
순이익률 (%)	(0.2)	1.2	4.7	6.3	6.7
ROA (%)	(0.1)	0.8	3.8	5.3	5.8
ROE (지배순이익, %)	(3.3)	0.8	13.2	16.1	16.6
ROIC (%)	0.0	4.4	7.8	9.9	11.6
안정성					
부채비율 (%)	99.6	112.1	102.2	100.7	95.1
순차입금비율 (%)	52.0	57.9	46.0	33.6	20.5
현금비율 (%)	25.4	13.3	14.9	27.9	38.5
이자보상배율 (배)	2.2	3.0	4.8	6.2	7.1
활동성					
순운전자본회전율 (회)	10.9	11.8	12.3	12.2	12.2
재고자산회수기간 (일)	44.0	44.1	44.4	44.9	44.8
매출채권회수기간 (일)	47.4	48.8	50.3	50.8	50.7

자료: 회사 자료, 신한투자증권

코스메카코리아 (241710)

다시 담아두면 좋을 때

2024년 11월 27일

✓ 투자판단	Not Rated	✓ 목표주가	-
✓ 상승여력	-	✓ 현재주가 (11월 26일)	52,700원

신한생각 앞으로 보일 성장 대비 너무 빠진 주가

지금은 2025년에 집중해봐야 할 시점. 내수와 수출 중심의 한국 수주량은 견조하게 성장 중. 한국법인의 여유로운 가동률 추이가 매출 상승여력을 키우는데 일조할 것. 문제는 잉글우드랩. 다만 4Q24부터 잉글우드랩도 점진적 실적 회복 예상되어 다운사이드 리스크보다 업사이드 고민 필요

국내법인 고성장, 해외법인 회복 기대

2024년 매출과 영업이익은 전년대비(이하 동일) 21%, 35% 성장 마무리할 것으로 전망. 2025년에도 매출과 영업이익은 17%, 26% 성장할 것으로 예상해 고성장 추세 유지 전망. 2025년 실적 추정치 상향에 필요한 조건은 잉글우드랩 실적 개선 정도. 3Q24까지 한국법인 중심으로 이익레버리지 효과 극대화 중. 중국은 소비 경기 부진으로 예상 가능한 수준의 실적 부진 추세 유지. 중국법인은 적자폭 키우지 않는 선에서 관리될 전망

문제가 되던 법인은 잉글우드랩의 인천공장. 일부 고객사 물량이 중국산 용기 발주 지연으로 10~11월까지도 공급 차질. 중국이 미국향 수출품목에 대한 관세 급등을 우려한 물량 밀어넣기가 선적 지연을 유발하는 것으로 파악. 12월부턴 완연히 회복 전망. 4Q24 미국 매출 20~25%(전분기대비) 성장 목표 제시. 법인별 현재 가동률은 한국 36%, 잉글우드랩 31%, 중국 23% 수준으로 타사 대비 높은 생산가능여력을 보임. 한국법인은 올해 기초 수주가 강세를 보여 마진 상승 견인 중. 클렌징오일 수주 증가 긍정적

Valuation & Risk: 성장성 대비 밸류에이션 매력 유효

과하게 높았던 실적 기대치를 낮추는 중. 장기적으로는 미국 보호무역주의 기조 강화 흐름속에서 잉글우드랩의 메리트 부각될 것으로 기대. 2025년 성장률과 이익 레벨 감안할 때 주가 하락 과도했던 면 있어 관심 필요

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	지배순이익 (십억원)	PER (배)	ROE (%)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	DY (%)
2022	399.4	10.4	2.7	41.2	1.8	0.7	9.7	-
2023	470.7	49.2	22.3	17.4	14.1	2.3	8.0	-
2024F	567.2	66.5	39.5	14.2	20.8	2.7	8.3	0.2
2025F	660.8	83.8	48.6	11.6	20.3	2.1	6.6	0.2
2026F	756.6	99.6	58.5	9.6	19.5	1.7	5.3	0.2

자료: 회사 자료, 신한투자증권

[화장품]

박현진 연구위원
✉ hpark@shinhan.com

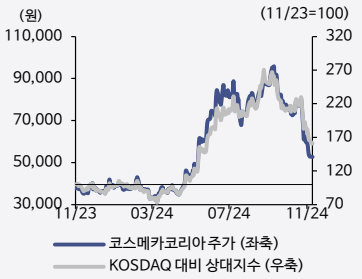
주지은 연구원
✉ jieun.ju@shinhan.com

Revision	
실적추정치	유지
Valuation	N/R

시가총액	562.8 십억원
발행주식수(유동비율)	10.7 백만주(60.0%)
52주 최고가/최저가	95,900 원/31,350 원
일평균 거래액 (60일)	14,507 백만원
외국인 지분율	9.2%
주요주주 (%)	
박은희 외 3 인	39.0
국민연금공단	11.9

