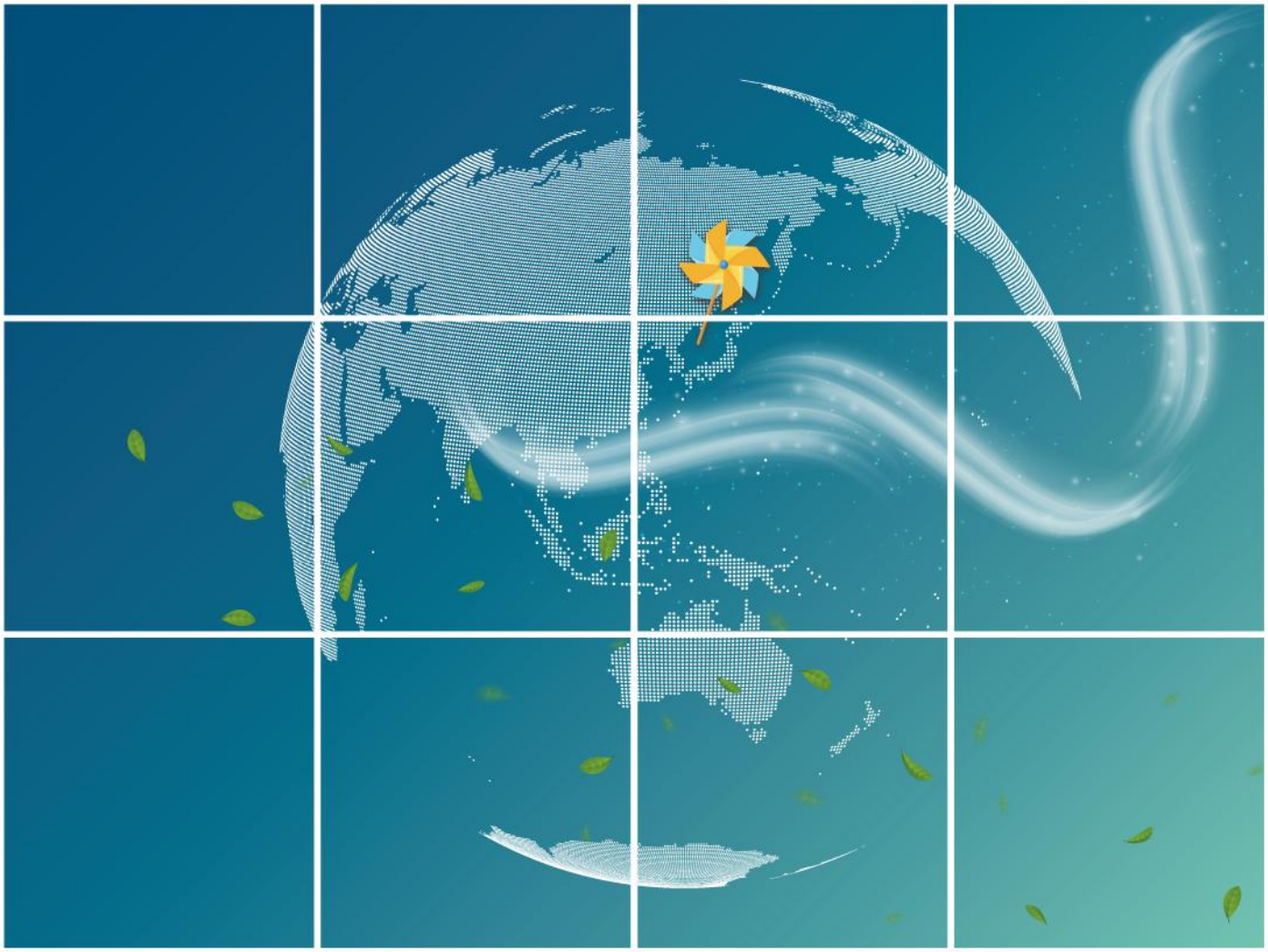


화장품 산업
업황 변수 개선 풍향계

최근 글로벌 화장품 유통사인 세포라가 한국 철수를 결정했습니다. 그만큼 올리브영과 다수의 인디 브랜드의 벽은 견고합니다. 이제 한국을 너머서 아마존닷컴, 티몰, 큐텐, 얼타, 쇼피파이 등 글로벌 뷰티 플랫폼에서도 K-인디 브랜드를 심심치 않게 찾아볼 수 있습니다. 2023년이 성장의 시초였다면, 2024년 도약의 한 해가 될 전망입니다.

현재 글로벌 사업 방향성을 대변하는 수출 데이터는 여전히 견조하며, 면세 채널과 방한 관광객 수도 더디지만 개선 중입니다. 이에 대중국 채널의 기저효과를 누리되 성장의 지속가능성이 큰 비즈니스 모델을 선호하는 바입니다.

정지윤 (패션/교육/화장품)
02)768-7705, jiyoony@nhqv.com

NH투자증권

C/O/N/T/E/N/T/S

I. Summary 3

II. 회복하는 중국..... 4

1. 소비 지표 더디지만 개선
2. 면세점과 인바운드 기저효과
3. 신형 이커머스 채널의 약진

III. 성장하는 非중국..... 10

1. 건강한 수출 모멘텀
2. 견조한 법인별 가동률
3. 아마존닷컴 순위 고공행진

[기업분석]

아모레퍼시픽 (Buy, TP 170,000원) 17
LG생활건강 (Hold, TP 380,000원)..... 24
코스맥스 (Buy, TP 160,000원)..... 32
한국콜마 (Buy, TP 70,000원) 39
씨앤씨인터내셔널 (Not Rated) 45
코스메카코리아 (Not Rated) 51

I. Summary

화장품 섹터, 기대 수익률 회복

글로벌 사업 방향성을 대변하는 수출 데이터는 호조를 보이고 있으며, 면세 채널과 관광객 수도 지속 회복 중이다. 최근 화장품 섹터 지수 조정으로 기대 수익률 회복한 데다 상반기 높은 성장 구가 예상되는 바, 업종 Positive 관점 유지한다.

강한 수출 모멘텀

3월 1~20일 누계 한국 화장품 수출은 4억달러(+3% y-y)를 기록했다. 중국(-30%)은 춘절 시점 차로 1월 반등했으나, 2월부터 재차 감소했다. 반면, 미국(+46% y-y)을 비롯한 非중국 국가로의 성장 구가 중이다. 동기간 기초 화장품 수출은 +1% y-y 증가하며 밋밋했으나, 미국(+56% y-y)은 전년에 이어 스킨케어 고신장 지속되었다. 2월 대비 3월 Amazon.com 세럼 랭킹 상위권에 한국 화장품 브랜드(코스알엑스, 조선미녀, 믹순, 스킨1004, 구달, 아누아 등) 다수 확인 가능하며, 수출 모멘텀 건강하게 유지되고 있다.

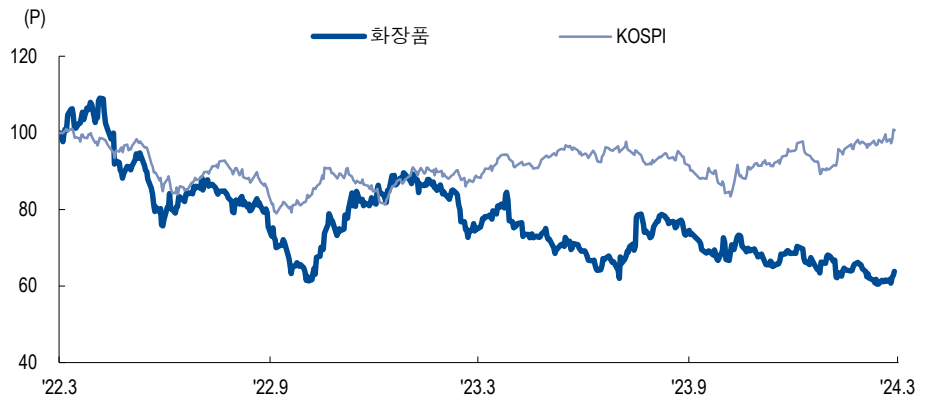
간만에 긍정적인 대중국 지표

간만에 대중국 지표도 개선을 보인다. 1~2월 누계 한국 면세점 매출은 19억달러(+26% y-y)를 기록하며 반등에 성공했다. 1월 방한 외국인 수는 88만명(+104% y-y)으로 2019년 동월 대비 80% 회복, 방한 중국인 객수는 28만명(+1,023% y-y)으로 2019년 동월 대비 71% 회복했다. 월별 인바운드 회복 속도는 점차 빨라질 전망이다.

Top-picks: 코스맥스, 아모레퍼시픽

최근 화장품 섹터 '바닥 다지기' 논의가 활발하다. 단, 한국 럭셔리 브랜드는 지난 2년간 중국 관련 실적 공백기를 보내면서 완연한 회복기를 맞은 것은 아니며, 기저효과를 누리되 상반기 수요 반등에 대한 확인이 필요하다는 입장이다. 이에 중국과 면세 채널 회복 외에도 성장의 지속가능성이 큰 비즈니스 모델(코스맥스, 아모레퍼시픽)을 선호한다. 또한, 섹터 지수 조정 탓에 낙폭과대 한국콜마, 코스메카코리아도 관심 가져볼 만하다.

화장품 섹터 지수



주: 업종 시가총액 28,302십억원 (Market 비중 1.1%); 자료: FnGuide, NH투자증권 리서치본부

화장품 업종 투자의견/투자지표 (단위: 원, 배, %, 십억원)

종목명	코드	투자의견	목표주가 (12M)	현재가	PER		PBR		ROE		순차입금	
					2024E	2025F	2024E	2025F	2024E	2025F	2024E	2025F
아모레퍼시픽	090430.KS	Buy(유지)	170,000(유지)	122,300	24.5	17.9	1.7	1.6	6.0	7.8	-857	-1,240
LG생활건강	051900.KS	Hold(유지)	380,000(상향)	392,000	18.6	16.7	1.2	1.2	6.1	6.5	-1,123	-1,502
코스맥스	192820.KS	Buy(유지)	160,000(유지)	115,700	13.4	11.0	2.9	2.3	23.9	23.4	168	62
한국콜마	161890.KS	Buy(유지)	70,000(하향)	46,050	11.9	8.7	1.5	1.3	13.2	16.0	768	630
씨앤씨인터내셔널	352480.KQ	Not Rated	-	75,300	16.3	12.7	3.4	2.7	23.6	23.9	-60	-95
코스메카코리아	241710.KQ	Not Rated	-	34,450	12.0	10.6	1.8	1.6	16.5	15.9	25	-23

주: 3월 27일 종가 기준; 자료: NH투자증권 리서치본부 전망

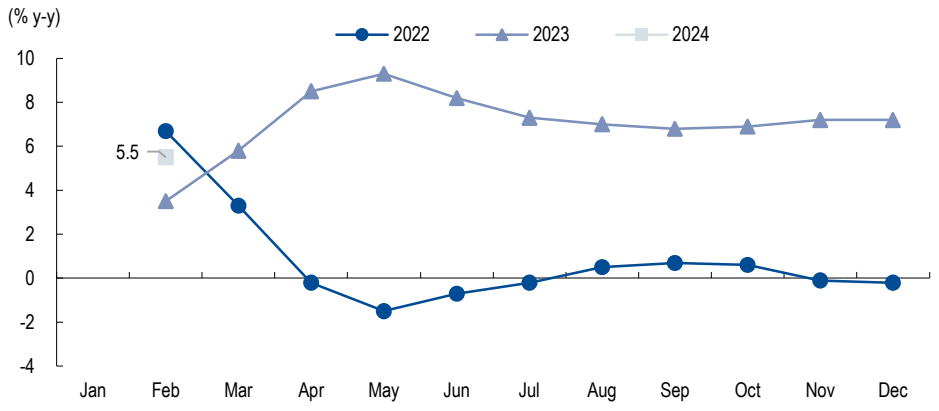
II. 회복하는 중국

1. 소비 지표 더디지만 개선

1~2월 누계 소매판매 5.5% y-y 증가

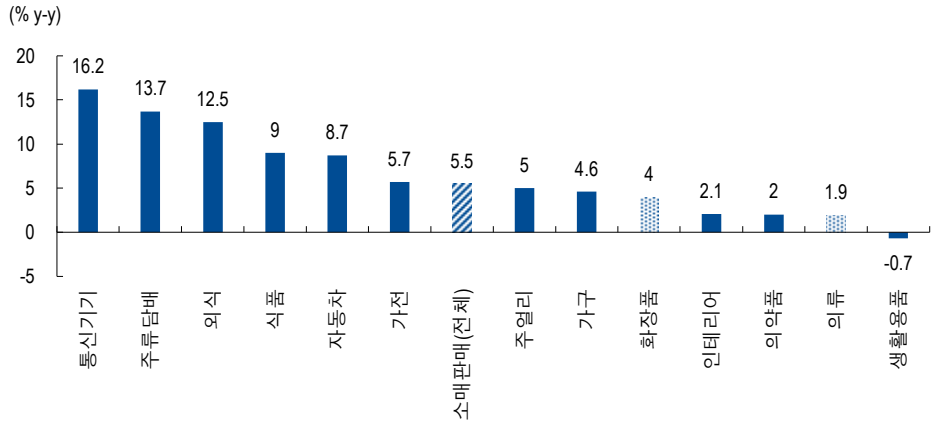
2024년 1~2월 누계 중국 소매판매액은 5.5% y-y 증가했다. 예상치(5.6%)는 하회했으나, 개선 시그널임은 분명하다. 주요 소비재 카테고리별로 살펴보면, 자동차 +8.7% y-y, 가전 +5.7% y-y, 화장품 +4.0% y-y, 의류 +1.9% y-y를 기록하며, 화장품과 의류는 전체 소매판매 성장률을 하회했다. 고가의 내구재 중심의 소수 품목에 집중된 소비가 기타 재화로 확산되기까지는 시간이 소요될 전망이다. 2024년에도 가계의 소비가 적극적인 재화 소비보다는 서비스, 가성비 위주로 이루어질 가능성이 높아 보인다.

그림1. 중국 전체 소매판매액 성장률 추이 – 2024년 1~2월 누계 +5.5% y-y 신장



주: 월 누계 기준 성장률
자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

그림2. 중국 카테고리별 소매판매액 성장률 추이 – 1~2월 누계 소매판매 〉 화장품, 의류



주: 월 누계 기준 성장률
자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

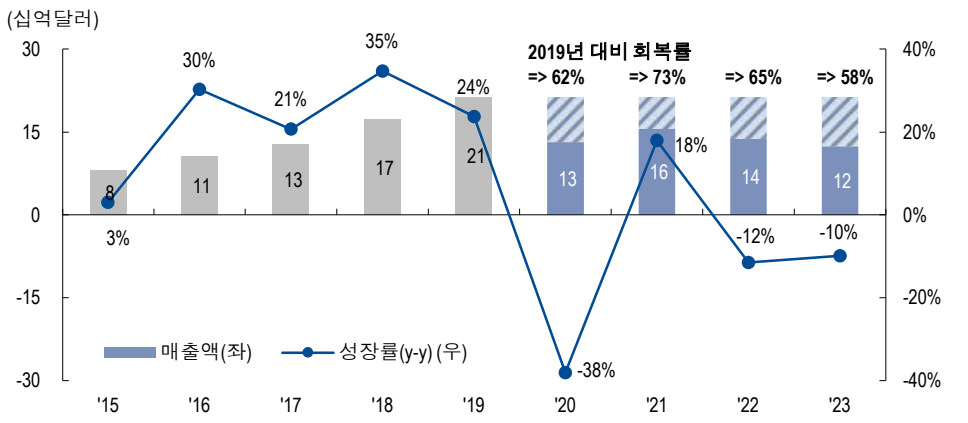
2. 면세점과 인바운드 기저효과

면세와 인바운드, 기저효과 예상

면세점과 인바운드 회복은 정방향이다. 단, 성장보다는 회복을 전망한다.

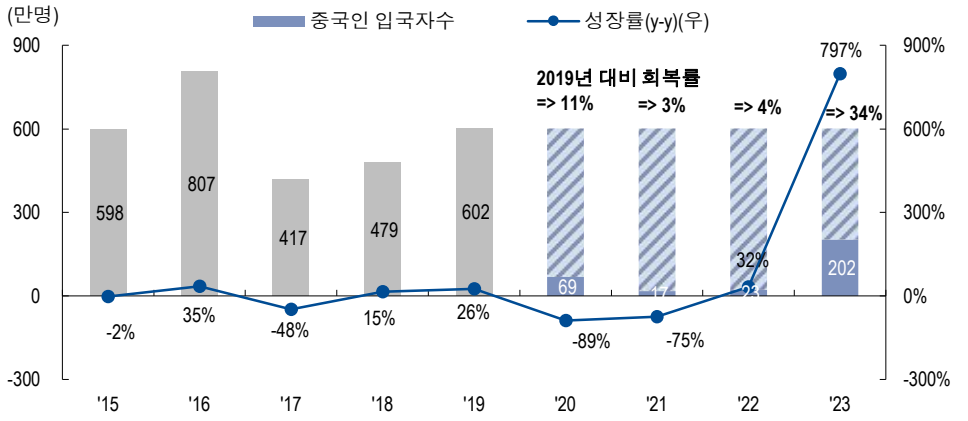
2023년 한국 면세점과 방한 중국인 객수를 살펴보면, 한국 면세점 매출액은 120억달러(-10% y-y) 기록했으며, 이는 **2019년 대비 58% 회복**된 수준이다[그림3 참조]. 방한 중국인 수 역시 2023년 202만명(+797% y-y) 기록했으며, 이는 **2019년 대비 34% 회복**된 수준이다[그림4 참조]. 따라서 올해는 기저효과를 누릴 수 있을 전망이다. 통상 한국 면세 산업은 개인 관광객 증가보다는 따이공(보따리상)의 활동 증가가 전체 성장률에 더 크게 기여하기 때문에, 지난 1년간 알선수수료 인하 등 산업적 변화가 지나치게 마찰적이었다는 점에서 단기 성장보다는 중장기 회복으로 눈높이를 가져갈 필요가 있다.

그림3. 한국 면세점 매출액 추이 비교



자료: 한국면세점협회, NH투자증권 리서치본부

그림4. 방한 중국인 관광객 수 추이 비교



자료: 한국관광공사, NH투자증권 리서치본부

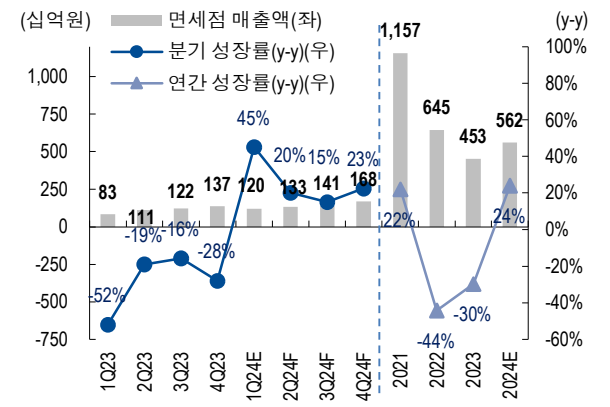
단체관광 재개, 한국 럭셔리 브랜드 수요 확인 필요

물론 2024년 면세 시장은 전년보다 회복세가 가파를 전망이다. 중국은 작년 8월 이후 그간 금지했던 자국민의 한국 단체 관광을 허용하기 시작했다. 과거 중국인 단체 관광객이 면세 채널, 더 나아가 '후', '설화수'와 같은 한국 럭셔리 화장품 전반에 영향력을 행사해 온 점을 감안하면 이들 단체 관광의 재개는 전반적인 업황 개선의 촉매가 될 것으로 판단한다.

1분기 아모레퍼시픽 면세 매출 45% y-y 증가, LG생활건강 면세 매출 -14% y-y 감소를 전망한다. 양사의 전년 동기 실적 기저 차이(1Q23 면세 매출: 아모레퍼시픽 -52% y-y, LG생활건강 +15% y-y) 감안할 필요가 있다[그림5, 6 참조].

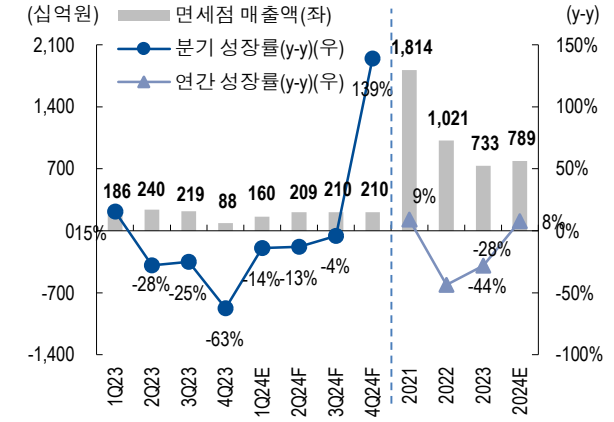
강달러 기조에 더해 면세점 업체들의 알선수수료 인하와 수익성 위주의 경영 정책으로 인해 한국 럭셔리 화장품 브랜드가 따이공의 장바구니에서 상당 기간 빠져있었기 때문에 우선 상반기 내 한국 화장품 브랜드의 수요 확인이 절실하다. 실제 단체 관광 재개 이후 방한객수 증가까지 시간이 필요하고, 그간 여러 브랜드로 분산된 화장품 수요가 다시 한국 브랜드로 집중되기까지의 과정도 필요하다는 입장이다. 따라서 대형사 중 면세 채널, 중국 외 북미, 유럽 등으로의 지역 다변화와 코스알엑스를 통한 추가 성장이 가능한 아모레퍼시픽을 선호하는 바이다.