수익률 (%)	1M	3M	12M	YTD
절대	(27.3)	(32.4)	38.3	45.0
상대	(23.7)	(25.3)	62.6	83.8

주가

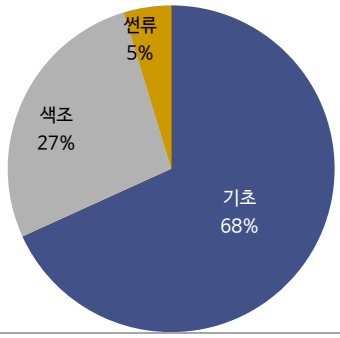


코스메카코리아 분기, 연간 실적 전망

(억원, %)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	2022	2023	2024F
연결매출	**1,159**	**1,157**	**1,164**	**1,227**	**1,256**	**1,438**	**1,266**	**3,994**	**4,707**	**5,672**
한국법인	659	667	664	697	688	946	825	2,274	2,686	-
미국법인	460	493	544	572	526	460	411	1,515	2,068	-
중국법인	128	111	125	140	122	107	93	473	504	-
매출 성장률										
연결매출	30.3	15.2	12.4	15.3	8.3	24.3	8.8	0.7	17.9	20.5
한국법인	29.6	10.8	16.3	17.5	4.3	41.9	24.3	4.6	18.1	-
미국법인	46.7	36.3	26.7	38.4	14.2	(6.7)	(24.4)	(5.8)	36.5	-
중국법인	19.1	1.4	13.6	(4.0)	(5.1)	(3.5)	(25.5)	(8.4)	6.6	-
영업이익	**93**	**112**	**137**	**150**	**137**	**181**	**152**	**104**	**492**	**665**
% of sales	**8.0**	**9.7**	**11.8**	**12.2**	**10.9**	**12.6**	**12.0**	**2.6**	**10.4**	**11.7**
한국법인	46	63	47	73	74	143	120	77	229	-
미국법인	56	62	92	80	66	43	41	99	289	-
중국법인	(3)	(6)	5	5	0	(1)	(3)	(45)	1	-
영업이익 성장률										
영업이익	146.2	20.6	22.7	9.7	(8.7)	31.8	11.0	(48.4)	374.1	35.3
한국법인	199.8	166.5	157.5	273.4	61.9	126.4	153.3	(8.1)	198.0	-
미국법인	508.7	140.5	150.2	178.8	19.2	(30.8)	(55.5)	(41.7)	192.0	-
중국법인	72.0	53.0	126.4	248.6	105.0	81.0	적전	적지	흑전	-

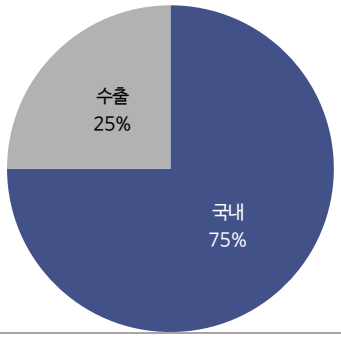
자료: 신한투자증권

한국법인 제품 유형별 매출 비중



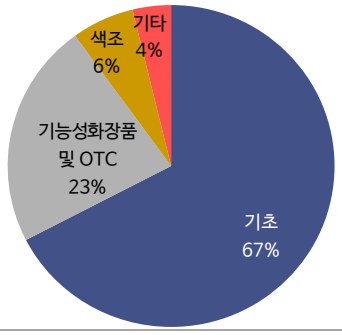
자료: 회사 자료, 신한투자증권

한국법인 지역별 매출 비중



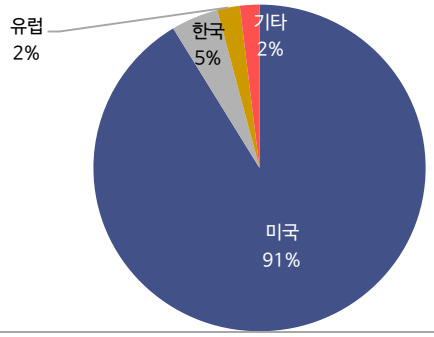
자료: 회사 자료, 신한투자증권

잉글우드랩 제품 유형별 매출 비중



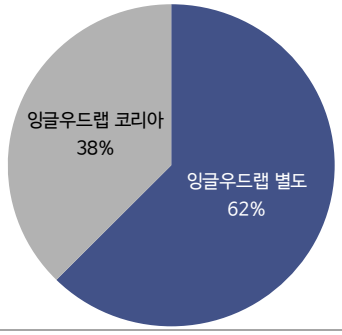
자료: 회사 자료, 신한투자증권

잉글우드랩 지역별 매출 비중



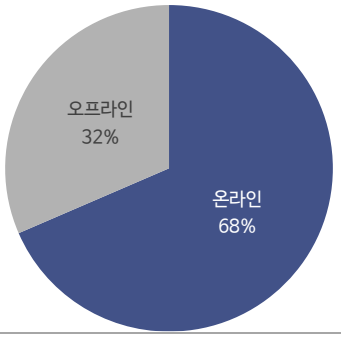
자료: 회사 자료, 신한투자증권

잉글우드랩 법인별 매출 비중



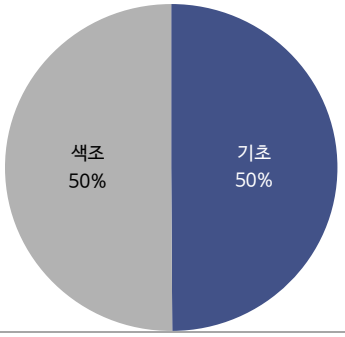
자료: 회사 자료, 신한투자증권

중국법인 유통 채널별 매출 비중



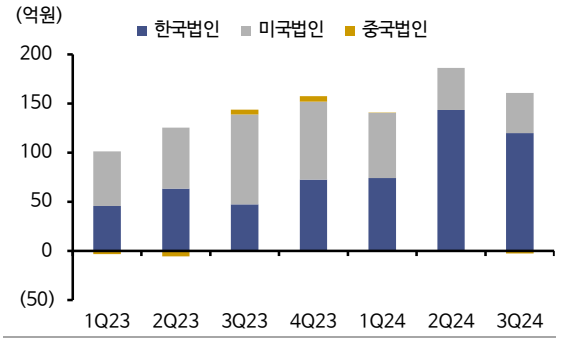
자료: 회사 자료, 신한투자증권

중국법인 제품 유형별 매출 비중



자료: 회사 자료, 신한투자증권

법인별 영업이익 추이



자료: 회사 자료, 신한투자증권

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
자산총계	**392.8**	**432.6**	**492.2**	**590.4**	**691.5**
유동자산	186.8	221.2	285.9	377.8	477.5
현금및현금성자산	26.0	32.9	59.1	113.5	174.9
매출채권	80.3	108.8	131.1	152.8	174.9
재고자산	71.2	65.6	79.1	92.2	105.5
비유동자산	206.0	211.4	206.2	212.7	214.0
유형자산	147.4	153.5	150.1	157.5	159.2
무형자산	40.2	37.8	35.7	34.5	33.9
투자자산	2.6	2.6	2.8	3.1	3.3
기타금융업자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	**185.7**	**190.5**	**194.7**	**218.3**	**235.4**
유동부채	143.0	154.6	154.3	174.6	190.3
단기차입금	66.0	56.8	51.8	55.8	55.8
매입채무	34.2	44.1	53.2	61.9	70.9
유동성장기부채	15.1	21.0	10.0	11.0	11.0
비유동부채	42.7	35.9	40.3	43.7	45.1
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금(장기금융부채 포함)	37.4	28.9	31.9	33.9	33.9
기타금융업부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	**207.0**	**242.2**	**297.5**	**372.1**	**456.1**
자본금	5.3	5.3	5.3	5.3	5.3
자본잉여금	58.4	58.4	58.4	58.4	58.4
기타자본	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타포괄이익누계액	5.1	5.6	8.6	18.6	24.6
이익잉여금	77.9	100.2	138.7	186.2	243.7
지배주주지분	**146.6**	**169.6**	**211.0**	**268.5**	**331.9**
비지배주주지분	60.4	72.6	86.5	103.6	124.2
*총차입금	121.0	108.7	96.2	103.6	104.0
*순차입금(순현금)	94.0	69.0	29.0	(19.4)	(81.8)

포괄손익계산서

12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	**399.4**	**470.7**	**567.2**	**660.8**	**756.6**
증감률 (%)	0.7	17.9	20.5	16.5	14.5
매출원가	**334.3**	**363.6**	**438.5**	**508.7**	**579.9**
매출총이익	**65.1**	**107.1**	**128.7**	**152.1**	**176.8**
매출총이익률 (%)	16.3	22.8	22.7	23.0	23.4
판매관리비	**54.7**	**58.0**	**62.2**	**68.3**	**77.1**
영업이익	**10.4**	**49.2**	**66.5**	**83.8**	**99.6**
증감률 (%)	(48.4)	374.1	35.3	26.1	18.8
영업이익률 (%)	2.6	10.4	11.7	12.7	13.2
영업외손익	(4.0)	(3.1)	2.0	1.4	5.9
금융손익	(3.6)	(3.6)	1.4	0.9	5.3
기타영업외손익	(0.4)	0.6	0.6	0.6	0.6
종속 및 관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	**6.4**	**46.1**	**68.4**	**85.3**	**105.5**
법인세비용	0.4	12.2	15.1	19.6	26.4
계속사업이익	6.0	33.9	53.4	65.7	79.1
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	**6.0**	**33.9**	**53.4**	**65.7**	**79.1**
증감률 (%)	(64.6)	464.5	57.5	23.0	20.5
순이익률 (%)	1.5	7.2	9.4	9.9	10.5
(지배주주)당기순이익	2.7	22.3	39.5	48.6	58.5
(비지배주주)당기순이익	3.3	11.6	13.9	17.1	20.6
총포괄이익	10.7	35.1	56.4	75.7	85.1
(지배주주)총포괄이익	4.4	22.9	36.7	49.3	55.4
(비지배주주)총포괄이익	6.3	12.3	19.7	26.4	29.7
EBITDA	**27.1**	**65.9**	**81.9**	**98.6**	**113.5**
증감률 (%)	(25.8)	143.3	24.3	20.4	15.1
EBITDA 이익률 (%)	6.8	14.0	14.4	14.9	15.0

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동으로인한현금흐름	**16.7**	**42.0**	**46.6**	**63.9**	**72.0**
당기순이익	6.0	33.9	53.4	65.7	79.1
유형자산상각비	13.7	13.7	13.4	13.6	13.2
무형자산상각비	3.0	3.1	2.1	1.2	0.7
외화환산손실(이익)	3.2	0.4	0.0	4.0	0.0
자산처분손실(이익)	0.6	(0.3)	(0.3)	(0.3)	(0.3)
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	0.1	(0.3)	(0.3)	(0.3)	(0.3)
운전자본변동	(11.3)	(22.2)	(21.5)	(19.8)	(20.3)
(법인세납부)	(1.4)	(3.7)	(15.1)	(19.6)	(26.4)
기타	2.8	17.4	14.9	19.4	26.3
투자활동으로인한현금흐름	**(10.4)**	**(22.1)**	**(8.5)**	**(16.5)**	**(10.5)**
유형자산의증가(CAPEX)	(11.6)	(18.6)	(7.0)	(11.0)	(9.0)
유형자산의감소	2.1	1.4	0.0	0.0	0.0
무형자산의감소(증가)	(0.2)	(0.2)	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	(0.3)	0.4	(0.3)	(0.2)	(0.3)
기타	(0.4)	(5.1)	(1.2)	(5.3)	(1.2)
FCF	**9.3**	**27.9**	**38.4**	**47.1**	**57.8**
재무활동으로인한현금흐름	**(10.3)**	**(13.2)**	**(12.6)**	**6.3**	**(0.6)**
차입금의 증가(감소)	(7.6)	(10.5)	(12.6)	7.4	0.4
자기주식의처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금	0.0	0.0	0.0	(1.1)	(1.1)
기타	(2.7)	(2.7)	0.0	(0.0)	0.1
기타현금흐름	0.0	0.0	0.7	0.5	0.6
연결범위변동으로인한현금의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	(0.0)	0.3	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	**(4.1)**	**6.9**	**26.2**	**54.3**	**61.4**
기초현금	30.1	26.0	32.9	59.1	113.4
기말현금	26.0	32.9	59.1	113.4	174.8