그림5. 아모레퍼시픽 면세 매출액 성장률(y-y) 전망



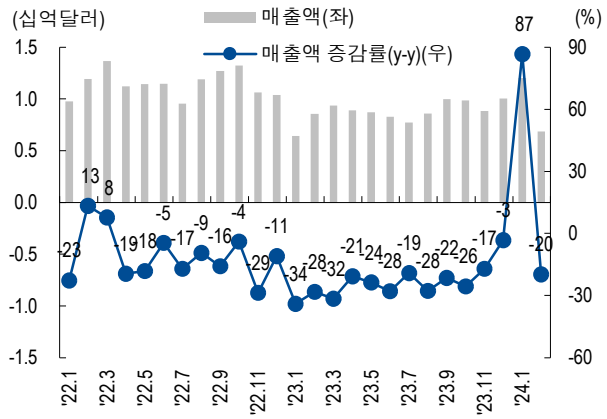
자료: 아모레퍼시픽, NH투자증권 리서치본부 추정

그림6. LG생활건강 면세 매출액 성장률(y-y) 전망



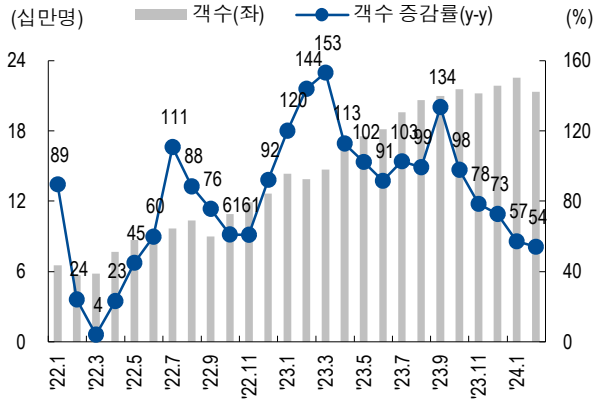
자료: LG생활건강, NH투자증권 리서치본부 추정

그림7. 한국 전체 면세점 월별 매출액 추이



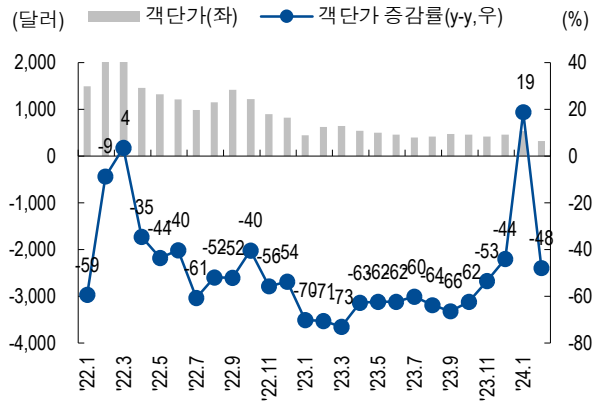
자료: 한국면세점협회, NH투자증권 리서치본부

그림8. 한국 전체 면세점 월별 객수 추이



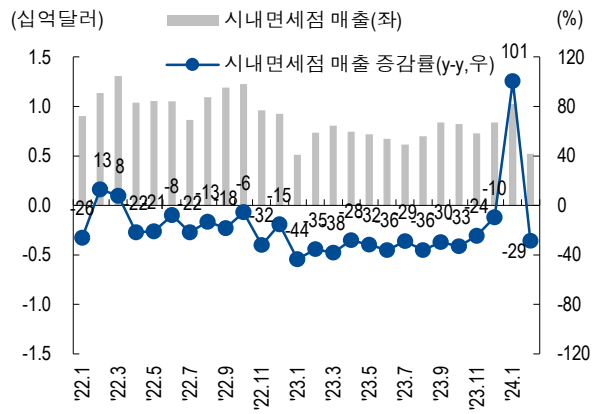
자료: 한국면세점협회, NH투자증권 리서치본부

그림9. 한국 전체 면세점 월별 객단가 추이



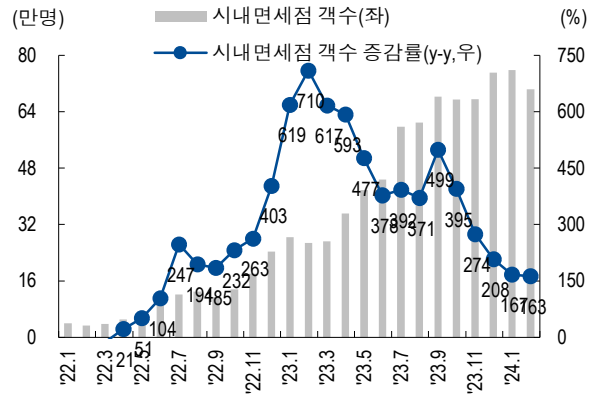
자료: 한국면세점협회, NH투자증권 리서치본부

그림10. 한국 시내 면세점 월별 매출액 추이



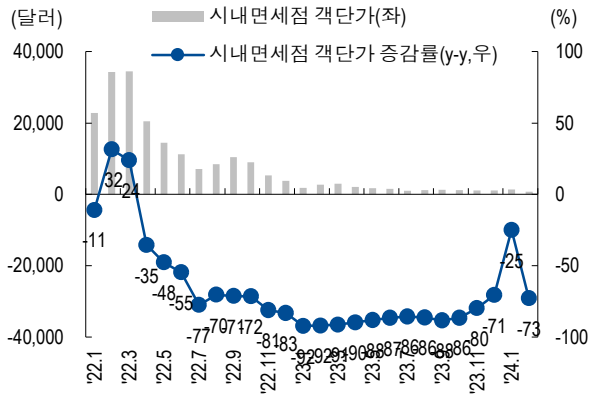
자료: 한국면세점협회, NH투자증권 리서치본부

그림11. 한국 시내 면세점 월별 객수 추이



자료: 한국면세점협회, NH투자증권 리서치본부

그림12. 한국 시내 면세점 월별 객단가 추이



자료: 한국면세점협회, NH투자증권 리서치본부

3. 신형 이커머스 채널의 약진

이커머스 채널 약진, 브랜드사 마케팅 비용 증가는 불가피

여전히 중국 화장품 시장 내 경쟁은 심화하고 있고, 중국인들의 브랜드 선호도도 빠르게 바뀌고 있다[표1 참조]. 스킨케어, 신선한 색조 브랜드, 이커머스, 로컬 브랜드 약진 등이 산업의 핵심 키워드다. 최근 한국 화장품 기업들도 이런 트렌드에 부합하여 라이브커머스, 이커머스 커버리지를 확대하고, 프리미엄 포지셔닝을 강화해온 만큼 상반기 마케팅 활동 정상화에 따른 실적 회복도 뒤따를 것으로 판단한다.

특히, 기존 Tmall(B2C), Taobao(C2C)뿐만 아니라, **Tiktok, Douyin, Kuaishou 등 이커머스 내 라이브 커머스의 침투율 상승과 채널 이동 등으로 인한 신규 채널 매출 성장도 두드러지고 있는 상황**이다[그림17~18 참조].

참고로, 아모레퍼시픽은 2023년 중국 온라인 매출 비중이 약 65% 정도로 추산되며, 이 중 Tmall(B2C) 비중이 60% 정도로 여전히 압도적이다. LG생활건강은 2023년 중국 온라인 매출 비중이 약 36% 정도로 추산되며, 이 중 Tmall(B2C) 비중이 30%, Douyin 비중이 35%를 차지한다. 신형 채널로의 이동이 활발한 모습이다.

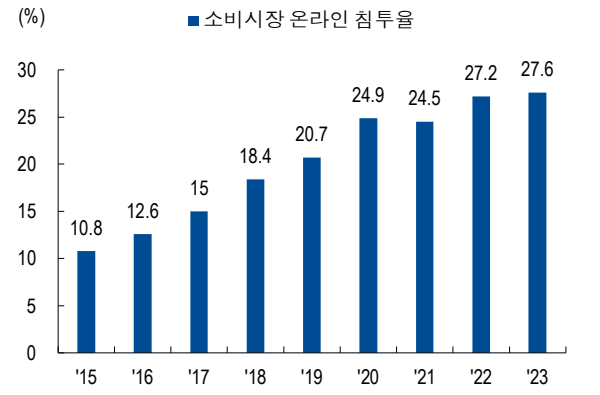
1~2월 누계 중국 내 글로벌 럭셔리 브랜드 매출은 대체로 회복하는 모습이다[그림17, 18 참조]. 1분기 아모레퍼시픽은 중국 sell-in 매출 발생 지연으로 '설화수' 매출 -23% y-y(vs 전체 중국 -13% y-y), 중국 영업적자 217억원을 추정한다. 1분기 LG생활건강은 핵심 브랜드 '후' 리뉴얼로 sell-through 매출이 회복을 보일 전망이며, 당사 중국 매출액 추정치인 1,700억원 규모 달성할 시 BEP(손익분기점)도 가능할 전망이다.

표1. 중국 화장품 브랜드 Tmall(온라인) 판매금액 순위

랭킹	2021년	2022년	2023년
1	L'oreal/欧莱雅	L'oreal/欧莱雅	L'oreal/欧莱雅
2	Estee Lauder/雅诗兰黛	Lancome/兰蔻	PROYA/珀莱雅
3	Lancome/兰蔻	Estee Lauder/雅诗兰黛	Estee Lauder/雅诗兰黛
4	Winona/薇诺娜	Olay/玉兰油	Lancome/兰蔻
5	SK-II	PROYA/珀莱雅	Olay/玉兰油
6	FLORASIS/花西子	Winona/薇诺娜	Winona/薇诺娜
7	The history of whoo/后	SK-II	SKINCEUTICALS/修丽可
8	PROYA/珀莱雅	Shiseido/资生堂	SK-II
9	Shiseido/资生堂	LA MER/海蓝之谜	LA MER/海蓝之谜
10	PERFECT DIARY/完美日记	Kiehl's/科颜氏	Shiseido/资生堂
11	Olay/玉兰油	SKINCEUTICALS/修丽可	CHANDO/自然堂
12	Kiehl's/科颜氏	CHANDO/自然堂	HR/赫莲娜
13	LA MER/海蓝之谜	HR/赫莲娜	YSL/圣罗兰
14	HR/赫莲娜	cle de peau beaute/肌肤之钥	Kiehl's/科颜氏
15	Colorkey/珂拉琪	FLORASIS/花西子	Clarins/娇韵诗

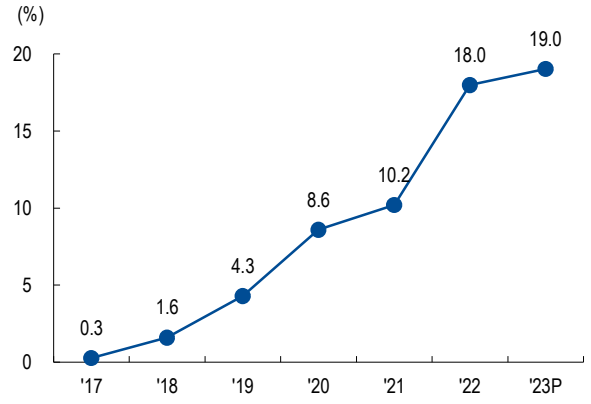
자료: 한국면세점협회, NH투자증권 리서치본부

그림13. 중국 소비시장 온라인 침투율 추이



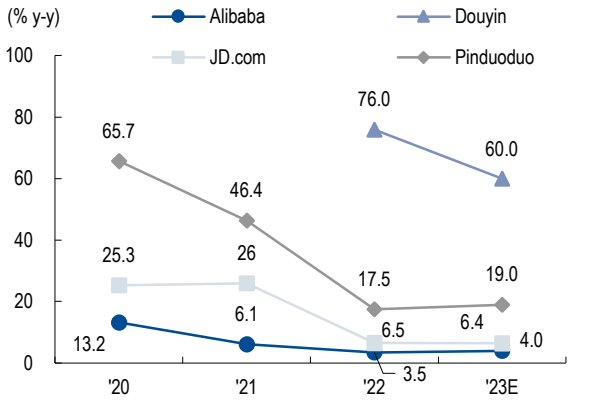
자료: Wind, NH투자증권 리서치본부

그림14. 중국 내 라이브커머스의 이커머스 침투율 추이



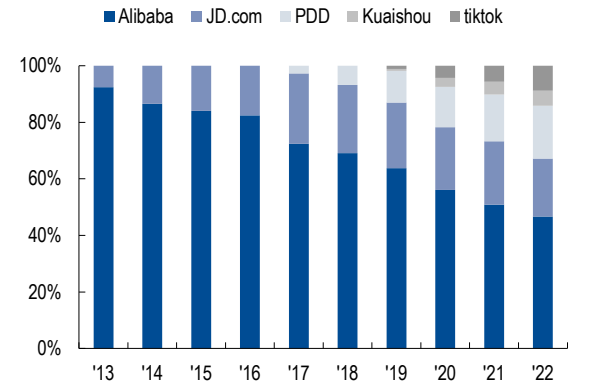
자료: Wind, NH투자증권 리서치본부

그림15. 중국 주요 이커머스 플랫폼별 판매량 증감률



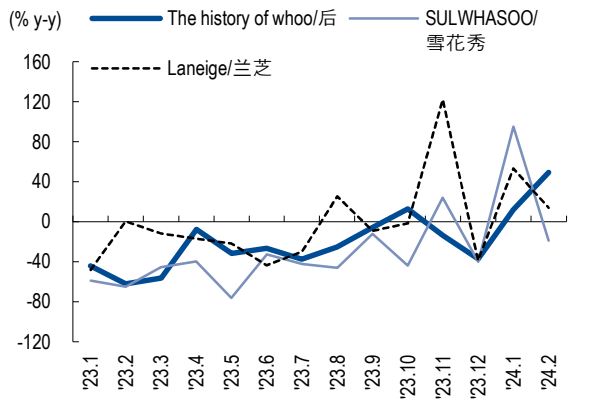
자료: Wind, NH투자증권 리서치본부

그림16. 중국 온라인 판매 채널 다변화



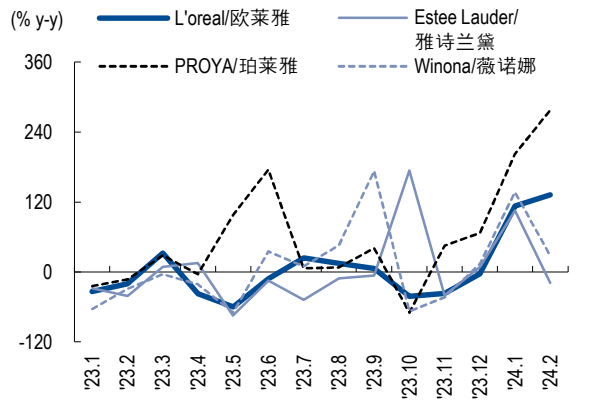
주: 주요 이커머스 기업 GMV 비중; 자료: Wind, NH투자증권 리서치본부

그림17. 한국 화장품 브랜드 월별 Tmall 판매 동향



자료: Measure Commerce, NH투자증권 리서치본부

그림18. 해외 화장품 브랜드 월별 Tmall 판매 동향



자료: Measure Commerce, NH투자증권 리서치본부

III. 성장하는 非중국

1. 건강한 수출 모멘텀

1~2월 非중국 수출 모멘텀 지속되고 있어

한국 화장품은 **非중화권으로의 수출이 건강하게 확대**되고 있다.

2023년 한국 화장품 수출은 72억달러(+7.5% y-y)를 기록했다. 이 중 중화권(중국+홍콩)으로의 수출 성장률은 -17% y-y로 부진했다. 이는 곧 非중화권으로의 수출이 크게 성장했다는 의미다. 2023년 한국 화장품 수출 중 중화권(중국+홍콩) 비중은 39%, 非중화권 비중은 미국 13%, 일본 8%, 베트남 6%, 태국 2% 등으로 구성된다. 2024년 1~2월 누계 미국, 일본, 베트남, 태국 등 선진 시장으로의 수출 증가율(y-y)은 각각 68%, 30%, 38%, 15%로 신장세가 유지되고 있다[표2 참조].

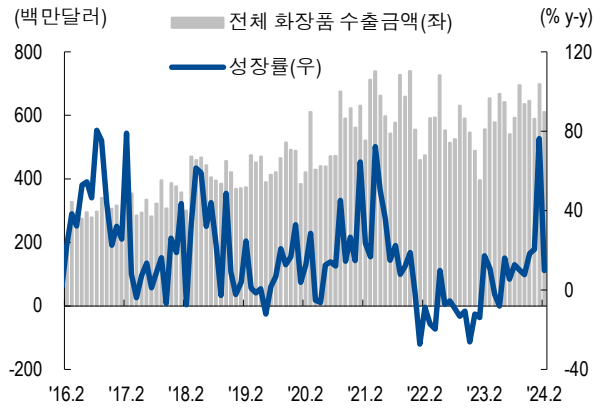
3월 1~20일 누계 기준 한국 화장품 수출은 4억달러(+3% y-y)를 기록했다. 중국(-30% y-y)은 감소한 반면, 미국(+46% y-y)을 비롯 非중국은 성장을 시현했다. 동기간 기초 화장품 수출은 1.1% y-y 증가하며 밋밋했으나, 미국(+56% y-y)은 전년에 이어 스킨케어 고신장이 지속되고 있다. 실제로 2월 대비 3월 아마존닷컴 세럼 랭킹 상위권에 한국 화장품 브랜드(코스알엑스, 조선미녀, 믹순, 스킨1004, 구달 등)가 다수 포진되어 있다. 결국 선진 시장으로의 수출이 계속 건강한 성장세를 보이고 있다는 점이 중요하다.

표2. 한국 화장품 국가별 수출금액 및 증감률(y-y) 추이 (단위: 백만달러, % y-y)

	합계	(y-y)	중국	(y-y)	홍콩	(y-y)	미국	(y-y)	일본	(y-y)	베트남	(y-y)	태국	(y-y)
22년 1월	459.1	-27.2	194.0	-46.1	24.2	-47.3	59.5	33.1	48.4	-0.6	18.8	-30.6	9.1	0.3
2월	474.4	-8.8	217.0	-14.0	24.8	-37.6	50.0	6.6	49.3	-5.5	21.4	6.5	8.6	4.8
3월	590.5	-17.0	267.9	-26.3	28.6	-47.2	62.1	21.2	74.3	9.0	21.8	-34.3	12.0	18.6
4월	592.3	-19.8	283.6	-31.4	34.6	-34.2	66.5	15.2	53.2	-5.4	24.3	-12.9	11.5	6.5
5월	726.5	9.7	407.1	11.9	37.7	-3.7	61.7	1.2	59.1	7.6	26.0	16.6	11.5	25.0
6월	552.5	-7.4	232.5	-13.8	32.0	-18.9	60.8	-11.4	57.9	-6.2	29.5	16.5	10.9	20.7
7월	513.0	-5.5	220.8	-17.1	18.8	-48.1	61.6	4.5	45.6	-5.3	32.9	113.3	9.5	-8.4
8월	525.1	-9.1	226.8	-28.9	24.4	-17.8	57.5	-10.9	51.5	12.5	24.4	104.7	10.7	8.0
9월	634.6	-12.7	318.0	-27.2	26.5	-39.1	56.1	0.7	53.2	-16.0	29.1	92.6	10.0	31.8
10월	589.7	-10.6	290.1	-24.6	28.1	-16.0	55.9	3.2	40.8	-11.2	30.2	45.9	10.9	51.9
11월	545.9	-26.2	235.6	-46.1	30.9	-28.7	50.6	14.4	50.7	-22.5	29.6	37.7	12.8	23.1
12월	488.2	-12.0	175.9	-33.5	28.2	-13.7	56.9	4.4	38.4	-29.7	31.9	38.7	12.7	22.7
23년 1월	395.7	-13.8	114.5	-41.0	21.6	-11.0	55.7	-6.4	45.1	-6.8	24.9	32.8	11.6	27.6
2월	555.6	17.1	193.8	-10.7	36.5	47.3	65.0	30.0	54.9	11.3	38.7	80.8	15.8	84.2
3월	654.4	10.8	238.6	-10.9	36.3	26.8	79.7	28.4	67.2	-9.7	39.4	80.6	14.9	24.3
4월	578.4	-2.3	220.6	-22.2	28.5	-17.6	76.3	14.8	47.9	-9.9	29.2	20.2	15.6	35.7
5월	667.7	-8.1	264.9	-34.9	52.6	39.5	81.1	31.4	54.8	-7.4	34.0	31.0	13.8	19.2
6월	641.2	16.0	197.7	-14.9	47.5	48.5	95.0	56.3	62.3	7.7	35.0	18.4	14.9	37.1
7월	540.5	5.4	163.3	-26.0	28.2	49.9	79.9	29.8	47.8	5.0	33.1	0.7	13.3	40.0
8월	591.7	12.8	175.6	-22.6	34.6	41.6	93.1	62.1	61.4	19.1	36.7	16.2	12.2	14.5
9월	694.9	10.2	249.9	-21.4	41.3	56.0	112.7	101.7	59.2	11.4	33.5	15.7	12.4	23.6
10월	635.3	7.7	222.0	-23.5	41.4	47.4	83.6	49.5	53.2	30.2	39.9	32.0	12.0	9.9
11월	645.7	18.3	170.3	-27.7	46.1	49.1	109.4	116.0	62.2	22.9	48.0	62.4	14.2	11.6
12월	588.1	20.5	169.3	-3.8	26.1	-7.3	92.0	61.7	51.3	33.6	52.1	63.3	15.0	18.1
24년 1월	697.8	76.4	226.5	97.8	35.3	63.8	103.2	85.3	60.5	33.9	47.1	89.0	14.9	29.3
2월	607.9	9.8	151.6	-21.8	32.4	-11.3	99.6	53.2	69.1	25.9	40.6	4.8	16.6	5.1

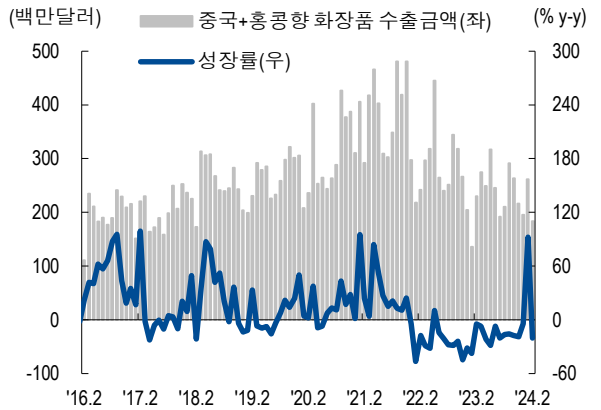
자료: TRASS, NH투자증권 리서치본부

그림19. 한국 화장품 전체 수출금액 및 성장률



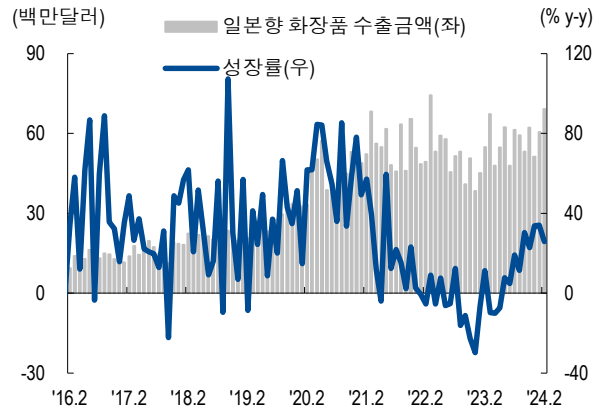
자료: KITA, NH투자증권 리서치본부

그림20. (중국+홍콩)向 화장품 수출금액 및 성장률



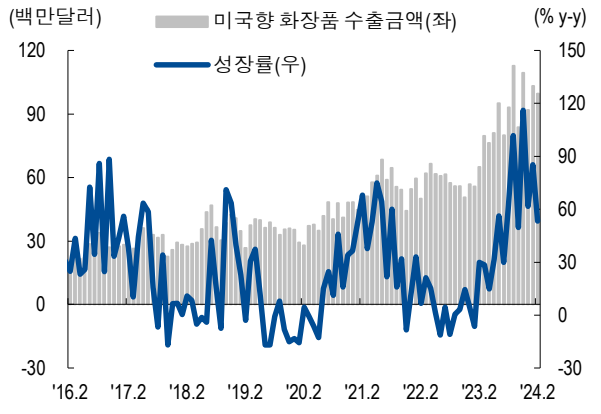
자료: KITA, NH투자증권 리서치본부

그림21. 일본向 화장품 수출금액 및 성장률



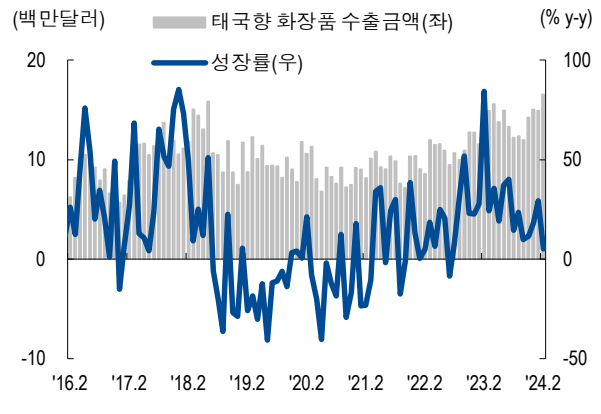
자료: KITA, NH투자증권 리서치본부

그림22. 미국向 화장품 수출금액 및 성장률



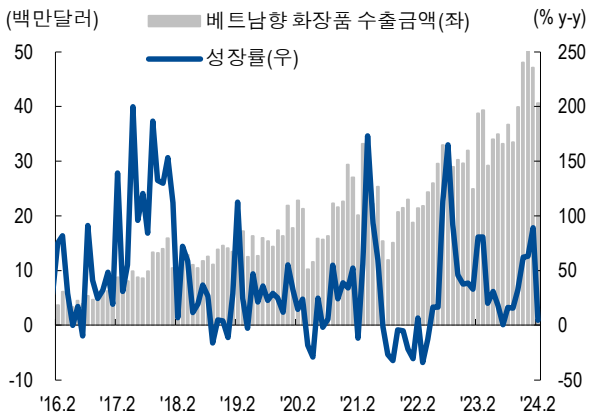
자료: KITA, NH투자증권 리서치본부

그림23. 태국向 화장품 수출금액 및 성장률



자료: KITA, NH투자증권 리서치본부

그림24. 베트남向 화장품 수출금액 및 성장률



자료: KITA, NH투자증권 리서치본부

2. 견조한 법인별 가동률

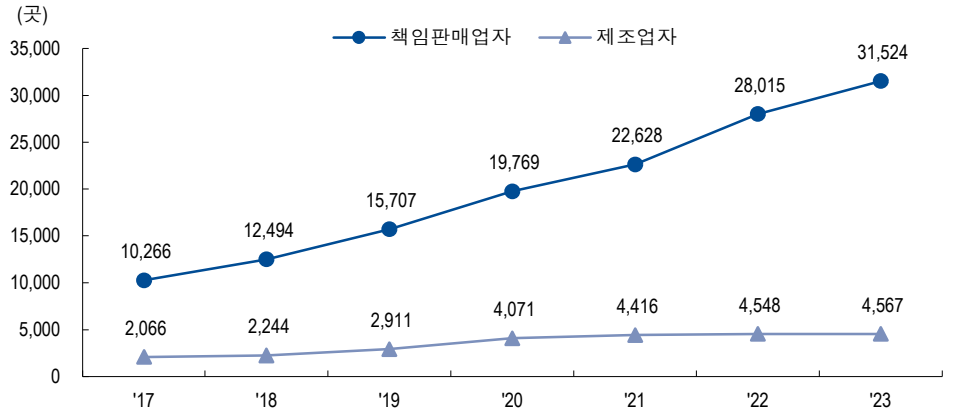
한국 ODM사 수주, 3개국 고루 성장세

2023년 한국 화장품 책임판매업자 수는 31,524개(+13% y-y)로 최근 3개년 CAGR +17%를 기록했다[그림25 참조]. 이에 **제조업체당 생산해야 하는 품목 수가 증가하며, 가동률 상승, 이익 레버리지 증대 구간이 유효**할 것으로 판단한다.