자료: 회사 자료, 신한투자증권

주요 투자지표

12월 결산	2022	2023	2024F	2025F	2026F
EPS (당기순이익, 원)	562	3,173	4,998	6,148	7,407
EPS (지배순이익, 원)	249	2,090	3,699	4,549	5,481
BPS (자본총계, 원)	19,384	22,675	27,854	34,838	42,707
BPS (지배지분, 원)	13,732	15,874	19,754	25,139	31,082
DPS (원)	0	0	100	100	100
PER (당기순이익, 배)	18.2	11.4	10.5	8.6	7.1
PER (지배순이익, 배)	41.2	17.4	14.2	11.6	9.6
PBR (자본총계, 배)	0.5	1.6	1.9	1.5	1.2
PBR (지배지분, 배)	0.7	2.3	2.7	2.1	1.7
EV/EBITDA (배)	9.7	8.0	8.3	6.6	5.3
배당성향 (%)	0.0	0.0	2.7	2.2	1.8
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.2	0.2	0.2
수익성					
EBITTDA 이익률 (%)	6.8	14.0	14.4	14.9	15.0
영업이익률 (%)	2.6	10.4	11.7	12.7	13.2
순이익률 (%)	1.5	7.2	9.4	9.9	10.5
ROA (%)	1.5	8.2	11.5	12.1	12.3
ROE (지배순이익, %)	1.8	14.1	20.8	20.3	19.5
ROIC (%)	2.9	12.4	17.3	20.0	21.4
안정성					
부채비율 (%)	89.7	78.6	65.4	58.7	51.6
순차입금비율 (%)	45.4	28.5	9.7	(5.2)	(17.9)
현금비율 (%)	18.2	21.3	38.3	65.0	91.9
이자보상배율 (배)	2.8	12.2	18.5	24.0	27.4
활동성					
순운전자본회전율 (회)	4.1	4.5	4.8	4.7	4.7
재고자산회수기간 (일)	63.1	53.0	46.6	47.3	47.7
매출채권회수기간 (일)	71.1	73.3	77.2	78.4	79.0

자료: 회사 자료, 신한투자증권

씨앤씨인터내셔널 (352480)

노이즈 해소 중

2024년 11월 27일

✓ 투자판단	Not Rated	✓ 목표주가	-
✓ 상승여력	-	✓ 현재주가 (11월 26일)	44,200원

신한생각 불편했던 의혹들 해소 중, 멀리보면 더 좋을!

인디뷰티와 럭셔리 색조까지 아우르는 색조 전문 OEM/ODM사로서 중장기 성장매력이 높다고 보는데 이견이 없는 편. 하지만 10월 전후로 불거진 각종 의혹 및 루머와 3Q24 실적의 컨센 미스로 주가는 큰 폭으로 조정 받음. 다만 악재가 충분히 반영된 주가라 판단

해외 프로젝트 정상화 & 낮아진 시장 기대치

2024년 매출과 영업이익은 전년대비(이하 동일) 50%, 26% 성장 마무리할 것으로 전망. 2025년에도 매출과 영업이익은 28%, 33% 성장할 것으로 예상해 고성장 추세 유지 전망. 국가별 매출 성장 추세 양호(국내 63%, 북미 20%). 국내 고객사 히트 제품의 글로벌 시장 확장에 따른 수주량 증가는 장기적인 트렌드 중 일부

다만 단기 실적에 영향을 줬던 해외 주력 고객사 제품의 제품 출시 지연으로 매출 공백 발생. 기존 오더 제품의 노후화로 수주 물량 위축된 영향으로 파악. 4Q24에 신규 제형의 제품 생산 통해 실적 회복에 집중할 전망. 이밖에 유럽 E사, L사 등의 인기 아이템 수주 꾸준히 증가 중

4공장 라인 신설 및 초기 가동과 일부 비효율 생산라인 탓에 매출원가율 상승되는 듯 했으나 4공장 안정화와 2공장 증축분 가동을 통해 CAPA는 매분기 20% 이상 증가하는 것으로 추정. 주력 거래선 신제품 등 지연된 수출 매출 인식으로 직전 분기 대비 4Q24, 1Q25 이익은 QoQ 개선 전망

Valuation & Risk: 과한 주가 하락에 밸류에이션 최저점

이전 레포트에 언급한 연간 예상 실적 대비 10% 하향. 다만 2024~2025년 추정 순이익 기준 P/E 10배 미만으로 유사 기업 대비 밸류에이션 낮아 저점 매수 타이밍으로 적합하다는 판단

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	지배순이익 (십억원)	PER (배)	ROE (%)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	DY (%)
2022	130.6	17.5	16.5	18.5	13.1	2.3	11.9	-
2023	220.3	32.1	31.4	19.9	20.5	3.6	15.1	-
2024F	330.0	40.4	41.8	10.6	21.6	2.1	7.9	-
2025F	422.0	53.6	53.6	8.3	22.2	1.7	5.7	-
2026F	520.0	70.4	64.8	6.8	21.6	1.3	4.0	-