관련하여 ODM 4개사는 법인별 성장 이어가고 있다. 1분기 한국(별도) 법인 매출 성장률(y-y)은 각각 씨앤씨인터내셔널 +50%, 코스맥스 +25%, 한국콜마 +25%, 코스메카코리아 +9%로 추정한다[그림26 참조]. 2023년 법인별 가동률 상승에 기인, 마진 레벨이 확장된 점을 고려할 때 1분기도 양호한 수익성 기대된다[표3~6 참조]. 참고로 코스메카코리아는 저단가 오더 지양으로 가동률 하락에도 수익성 개선은 두드러질 전망이다.

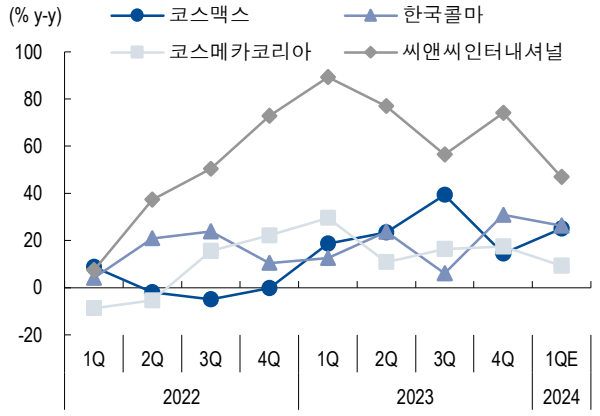
중국 로컬 고객사들도 3월 8일 부녀절을 기점으로 1선 도시 위주로 마케팅 활동을 재개하고 있는 것으로 파악된다. 이에 코스맥스와 한국콜마의 중국 현지 매출도 주목할 만하다. 코스맥스는 1분기 신규 고객사와 신제품 발주에 힘입어 +20% y-y 성장을 전망한다. 한국콜마 무석 법인의 60개 이상 고객사 대상 Sun 제품 출시, 코스메카코리아와 씨앤씨인터내셔널 또한 다수 고객사 유치로 중국 매출 볼륨을 키워갈 전망이다.

그림25. 한국 화장품 책임판매업자, 제조업자 수 추이 - 신생 브랜드 급증



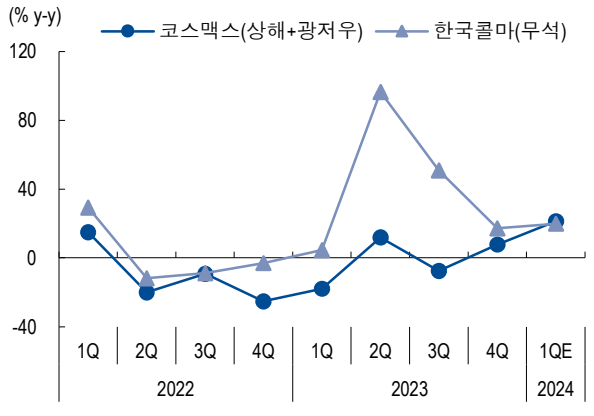
자료: 한국화장품협회, NH투자증권 리서치본부

그림26. 한국법인 분기별 매출액 성장률(y-y) 추이 및 전망



자료: NH투자증권 리서치본부 추정

그림27. 중국법인 분기별 매출액 성장률(y-y) 추이 및 전망



자료: NH투자증권 리서치본부 추정

표3. 코스맥스 생산설비에 관한 사항 비교 (단위: 천개, %)

해외 생산 법인명	생산 품목	소재지	생산능력 수량		생산수량		평균 생산 가동률	
			2023	2022	2023	2022	2023	2022
코스맥스(별도)	화장품 제품	한국	649,723	617,339	404,291	336,364	62%	54%
COSMAX CHINA, INC	화장품 제품	중국	692,000	692,000	471,488	320,502	68%	46%
COSMAX GUANGZHOU, INC	화장품 제품	광저우	306,000	306,000	111,406	88,971	36%	29%
COSMAX USA, CORPORATION	화장품 제품	미국	98,800	106,800	59,916	43,243	61%	40%
NU-WORLD CORPORATION	화장품 제품	미국	-	115,560	-	41,256	-	36%

주: 기업별 일일 평균 근무시간 및 교대 횟수 다소 상이
자료: 코스맥스, NH투자증권 리서치본부

표4. 한국콜마 생산능력에 관한 사항 비교 (단위: 천개, %)

해외 생산 법인명	생산 품목	소재지	생산능력 수량		생산수량		평균 가동률	
			2023	2022	2023	2022	2023	2022
한국콜마(별도)	화장품 제품	한국	373,020	373,018	360,392	307,084	97%	82%
Kolmar Cosmetics (Beijing) Co., Ltd.	화장품 제품	중국	74,000	74,000	6,122	6,087	8%	8%
Kolmar Cosmetics (Wuxi) Co., Ltd	화장품 제품	중국	216,000	216,000	82,584	62,336	38%	29%
HK Kolmar USA, LLC.	화장품 제품	미국	68,000	68,000	20,626	15,145	30%	22%
HK Kolmar Canada, Inc.	화장품 제품	캐나다	102,224	96,099	43,194	45,039	42%	47%

주: 기업별 일일 평균 근무시간 및 교대 횟수 다소 상이
자료: 한국콜마, NH투자증권 리서치본부

표5. 코스메카코리아 생산설비에 관한 사항 비교 (단위: 천개, %)

해외 생산 법인명	생산 품목	소재지	생산능력 수량		생산수량		평균 가동률	
			2023	2022	2023	2022	2023	2022
한국	제품	한국	440,226	423,752	122,775	175,342	28%	41%
중국	제품	중국	141,926	181,108	36,464	44,291	26%	24%
미국	제품, 반제품	미국	198,523	144,644	56,692	62,862	29%	43%

주: 기업별 일일 평균 근무시간 및 교대 횟수 다소 상이
자료: 코스메카코리아, NH투자증권 리서치본부

표6. 씨앤씨인터내셔널 생산설비에 관한 사항 비교 (단위: 천개, %)

해외 생산 법인명	생산 품목	소재지	생산능력 수량		생산수량		평균 가동률	
			2023	2022	2023	2022	2023	2022
퍼플카운티	색조 화장품	한국	82,344	82,344	51,151	38,002	62%	46%
그린카운티	색조 화장품	한국	95,220	65,220	59,603	23,787	63%	36%
C&C 상해	색조 화장품	중국	55,400	23,400	24,802	17,976	45%	77%

주1: 기업별 일일 평균 근무시간 및 교대 횟수 다소 상이
주2: 씨앤씨인터내셔널은 2021년 5월 코스닥 상장사로 2019년은 연간 기준
자료: 씨앤씨인터내셔널, NH투자증권 리서치본부

3. 아마존닷컴 순위 고공행진

표7-1. 미국 Amazon.com 세럼 카테고리 순위 - 2월 23일 기준 2개

사진	#1	#2	#3
제품명	COSRX Snail Mucin 96% Power Repairing Essence	CeraVe Retinol Serum for Post-Acne Marks and Skin Texture	TruSkin Vitamin C Face Serum
사진	#4	#5	#6
제품명	CeraVe Anti Aging Retinol Serum	Cerave Hyaluronic Acid Serum	Good Molecules Discoloration Correcting Serum
사진	#7	#8	#9
제품명	Good Molecules Hyaluronic Acid	CeraVe Vitamin C Serum with Hyaluronic Acid	Tree of Life Vitamin C, Retinol and Hyaluronic Acid serum
사진	#10	#11	#12
제품명	Vibriance Super C Serum	La Roche-Posay Hyalu B5 Pure Hyaluronic Acid Serum	Vitamin C Face Serum
사진	#13	#14	#15
제품명	Beauty of Joseon Glow Serum	Good Molecules Niacinamide	Premium 20% Vitamin C Serum

표7-2. 미국 Amazon.com 세럼 카테고리 순위 - 3월 25일 기준 7개

사진	#1	#2	#3
제품명	COSRX Snail Mucin 96% Power Repairing Essence	Beauty of Joseon Glow Serum Propolis and Niacinamide	CeraVe Retinol Serum for Post-Acne Marks and Skin Texture
사진	#4	#5	#6
제품명	TruSkin Vitamin C Face Serum	COSRX Niacinamide 5% + Snail Mucin 74% Dual Essence	Bliss Bright Idea Vitamin C + Tri-Peptide Brightening Serum
사진	#7	#8	#9
제품명	Mixsoon Bean Essence	COSRX Pure Vitamin C Serum with Vitamin E & Hyaluronic Acid	COSRX Niacinamide 15% Face Serum
사진	#10	#11	#12
제품명	Tree of Life Vitamin C, Retinol and Hyaluronic Acid serum	SKIN1004 Madagascar Centella Asiatica Ampoule Facial Serum	Good Molecules Hyaluronic Acid Serum
사진	#13	#14	#15
제품명	Cerave Hyaluronic Acid Serum	CeraVe Vitamin C Serum with Hyaluronic Acid	CeraVe Anti Aging Retinol Serum

자료: Amazon.com, NH투자증권 리서치본부 정리

표8. 화장품 커버리지 기업 실적 및 밸류에이션 (단위: 원, 십억원, 배, %)

		아모레퍼시픽	LG생활건강	코스맥스	한국콜마	씨앤씨인터내셔널	코스메카코리아
주가(원)		122,300	392,000	115,700	46,050	75,300	34,450
시가총액(십억원)		7,153.7	6,122.3	1,313.1	1,087.0	754.0	367.9
투자의견		Buy	Hold	Buy	Buy	Not Rated	Not Rated
목표주가(원)		170,000	380,000	160,000	70,000	-	-
매출	2023P	3,674	6,805	1,777	2,156	220	471
	2024E	4,382	7,075	2,135	2,442	283	544
	2025F	4,905	7,327	2,359	2,660	343	598
영업이익	2023P	108	487	116	136	32	49
	2024E	382	569	179	200	50	66
	2025F	543	613	203	244	65	75
(지배)순이익	2023P	180	143	57	5	32	22
	2024E	302	338	98	91	46	31
	2025F	411	377	120	124	59	35
PER (배)	2023P	49.8	41.0	25.1	236.2	19.7	17.4
	2024E	24.5	18.6	13.4	11.9	16.3	12.0
	2025F	17.9	16.7	11.0	8.7	12.7	10.6
PBR (배)	2023P	2.0	1.2	4.0	1.9	3.6	2.3
	2024E	1.7	1.2	2.9	1.5	3.4	1.8
	2025F	1.6	1.2	2.3	1.3	2.7	1.6
ROE (%)	2023P	3.7	2.7	12.1	0.8	20.6	14.1
	2024E	6.0	6.1	23.9	13.2	23.6	16.5
	2025F	7.8	6.5	23.4	16.0	23.9	15.9

주: 3월 27일 종가 기준; 자료: NH투자증권 리서치본부 추정

표9. 글로벌 화장품 Peer Group 실적 및 밸류에이션 (단위: 달러, 백만달러, 배, %)

		L'OREAL	Estee Lauder	Kao	Shiseido	PROYA	Shanghai Jahwa	Intercos
주가(달러)		469.8	139.3	37.6	27.1	12.9	2.5	14.1
시가총액		251,211	49,939	17,531	10,834	5,125	1,704	1,354.7
매출	2023	44,540	15,910	10,929	6,939	1,162	932	1,069
	2024E	47,755	15,832	10,665	6,737	1,445	1,041	1,161
	2025F	50,977	17,189	10,897	7,167	1,760	1,131	1,242
영업이익	2023	8,408	1,509	428	201	198	67	92
	2024E	9,499	1,483	914	298	248	91	110
	2025F	10,282	2,370	1,067	591	306	107	126
(지배)순이익	2023	6,688	1,006	313	155	156	71	57
	2024E	7,269	794	689	167	196	90	70
	2025F	7,951	1,560	802	410	243	104	80
PER (배)	2023	39.0	56.7	61.5	78.1	32.7	28.2	24.4
	2024E	33.6	61.9	26.0	65.6	26.3	19.8	18.2
	2025F	31.0	32.6	22.3	26.6	21.1	17.2	15.6
PBR (배)	2023	8.3	12.6	2.7	2.7	8.3	1.9	3.1
	2024E	7.2	8.8	2.6	2.6	6.7	1.5	2.5
	2025F	6.6	8.2	2.5	2.5	5.3	1.4	2.3
ROE (%)	2023	22.0	18.0	4.5	3.6	26.9	6.7	13.1
	2024E	22.7	14.3	10.4	4.1	26.8	7.8	14.6
	2025F	22.2	27.1	11.8	9.7	26.5	8.5	15.5

주1: 3월 26일 종가 기준 컨센서스 및 환율 적용; 주2: Estee Lauder는 6월 결산일; 자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

아모레퍼시픽 (090430.KS)

비중국 모멘텀은 지속

1분기 실적은 낮아진 기대치 수준일 것. 중국 매출 저하로 적자 발생한 점이 감익의 주요인. 단, 면세 채널 2년 만에 (+) 전환, 북미/유럽 성장세는 지속. 2분기부터 중국 회복과 코스알엑스 연결편입 효과 기대

Analyst 정지윤
02)768-7705, jiyoony @nhqv.com

1분기 부진을 만회할 남은 분기들

투자의견 Buy 및 목표주가 17만원 유지. 중국 인바운드 회복과 기저효과로 1분기 면세 채널 매출액 플러스 신장(+45% y-y) 전환 추정. 특히 면세점 및 국내 순수 이커머스 채널은 고마진 영역이라 이들 볼륨 확대에 따른 이익률 개선 기대할 만. 실제 2023년 4분기 화장품 영업이익률 10.3%로 레버리지 효과 확인. 전반적으로 소비자 수요와 채널 변화에 유연한 접근으로 선회하고 있음. 면세 회복에 더해 코스알엑스의 신규 오프라인(코스트코) 채널 판로 개척 등으로 2분기부터 연결 매출액과 영업이익 동반 성장하며 턴어라운드 기조 강화될 것

1Q24 Preview: 낮아진 컨센서스 부합 전망

1분기 연결기준 매출액 9,465억원(+4% y-y), 영업이익 510억원(-21% y-y) 추정. 국내 면세 채널 회복과 북미, 유럽 고성장이 중국 매출 부진 상쇄할 전망

국내 화장품 매출액 4,712억원(+4% y-y), 영업이익 444억원(+27% y-y) 추정. 채널별 매출 성장률(y-y)은 면세(+45%), 이커머스(-13%)로 면세 채널이 2년 만에 성장 전환한 점 긍정적. 이커머스는 역직구 볼륨 축소 기조 탓에 1H24까지 기저 부담 상존하나, 할인율 축소 등으로 국내 수익성은 개선될 전망. **생활용품** 매출액 1,010억원(+5% y-y), 영업이익 39억원(+13% y-y) 추정

해외 매출액 3,598억원(+3% y-y), 영업적자 40억원(적자전환 y-y) 추정. 지역별 매출 성장률(y-y)은 아시아 -5%(중국 -13%, 기타 +6%), 북미 +30%, EMEA +35% 추정. 중국 설화수 리뉴얼 전후 재고 조정으로 sell-in 매출 부진 지속. 이에 1분기 설화수 매출액 -23% y-y 및 중국 영업적자 217억원 추정

아모레퍼시픽 1분기 실적 Preview (K-IFRS 연결) (단위: 십억원, %)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24E					2Q24F
					예상치	y-y	q-q	기존 추정	컨센서스	
매출액	914	945	889	926	946	3.6	2.2	920	944	1,067
영업이익	64	6	17	21	51	-20.7	146.7	54	52	72
영업이익률	*7.0*	*0.6*	*1.9*	*2.2*	*5.4*			*5.8*	*5.5*	*6.8*
세전이익	99	19	38	124	67	-32.6	-46.3	72	77	78
(지배)순이익	87	22	28	43	49	-43.4	15.7	54	55	58

자료: 아모레퍼시픽, FnGuide, NH투자증권 리서치본부 전망

※ESG Index/Event는 19페이지 참조

Buy (유지)

목표주가	**170,000원 (유지)**
현재가 (24/03/27)	**122,300원**
업종	**화장품**
KOSPI / KOSDAQ	2,755.11 / 911.25
시가총액(보통주)	7,153.7십억원
발행주식수(보통주)	58.5백만주
52주 최고가('23/11/09)	145,000원
최저가('23/07/07)	94,700원
평균거래대금(60일)	21,653백만원
배당수익률(2024E)	1.14%
외국인지분율	28.1%
주요주주	
아모레퍼시픽그룹 외 9 인	50.2%
국민연금공단	7.4%

주가상승률	3개월	6개월	12개월
절대수익률 (%)	-11.2	0.2	-6.3
상대수익률 (%p)	-15.8	-10.3	-18.0

	2023	2024E	2025F	2026F
매출액	3,674	4,382	4,905	5,178
증감률	*-11.1*	*19.3*	*11.9*	*5.6*
영업이익	108	382	543	596
증감률	*-49.5*	*253.4*	*42.1*	*9.8*
영업이익률	*2.9*	*8.7*	*11.1*	*11.5*
(지배지분)순이익	180	302	411	449
EPS	2,914	4,999	6,850	7,470
증감률	*33.9*	*71.5*	*37.0*	*9.1*
PER	49.8	24.5	17.9	16.4
PBR	2.0	1.7	1.6	1.5
EV/EBITDA	23.4	10.6	8.0	7.2
ROE	3.7	6.0	7.8	8.1
부채비율	20.8	21.1	21.0	20.5
순차입금	-436	-857	-1,240	-1,604

단위: 십억원, %, 원, 배
주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

Summary

아모레퍼시픽은 아모레퍼시픽그룹 계열 화장품, 생활용품 제조, 판매 및 건강기능식품 판매 사업을 영위. 2006년 6월 태평양의 화장품, 생활용품, 식품 부문을 인적 분할하여 설립. 연결대상 종속 회사로 해외 지주사 AGO를 비롯해 중국, 싱가포르, 일본, 프랑스, 태국, 인도네시아 등 현지법인이 있음. 주요 브랜드로는 화장품 부문의 설화수, 헤라, 아이오페, 한율 등, 생활용품 부문의 려, 미쟝센, 해피바스 등을 보유. 2021년 'COSRX' 지분 투자, 2022년 미국 럭셔리 클린뷰티 브랜드 'Tata Harper' 인수 등 더마 화장품 포트폴리오 강화 및 중국 외 지역의 매출처 다변화 진행 중

Share price drivers/Earnings Momentum

- 설화수, 라네즈, 헤라 등 브랜드 인지도 및 점유율 상승
- 북미, 유럽 등 중국 외 지역 매출처 다변화
- 인바운드 개선 및 면세점 채널 매출 회복
- 디지털 전환을 통한 사업 체질 혁신

Downside Risk

- 중국 내 브랜드 성장률 둔화 및 경쟁 심화
- 궈차오(애국 소비) 트렌드 강화
- 면세점 채널 매출 변동성 확대
- 중국 마케팅 비용 증가와 수익성 악화

Cross valuations

(단위: 배, %)

Company	PER		PBR		ROE	
	2024E	2025F	2024E	2025F	2024E	2025F
L'OREAL	33.6	31.0	7.2	6.6	22.7	22.2
ESTEE LAUDER	61.9	32.6	8.8	8.2	14.3	27.1
KAO	26.0	22.3	2.6	2.5	10.4	11.8
SHISEIDO	65.6	26.6	2.6	2.5	4.1	9.7
PROYA	26.3	21.1	6.7	5.3	26.8	26.5

자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

Historical valuations

(단위: 배, %)

Valuations	2022	2023	2024E	2025F	2026F
PER	63.2	49.8	24.5	17.9	16.4
PBR	2.0	2.0	1.7	1.6	1.5
PSR	1.9	2.3	1.6	1.5	1.4
ROE	2.8	3.7	6.0	7.8	8.1
ROIC	4.4	3.3	8.2	11.8	12.9

자료: NH투자증권 리서치본부

Historical Key financials

(단위: 십억원, %)

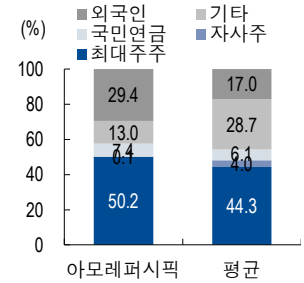
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
매출액	**4,767**	**5,645**	**5,124**	**5,278**	**5,580**	**4,432**	**4,863**	**4,135**	**3,674**
영업이익	773	848	596	482	428	143	343	214	108
영업이익률(%)	16.2	15.0	11.6	9.1	7.7	3.2	7.1	5.2	2.9
세전이익	778	857	567	453	371	25	298	224	281
순이익	**585**	**646**	**398**	**335**	**224**	**22**	**181**	**129**	**174**
지배지분순이익	**578**	**639**	**394**	**332**	**239**	**35**	**194**	**134**	**180**
EBITDA	920	1,029	820	748	913	602	705	503	360
CAPEX	215	495	769	405	247	183	91	99	134
Free Cash Flow	412	182	-256	241	472	371	600	52	214
EPS(원)	9,635	10,649	6,508	5,469	3,904	456	3,135	2,175	2,914
BPS(원)	48,475	56,202	60,186	64,072	65,050	64,736	68,950	69,494	70,933
DPS(원)	1,350	1,580	1,280	1,180	1,000	800	980	680	910
순차입금	-785	-944	-538	-634	-647	-700	-443	-334	-436
ROE(%)	18.6	17.7	9.8	7.7	5.4	0.8	4.2	2.8	3.7
ROIC(%)	26.0	27.1	15.7	10.9	7.6	2.8	5.6	4.4	3.3
배당성향(%)	13.7	14.4	19.0	20.8	24.3	132.0	29.5	29.6	29.5
배당수익률(%)	0.3	0.5	0.4	0.6	0.5	0.4	0.6	0.5	0.6
순차입금 비율(%)	-23.3	-24.2	-12.9	-14.3	-14.4	-15.7	-9.3	-7.0	-9.0

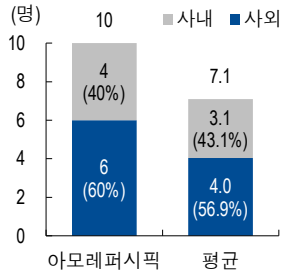
자료: 아모레퍼시픽, NH투자증권 리서치본부

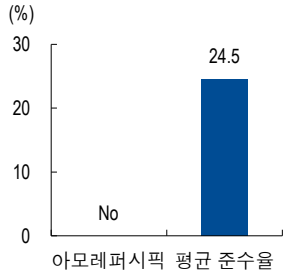
ESG Index & Event

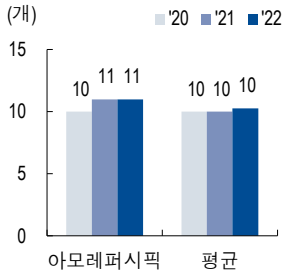
G

주주 구성	이사회 구성	이사회 의장과 대표이사 분리 여부	기업지배구조 핵심지표 준수





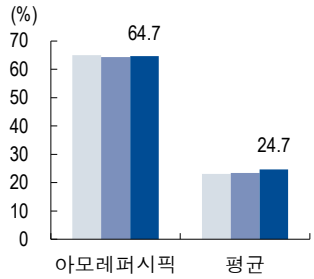


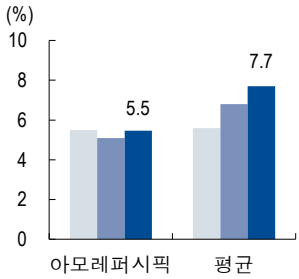


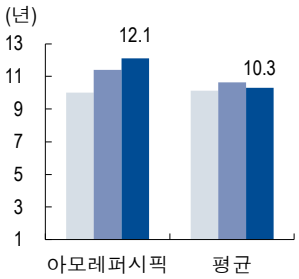
주1: 평균은 2023년 기업지배구조보고서 의무공시 자산총액 2조원 이상 비금융 208개사 대상
주2: 기업지배구조 핵심지표는 기업지배구조보고서에서 공시하는 주주, 이사회, 감사기구 관련 15개 핵심지표의 준수 현황
자료: 아모레퍼시픽, 전자공시시스템, NH투자증권 리서치본부

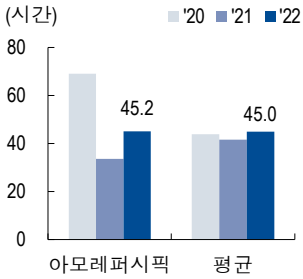
S

여성 임직원 비율	계약직 비율	근속연수	인당 교육시간





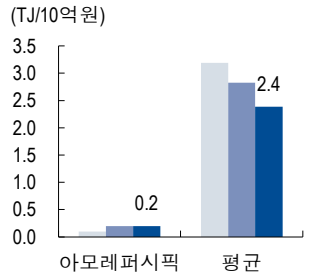


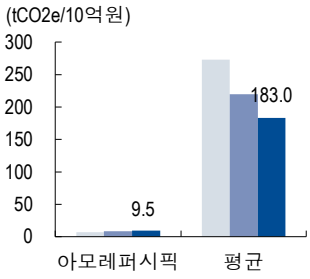


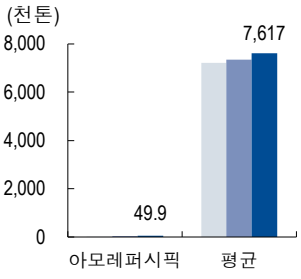
주: 평균은 2022년 기업지배구조보고서 의무공시 비금융 208개사 중 지속가능경영보고서 공시한 124개사 대상
자료: 아모레퍼시픽, NH투자증권 리서치본부

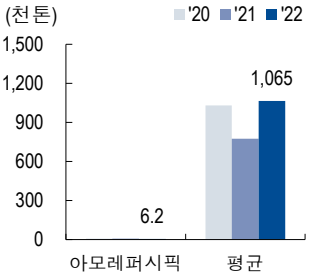
E

에너지 사용량	온실가스 배출량	용수 재활용량	폐기물 재활용량









주: 평균은 2022년 기업지배구조보고서 의무공시 비금융 208개사 중 지속가능경영보고서 공시한 124개사 대상
자료: 아모레퍼시픽, NH투자증권 리서치본부

ESG Event

E	2023.2	- 아모레퍼시픽 중국법인은 7년 내 재생에너지를 100% 활용해 제품을 생산할 계획
S	2023.3	- CSR 사업 중 하나인 '희망가게'가 500호점을 오픈하며 사업 20주년을 맞이함
G	2020.4	- 아모레퍼시픽그룹이 100% 자회사 코스비전의 공장 신축에 필요한 자금 차입을 돕기 위해 750억원의 예금 담보를 무상으로 지원하여 공정거래위원회로부터 제재를 받음

자료: 언론보도, 아모레퍼시픽, NH투자증권 리서치본부

표1. 아모레퍼시픽 상대가치 밸류에이션 (단위: 십억원, 배, 원)

항 목	기업가치 (십억원)	주당가치 (원)	비 고
12M Fwd 순이익	320	5,476	2024년 지배순이익 추정치
Target PER	X 31	X 31	글로벌 화장품 기업 6개사 평균 PER 적용
아모레퍼시픽 기업가치	**9,929**	**169,749**	
총 발행주식 수	58,492,759	58,492,759	
목표주가		170,000	3/27 기준 업사이드 여력 39%

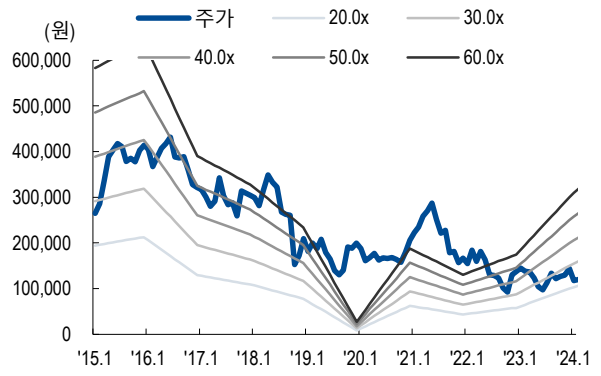
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

표2. 아모레퍼시픽 실적 전망 (IFRS 연결) (단위: 십억원, 원, 배, %)

		2023	2024E	2025F	2026F
매출액	- 수정 후	3,674	4,382	4,905	5,178
	- 수정 전	-	4,374	4,893	5,174
	- 변동률	-	0.2	0.2	0.1
영업이익	- 수정 후	108	382	543	596
	- 수정 전	-	386	547	592
	- 변동률	-	-1.1	-0.8	0.7
영업이익률(수정 후)		2.9	8.7	11.1	11.5
EBITDA		360	628	782	820
(지배지분)순이익		180	302	411	449
EPS	- 수정 후	2,914	4,999	6,850	7,470
	- 수정 전	-	5,187	7,190	7,408
	- 변동률	-	-3.6	-4.7	0.8
PER		49.8	24.5	17.9	16.4
PBR		2.0	1.7	1.6	1.5
EV/EBITDA		23.4	10.6	8.0	7.2
ROE		3.7	6.0	7.8	8.1

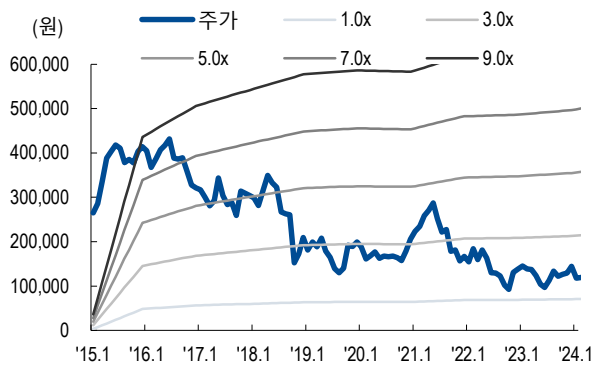
주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

그림1. 아모레퍼시픽 12M Fwd PER Band



자료: NH투자증권 리서치본부

그림2. 아모레퍼시픽 12M Fwd Trailing PBR Band



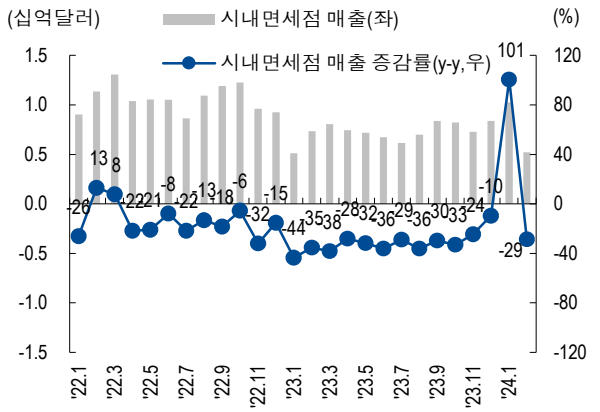
자료: NH투자증권 리서치본부

표3. 아모레퍼시픽 분기별 요약손익계산서 (IFRS 연결) (단위: 십억원, %)

구 분	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	2023	1Q24E	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2024E
매출액	913.7	945.4	888.8	926.0	3,674.0	946.5	1,067.0	1,123.5	1,244.9	4,381.8
증감률(y-y)	-22%	0%	-5%	-15%	-11%	4%	13%	26%	34%	19%
국내	552.2	555.0	543.2	560.4	2,210.8	573.1	570.2	578.1	606.0	2,327.4
증감률(y-y)	-25%	-12%	-7%	-12%	-14%	4%	3%	6%	8%	5%
화장품	455.1	459.1	445.5	464.7	1,824.4	472.1	470.5	476.5	504.5	1,923.6
증감률(y-y)	-25%	-14%	-9%	-12%	-15%	4%	2%	7%	9%	5%
*면세	82.8	111.0	122.2	137.0	453.0	120.1	133.2	140.6	167.9	561.7
증감률(y-y)	-52%	-19%	-16%	-28%	-30%	45%	20%	15%	23%	24%
데일리 뷰티	97.1	95.9	97.7	95.7	386.4	101.0	99.7	101.6	101.5	403.8
증감률(y-y)	-23%	0%	-1%	-8%	-9%	4%	4%	4%	6%	5%
해외	349.3	372.3	317.7	356.9	1,396.2	359.8	390.7	368.5	438.2	1,557.2
증감률(y-y)	-16%	28%	-4%	-18%	-5%	3%	5%	16%	23%	12%
아시아	270.8	285.2	234.6	262.7	1,057.7	262.8	280.9	259.2	311.8	1,114.8
증감률(y-y)	-28%	14%	-13%	-29%	-16%	-5%	-2%	11%	19%	5%
*중국	156.9	151.2	117.3	126.1	551.4	137.2	143.3	134.8	164.8	580.0
증감률(y-y)	-45%	18%	-20%	-43%	-29%	-13%	-5%	15%	31%	5%
非중국	118.3	134.0	117.3	136.6	506.6	125.6	137.7	124.4	147.1	534.8
증감률(y-y)	35%	10%	-4%	-7%	6%	6%	3%	6%	8%	6%
북미	62.8	73.9	70.7	79.3	286.7	81.6	92.4	91.9	107.1	373.0
증감률(y-y)	80%	105%	35%	37%	58%	30%	25%	30%	35%	30%
EMEA	11.4	13.2	12.4	14.8	51.8	15.4	17.4	17.4	19.2	69.4
증감률(y-y)	93%	124%	41%	30%	62%	35%	32%	40%	30%	34%
COSRX							87.6	149.5	190.1	427.2
증감률(y-y)										
매출총이익	613.9	644.0	613.8	647.1	2,518.9	631.7	738.3	785.3	875.2	3,030.5
증감률(y-y)	-23%	3%	-1%	-14%	-10%	3%	15%	28%	35%	20%
매출총이익률	67%	68%	69%	70%	69%	67%	69%	70%	70%	69%
영업이익	64.4	5.9	17.3	20.7	108.2	51.0	72.1	109.1	150.1	382.3
증감률(y-y)	-59%	흑전	-8%	-64%	-50%	-21%	1,124%	532%	626%	253%
영업이익률	7%	1%	2%	2%	3%	5%	7%	10%	12%	9%
국내	38.5	36.8	19.1	52.0	146.4	48.3	46.9	41.2	54.9	191.3
증감률(y-y)	-65%	0%	-35%	17%	-34%	26%	27%	116%	6%	31%
화장품	35.0	31.4	21.8	47.9	136.1	44.4	41.2	38.1	50.4	174.1
증감률(y-y)	-66%	-22%	-23%	14%	-36%	27%	31%	75%	5%	28%
데일리 뷰티	3.5	5.4	-2.7	4.1	10.3	3.9	5.7	3.0	4.5	17.2
증감률(y-y)	-55%	흑전	적전	64%	36%	13%	5%	흑전	9%	67%
해외	31.5	-32.7	-8.3	-33.7	-43.2	-4.0	-1.2	14.7	37.2	46.7
증감률(y-y)	-23%	적축	적축	적전	적전	적전	적축	흑전	흑전	흑전
COSRX							28.5	48.6	61.8	138.8
증감률(y-y)										
세전이익	99.0	19.2	38.2	124.2	280.6	66.7	77.6	120.0	151.7	415.9
증감률(y-y)	-39%	흑전	-35%	466%	25%	-33%	304%	214%	22%	48%
세전이익률	11%	2%	4%	13%	8%	7%	7%	11%	12%	9%
지배순이익	87.3	22.1	28.0	42.7	180.1	49.4	57.6	87.5	107.6	302.1
증감률(y-y)	-26%	흑전	16%	81%	34%	-43%	161%	213%	152%	68%
지배순이익률	10%	2%	3%	5%	5%	5%	5%	8%	9%	7%

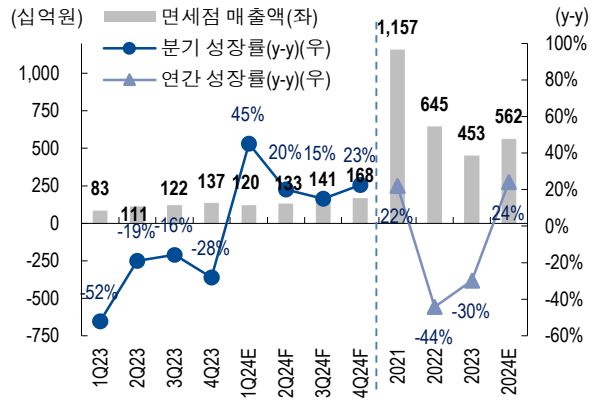
주1: 중국과 면세점 매출은 당사 추정치 기준; 주2: 코스알엑스는 2024년 5월 1일 편입 예정; 주3: IFRS 연결기준
주4: 2023년 1분기 부문별 영업이익 조정으로 2024년 1분기 부문별 영업이익 성장률(y-y)은 추후 변동 가능성 있음
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

그림3. 한국 월별 시내 면세점 매출액 및 증감률 추이



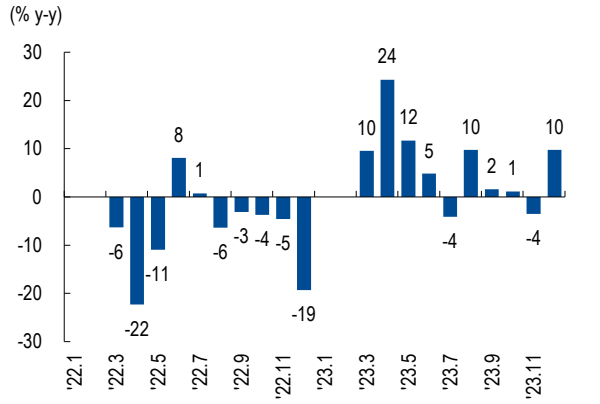
자료: 면세점협회, NH투자증권 리서치본부

그림4. 아모레퍼시픽 면세점 매출액 추정



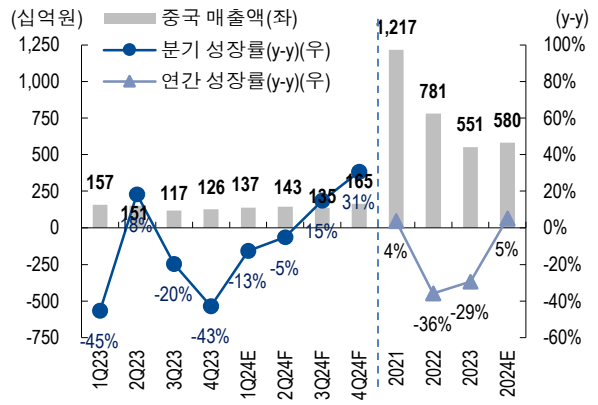
자료: 아모레퍼시픽, NH투자증권 리서치본부 추정

그림5. 중국 월별 화장품 소매판매 성장률 추이



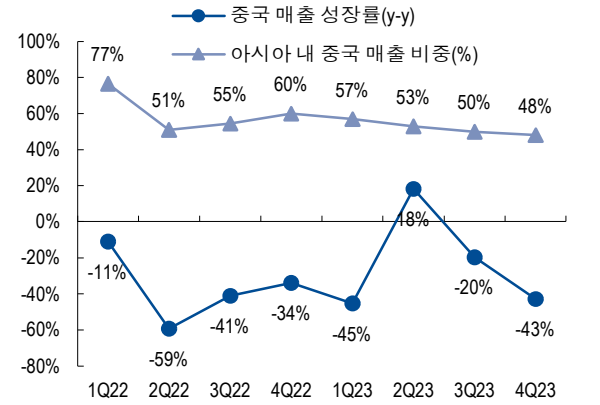
자료: 중국국가통계국, NH투자증권 리서치본부

그림6. 아모레퍼시픽 중국 매출액 추정



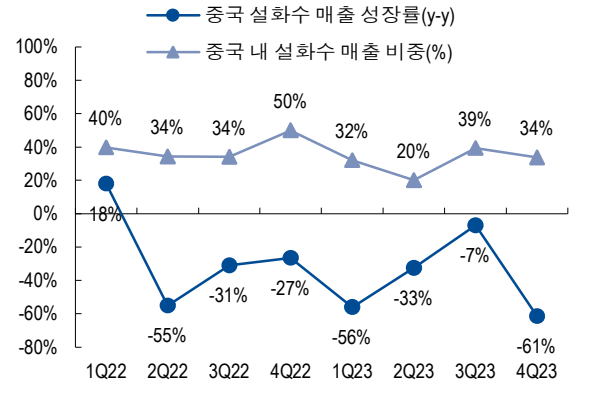
자료: 아모레퍼시픽, NH투자증권 리서치본부 추정

그림7. 아시아 내 중국 매출액 성장률 및 비중 추이



자료: 아모레퍼시픽, NH투자증권 리서치본부 추정

그림8. 중국 내 설화수 매출액 성장률 및 비중 추이



자료: 아모레퍼시픽, NH투자증권 리서치본부 추정

Statement of comprehensive income

(십억원)	2023/12A	2024/12E	2025/12F	2026/12F
매출액	**3,674**	**4,382**	**4,905**	**5,178**
증감률 (%)	-11.1	19.3	11.9	5.6
매출원가	**1,155**	**1,351**	**1,503**	**1,581**
매출총이익	**2,519**	**3,030**	**3,402**	**3,596**
Gross 마진 (%)	68.6	69.2	69.4	69.5
판매비와 일반관리비	2,411	2,648	2,859	3,000
영업이익	**108**	**382**	**543**	**596**
증감률 (%)	-49.5	253.4	42.1	9.8
OP 마진 (%)	2.9	8.7	11.1	11.5
EBITDA	**360**	**628**	**782**	**820**
영업외손익	**172**	**34**	**21**	**19**
금융수익(비용)	142	7	8	6
기타영업외손익	-12	10	12	12
종속, 관계기업관련손익	42	17	2	2
세전계속사업이익	**281**	**416**	**564**	**616**
법인세비용	**107**	**102**	**138**	**151**
계속사업이익	174	314	426	465
당기순이익	**174**	**314**	**426**	**465**
증감률 (%)	34.5	80.6	35.7	9.1
Net 마진 (%)	4.7	7.2	8.7	9.0
지배주주지분 순이익	180	302	411	449
비지배주주지분 순이익	-6	12	15	16
기타포괄이익	-40	0	0	0
총포괄이익	133	314	426	465

Valuations/profitability/stability

	2023/12A	2024/12E	2025/12F	2026/12F
PER(배)	49.8	24.5	17.9	16.4
PBR(배)	2.0	1.7	1.6	1.5
PCR(배)	19.2	11.0	9.2	8.9
PSR(배)	2.3	1.6	1.5	1.4
EV/EBITDA(배)	23.4	10.6	8.0	7.2
EV/EBIT(배)	77.7	17.4	11.6	10.0
EPS(원)	2,914	4,999	6,850	7,470
BPS(원)	70,933	73,984	78,137	82,393
SPS(원)	62,811	74,912	83,853	88,516
자기자본이익률(ROE, %)	3.7	6.0	7.8	8.1
총자산이익률(ROA, %)	3.0	5.2	6.7	6.9
투하자본이익률 (ROIC, %)	3.3	8.2	11.8	12.9
배당수익률(%)	0.6	1.1	1.6	2.0
배당성향(%)	29.5	27.1	27.7	31.9
총현금배당금(십억원)	63	91	124	155
보통주 주당배당금(원)	910	1,400	1,950	2,450
순부채(현금)/자기자본(%)	-9.0	-16.8	-23.0	-28.1
총부채/자기자본(%)	20.8	21.1	21.0	20.5
이자발생부채	350	338	354	363
유동비율(%)	240.0	282.7	319.6	356.2
총발행주식수(백만)	69.1	69.1	69.1	69.1
액면가(원)	500	500	500	500
주가(원)	145,000	122,300	122,300	122,300
시가총액(십억원)	8,868	7,528	7,528	7,528

Statement of financial position

(십억원)	2023/12A	2024/12E	2025/12F	2026/12F
현금및현금성자산	506	840	1,203	1,557
매출채권	293	265	280	296
유동자산	1,952	2,403	2,848	3,257
유형자산	2,442	2,319	2,208	2,121
투자자산	380	328	352	370
비유동자산	**3,934**	**3,765**	**3,683**	**3,618**
자산총계	**5,887**	**6,168**	**6,531**	**6,875**
단기성부채	299	287	303	312
매입채무	86	95	100	106
유동부채	**813**	**850**	**891**	**914**
장기성부채	51	51	51	51
장기충당부채	15	18	20	21
비유동부채	**201**	**223**	**243**	**254**
부채총계	**1,014**	**1,073**	**1,134**	**1,168**
자본금	35	35	35	35
자본잉여금	794	794	794	794
이익잉여금	4,101	4,312	4,599	4,893
비지배주주지분	-25	-13	2	18
자본총계	**4,873**	**5,095**	**5,397**	**5,707**

Cash flow statement

(십억원)	2023/12A	2024/12E	2025/12F	2026/12F
영업활동 현금흐름	**348**	**550**	**624**	**643**
당기순이익	174	314	426	465
+ 유/무형자산상각비	252	246	239	223
+ 종속, 관계기업관련손익	-39	0	0	0
+ 외화환산손실(이익)	3	0	0	0
Gross Cash Flow	441	652	781	806
- 운전자본의증가(감소)	-36	-10	-42	-45
투자활동 현금흐름	**-186**	**-140**	**-186**	**-174**
+ 유형자산 감소	27	0	0	0
- 유형자산 증가(CAPEX)	-134	-123	-129	-136
+ 투자자산의매각(취득)	-80	51	-23	-18
Free Cash Flow	214	427	495	508
Net Cash Flow	162	409	438	470
재무활동현금흐름	**-99**	**-76**	**-75**	**-116**
자기자본 증가	2	0	0	0
부채증감	-101	-76	-75	-116
현금의증가	57	334	363	354
기말현금 및 현금성자산	506	840	1,203	1,557
기말 순부채(순현금)	-436	-857	-1,240	-1,604