자료: 회사 자료, 신한투자증권

[화장품]

박현진 연구위원
✉ hpark@shinhan.com

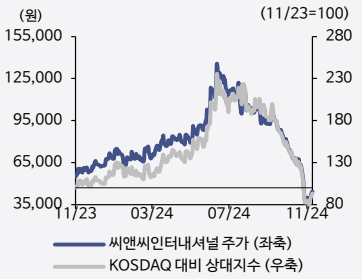
주지은 연구원
✉ jieun.ju@shinhan.com

Revision	
실적추정치	하향
Valuation	N/R

시가총액	442.6 십억원
발행주식수(유동비율)	10.0 백만주(33.7%)
52주 최고가/최저가	135,400 원/37,300 원
일평균 거래액 (60일)	9,129 백만원
외국인 지분율	12.6%
주요주주 (%)	
배은철 외 2 인	66.0
국민연금공단	7.1

수익률 (%)	1M	3M	12M	YTD
절대	(35.8)	(56.1)	(27.1)	(29.5)
상대	(32.6)	(51.4)	(14.2)	(10.6)

주가



씨앤씨인터내셔널 실적 추정치 변동

(억원,%)	신규 추정		이전 추정		변화율 (%)		Consensus	
	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F
연결매출	3,300	4,220	3,010	3,950	9.6	6.8	3,032	3,636
영업이익	404	536	510	673	(20.8)	(20.4)	404	516
순이익	418	536	496	650	(15.7)	(17.5)	413	505

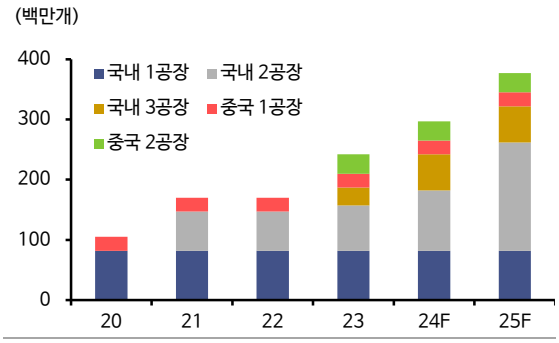
자료: 신한투자증권

씨앤씨인터내셔널 분기, 연간 실적

(십억원,%)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	YoY	2022	2023	2024F	2025F
연결매출	**46.2**	**57.1**	**53.9**	**63.1**	**72.1**	**80.3**	**74.1**	**37.5**	**130.6**	**220.3**	**330.0**	**422.0**
본사	41.9	51.8	51.9	59.1	68.9	77.8	72.1	38.9	118.6	204.7	-	-
상해	5.0	5.8	2.5	4.5	3.5	2.8	2.1	(16.0)	13.5	17.8	-	-
제품군별 매출												
LIP	30.9	38.1	35.1	41.5	53.1	58.4	49.3	40.5	81.6	145.6	-	-
EYE	9.7	10.0	8.9	9.8	9.8	10.0	14.4	61.8	36.4	38.4	-	-
BASE	4.0	8.1	9.5	11.3	8.7	10.7	9.7	2.1	10.8	32.9	-	-
기타	1.6	0.9	0.4	0.5	0.5	1.2	0.7	75.0	1.8	3.4	-	-
제품군별 매출 비중												
LIP	67.0	66.8	65.2	65.8	73.6	72.7	66.5	-	62.4	66.1	-	-
EYE	21.0	17.5	16.5	15.4	13.6	12.5	19.4	-	27.9	17.4	-	-
BASE	8.6	14.1	17.6	17.9	12.1	13.3	13.1	-	8.3	14.9	-	-
기타	3.4	1.6	0.8	0.9	0.7	1.5	0.9	-	1.4	1.6	-	-
지역별 매출												
국내	22.3	27.2	27.4	32.9	45.6	52.9	40.7	48.5	66.8	109.8	-	-
북미	13.6	18.6	16.9	17.7	14.7	16.0	22.1	30.8	30.3	66.8	-	-
아시아	2.8	2.7	3.8	2.6	3.5	3.8	4.0	5.3	10.6	11.9	-	-
유럽	2.7	3.1	3.5	5.4	4.9	4.9	5.3	51.4	9.4	14.7	-	-
중국	4.8	5.5	2.3	4.5	3.4	2.7	2.0	(13.0)	13.5	17.1	-	-
지역별 매출 비중												
국내	48.2	47.7	50.8	52.1	63.2	65.9	54.9	-	51.0	49.8	-	-
북미	29.5	32.5	31.4	28.1	20.4	19.9	29.8	-	23.3	30.3	-	-
아시아	6.0	4.6	7.0	4.1	4.9	4.7	5.4	-	8.0	5.3	-	-
유럽	5.7	5.4	6.5	8.6	6.8	6.1	7.2	-	7.3	6.7	-	-
중국	10.5	9.7	4.3	7.2	4.7	3.4	2.7	-	10.4	7.8	-	-
영업이익	**6.0**	**10.3**	**6.8**	**9.0**	**9.9**	**11.8**	**7.1**	**4.4**	**17.5**	**32.1**	**40.4**	**53.6**
본사	4.1	8.4	7.5	8.4	9.4	11.9	7.5	0.0	12.9	28.4	-	-
상해	1.9	1.9	(0.4)	1.1	0.5	(0.1)	(0.4)	0.0	3.9	4.5	-	-
영업이익률	**12.9**	**18.1**	**12.5**	**14.3**	**13.7**	**14.7**	**9.6**		**13.4**	**14.6**		
본사	9.8	16.3	14.4	14.2	13.6	15.3	10.4		10.9	13.9	-	-
상해	36.9	31.9	-16.6	24.4	14.3	(3.6)	(19.0)		28.5	25.3	-	-