LG생활건강 (051900.KS)

낮아진 기대치 상회 전망

1분기 중국 매출 회복과 손익 개선에 힘입어 컨센서스 상회할 전망. 단, 현 주가에서 유의미한 반등을 위해서는 '후'의 수요 증가가 지속되거나, 'CNP', 'VDL' 등 매스 브랜드의 지역 확장세가 확인되어야 할 것

Analyst 정지윤
02)768-7705, jiyoony@nhqv.com

※ESG Index/Event는 26페이지 참조

당분간 편안한 실적 기저

투자의견 Hold 유지하며, 목표주가를 38만원으로 상향. 2024E/2025F 영업이익 추정치를 각각 +7%, +8% 조정, 화장품 부문 이익 추정치를 기존 대비 상향한 데 기인. 지난 2년간의 중국 관련 채널 매출 공백으로 실적 기대치 낮아, 당분간 기저효과 누릴 수 있을 것. 다만, 기업가치가 추가 상향되기 위해서는 '후' 단일 브랜드의 중국 수요가 지속 반등하거나, 'CNP', 'VDL' 등 매스 브랜드의 지역 다변화가 나타나야 한다고 보는데, 아직 전사 성장을 '후'에 의존하다시피 하는 구조. 관련 변화 확인 시 현 주가에서 유의미한 반등 보여줄 것으로 판단

1Q24 Preview: 컨센서스 상회 전망

1분기 연결기준 매출액 1조6,928억원(+1% y-y), 영업이익 1,330억원(-9% y-y) 추정. 중국 매출 회복과 손익 개선 영향으로 기존 추정치 상회할 전망

화장품 매출액 6,938억원(-1% y-y), 영업이익 413억원(-33% y-y) 추정. 동사 면세 채널은 따이공 위주의 매출 구성과 기저(1Q23 면세 매출 1,858억원, +15% y-y) 감안 시 업황과 달리 -14% y-y 역신장 전망. 반면, 중국 매출은 지난 4분기 '후' 천기단 리뉴얼 제품 출시와 2024년 1~2월 소매판매 회복(+4% y-y), 이커머스 매출 반등으로 +10% y-y 성장 전망. 이에 영업이익은 2H23 -400억~-300억원 수준의 적자에서 분기 BEP(손익분기점) 도달 예상

생활용품 매출액 5,714억원(+2% y-y), 영업이익 394억원(+21% y-y) 추정. 1Q24부터 쿠팡과의 직거래 재개에 따른 점진적인 실적 회복 예상. **음료** 매출액 4,276억원(+2% y-y), 영업이익 523억원(+1% y-y) 추정. 내수 경기 위축으로 성장을 도모하기는 어려우나, 안정적인 실적 이어갈 것

LG생활건강 1분기 실적 Preview (K-IFRS 연결) (단위: 십억원, %)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24E					2Q24F
					예상치	y-y	q-q	기존 추정	컨센서스	
매출액	1,684	1,808	1,746	1,567	1,693	0.5	8.0	1,686	1,693	1,822
영업이익	146	158	128	55	133	-8.8	143.1	118	123	152
영업이익률	*8.7*	*8.7*	*7.5*	*3.5*	*7.9*			*7.0*	*7.3*	*8.4*
세전이익	130	132	124	-110	117	-10.0	흑전	103	115	135
(지배)순이익	91	89	84	-122	79	-13.6	흑전	70	78	90

자료: LG생활건강, FnGuide, NH투자증권 리서치본부 전망

Hold (유지)

목표주가	**380,000원 (상향)**
현재가 (24/03/27)	**392,000원**
업종	**화장품**
KOSPI / KOSDAQ	2,755.11 / 911.25
시가총액(보통주)	6,122.3십억원
발행주식수(보통주)	15.6백만주
52주 최고가('23/04/18)	680,000원
최저가('24/01/31)	303,500원
평균거래대금(60일)	29,987백만원
배당수익률(2024E)	1.15%
외국인지분율	27.2%
주요주주	
LG 외 1 인	34.0%
국민연금공단	6.9%

주가상승률	3개월	6개월	12개월
절대수익률 (%)	11.8	-12.2	-32.5
상대수익률 (%p)	6.1	-21.4	-41.0

	2023	2024E	2025F	2026F
매출액	6,805	7,075	7,327	7,629
증감률	*-5.3*	*4.0*	*3.6*	*4.1*
영업이익	487	569	613	655
증감률	*-31.5*	*16.7*	*7.8*	*6.9*
영업이익률	*7.2*	*8.0*	*8.4*	*8.6*
(지배지분)순이익	143	338	377	411
EPS	8,664	21,020	23,417	25,479
증감률	*-40.7*	*142.6*	*11.4*	*8.8*
PER	41.0	18.6	16.7	15.4
PBR	1.2	1.2	1.2	1.1
EV/EBITDA	6.9	6.7	6.0	5.3
ROE	2.7	6.1	6.5	6.7
부채비율	30.1	29.7	28.8	27.9
순차입금	-780	-1,123	-1,502	-1,889

단위: 십억원, %, 원, 배
주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

Summary

LG생활건강은 생활용품, 화장품, 음료 제조 및 판매 사업 영위. 2001년 LG화학에서 분할 설립한 이후 코카콜라 등 비알콜성 음료 시장에도 진출. 현재 중국, 일본, 미국 등 57개국가에 진출해 있으며, 대표 브랜드로 화장품은 후, 숨, 생활용품은 엘라스틴, 페리오, 음료는 코카콜라, 파워에이드 등이 있음. 화장품 브랜드 후는 글로벌 매출액이 2018년 처음 2조원을 돌파하였으며, 2019년 'Avon' 인수, 2020년 'Physiogel' 아시아/북미 사업권, 'Euthimol' 글로벌 사업권 확보, 2021년 'Boinca', 2022년 'The Creme Shop' 지분투자 등 다수의 M&A를 통해 전사 포트폴리오 체질 개선 진행 중

Share price drivers/Earnings Momentum

- 신규 M&A를 통한 기업가치 제고
- 면세점 채널 및 중국 현지 매출 회복
- 리브랜딩을 통한 성장 동력 재확보
- 화장품 사업 부문의 중국 외 지역 다변화

Downside Risk

- 한국 면세점 알선수수료 인하로 따이공 활동 위축
- 실적을 견인해 온 '후(Whoo)' 브랜드의 성장 둔화
- '후(Whoo)'를 잇는 세컨드 브랜드의 부재
- 뉴 에이본(New Avon) 불확실성 및 적자 지속

Cross valuations

(단위: 배, %)

Company	PER		PBR		ROE	
	2024E	2025F	2024E	2025F	2024E	2025F
L'OREAL	33.6	31.0	7.2	6.6	22.7	22.2
ESTEE LAUDER	61.9	32.6	8.8	8.2	14.3	27.1
KAO	26.0	22.3	2.6	2.5	10.4	11.8
SHISEIDO	65.6	26.6	2.6	2.5	4.1	9.7
PROYA	26.3	21.1	6.7	5.3	26.8	26.5

자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

Historical valuations

(단위: 배, %)

Valuations	2022	2023	2024E	2025F	2026F
PER	49.4	41.0	18.6	16.7	15.4
PBR	2.4	1.2	1.2	1.2	1.1
PSR	1.6	0.8	0.9	0.8	0.8
ROE	4.4	2.7	6.1	6.5	6.7
ROIC	8.8	5.5	8.6	9.1	9.8

자료: NH투자증권 리서치본부 추정

Historical Key financials

(단위: 십억원, %)

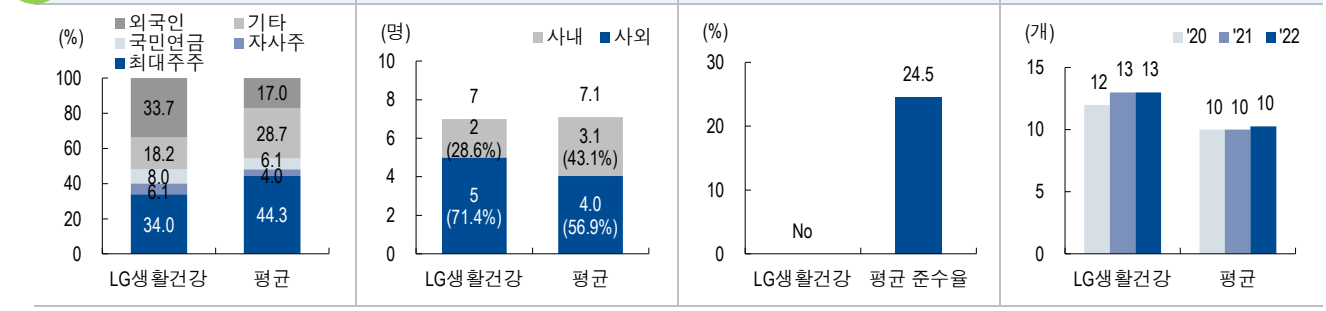
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
매출액	**5,328**	**6,094**	**6,105**	**6,748**	**7,685**	**7,845**	**8,092**	**7,186**	**6,805**
영업이익	684	881	930	1,039	1,176	1,221	1,290	711	487
영업이익률(%)	*12.8*	*14.5*	*15.2*	*15.4*	*15.3*	*15.6*	*15.9*	*9.9*	7.2
세전이익	645	753	861	956	1,092	1,121	1,187	418	276
순이익	**470**	**579**	**618**	**692**	**788**	**813**	**861**	**258**	**164**
지배지분순이익	**460**	**568**	**606**	**683**	**778**	**798**	**845**	**237**	**143**
EBITDA	811	1,015	1,076	1,197	1,427	1,483	1,565	999	757
CAPEX	302	332	284	356	326	506	322	157	152
Free Cash Flow	336	382	451	461	814	499	663	340	507
EPS(원)	28,730	35,369	37,613	42,466	48,337	49,587	52,456	14,604	8,664
BPS(원)	114,985	142,927	169,108	198,221	234,042	268,428	304,100	301,350	306,665
DPS(원)	5,500	7,500	9,000	9,250	11,000	11,000	12,000	4,000	3,500
순차입금	633	428	201	68	-295	-250	-521	-440	-780
ROE(%)	25.1	24.9	21.9	21.0	20.3	17.9	16.7	4.4	2.7
ROIC(%)	16.9	23.6	21.0	22.4	20.8	20.9	18.7	8.8	5.5
배당성향(%)	17.5	19.3	21.8	19.9	20.7	20.2	20.8	24.8	35.9
배당수익률(%)	0.5	0.9	0.8	0.8	0.9	0.7	1.1	0.6	1.0
순차입금 비율(%)	29.9	16.3	6.5	1.9	-7.0	-5.2	-9.5	-8.1	-14.1

자료: LG생활건강, NH투자증권 리서치본부

ESG Index & Event

G

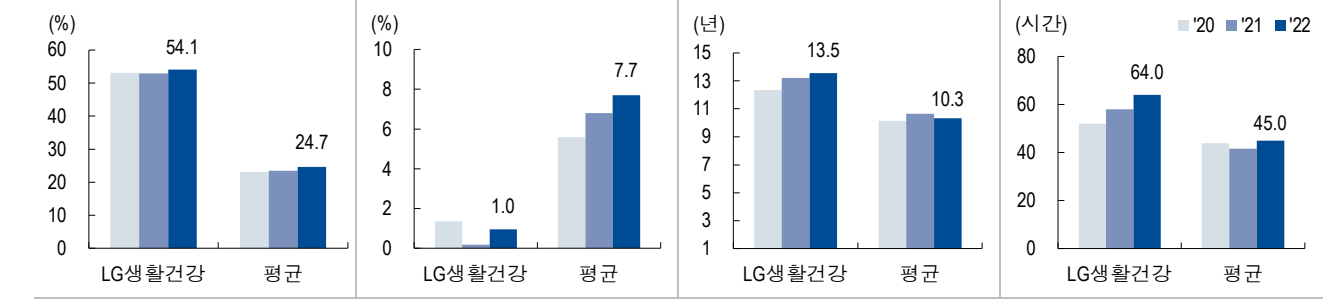
주주 구성	이사회 구성	이사회 의장과 대표이사 분리 여부	기업지배구조 핵심지표 준수



주1: 평균은 2023년 기업지배구조보고서 의무공시 자산총액 2조원 이상 비금융 208개사 대상
주2: 기업지배구조 핵심지표는 기업지배구조보고서에서 공시하는 주주, 이사회, 감사기구 관련 15개 핵심지표의 준수 현황
자료: LG생활건강, 전자공시시스템, NH투자증권 리서치본부

S

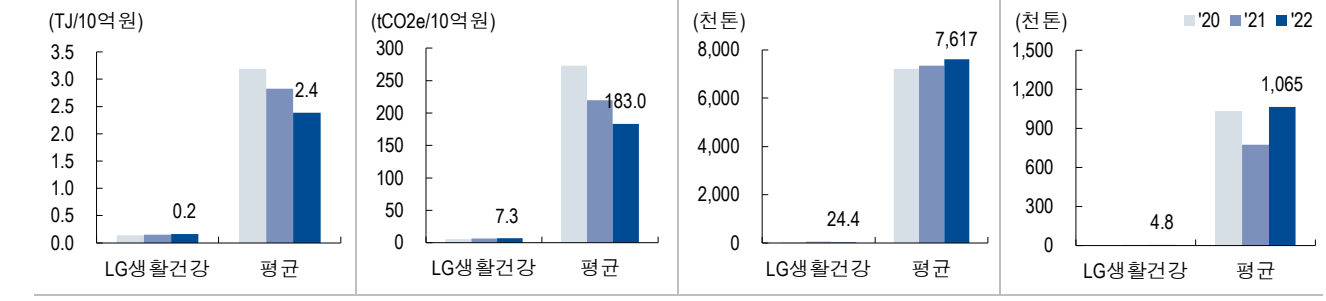
여성 임직원 비율	계약직 비율	근속연수	인당 교육시간



주: 평균은 2023년 기업지배구조보고서 의무공시 자산총액 2조원 이상 비금융 208개사 중 지속가능경영보고서 공시한 124개사 대상
자료: LG생활건강, NH투자증권 리서치본부

E

에너지 사용량	온실가스 배출량	용수 재활용량	폐기물 재활용량



주: 평균은 2023년 기업지배구조보고서 의무공시 자산총액 2조원 이상 비금융 208개사 중 지속가능경영보고서 공시한 124개사 대상
자료: LG생활건강, NH투자증권 리서치본부

ESG Event

E	2022.10	- 업계 최초 순도 100% '폐플라스틱 열분해유'를 원료로 만든 친환경 화장품 용기를 제품에 적용
S	2022.09	- 국내 4대 그룹 중 처음으로 여성 대표이사 이정애 신임대표 선임
	2019.11	- SNS 인플루언서 광고 관련하여 대가 지급 사실을 공표하지 않아 공정위 제재 및 과징금 부과
G	2021.4	- ESG위원회와 내부거래위원회를 신설하며 기업지배구조 개선 노력

자료: 언론보도, LG생활건강, NH투자증권 리서치본부

표1. LG생활건강 SOTP 밸류에이션 (단위: 십억원, 배, 원)

항 목	기업가치(십억원)	주당가치(원)	비 고
화장품 부문 가치 (A)	3,443	220,434	
12M Fwd 순이익	123	7,873	12M Fwd 순이익 추정치
Target PER	X 28	X 28	글로벌 화장품 기업 6개사 평균 PER 10% 할인
생활용품 부문 가치 (B)	1,101	70,519	
12M Fwd 순이익	92	5,877	12M Fwd 순이익 추정치
Target PER	X 12	X 12	글로벌 생활용품 기업 5개사 평균 PER 대비 40% 할인
음료 부문 가치 (C)	1,301	83,303	
12M Fwd 순이익	130	8,330	12M Fwd 순이익 추정치
Target PER	X 10	X 10	당사 롯데칠성 적용 PER
LG생활건강 기업가치 = (A)+(B)+(C)	5,845	374,257	
총 발행주식 수	15,618,197	15,618,197	보통주 기준
목표주가		380,000	

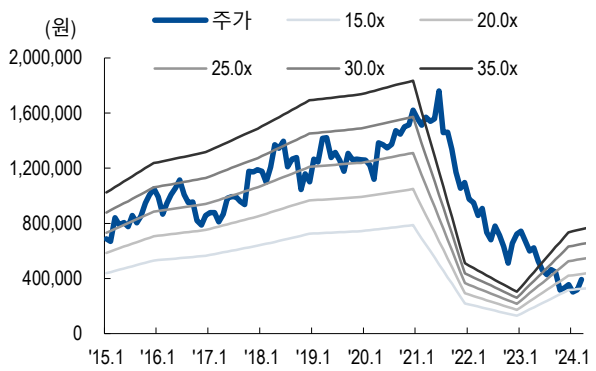
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

표2. LG생활건강 실적 전망 (IFRS 연결) (단위: 십억원, 원, 배, %)

		2023	2024E	2025F	2026F
매출액	- 수정 후	6,805	7,075	7,327	7,629
	- 수정 전	-	7,070	7,323	7,606
	- 변동률	-	0.1	0.1	0.3
영업이익	- 수정 후	487	569	613	655
	- 수정 전	-	532	568	613
	- 변동률	-	6.8	7.8	6.9
영업이익률(수정 후)		7.2	8.0	8.4	8.6
EBITDA		757	824	858	895
(지배지분)순이익		143	338	377	411
EPS	- 수정 후	8,664	21,020	23,417	25,479
	- 수정 전	-	19,365	21,224	24,002
	- 변동률	-	8.5	10.3	6.2
PER		41.0	18.6	16.7	15.4
PBR		1.2	1.2	1.2	1.1
EV/EBITDA		6.9	6.7	6.0	5.3
ROE		2.7	6.1	6.5	6.7

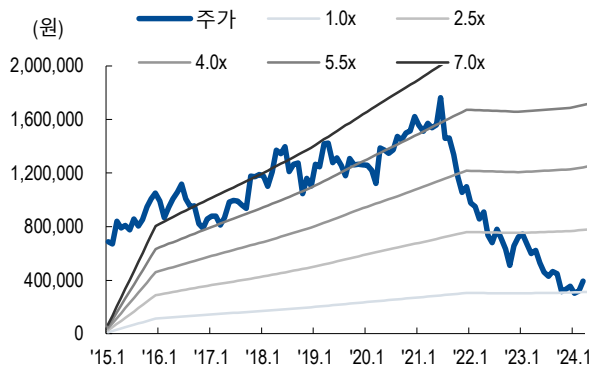
주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준; 자료: NH투자증권 리서치본부 전망

그림1. LG생활건강 12M Fwd PER Band Chart



자료: NH투자증권 리서치본부

그림2. LG생활건강 12M Trailing PBR Band Chart



자료: NH투자증권 리서치본부

표3. 글로벌 화장품 Peer Group Valuation Table (단위: 달러, 백만달러, 배, %)

		L'OREAL	Estee Lauder	Kao	Shiseido	PROYA	Shanghai Jahwa	Intercos
주가(달러)		469.8	139.3	37.6	27.1	12.9	2.5	14.1
시가총액		251,211	49,939	17,531	10,834	5,125	1,704	1,354.7
매출	2023	44,540	15,910	10,929	6,939	1,162	932	1,069
	2024E	47,755	15,832	10,665	6,737	1,445	1,041	1,161
	2025F	50,977	17,189	10,897	7,167	1,760	1,131	1,242
영업이익	2023	8,408	1,509	428	201	198	67	92
	2024E	9,499	1,483	914	298	248	91	110
	2025F	10,282	2,370	1,067	591	306	107	126
(지배)순이익	2023	6,688	1,006	313	155	156	71	57
	2024E	7,269	794	689	167	196	90	70
	2025F	7,951	1,560	802	410	243	104	80
PER (배)	2023	39.0	56.7	61.5	78.1	32.7	28.2	24.4
	2024E	33.6	61.9	26.0	65.6	26.3	19.8	18.2
	2025F	31.0	32.6	22.3	26.6	21.1	17.2	15.6
PBR (배)	2023	8.3	12.6	2.7	2.7	8.3	1.9	3.1
	2024E	7.2	8.8	2.6	2.6	6.7	1.5	2.5
	2025F	6.6	8.2	2.5	2.5	5.3	1.4	2.3
ROE (%)	2023	22.0	18.0	4.5	3.6	26.9	6.7	13.1
	2024E	22.7	14.3	10.4	4.1	26.8	7.8	14.6
	2025F	22.2	27.1	11.8	9.7	26.5	8.5	15.5

주1: 3월 26일 종가 기준 컨센서스 및 환율 적용; 주2: Estee Lauder는 6월 결산일; 자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

표4. 글로벌 생활용품 Peer Group Valuation Table (단위: 달러, 백만달러, 배, %)

		Unilever	Johnson & Johnson	Procter & Gamble	Kimberly-Clark	Colgate-Palmolive
주가(달러)		50.0	155.8	160.6	126.1	88.9
시가총액		125,191	375,372	377,778	42,482	73,178
매출	2023	64,463	85,159	82,006	20,431	19,457
	2024E	65,980	88,432	84,797	20,457	20,197
	2025F	68,427	90,762	88,094	20,991	21,056
영업이익	2023	10,554	21,696	18,134	2,344	3,984
	2024E	11,138	29,136	20,100	3,143	4,324
	2025F	11,771	30,128	21,421	3,294	4,599
(지배)순이익	2023	7,016	35,153	14,653	1,764	2,300
	2024E	6,944	22,467	15,413	2,330	2,854
	2025F	7,455	23,081	16,941	2,463	3,068
PER (배)	2023	17.0	18.5	25.3	15.0	28.7
	2024E	16.8	14.6	24.9	18.3	25.5
	2025F	15.8	14.1	23.2	17.2	23.4
PBR (배)	2023	6.1	5.5	7.8	43.5	107.7
	2024E	5.9	4.6	7.7	30.6	77.3
	2025F	5.4	4.2	7.0	23.0	51.5
ROE (%)	2023	34.9	48.3	32.1	237.1	455.4
	2024E	35.5	32.8	32.6	203.4	354.7
	2025F	35.0	31.3	33.2	160.8	299.6

주1: 3월 26일 종가 기준 컨센서스 및 환율 적용; 주2: Procter & Gamble은 6월 결산법인
자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

표5. LG생활건강 분기별 요약손익계산서 (IFRS 연결) (단위: 십억원, %)

구 분	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	2023	1Q24E	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2024E
매출액	1,683.7	1,807.7	1,746.2	1,567.3	6,804.8	1,692.8	1,821.7	1,807.5	1,753.2	7,075.2
증감률(y-y)	2%	-3%	-7%	-13%	-5%	1%	1%	4%	12%	4%
화장품	701.5	780.5	670.2	663.5	2,815.7	693.8	767.7	699.3	814.6	2,975.3
증감률(y-y)	0%	-8%	-15%	-24%	-12%	-1%	-2%	4%	23%	6%
*면세	185.8	240.0	219.0	87.9	732.8	160.0	208.8	210.2	210.2	789.3
증감률(y-y)	15%	-28%	-25%	-63%	-28%	-14%	-13%	-4%	139%	8%
*중국	157.0	153.0	99.0	195.5	604.5	170.0	162.2	119.8	213.0	665.0
증감률(y-y)	-17%	-7%	-34%	-29%	-22%	8%	6%	21%	9%	10%
생활용품	563.0	546.0	570.1	503.1	2,182.2	571.4	560.7	587.2	528.3	2,247.7
증감률(y-y)	2%	0%	-3%	-4%	-1%	2%	3%	3%	5%	3%
음료	419.2	481.2	505.9	400.7	1,807.0	427.6	493.2	521.1	410.3	1,852.2
증감률(y-y)	7%	3%	2%	-3%	2%	2%	3%	3%	2%	3%
매출총이익	904.8	987.8	922.3	812.0	3,626.9	902.3	983.7	976.1	937.3	3,799.4
증감률(y-y)	-1%	-7%	-11%	-19%	-10%	0%	0%	6%	15%	5%
매출총이익률	54%	55%	53%	52%	53%	53%	54%	54%	53%	54%
영업이익	145.9	157.8	128.5	54.7	487.0	133.0	152.1	167.4	116.0	568.5
증감률(y-y)	-17%	-27%	-32%	-58%	-32%	-9%	-4%	30%	112%	17%
영업이익률	9%	9%	7%	3%	7%	8%	8%	9%	7%	8%
화장품	61.2	70.0	8.0	7.3	146.5	41.3	49.9	48.9	62.2	202.3
증감률(y-y)	-11%	-25%	-88%	-91%	-53%	-33%	-29%	512%	752%	38%
영업이익률	9%	9%	1%	1%	5%	6%	7%	7%	8%	7%
생활용품	32.7	27.6	46.7	18.3	125.3	39.4	39.8	50.5	20.9	150.6
증감률(y-y)	-41%	-54%	-17%	-3%	-34%	21%	44%	8%	14%	20%
영업이익률	6%	5%	8%	4%	6%	7%	7%	9%	4%	7%
음료	52.0	60.2	73.8	29.1	215.2	52.3	62.4	68.0	32.9	215.6
증감률(y-y)	1%	-5%	11%	-6%	1%	1%	4%	-8%	13%	0%
영업이익률	12%	13%	15%	7%	12%	12%	13%	13%	8%	12%
세전이익	130.3	132.5	123.9	-110.2	276.4	117.3	134.8	155.2	74.5	481.8
증감률(y-y)	-19%	-32%	-29%	적축	-34%	-10%	2%	25%	흑전	74%
세전이익률	8%	7%	7%	-7%	4%	7%	7%	9%	4%	7%
지배순이익	91.4	89.3	84.2	-122.1	142.8	79.0	90.2	106.5	61.9	337.6
증감률(y-y)	-17%	-25%	-30%	적확	-40%	-14%	1%	27%	흑전	136%
순이익률	5%	5%	5%	-8%	2%	5%	5%	6%	4%	5%

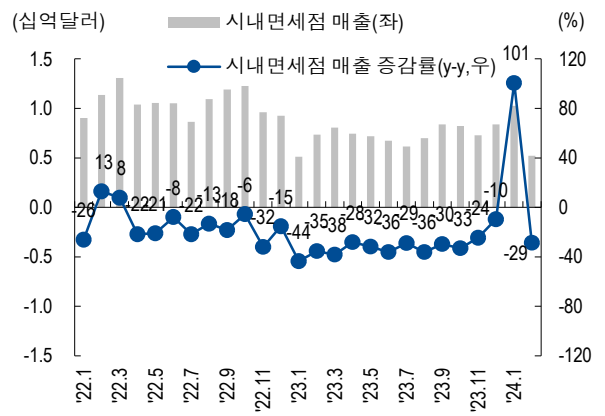
주: 면세 및 중국은 당사 추정치
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

표6. LG생활건강 화장품 부문 브랜드별 매출액 추정 (단위: 십억원, %)

구 분	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	2023	1Q24E	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2024E
화장품 매출액	701.5	780.5	670.2	663.5	2,815.7	693.8	767.7	699.3	814.6	2,975.3
증감률(y-y)	0%	-8%	-15%	-24%	-12%	-1%	-2%	4%	23%	6%
럭셔리	540.2	608.8	509.4	467.6	2,125.9	516.9	575.8	517.5	591.7	2,201.8
증감률(y-y)	-2%	-13%	-19%	-32%	-17%	-4%	-5%	2%	27%	4%
비중(%)	77%	78%	76%	70%	76%	75%	75%	74%	73%	74%
Whoo	378.8	429.3	371.3	293.2	1,472.6	398.9	441.4	391.6	392.6	1,624.5
증감률(y-y)	6%	-12%	-17%	-43%	-18%	5%	3%	5%	34%	10%
그 외	161.3	179.5	138.1	174.3	653.2	117.9	134.3	125.9	199.1	577.2
증감률(y-y)	-18%	-16%	-24%	-2%	-15%	-27%	-25%	-9%	14%	-12%
프리미엄	161.3	171.7	160.8	195.9	689.8	176.9	191.9	181.8	222.9	773.6
증감률(y-y)	10%	12%	2%	10%	8%	10%	12%	13%	14%	12%
비중(%)	23%	22%	24%	30%	25%	26%	25%	26%	27%	26%

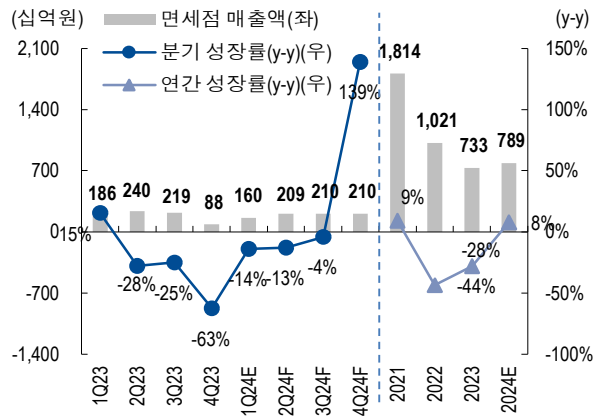
주1: 부문별 매출액은 당사 추정치; 주2: IFRS 연결기준
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

그림3. 한국 월별 시내 면세점 매출액 및 증감률 추이



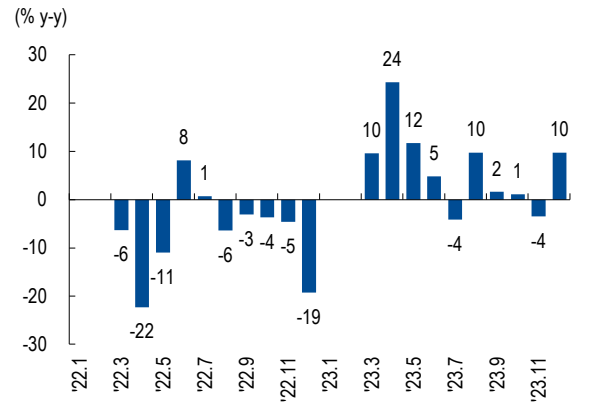
자료: 면세점협회, NH투자증권 리서치본부

그림4. LG생활건강 면세점 매출액 추정



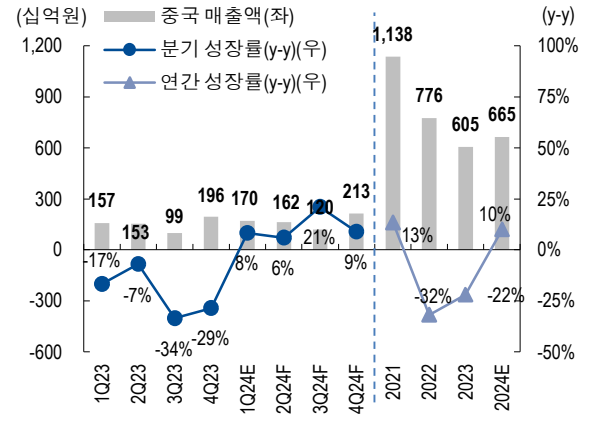
자료: LG생활건강, NH투자증권 리서치본부 추정

그림5. 중국 월별 화장품 소매판매 성장률 추이



자료: 중국국가통계국, NH투자증권 리서치본부

그림6. LG생활건강 중국 매출액 추정



자료: LG생활건강, NH투자증권 리서치본부 추정

Statement of comprehensive income

(십억원)	2023/12A	2024/12E	2025/12F	2026/12F
매출액	**6,805**	**7,075**	**7,327**	**7,629**
증감률 (%)	-5.3	4.0	3.6	4.1
매출원가	**3,178**	**3,276**	**3,385**	**3,486**
매출총이익	**3,627**	**3,799**	**3,942**	**4,143**
Gross 마진 (%)	53.3	53.7	53.8	54.3
판매비와 일반관리비	3,140	3,231	3,329	3,488
영업이익	**487**	**569**	**613**	**655**
증감률 (%)	-31.5	16.7	7.8	6.9
OP 마진 (%)	7.2	8.0	8.4	8.6
EBITDA	**757**	**824**	**858**	**895**
영업외손익	**-211**	**-87**	**-80**	**-75**
금융수익(비용)	10	-4	-5	-6
기타영업외손익	-228	-92	-85	-80
종속, 관계기업관련손익	8	9	10	11
세전계속사업이익	**276**	**482**	**533**	**580**
법인세비용	**113**	**130**	**144**	**157**
계속사업이익	164	352	389	423
당기순이익	**164**	**352**	**389**	**423**
증감률 (%)	-36.7	115.1	10.6	8.8
Net 마진 (%)	2.4	5.0	5.3	5.5
지배주주지분 순이익	143	338	377	411
비지배주주지분 순이익	21	14	12	13
기타포괄이익	-27	0	0	0
총포괄이익	136	352	389	423

Valuations/profitability/stability

	2023/12A	2024/12E	2025/12F	2026/12F
PER(배)	41.0	18.6	16.7	15.4
PBR(배)	1.2	1.2	1.2	1.1
PCR(배)	7.9	8.4	8.0	7.7
PSR(배)	0.8	0.9	0.8	0.8
EV/EBITDA(배)	6.9	6.7	6.0	5.3
EV/EBIT(배)	10.7	9.6	8.4	7.2
EPS(배)	8,664	21,020	23,417	25,479
BPS(배)	306,665	321,470	337,562	355,057
SPS(배)	435,699	453,009	469,142	488,475
자기자본이익률(ROE, %)	2.7	6.1	6.5	6.7
총자산이익률(ROA, %)	2.3	4.8	5.0	5.2
투하자본이익률 (ROIC, %)	5.5	8.6	9.1	9.8
배당수익률(%)	1.0	1.1	1.4	1.5
배당성향(%)	35.9	19.5	21.4	21.4
총현금배당금(십억원)	59	75	92	101
보통주 주당배당금(원)	3,500	4,500	5,500	6,000
순부채(현금)/자기자본(%)	-14.1	-19.3	-24.5	-29.3
총부채/자기자본(%)	30.1	29.7	28.8	27.9
이자발생부채	541	553	557	562
유동비율(%)	223.0	253.1	282.3	310.2
총발행주식수(백만주)	18	18	18	18
액면가(원)	5,000	5,000	5,000	5,000
주가(원)	355,000	392,000	392,000	392,000
시가총액(십억원)	5,876	6,479	6,479	6,479

Statement of financial position

(십억원)	2023/12A	2024/12E	2025/12F	2026/12F
현금및현금성자산	910	1,257	1,636	2,024
매출채권	529	547	556	568
유동자산	**2,430**	**2,846**	**3,230**	**3,622**
유형자산	2,307	2,227	2,172	2,140
투자자산	139	142	143	145
비유동자산	**4,791**	**4,711**	**4,654**	**4,620**
자산총계	**7,220**	**7,557**	**7,884**	**8,243**
단기성부채	222	234	238	243
매입채무	253	263	268	274
유동부채	**1,090**	**1,124**	**1,144**	**1,168**
장기성부채	319	319	319	319
장기충당부채	98	105	109	114
비유동부채	**582**	**608**	**618**	**630**
부채총계	**1,671**	**1,732**	**1,762**	**1,798**
자본금	89	89	89	89
자본잉여금	97	97	97	97
이익잉여금	5,604	5,867	6,152	6,462
비지배주주지분	115	130	141	154
자본총계	**5,549**	**5,825**	**6,122**	**6,445**

Cash flow statement

(십억원)	2023/12A	2024/12E	2025/12F	2026/12F
영업활동 현금흐름	**659**	**575**	**642**	**683**
당기순이익	164	352	389	423
+ 유/무형자산상각비	270	255	246	240
+ 종속, 관계기업관련손익	-10	0	0	0
+ 외화환산손실(이익)	1	0	0	0
Gross Cash Flow	700	726	763	800
- 운전자본의증가(감소)	113	-32	8	20
투자활동 현금흐름	**-141**	**-183**	**-192**	**-208**
+ 유형자산 감소	22	0	0	0
- 유형자산 증가(CAPEX)	-152	-152	-168	-184
+ 투자자산의매각(취득)	-9	-3	-1	-2
Free Cash Flow	507	423	475	499
Net Cash Flow	518	393	451	475
재무활동현금흐름	**-268**	**-46**	**-71**	**-87**
자기자본 증가	0	0	0	0
부채증감	-268	-46	-71	-87
현금의증가	255	346	379	388
기말현금 및 현금성자산	910	1,257	1,636	2,024
기말 순부채(순현금)	-780	-1,123	-1,502	-1,889

코스맥스 (192820.KS)

낮아진 기대치를 기회로

1분기 실적 낮아진 기대치 상회 전망. 국내외 할 것 없이 역동적인 신제품 발주와 매출 성장이 이끄는 이익 정상화 국면. 법인별 성장 기조가 모두 안정적인 바 투자 매력 우위 지속될 것

Analyst 정지윤
02)768-7705, jiyoony@nhqv.com

나무랄 데 없는 수주 동향

투자의견 Buy 및 목표주가 160,000원 유지

올해 관전 포인트는 중국 매출 회복과 미국 손익 개선. 중국은 이커머스 기업의 PB 제품을 비롯, 신규 고객사의 신제품 발주가 기대되는 바 Yatsen 물량 이관에도 광저우 법인 외형 성장(1Q24E +15% y-y) 지속할 것. 미국은 1분기 중 영업이익 BEP(손익분기점) 달성을 목표로 가동률 상향 중인 것으로 파악

지난 4분기 중국 대손충당금 증가로 이익단의 일회성 비용이 크게 증가하며 주가 수익률 상대적으로 부진했으나, 2023년 상반기에는 오히려 중국 경기 회복 전망에 2Q23 대손충당금 22억원 환입되기도 함. 전반적인 중국 매크로 환경이 점진적으로나마 호전되고 있는 만큼 추가적인 충당률 인상 가능성은 낮다고 판단

1Q24 Preview: 역동적인 신제품 발주 시즌

1분기 연결기준 매출액 5,050억원(+25% y-y), 영업이익 391억원(+183% y-y) 추정. 동사가 연초 제시한 연결기준 매출액 성장률 가이던스(+20%~25% y-y)의 상단 부합 가능할 전망

K-뷰티 브랜드의 글로벌向 매출 호조가 이어지고 있고, 신제품 발주도 역동적. 한국(별도) 1분기 매출 성장률은 +25% y-y 수준으로 호조 추정. 중국에서도 오랜만의 높은 신장률 보일 전망. 상해 +25% y-y, 광저우 +15% y-y 추정하며, 광저우의 경우 Yatsen 이관 물량 포함 시 +40% y-y대의 성장률이 나타내고 있다는 점이 고무적. 이 외 인도네시아와 태국 역시 전년의 높은 실적 베이스에도 불구하고 구조적 성장 이어가고 있음

코스맥스 1분기 실적 Preview (K-IFRS 연결) (단위: 십억원, %)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24E					2Q24F
					예상치	y-y	q-q	기존 추정	컨센서스	
매출액	403.3	479.3	458.3	436.7	505.0	25.2	15.6	505.5	492.1	567.8
영업이익	13.8	46.0	33.3	22.5	39.1	183.3	73.8	39.3	35.1	51.2
영업이익률	*3.4*	*9.6*	*7.3*	*5.2*	*7.7*			*7.8*	*7.1*	*9.0*
세전이익	9.8	37.5	26.8	10.1	34.3	248.9	239.8	34.9	29.8	44.1
(지배)순이익	6.7	30.4	15.2	4.7	22.3	232.7	369.7	22.7	23.7	30.2

자료: 코스맥스, FnGuide, NH투자증권 리서치본부 전망

※ESG Index/Event는 34페이지 참조

Buy (유지)

목표주가	**160,000원 (유지)**
현재가 (24/03/27)	**115,700원**
업종	**화학**
KOSPI / KOSDAQ	2,755.11 / 911.25
시가총액(보통주)	1,313.1십억원
발행주식수(보통주)	11.3백만주
52주 최고가('23/08/31)	153,500원
최저가('23/04/25)	71,400원
평균거래대금(60일)	11,204백만원
배당수익률(2024E)	0.43%
외국인지분율	28.0%
주요주주	
코스맥스비티아이 외 16 인	26.3%
국민연금공단	13.4%

주가상승률	3개월	6개월	12개월
절대수익률 (%)	-5.6	-10.1	46.6
상대수익률 (%p)	-10.5	-19.6	28.2

	2023	2024E	2025F	2026F
매출액	1,777	2,135	2,359	2,529
증감률	*11.1*	*20.1*	*10.5*	*7.2*
영업이익	116	179	203	220
증감률	*117.9*	*55.2*	*13.2*	*8.2*
영업이익률	*6.5*	*8.4*	*8.6*	*8.7*
(지배지분)순이익	57	98	120	131
EPS	5,034	8,607	10,542	11,583
증감률	*174.1*	*71.0*	*22.5*	*9.9*
PER	25.1	13.4	11.0	10.0
PBR	4.0	2.9	2.3	1.9
EV/EBITDA	9.7	6.1	5.2	4.4
ROE	12.1	23.9	23.4	20.9
부채비율	334.3	275.8	223.8	187.2
순차입금	273	168	62	-70

단위: 십억원, %, 원, 배
주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

Summary

코스맥스는 화장품 연구개발 생산 전문 ODM 기업으로 2014년 3월 코스맥스비티아이 주식회사의 화장품 제조 부문이 인적분할하여 설립. 현재 국내외 600여개의 브랜드 기업에 기초, 색조, 마스크시트 등의 제품을 공급. 전사 인력 중 25%가량이 연구 개발 인력이며, 판교 R&I 센터를 운영하는 등 업계 최고 수준의 R&D 능력을 보유. 중국 상해, 광저우, 미국 뉴저지에 생산 공장을 두고 있으며, 인도네시아와 태국법인 설립을 통해 해외 시장 포트폴리오 다변화 중

Share price drivers/Earnings Momentum

- 중국 법인의 고성장 및 수익성 개선 지속
- 태국, 인도네시아 등 동남아 시장 확대 가속화
- 미국 법인 영업이익 흑자 전환
- 재무 건전성 개선 및 현금 흐름 확보

Downside Risk

- 코스맥스 이스트 법인 상장 여부
- 연령이 높은 매출 채권 증가
- 높은 부채 비율
- 인건비 상승에 따른 수익성 악화

Cross valuations

(단위: 배, %)

Company	PER		PBR		ROE	
	2024E	2025F	2024E	2025F	2024E	2025F
한국콜마	12.4	9.6	1.4	1.3	13.1	14.0
씨앤씨인터내셔널	17.7	14.6	3.6	2.9	23.8	22.7
코스메카코리아	10.7	8.7	1.8	1.5	18.3	21.6
Intercos	18.2	15.6	2.5	2.3	14.6	15.5

자료: Bloomberg, FnGuide, NH투자증권 리서치본부

Historical valuations

(단위: 배, %)

Valuations	2022	2023	2024E	2025F	2026F
PER	40.3	25.1	13.4	11.0	10.0
PBR	1.4	4.0	2.9	2.3	1.9
PSR	0.5	0.8	0.6	0.6	0.5
ROE	3.6	12.1	23.9	23.4	20.9
ROIC	-18.2	7.2	16.9	19.4	20.8

자료: NH투자증권 리서치본부 추정

Historical Key financials

(단위: 십억원, %)

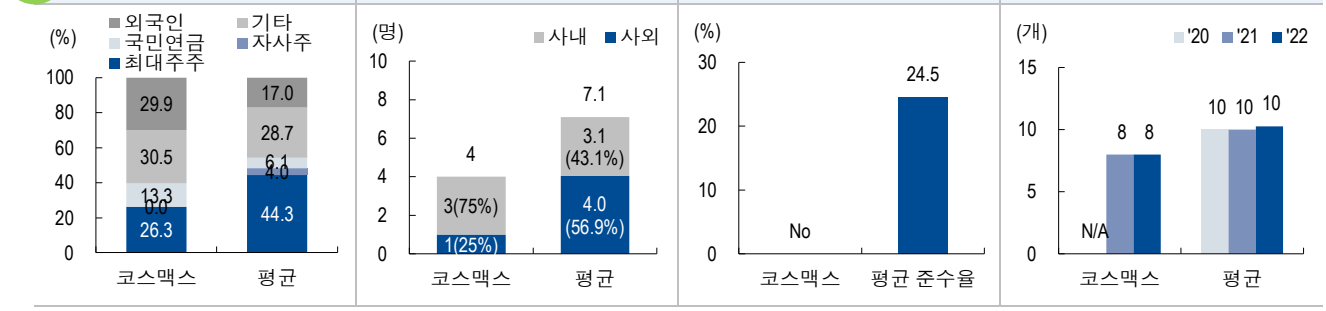
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
매출액	**533**	**757**	**884**	**1,260**	**1,331**	**1,383**	**1,591**	**1,600**	**1,777**
영업이익	36	53	35	52	54	67	123	53	116
영업이익률(%)	*6.7*	*7.0*	*4.0*	*4.2*	*4.1*	*4.8*	*7.7*	3.3	6.5
세전이익	29	46	25	36	36	0	78	6	84
순이익	**19**	**31**	**16**	**21**	**18**	**-29**	**34**	**-16**	**38**
지배지분순이익	**21**	**35**	**19**	**33**	**32**	**21**	**74**	**21**	**57**
EBITDA	45	65	55	78	92	112	174	112	175
CAPEX	43	90	81	49	105	59	41	84	86
Free Cash Flow	-50	-66	-88	-104	-30	-17	59	18	145
EPS(원)	2,297	3,752	1,876	3,246	3,167	2,127	6,880	1,837	5,034
BPS(원)	10,581	20,990	21,704	26,411	34,178	34,118	49,457	51,203	31,941
DPS(원)	681	1,000	300	600	900	0	550	0	500
순차입금	190	179	361	469	455	487	427	382	273
ROE(%)	23.8	22.5	8.8	13.5	10.5	6.2	16.5	3.6	12.1
ROIC(%)	8.9	10.8	4.1	4.2	2.0	-2,290.2	5.9	-18.2	7.2
배당성향(%)	29.6	28.9	16.0	18.5	28.4	0.0	8.4	0.0	9.9
배당수익률(%)	0.4	0.8	0.3	0.5	1.1	0.0	0.6	0.0	0.4
순차입금 비율(%)	196.7	86.5	158.2	194.1	143.8	179.2	91.8	86.0	76.0

자료: 코스맥스, NH투자증권 리서치본부

ESG Index & Event

G

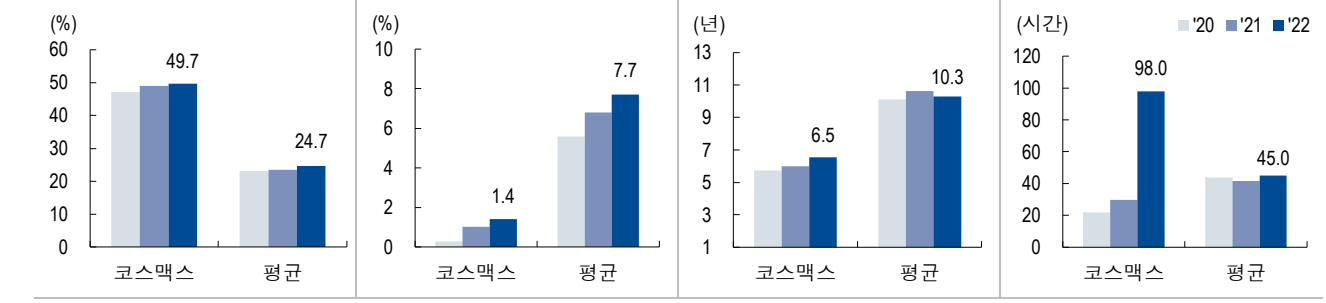
주주 구성	이사회 구성	이사회 의장과 대표이사 분리 여부	기업지배구조 핵심지표 준수