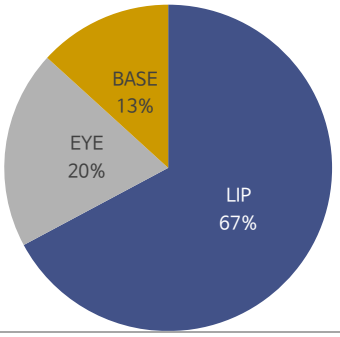
자료: 신한투자증권

공장별 생산가능 수량(CAPA) 추이



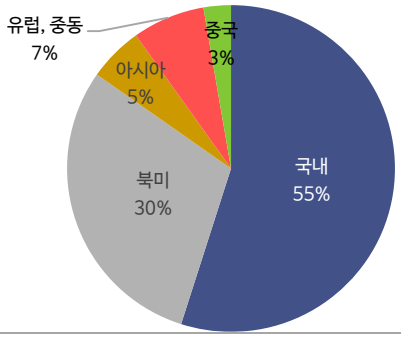
자료: 회사 자료, 신한투자증권

카테고리별 매출 비중



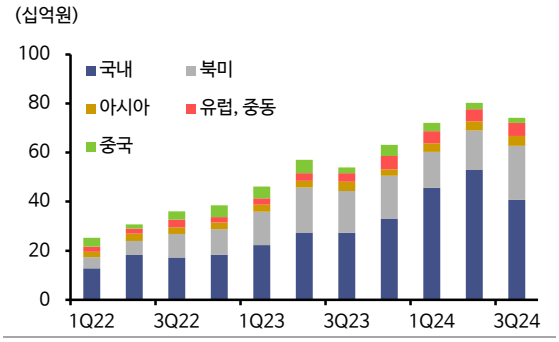
자료: 회사 자료, 신한투자증권

지역별 매출 비중



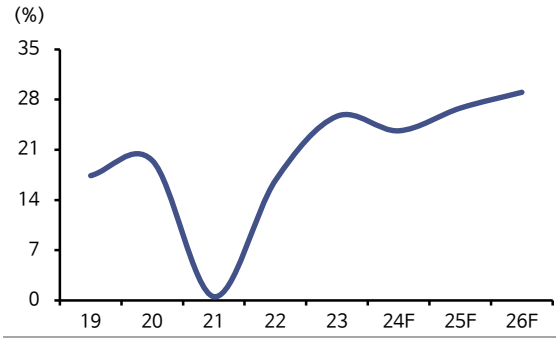
자료: 회사 자료, 신한투자증권

지역별 매출 분기 변화 추이



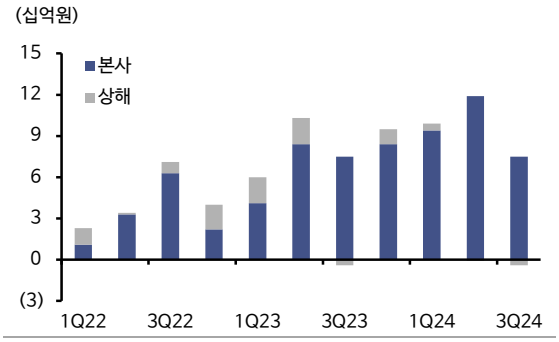
자료: 회사 자료, 신한투자증권

투하자본순이익률 추이



자료: 회사 자료, 신한투자증권

법인별 영업이익 기여



자료: 회사 자료, 신한투자증권

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
자산총계	**179.0**	**256.0**	**291.7**	**357.6**	**435.5**
유동자산	101.9	156.6	184.0	240.0	308.7
현금및현금성자산	55.0	68.4	52.4	72.1	102.0
매출채권	20.9	36.3	54.3	69.5	85.6
재고자산	18.5	26.5	39.7	50.8	62.6
비유동자산	77.1	99.3	107.7	117.6	126.9
유형자산	75.3	91.8	97.3	104.8	111.4
무형자산	0.4	0.9	0.7	0.5	0.3
투자자산	0.3	6.2	9.3	11.9	14.7
기타금융업자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	**44.8**	**83.4**	**77.3**	**89.6**	**102.7**
유동부채	42.6	54.3	48.0	60.1	73.0
단기차입금	1.8	4.6	4.6	4.6	4.6
매입채무	8.2	12.6	18.8	24.0	29.6
유동성장기부채	22.7	20.8	0.0	0.0	0.0
비유동부채	2.1	29.1	29.3	29.5	29.6
사채	0.0	22.8	22.8	22.8	22.8
장기차입금(장기금융부채 포함)	2.0	5.9	5.9	5.9	5.9
기타금융업부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	**134.2**	**172.6**	**214.4**	**268.0**	**332.8**
자본금	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
자본잉여금	86.5	93.5	93.5	93.5	93.5
기타자본	(0.4)	(0.4)	(0.4)	(0.4)	(0.4)
기타포괄이익누계액	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)
이익잉여금	47.3	78.7	120.5	174.1	238.9
지배주주지분	**134.2**	**172.6**	**214.4**	**268.0**	**332.8**
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
*총차입금	27.0	55.7	35.8	36.5	37.3
*순차입금(순현금)	(33.2)	(33.5)	(47.2)	(74.2)	(112.1)