주1: 평균은 2023년 기업지배구조보고서 의무공시 자산총액 2조원 이상 비금융 208개사 대상
주2: 기업지배구조 핵심지표는 기업지배구조보고서에서 공시하는 주주, 이사회, 감사기구 관련 15개 핵심지표의 준수 현황
자료: 코스맥스, 전자공시시스템, NH투자증권 리서치본부

S

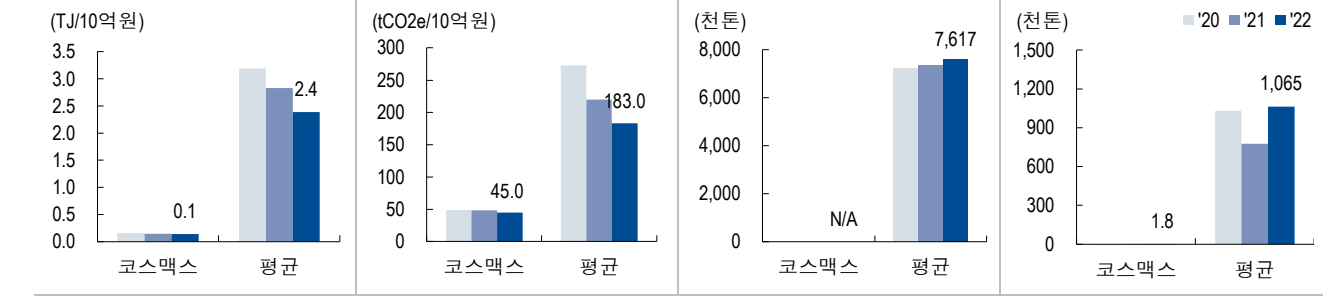
여성 임직원 비율	계약직 비율	근속연수	인당 교육시간



주: 평균은 2023년 기업지배구조보고서 의무공시 자산총액 2조원 이상 비금융 208개사 중 지속가능경영보고서 공시한 124개사 대상
자료: 코스맥스, NH투자증권 리서치본부

E

에너지 사용량	온실가스 배출량	용수 재활용량	폐기물 재활용량



주: 평균은 2023년 기업지배구조보고서 의무공시 자산총액 2조원 이상 비금융 208개사 중 지속가능경영보고서 공시한 124개사 대상
자료: 코스맥스, NH투자증권 리서치본부

ESG Event

E	2022.10	- 친환경 소재개발업체 어라운드블루와 국내외 화장품 고객사를 대상으로 CLC(무독성 바이오 플라스틱 소재)를 이용한 다양한 친환경 용기를 제안하고, 코스맥스가 생산하는 화장품 제형에 적합한 CLC 친환경 용기를 공동 개발할 계획
S	2021.6	- ESG 경영 강화를 위해 'UNGC'가 정립한 인권, 노동, 환경, 반부패 등 4대 분야 10대 원칙을 경영 전략에 포함
	2019.10	- 2014~2018년 기간 동안 장애인 노동자를 단 한 명도 고용하지 않았다는 내용을 담은 보도로 논란
G	2020.1	- 국세청, 정기 세무조사 실시. 언론, 정기 세무조사 관련하여 일감 몰아주기 및 편법승계 의혹 제기

자료: 언론보도, 코스맥스, NH투자증권 리서치본부

표1. 코스맥스 상대가치 밸류에이션 (단위: 십억원, 배, 원, 주)

항 목	기업가치(십억원)	주당가치(원)	비 고
12M Fwd 지배순이익	101	8,930	12M Fwd 지배순이익 추정치
Target PER	X 18	X 18	글로벌 화장품 OE/DM사 Intercos 12M Fwd PER
코스맥스 기업가치	**1,824**	**160,734**	
발행주식 수	11,349,509	11,349,509	총 발행주식 수
목표주가		160,000	3/27 기준 업사이드 여력 38%

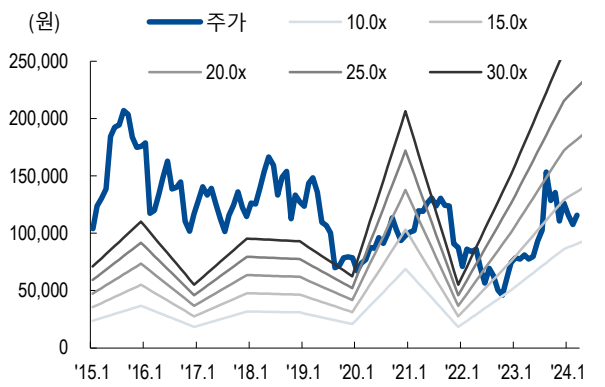
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

표2. 코스맥스 실적 전망 (IFRS 연결) (단위: 십억원, 원, 배, %)

		2023	2024E	2025F	2026F
매출액	- 수정 후	1,777	2,135	2,359	2,529
	- 수정 전	-	2,133	2,357	2,528
	- 변동률	-	0.1	0.1	0.0
영업이익	- 수정 후	116	179	203	220
	- 수정 전	-	181	205	220
	- 변동률	-	-0.6	-0.6	0.2
영업이익률(수정 후)		6.5	8.4	8.6	8.7
EBITDA		175	244	269	285
(지배지분)순이익		57	98	120	131
EPS	- 수정 후	5,034	8,607	10,542	11,583
	- 수정 전	-	8,613	10,747	11,560
	- 변동률	-	-0.1	-1.9	0.2
PER		25.1	13.4	11.0	10.0
PBR		4.0	2.9	2.3	1.9
EV/EBITDA		9.7	6.1	5.2	4.4
ROE		12.1	23.9	23.4	20.9

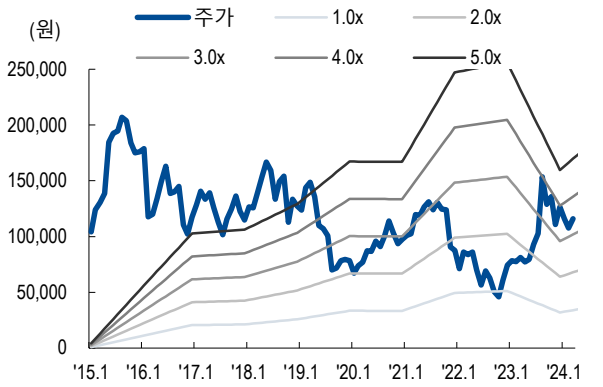
주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

그림1. 코스맥스 12M Fwd PER Band Chart



자료: NH투자증권 리서치본부

그림2. 코스맥스 12M Trailing PBR Band Chart



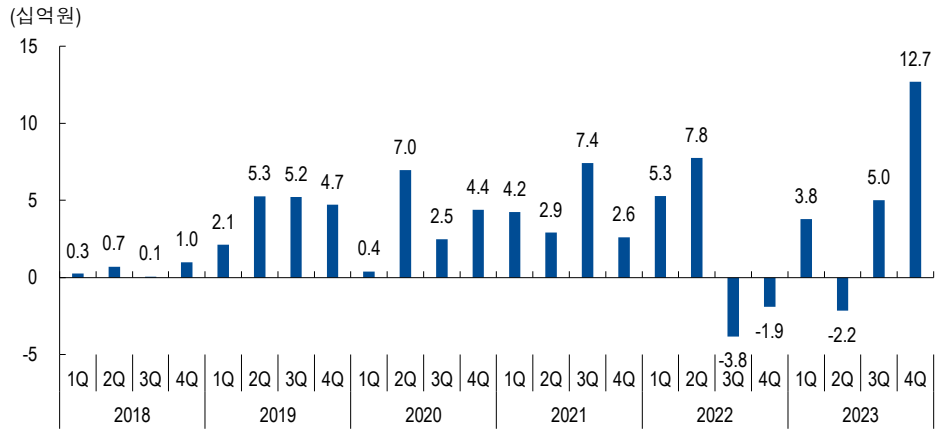
자료: NH투자증권 리서치본부

표3. 코스맥스 분기별 요약손익계산서 (IFRS 연결) (단위: 십억원, %)

구 분	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	2023	1Q24E	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2024F
매출액	403.3	479.3	458.3	436.7	1,777.5	505.0	567.8	550.1	511.8	2,134.8
증감률(y-y)	1%	18%	15%	9%	11%	25%	18%	20%	17%	20%
한국(별도)	243.4	278.3	288.0	247.9	1,057.6	304.2	336.7	334.1	272.9	1,247.9
증감률(y-y)	19%	23%	39%	14%	24%	25%	21%	16%	10%	18%
중국	122.4	153.8	123.7	147.5	547.4	148.6	173.5	151.8	176.5	650.4
증감률(y-y)	-18%	12%	-8%	8%	-2%	21%	13%	23%	20%	19%
상해	91.5	111.9	85.5	110.8	399.7	114.4	128.7	106.8	131.7	481.6
증감률(y-y)	-25%	4%	-17%	11%	-7%	25%	15%	25%	19%	21%
광저우	29.7	40.0	36.9	34.0	140.6	34.2	44.8	45.0	44.7	168.7
증감률(y-y)	27%	11%	18%	23%	19%	15%	12%	22%	32%	20%
미국(누월드)	27.1	38.1	36.9	37.8	139.9	39.5	43.8	47.9	50.6	181.9
증감률(y-y)	7%	91%	-19%	-7%	-18%	46%	15%	30%	34%	30%
인도네시아	19.2	20.7	23.4	22.0	85.3	24.0	25.7	26.9	25.7	102.3
증감률(y-y)	34%	41%	26%	11%	26%	25%	24%	15%	17%	20%
태국	5.1	6.8	6.6	7.0	25.5	7.5	8.6	8.7	9.0	33.8
증감률(y-y)	82%	100%	-3%	9%	31%	48%	26%	32%	28%	33%
매출총이익	55.6	83.0	78.1	77.0	293.6	86.2	99.4	94.3	89.1	369.1
증감률(y-y)	-5%	43%	54%	100%	43%	55%	20%	21%	16%	19%
매출총이익률	14%	17%	17%	18%	17%	17%	18%	17%	17%	17%
영업이익	13.8	46.0	33.3	22.5	115.7	39.1	51.2	48.2	40.9	179.5
증감률(y-y)	1%	167%	69%	842%	118%	183%	11%	45%	82%	55%
영업이익률	3%	10%	7%	5%	7%	8%	9%	9%	8%	8%
한국(별도)	13.0	30.4	25.8	17.5	86.8	27.4	34.7	32.1	24.4	118.5
증감률(y-y)	35%	63%	121%	504%	103%	110%	14%	24%	39%	37%
해외 및 기타	0.8	15.6	7.5	5.0	28.9	11.8	16.6	16.1	16.5	60.9
증감률(y-y)	-80%	흑전	-7%	흑전	182%	1,412%	6%	116%	229%	111%
세전이익	9.8	37.5	26.8	10.1	84.2	34.3	44.1	43.2	31.9	153.6
증감률(y-y)	-26%	115%	4%	흑전	1,265%	249%	18%	61%	216%	82%
세전이익률	2%	8%	6%	2%	5%	7%	8%	8%	6%	7%
당기순이익	0.7	27.4	10.9	-1.2	37.8	23.3	32.2	25.9	22.9	104.4
증감률(y-y)	-93%	414%	61%	적축	흑전	3,175%	18%	139%	흑전	176%
순이익률	0%	6%	2%	0%	2%	5%	6%	5%	4%	5%
한국(별도)	22.7	8.6	6.7	-19.8	18.2	24.3	16.8	14.0	7.2	62.4
증감률(y-y)	119%	-63%	-69%	적축	흑전	7%	96%	109%	흑전	243%
중국	3.6	10.9	4.6	3.4	22.5	7.1	11.1	9.1	6.1	33.4
증감률(y-y)	-66%	1%	-38%	-23%	-32%	96%	2%	98%	79%	48%
미국(누월드)	-13.2	-10.5	-12.5	-13.4	-49.6	-7.5	-5.3	-5.3	-4.0	-22.0
증감률(y-y)	적축	적축	적확	적축	적축	적축	적축	적축	적축	적축
인도네시아	3.4	1.4	0.9	-0.1	5.6	3.6	1.8	1.9	0.9	8.2
증감률(y-y)	148%	550%	226%	적축	308%	6%	28%	109%	흑전	47%
태국	-0.7	-0.5	-0.4	-0.8	-2.4	0.1	0.3	0.3	1.0	1.7
증감률(y-y)	적축	적축	적축	적전	적축	흑전	흑전	흑전	흑전	흑전
지배순이익	6.7	30.4	15.2	4.7	57.1	22.3	30.2	24.0	21.2	97.7
증감률(y-y)	-56%	165%	35%	흑전	174%	233%	-1%	57%	348%	71%
지배순이익률	2%	6%	3%	1%	3%	4%	5%	4%	4%	5%

주1: 기타/연결조정 항목 제외
주2: IFRS 연결기준
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

그림3. 코스맥스 분기별 대손상각비 추이 (연결기준)



자료: 코스맥스, NH투자증권 리서치본부

표4. 코스맥스 2023년 말 매출채권 세부내용 (단위: 억원, %)

구분	미연체	1개월미만	1~2개월	2~3개월	3~6개월	6개월 초과	개별손상채권	계
총장부금액	1965	349.2	142.8	82.1	90.2	362.9	470.7	3463.4
기대손실률	**0.54%**	**3.76%**	**8.50%**	**16.40%**	**29.42%**	**81.54%**	**72.12%**	**20.54%**
기대손실	(10.5)	(13.1)	(12.1)	(13.5)	(26.5)	(295.9)	(339.5)	(711.2)
순장부금액	1954	336.1	130.7	68.6	63.7	67.0	131.2	2752

자료: 코스맥스, NH투자증권 리서치본부

표5. 코스맥스 2022년 말 매출채권 세부내용 (단위: 억원, %)

구분	미연체	1개월미만	1~2개월	2~3개월	3~6개월	6개월 초과	개별손상채권	계
총장부금액	1966	378.4	170.2	101.8	230.0	518.8	247.2	3612
기대손실률	**0.39%**	**2.72%**	**8.33%**	**10.83%**	**18.38%**	**48.71%**	**100.00%**	**16.20%**
기대손실	(7.6)	(10.3)	(14.2)	(11.0)	(42.3)	(252.7)	(247.2)	(585.3)
순장부금액	1958	368.1	156.1	90.8	187.8	266.1	-	3027

자료: 코스맥스, NH투자증권 리서치본부

Statement of comprehensive income

(십억원)	2023/12A	2024/12E	2025/12F	2026/12F
매출액	**1,777**	**2,135**	**2,359**	**2,529**
증감률 (%)	11.1	20.1	10.5	7.2
매출원가	**1,484**	**1,766**	**1,952**	**2,093**
매출총이익	**294**	**369**	**406**	**436**
Gross 마진 (%)	16.5	17.3	17.2	17.2
판매비와 일반관리비	178	190	203	216
영업이익	**116**	**179**	**203**	**220**
증감률 (%)	117.9	55.2	13.2	8.2
OP 마진 (%)	6.5	8.4	8.6	8.7
EBITDA	**175**	**244**	**269**	**285**
영업외손익	**-31**	**-26**	**-23**	**-22**
금융수익(비용)	-23	-20	-18	-16
기타영업외손익	-6	-4	-4	-4
종속, 관계기업관련손익	-2	-2	-2	-2
세전계속사업이익	**84**	**154**	**180**	**198**
법인세비용	**46**	**49**	**52**	**57**
계속사업이익	38	104	128	141
당기순이익	**38**	**104**	**128**	**141**
증감률 (%)	흑전	176.2	22.3	10.1
Net 마진 (%)	2.1	4.9	5.4	5.6
지배주주지분 순이익	57	98	120	131
비지배주주지분 순이익	-19	7	8	9
기타포괄이익	-9	0	0	0
총포괄이익	29	104	128	141

Valuations/profitability/stability

	2023/12A	2024/12E	2025/12F	2026/12F
PER(배)	25.1	13.4	11.0	10.0
PBR(배)	4.0	2.9	2.3	1.9
PCR(배)	7.2	5.5	5.0	4.7
PSR(배)	0.8	0.6	0.6	0.5
EV/EBITDA(배)	9.7	6.1	5.2	4.4
EV/EBIT(배)	14.7	8.3	6.8	5.7
EPS(배)	5,034	8,607	10,542	11,583
BPS(배)	31,941	40,049	50,041	61,024
SPS(배)	156,614	188,094	207,844	222,808
자기자본이익률(ROE, %)	12.1	23.9	23.4	20.9
총자산이익률(ROA, %)	2.6	6.4	7.1	7.2
투하자본이익률 (ROIC, %)	7.2	16.9	19.4	20.8
배당수익률(%)	0.4	0.4	0.5	0.5
배당성향(%)	9.9	5.8	5.2	5.2
총현금배당금(십억원)	6	6	6	7
보통주 주당배당금(원)	500	500	550	600
순부채(현금)/자기자본(%)	76.0	36.8	10.6	-9.8
총부채/자기자본(%)	334.3	275.8	223.8	187.2
이자발생부채	713	694	704	711
유동비율(%)	94.0	107.5	120.0	133.2
총발행주식수(백만주)	11	11	11	11
액면가(원)	500	500	500	500
주가(원)	126,400	115,700	115,700	115,700
시가총액(십억원)	1,435	1,313	1,313	1,313

Statement of financial position

(십억원)	2023/12A	2024/12E	2025/12F	2026/12F
현금및현금성자산	257	336	449	585
매출채권	272	290	300	307
유동자산	**822**	**965**	**1,111**	**1,280**
유형자산	547	555	556	551
투자자산	82	94	102	110
비유동자산	**735**	**753**	**763**	**766**
자산총계	**1,557**	**1,719**	**1,874**	**2,047**
단기성부채	454	435	445	452
매입채무	241	265	279	299
유동부채	**874**	**898**	**926**	**961**
장기성부채	259	259	259	259
장기충당부채	59	95	100	103
비유동부채	**325**	**362**	**367**	**371**
부채총계	**1,199**	**1,261**	**1,295**	**1,334**
자본금	6	6	6	6
자본잉여금	29	29	29	29
이익잉여금	313	405	518	643
비지배주주지분	-4	3	11	20
자본총계	**359**	**457**	**579**	**713**

Cash flow statement

(십억원)	2023/12A	2024/12E	2025/12F	2026/12F
영업활동 현금흐름	**231**	**187**	**185**	**204**
당기순이익	38	104	128	141
+ 유/무형자산상각비	59	65	65	65
+ 종속, 관계기업관련손익	2	0	0	0
+ 외화환산손실(이익)	2	0	0	0
Gross Cash Flow	199	240	264	278
- 운전자본의증가(감소)	79	18	-8	-1
투자활동 현금흐름	**-104**	**-84**	**-77**	**-70**
+ 유형자산 감소	5	0	0	0
- 유형자산 증가(CAPEX)	-86	-69	-62	-56
+ 투자자산의매각(취득)	-14	-13	-8	-7
Free Cash Flow	145	118	123	148
Net Cash Flow	127	104	109	135
재무활동현금흐름	**-39**	**-25**	**5**	**1**
자기자본 증가	-258	0	0	0
부채증감	219	-25	5	1
현금의증가	88	79	113	136
기말현금 및 현금성자산	257	336	449	585
기말 순부채(순현금)	273	168	62	-70

한국콜마 (161890.KS)

골이 깊으면 산도 높은 법

1분기 실적 컨센서스 상회 전망. 국내 화장품 다수 고객사 주문 급증에 따른 외형 성장 지속. 기초 제품군의 성장세 거센 만큼, Sun, 수분 제형 크림 등 수주에 유리한 국면. 최근 주가 하락으로 밸류에이션 매력 겸비

Analyst 정지윤
02)768-7705, jiyoony@nhqv.com

실적 흐름 대비 과도한 주가 조정

투자의견 Buy 유지하나, 목표주가를 70,000원으로 5% 하향. 2024E/2025F EPS 추정치는 미세 조정하나, 화장품 OE/DM 부문의 Target PER을 18배(글로벌 화장품 OE/DM 기업 Intercos의 12M Fwd PER)로 적용했기 때문

1분기 한국(별도) 화장품 부문의 매출액 성장률은 +25% y-y로 추정하며, 업황과 실적 모두 호조. 지난 1년간 Top 10 고객사 믹스 개선이 충분히 이뤄지고 있으며, 국내 H&B 스토어의 해외 진출로 관련 물량 낙수효과도 기대해 볼 만

1Q24 Preview: 컨센서스 상회 전망

1분기 연결기준 매출액 5,864억원(+20% y-y), 영업이익 415억원(+244% y-y)으로 컨센서스 상회하는 실적 전망

본업은 당장 1분기부터 극성수기 분기 매출액(2Q23 매출액 2,544억원) 달성 예상. 현재 한국 CAPA(생산가능수량)는 부천과 세종1공장 합산 2.7억개이며, 세종2공장은 2H24 물류센터로 우선 활용 계획. 2023년 한국법인 가동률은 97%로 높았는데, 상반기 역시 가동률 이슈는 상존하나, 계열사와 임대공장 통해 CAPA 30%가량 늘어날 것으로 추산. 현재 별도법인 영업이익률 8.6%(+2%p y-y) 추정하는데, 외주공장 가동 효율성에 따라 추가 상승 가능성 있음

3월부로 완전 편입된 연우 또한 수익성 전환 추세. 연우의 1분기 매출액과 영업이익 각각 606억원(+20% y-y), 영업이익 33억원(흑자전환 y-y) 추정. 연우 차이나의 연간 47억원 상당의 손실 부담 소멸 및 고마진 미국 매출 성장 예상

한국콜마 1분기 실적 Preview (K-IFRS 연결) (단위: 십억원, %)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24E					2Q24F
					예상치	y-y	q-q	기존 추정	컨센서스	
매출액	487.7	599.7	516.4	551.9	586.4	20.2	6.3	596.2	581.3	659.4
영업이익	12.1	55.7	31.0	37.4	41.5	243.8	10.9	42.0	37.7	64.3
영업이익률	*2.5*	*9.3*	*6.0*	*6.8*	*7.1*			*7.0*	*6.5*	*9.8*
세전이익	8.5	43.7	26.9	-44.7	36.8	334.3	흑전	36.7	28.8	57.3
(지배)순이익	5.8	34.8	11.5	-46.9	20.6	253.2	흑전	20.3	17.7	43.8

자료: 한국콜마, FnGuide, NH투자증권 리서치본부 전망

※ESG Index/Event는 41페이지 참조

Buy (유지)

목표주가	**70,000원 (하향)**
현재가 (24/03/27)	**47,150원**
업종	**화학**
KOSPI / KOSDAQ	2,755.11 / 911.25
시가총액(보통주)	1,113.0십억원
발행주식수(보통주)	23.6백만주
52주 최고가('23/08/14)	58,100원
최저가('23/03/16)	37,600원
평균거래대금(60일)	5,435백만원
배당수익률(2024E)	1.27%
외국인지분율	29.9%
주요주주	
한국콜마홀딩스 외 25 인	27.7%
국민연금공단	13.2%

주가상승률	3개월	6개월	12개월
절대수익률 (%)	-9.2	-7.7	20.7
상대수익률 (%p)	-13.8	-17.4	5.6

	2023	2024E	2025F	2026F
매출액	2,156	2,442	2,660	2,879
증감률	*15.5*	*13.3*	*8.9*	*8.2*
영업이익	136	200	244	269
증감률	*85.8*	*47.3*	*21.9*	*10.0*
영업이익률	*6.3*	*8.2*	*9.2*	*9.3*
(지배지분)순이익	5	91	124	135
EPS	227	3,857	5,269	5,719
증감률	*흑전*	*1,599.7*	*36.6*	*8.6*
PER	236.2	12.2	8.9	8.2
PBR	1.9	1.5	1.3	1.2
EV/EBITDA	12.0	8.6	7.2	6.5
ROE	0.8	13.2	16.0	15.1
부채비율	112.1	109.7	100.0	91.0
순차입금	768	630	454	288