포괄손익계산서

12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	**130.6**	**220.3**	**330.0**	**422.0**	**520.0**
증감률 (%)	43.1	68.7	49.8	27.9	23.2
매출원가	**102.7**	**171.7**	**265.0**	**337.1**	**411.3**
매출총이익	**27.9**	**48.6**	**65.0**	**84.9**	**108.7**
매출총이익률 (%)	21.4	22.1	19.7	20.1	20.9
판매관리비	**10.5**	**16.5**	**24.7**	**31.3**	**38.3**
영업이익	**17.5**	**32.1**	**40.4**	**53.6**	**70.4**
증감률 (%)	674.9	83.9	25.8	32.8	31.4
영업이익률 (%)	13.4	14.6	12.2	12.7	13.5
영업외손익	1.9	2.5	8.9	9.5	10.5
금융손익	1.3	2.3	8.6	9.3	10.3
기타영업외손익	0.5	0.2	0.2	0.2	0.2
종속 및 관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	**19.3**	**34.6**	**49.2**	**63.1**	**81.0**
법인세비용	2.9	3.2	7.4	9.5	16.2
계속사업이익	16.5	31.4	41.8	53.6	64.8
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	**16.5**	**31.4**	**41.8**	**53.6**	**64.8**
증감률 (%)	흑전	90.9	33.2	28.2	20.8
순이익률 (%)	12.6	14.3	12.7	12.7	12.5
(지배주주)당기순이익	16.5	31.4	41.8	53.6	64.8
(비지배주주)당기순이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
총포괄이익	16.3	31.4	41.8	53.6	64.8
(지배주주)총포괄이익	16.3	31.4	41.8	53.6	64.8
(비지배주주)총포괄이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EBITDA	**22.9**	**39.2**	**50.1**	**64.3**	**81.9**
증감률 (%)	226.4	71.2	28.0	28.2	27.5
EBITDA 이익률 (%)	17.5	17.8	15.2	15.2	15.8

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동으로인한현금흐름	**8.8**	**22.8**	**31.4**	**47.3**	**58.2**
당기순이익	16.5	31.4	41.8	53.6	64.8
유형자산상각비	5.3	7.0	9.5	10.5	11.4
무형자산상각비	0.2	0.1	0.3	0.2	0.1
외화환산손실(이익)	(1.2)	0.5	0.0	0.0	0.0
자산처분손실(이익)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본변동	(15.1)	(17.0)	(19.8)	(16.6)	(17.7)
(법인세납부)	(0.1)	(2.5)	(7.4)	(9.5)	(16.2)
기타	3.2	3.3	7.0	9.1	15.8
투자활동으로인한현금흐름	**34.4**	**(37.7)**	**(27.4)**	**(28.4)**	**(29.1)**
유형자산의증가(CAPEX)	(4.4)	(19.2)	(15.0)	(18.0)	(18.0)
유형자산의감소	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
무형자산의감소(증가)	(0.1)	(0.6)	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	3.6	2.5	(3.1)	(2.6)	(2.8)
기타	35.3	(20.4)	(9.3)	(7.8)	(8.3)
FCF	**4.7**	**0.9**	**9.0**	**21.4**	**31.9**
재무활동으로인한현금흐름	**(5.0)**	**28.1**	**(19.9)**	**0.7**	**0.8**
차입금의 증가(감소)	(4.0)	29.4	(19.9)	0.7	0.8
자기주식의처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	(1.0)	(1.3)	0.0	0.0	0.0
기타현금흐름	0.0	0.0	0.1	(0.1)	0.1
연결범위변동으로인한현금의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	0.7	0.1	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	**38.9**	**13.3**	**(15.8)**	**19.5**	**30.0**
기초현금	16.1	55.0	68.4	52.5	72.1
기말현금	55.0	68.4	52.5	72.1	102.0

자료: 회사 자료, 신한투자증권

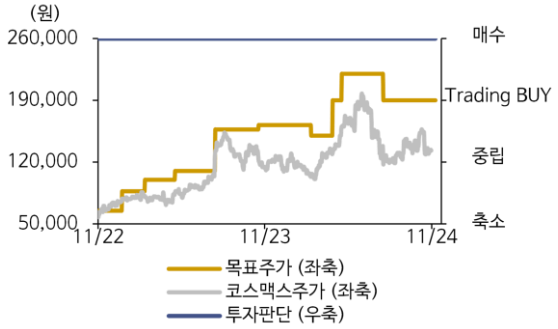
주요 투자지표

12월 결산	2022	2023	2024F	2025F	2026F
EPS (당기순이익, 원)	1,644	3,137	4,177	5,355	6,468
EPS (지배순이익, 원)	1,644	3,137	4,177	5,355	6,468
BPS (자본총계, 원)	13,400	17,235	21,412	26,767	33,235
BPS (지배지분, 원)	13,400	17,235	21,412	26,767	33,235
DPS (원)	0	0	0	0	0
PER (당기순이익, 배)	18.5	19.9	10.6	8.3	6.8
PER (지배순이익, 배)	18.5	19.9	10.6	8.3	6.8
PBR (자본총계, 배)	2.3	3.6	2.1	1.7	1.3
PBR (지배지분, 배)	2.3	3.6	2.1	1.7	1.3
EV/EBITDA (배)	11.9	15.1	7.9	5.7	4.0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
수익성					
EBITTDA 이익률 (%)	17.5	17.8	15.2	15.2	15.8
영업이익률 (%)	13.4	14.6	12.2	12.7	13.5
순이익률 (%)	12.6	14.3	12.7	12.7	12.5
ROA (%)	9.7	14.4	15.3	16.5	16.3
ROE (지배순이익, %)	13.1	20.5	21.6	22.2	21.6
ROIC (%)	16.7	25.7	23.7	26.8	29.0
안정성					
부채비율 (%)	33.4	48.3	36.0	33.4	30.8
순차입금비율 (%)	(24.7)	(19.4)	(22.0)	(27.7)	(33.7)
현금비율 (%)	129.0	125.8	109.2	119.9	139.7
이자보상배율 (배)	23.3	25.1	28.5	47.9	61.7
활동성					
순운전자본회전율 (회)	7.1	6.9	6.6	6.1	6.0
재고자산회수기간 (일)	40.9	37.3	36.7	39.2	39.8
매출채권회수기간 (일)	45.0	47.4	50.1	53.5	54.4

자료: 회사 자료, 신한투자증권

투자의견 및 목표주가 추이

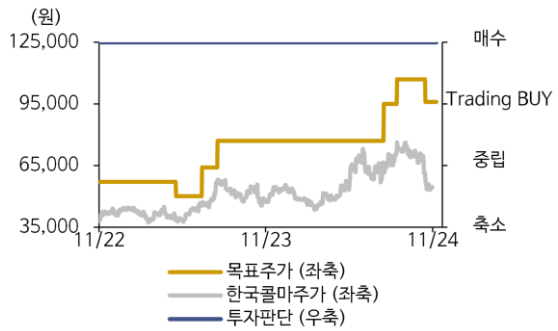
코스맥스 (192820)



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	괴리율 (%) 평균	괴리율 (%) 최고/최저
2022년 10월 07일	매수	65,000	(7.2)	17.2
2023년 01월 19일	매수	87,000	(8.1)	(1.4)
2023년 03월 10일	매수	100,000	(21.6)	(14.3)
2023년 05월 15일	매수	110,000	(15.6)	12.5
2023년 08월 11일	매수	157,000	(14.1)	(2.2)
2023년 11월 14일	매수	162,000	(27.9)	(19.9)
2024년 03월 08일	매수	150,000	(19.9)	(9.8)
2024년 04월 24일	매수	190,000	(25.9)	(17.0)
2024년 05월 14일	매수	220,000	(24.0)	(10.1)
2024년 08월 13일	매수	190,000	-	-

주: 목표주가 괴리율 산출 기간은 6개월 기준

한국콜마 (161890)

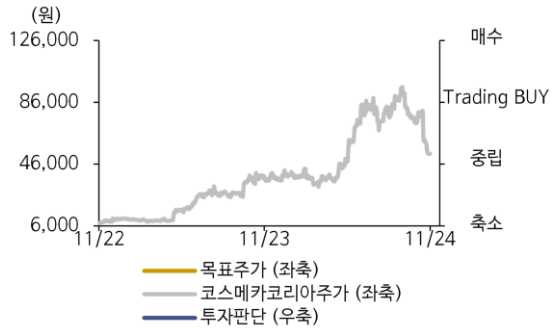


일자	투자 의견	목표 주가 (원)	괴리율 (%) 평균	괴리율 (%) 최고/최저
2022년 11월 14일	매수	57,000	(27.3)	(21.4)
2023년 05월 15일		6개월경과	-	-
2023년 05월 15일	매수	50,000	(16.6)	(6.6)
2023년 07월 11일	매수	64,000	(24.4)	(11.3)
2023년 08월 14일	매수	77,000	(32.6)	(24.7)
2024년 02월 15일		6개월경과	(28.1)	(5.2)
2024년 08월 12일	매수	95,000	(29.5)	(24.4)
2024년 09월 10일	매수	107,000	(34.0)	(29.0)
2024년 11월 11일	매수	96,000	-	-

주: 목표주가 괴리율 산출 기간은 6개월 기준

투자의견 및 목표주가 추이

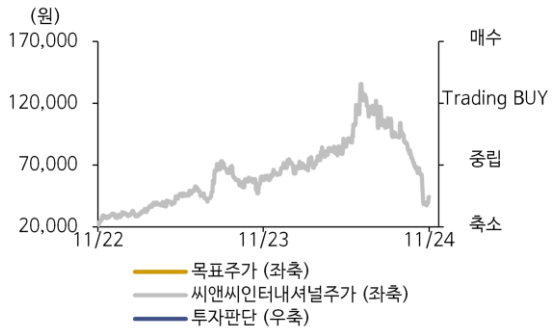
코스메카코리아 (241710)



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	괴리율 (%) 평균	괴리율 (%) 최고/최저

주: 목표주가 괴리율 산출 기간은 6개월 기준

씨앤씨인터내셔널 (352480)



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	괴리율 (%) 평균	괴리율 (%) 최고/최저

주: 목표주가 괴리율 산출 기간은 6개월 기준

Compliance Notice

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.(작성자: 박현진, 김성환, 주지은, 오한비)
- 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주관사로 참여한 적이 없습니다.
- 자료 공표일 현재 당사는 상기 회사의 주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 상기 회사 코스맥스를 기초자산으로 한 주식선물의 유동성 공급회사(LP)임을 고지합니다.
- 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기 회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- 당 자료는 상기 회사 및 상기 회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락 없이 복사, 대여, 재배포 될 수 없습니다.

투자등급 (2017년 4월 1일부터 적용)

종목	◆ 매수 : 향후 6개월 수익률이 +10% 이상 ◆ Trading BUY : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ +10% ◆ 중립 : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ -20% ◆ 축소 : 향후 6개월 수익률이 -20% 이하	섹터	◆ 비중확대 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 매수 비중이 높을 경우 ◆ 중립 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 중립적일 경우 ◆ 축소 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 Reduce가 우세한 경우

신한투자증권 유니버스 투자등급 비율 (2024년 11월 24일 기준)

매수 (매수)	90.87%	Trading BUY (중립)	7.98%	중립 (중립)	1.14%	축소 (매도)	0.00%