단위: 십억원, %, 원, 배
주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

Summary

한국콜마는 2012년 10월 한국콜마주식회사로부터 분할 설립하였으며 화장품과 의약품의 연구개발 및 제조 사업을 영위. 화장품 업계 최초로 국내에 ODM 방식을 정착시켰고 중국과 북미에 진출해 글로벌 생산 네트워크 구축하며 지속적인 투자와 기술개발로 업계 선두 지위를 유지. 소비자가격 기준 중고가 위주의 일반 화장품과 기능성 화장품 전반에 걸쳐 매출 창출하고 있으며 아모레퍼시픽, LG생활건강 등 600여개 이상의 고객사와 거래 중. 2018년 4월 의약품 및 HB&B 사업을 영위하는 HK Inno.N 인수, 2022년 4월 화장품 용기 제작 업체 연우 인수를 통해 시너지 창출 및 수직계열화 완성

Share price drivers/Earnings Momentum

- 중국(북경/무석) 법인 매출 증대
- 글로벌 Sun 케어 시장의 높은 성장세
- HK이노엔의 수익성 레벨 업
- 미국과 캐나다 법인 실적 안정화

Downside Risk

- 중국 고객사 성장률 둔화
- 국내 법인 성장률 둔화
- 최대 고객사 실적 부진 지속
- 중소형 색조 시장 경쟁 심화

Cross valuations

(단위: 배, %)

Company	PER		PBR		ROE	
	2024E	2025F	2024E	2025F	2024E	2025F
코스맥스	12.2	10.2	1.8	1.6	15.9	15.8
씨앤씨인터내셔널	17.7	14.6	3.6	2.9	23.8	22.7
코스메카코리아	10.7	8.7	1.8	1.5	18.3	21.6
Intercos	18.2	15.6	2.5	2.3	14.6	15.5

자료: Bloomberg, FnGuide, NH투자증권 리서치본부

Historical valuations

(단위: 배, %)

Valuations	2022	2023	2024E	2025F	2026F
PER	N/A	236.2	12.2	8.9	8.2
PBR	1.5	1.9	1.5	1.3	1.2
PSR	0.5	0.6	0.5	0.4	0.4
ROE	-3.3	0.8	13.2	16.0	15.1
ROIC	0.0	4.3	8.0	9.9	10.8

자료: NH투자증권 리서치본부 추정

Historical Key financials

(단위: 십억원, %)

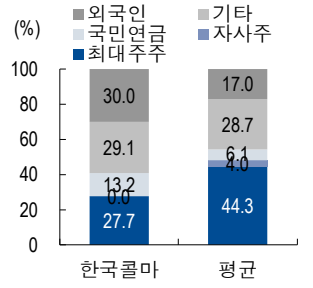
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
매출액	**536**	**667**	**822**	**1,358**	**1,541**	**1,280**	**1,586**	**1,866**	**2,156**
영업이익	61	73	67	90	118	84	84	73	136
영업이익률(%)	*11.3*	*11.0*	*8.2*	*6.6*	*7.6*	*6.6*	*5.3*	*3.9*	6.3
세전이익	59	71	62	55	63	184	67	17	34
순이익	**45**	**53**	**49**	**37**	**34**	**34**	**44**	**-4**	**25**
지배지분순이익	**45**	**53**	**47**	**42**	**29**	**160**	**36**	**-22**	**5**
EBITDA	70	85	86	132	178	146	143	149	230
CAPEX	33	45	69	79	74	119	40	38	107
Free Cash Flow	16	-7	-63	-16	91	2	-43	53	5
EPS(원)	2,155	2,516	2,240	1,954	1,284	7,004	1,565	-961	227
BPS(원)	10,459	12,790	14,458	19,616	20,601	27,257	29,876	29,024	28,347
DPS(원)	200	250	300	330	330	345	415	500	600
순차입금	-15	31	115	949	1,012	685	520	720	768
ROE(%)	22.7	21.6	16.4	11.4	6.4	29.3	5.5	-3.3	0.8
ROIC(%)	26.1	22.5	14.7	7.8	3.1	2.4	4.2	0.0	4.3
배당성향(%)	9.3	9.9	13.4	17.4	26.0	4.9	26.5	-52.0	264.4
배당수익률(%)	0.2	0.4	0.4	0.5	0.7	0.7	1.0	1.2	1.1
순차입금 비율(%)	-7.0	10.8	34.7	117.2	119.3	68.5	38.3	49.0	54.1

자료: 한국콜마, NH투자증권 리서치본부

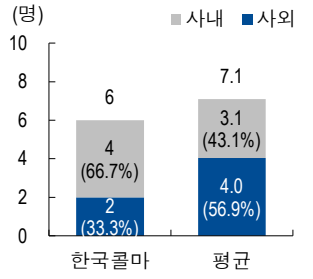
ESG Index & Event

G

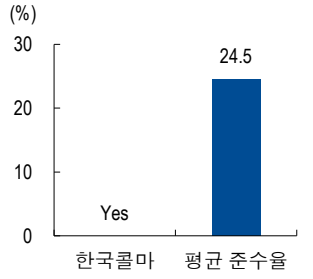
주주 구성



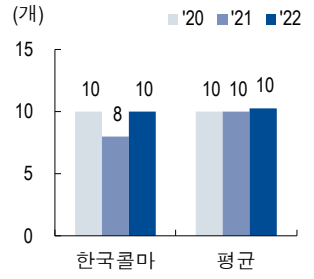
이사회 구성



이사회 의장과 대표이사 분리 여부



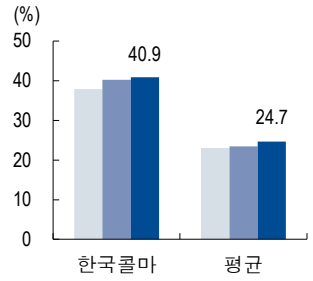
기업지배구조 핵심지표 준수



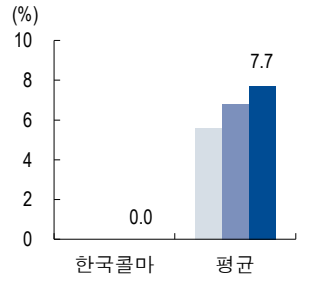
주1: 평균은 2023년 기업지배구조보고서 의무공시 자산총액 2조원 이상 비금융 208개사 대상
주2: 기업지배구조 핵심지표는 기업지배구조보고서에서 공시하는 주주, 이사회, 감사기구 관련 15개 핵심지표의 준수 현황
자료: 한국콜마, 전자공시시스템, NH투자증권 리서치본부

S

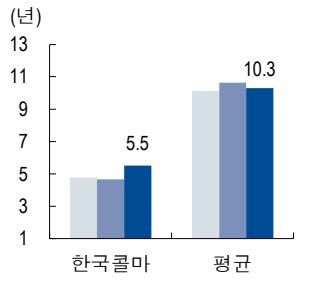
여성 임직원 비율



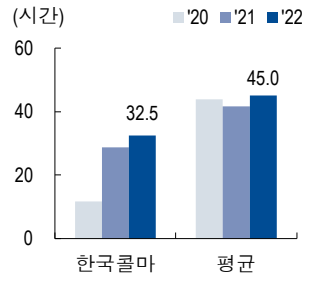
계약직 비율



근속연수



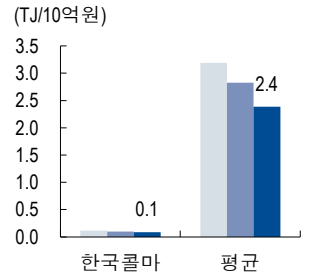
인당 교육시간



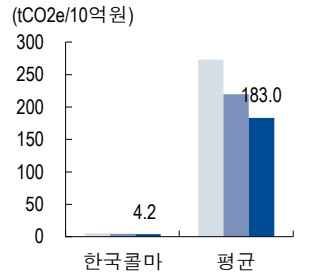
주: 평균은 2023년 기업지배구조보고서 의무공시 자산총액 2조원 이상 비금융 208개사 중 지속가능경영보고서 공시한 124개사 대상
자료: 한국콜마, NH투자증권 리서치본부

E

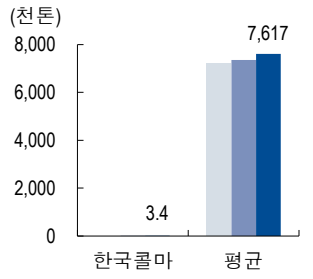
에너지 사용량



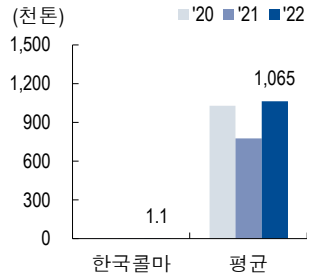
온실가스 배출량



용수 재활용량



폐기물 재활용량



주: 평균은 2023년 기업지배구조보고서 의무공시 자산총액 2조원 이상 비금융 208개사 중 지속가능경영보고서 공시한 124개사 대상
자료: 한국콜마, NH투자증권 리서치본부

ESG Event

E	2022.11	- 한국콜마홀딩스는 ESG 경영 지속 실천 노력을 UN산하 기구에서 인정받으며 '2023년도 리드그룹'으로 위촉
	2019.12	- 자체개발 제품(세럼, 크림) 글로벌 비건 인증기관 영국 비건소사이어티로부터 비건 인증 획득
S	2023.01	- 호랑이스코필드기념사업회와 '마이크로바이옴 기반 연구 및 사회공헌 활동'을 위한 업무협약 체결
G	2019.08	- 사내직원 조회에서의 비하 발언으로 윤동한 회장 사퇴
	2020.04	- 자회사 씨케이엠(소멸법인)과 에이치케이이노엔(존속법인) 합병

자료: 언론보도, 한국콜마, NH투자증권 리서치본부

표1. 한국콜마 SOTP 밸류에이션 (단위: 십억원, 배, 원, 주)

항 목	기업가치 (십억원)	주당가치 (원)	비 고
화장품 본업 가치 (A)	1,150	48,703	
12M Fwd 지배순이익	64	2,706	밸류체인상 종속회사 연우 포함 화장품 부문 순이익 추정치
Target PER	X 18.0	X 18.0	글로벌 화장품 OE/DM사 Intercos 12M Fwd PER
HK이노엔 가치 (B)	487	20,612	
12M Fwd 지배순이익	32	1,374	HK이노엔 지분율(43.01%) 감안 제약 부문 순이익 추정치
Target PER	X 15.0	X 15.0	제약 섹터 평균 PER에 20% 할인
한국콜마 기업가치 (C) = (A) + (B)	1,636	69,315	
발행주식 수	23,605,073	23,605,073	
목표주가		70,000	3/27 기준 업사이드 여력 48%

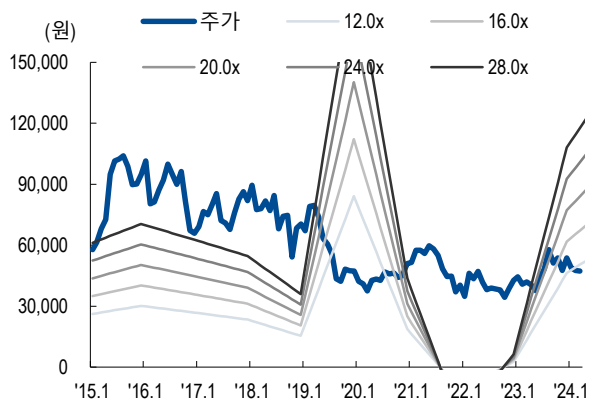
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

표2. 한국콜마 실적 전망 (IFRS 연결) (단위: 십억원, 원, 배, %)

		2023	2024E	2025F	2026F
매출액	- 수정 후	2,156	2,442	2,660	2,879
	- 수정 전	-	2,462	2,681	2,880
	- 변동률	-	-0.8	-0.8	0.0
영업이익	- 수정 후	136	200	244	269
	- 수정 전	-	204	245	266
	- 변동률	-	-1.5	-0.1	1.2
영업이익률(수정 후)		6.3	8.2	9.2	9.3
EBITDA		230	296	335	355
(지배지분)순이익		5	91	124	135
EPS	- 수정 후	227	3,857	5,269	5,719
	- 수정 전	-	3,895	5,173	5,640
	- 변동률	-	-1.0	1.8	1.4
PER		236.2	12.2	8.9	8.2
PBR		1.9	1.5	1.3	1.2
EV/EBITDA		12.0	8.6	7.2	6.5
ROE		0.8	13.2	16.0	15.1

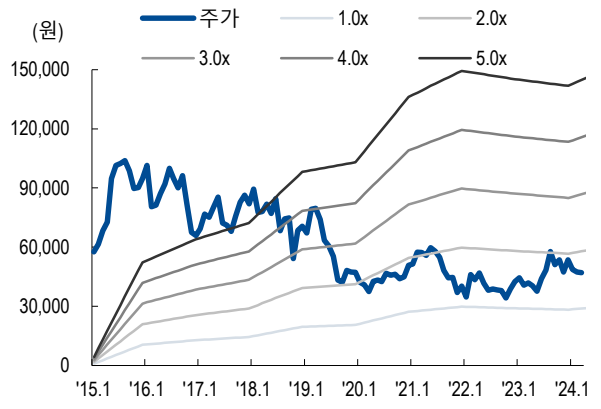
주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

그림1. 한국콜마 12M Fwd PER Band Chart



자료: NH투자증권 리서치본부

그림2. 한국콜마 12M Trailing PBR Band Chart



자료: NH투자증권 리서치본부

표3. 한국콜마 분기별 요약손익계산서 (IFRS 연결) (단위: 십억원, %)

구 분	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	2023	1Q24E	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2024E
매출액	487.7	599.7	516.4	551.9	2,155.7	586.4	659.4	594.7	601.8	2,442.3
증감률(y-y)	19%	19%	9%	15%	16%	20%	10%	15%	9%	13%
국내(별도)	201.8	254.4	186.1	214.5	856.8	252.8	281.7	226.3	230.3	991.1
증감률(y-y)	12%	24%	6%	31%	18%	25%	11%	22%	7%	16%
북경	3.5	7.2	4.1	3.5	18.4	2.8	3.6	3.3	1.3	11.0
증감률(y-y)	-25%	59%	-2%	4%	10%	-20%	-50%	-20%	-63%	-40%
무석	33.0	56.4	36.1	32.7	158.2	39.6	66.8	44.0	39.4	189.8
증감률(y-y)	5%	97%	51%	17%	41%	20%	19%	22%	20%	20%
미국	6.5	8.3	11.3	11.4	37.4	9.4	11.0	12.6	13.5	46.4
증감률(y-y)	21%	46%	33%	84%	46%	45%	32%	12%	18%	24%
캐나다	12.0	14.3	10.5	9.1	45.9	10.8	13.1	11.4	11.5	46.8
증감률(y-y)	-2%	29%	-17%	-27%	-5%	-10%	-8%	8%	27%	2%
HK Inno.N	184.9	204.4	215.6	224.1	828.9	214.9	224.9	240.0	244.4	924.2
증감률(y-y)	3%	-19%	9%	4%	-2%	16%	10%	11%	9%	12%
연우	50.5	63.2	60.8	61.2	235.9	60.6	67.2	65.6	66.0	259.5
증감률(y-y)			13%	18%	123%	20%	6%	8%	8%	10%
매출총이익	116.8	163.2	141.3	156.7	578.1	152.2	180.0	163.6	168.9	664.8
증감률(y-y)	16%	22%	17%	38%	23%	30%	10%	16%	8%	15%
매출총이익률	24%	27%	27%	28%	27%	26%	27%	28%	28%	27%
영업이익	12.1	55.7	31.0	37.4	136.1	41.5	64.3	48.2	46.5	200.5
증감률(y-y)	-7%	65%	72%	333%	86%	244%	15%	55%	24%	47%
영업이익률	2%	9%	6%	7%	6%	7%	10%	8%	8%	8%
국내(별도)	13.5	34.7	13.1	18.4	79.7	21.8	36.4	18.1	18.7	95.1
증감률(y-y)	-6%	52%	26%	-14%	15%	62%	5%	39%	2%	19%
북경	-0.6	-0.6	-1.2	-0.4	-2.9	-0.6	-0.7	-0.7	-0.3	-2.2
증감률(y-y)	적축	적축	적축	적축	적축	적축	적확	적축	적축	적축
무석	0.6	9.2	1.7	1.2	12.7	1.5	10.9	2.7	1.2	16.3
증감률(y-y)	흑전	흑전	흑전	흑전	흑전	152%	19%	58%	6%	29%
미국	-3.7	-2.5	-1.7	-1.6	-9.5	-2.1	-2.2	-1.3	-1.2	-6.7
증감률(y-y)	적확	적축	적축	적축	적축	적축	적축	적축	적축	적축
캐나다	-0.2	0.7	-1.0	-1.3	-1.8	-0.8	-0.5	-0.2	0.0	-1.5
증감률(y-y)	적축	흑전	적확	적축	적축	적확	적전	적축	적축	적축
HK Inno.N	5.6	15.3	22.4	22.5	65.9	19.2	24.0	31.0	27.5	101.7
증감률(y-y)	33%	-13%	1%	168%	25%	240%	57%	38%	22%	54%
연우	-2.5	1.2	1.3	-0.1	-0.0	3.3	3.8	3.7	4.5	15.3
증감률(y-y)	,		흑전	적축	적전	흑전	206%	179%	흑전	흑전
세전이익	8.5	43.7	26.9	-44.7	34.3	36.8	57.3	43.4	18.5	156.0
증감률(y-y)	-25%	13%	28%	적축	102%	334%	31%	62%	흑전	354%
세전이익률	2%	7%	5%	-8%	2%	6%	9%	7%	3%	6%
당기순이익	6.5	42.6	19.8	-43.3	25.6	29.8	53.3	32.1	16.8	132.0
증감률(y-y)	-55%	89%	204%	적축	흑전	361%	25%	63%	흑전	416%
순이익률	1%	7%	4%	-8%	1%	5%	8%	5%	3%	5%
지배순이익	5.8	34.8	11.5	-46.9	5.2	20.6	43.8	19.6	6.7	90.7
증감률(y-y)	-42%	134%	1,348%	적축	흑전	253%	26%	71%	흑전	1,647%
지배순이익률	1%	6%	2%	-8%	0%	4%	7%	3%	1%	4%

주1: 연우는 2022년 3분기부터 연결 편입; 주2: 연우와 HK이노엔 각 실적은 연결조정 이전 기준
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

Statement of comprehensive income

(십억원)	2023/12A	2024/12E	2025/12F	2026/12F
매출액	**2,156**	**2,442**	**2,660**	**2,879**
증감률 (%)	15.5	13.3	8.9	8.2
매출원가	**1,578**	**1,778**	**1,933**	**2,092**
매출총이익	**578**	**665**	**728**	**788**
Gross 마진 (%)	26.8	27.2	27.4	27.4
판매비와 일반관리비	442	464	483	519
영업이익	**136**	**200**	**244**	**269**
증감률 (%)	85.8	47.3	21.9	10.0
OP 마진 (%)	6.3	8.2	9.2	9.3
EBITDA	**230**	**296**	**335**	**355**
영업외손익	**-102**	**-44**	**-38**	**-39**
금융수익(비용)	-35	-24	-23	-26
기타영업외손익	-70	-24	-19	-17
종속, 관계기업관련손익	3	4	4	4
세전계속사업이익	**34**	**156**	**206**	**230**
법인세비용	**9**	**24**	**32**	**36**
계속사업이익	25	132	174	194
당기순이익	**25**	**132**	**174**	**194**
증감률 (%)	흑전	425.1	31.8	11.7
Net 마진 (%)	1.2	5.4	6.5	6.7
지배주주지분 순이익	5	91	124	135
비지배주주지분 순이익	20	41	50	59
기타포괄이익	-11	0	0	0
총포괄이익	14	132	174	194

Valuations/profitability/stability

	2023/12A	2024/12E	2025/12F	2026/12F
PER(배)	236.2	12.2	8.9	8.2
PBR(배)	1.9	1.5	1.3	1.2
PCR(배)	5.0	3.9	3.4	3.3
PSR(배)	0.6	0.5	0.4	0.4
EV/EBITDA(배)	12.0	8.6	7.2	6.5
EV/EBIT(배)	20.3	12.7	9.9	8.6
EPS(배)	227	3,857	5,269	5,719
BPS(배)	28,347	30,720	35,339	40,408
SPS(배)	94,212	103,857	112,696	121,985
자기자본이익률(ROE, %)	0.8	13.2	16.0	15.1
총자산이익률(ROA, %)	0.8	4.2	5.3	5.6
투하자본이익률 (ROIC, %)	4.3	8.0	9.9	10.8
배당수익률(%)	1.1	1.3	1.4	1.4
배당성향(%)	264.4	15.6	12.3	11.4
총현금배당금(십억원)	14	14	15	15
보통주 주당배당금(원)	600	600	650	650
순부채(현금)/자기자본(%)	54.1	41.0	26.8	15.4
총부채/자기자본(%)	112.1	109.7	100.0	91.0
이자발생부채	1,103	1,131	1,113	1,097
유동비율(%)	70.0	81.4	94.8	109.4
총발행주식수(백만주)	23	24	24	24
액면가(원)	500	500	500	500
주가(원)	53,600	47,150	47,150	47,150
시가총액(십억원)	1,226	1,113	1,113	1,113

Statement of financial position

(십억원)	2023/12A	2024/12E	2025/12F	2026/12F
현금및현금성자산	171	322	469	609
매출채권	318	332	347	376
유동자산	**898**	**1,118**	**1,306**	**1,514**
유형자산	660	640	614	589
투자자산	53	58	61	66
비유동자산	**2,111**	**2,103**	**2,083**	**2,065**
자산총계	**3,009**	**3,222**	**3,389**	**3,580**
단기성부채	854	882	864	849
매입채무	190	221	231	240
유동부채	**1,284**	**1,374**	**1,378**	**1,384**
장기성부채	249	249	249	249
장기충당부채	5	5	6	6
비유동부채	**307**	**311**	**316**	**322**
부채총계	**1,591**	**1,685**	**1,694**	**1,706**
자본금	11	11	11	11
자본잉여금	262	262	262	262
이익잉여금	368	444	553	673
비지배주주지분	770	811	861	920
자본총계	**1,419**	**1,536**	**1,695**	**1,874**

Cash flow statement

(십억원)	2023/12A	2024/12E	2025/12F	2026/12F
영업활동 현금흐름	**112**	**238**	**261**	**249**
당기순이익	25	132	174	194
+ 유/무형자산상각비	94	96	91	87
+ 종속, 관계기업관련손익	-2	0	0	0
+ 외화환산손실(이익)	0	0	0	0
Gross Cash Flow	245	287	328	342
- 운전자본의증가(감소)	-76	11	-4	-32
투자활동 현금흐름	**-156**	**-101**	**-81**	**-78**
+ 유형자산 감소	1	0	0	0
- 유형자산 증가(CAPEX)	-107	-53	-43	-38
+ 투자자산의매각(취득)	-14	-5	-3	-5
Free Cash Flow	5	185	218	210
Net Cash Flow	-43	137	180	170
재무활동현금흐름	**-8**	**14**	**-32**	**-31**
자기자본 증가	-2	0	0	0
부채증감	-6	14	-32	-31
현금의증가	-49	151	147	140
기말현금 및 현금성자산	171	322	470	609
기말 순부채(순현금)	768	630	454	288

씨앤씨인터내셔널 (352480.KQ)

눈코 뜰 새 없이 바쁘다

1분기 컨센서스 부합하는 실적 전망. 주요 5개 고객사의 신제품, 스테디셀러 발주 덕분에 월별 매출은 record-high 예상. 1~2월 누계 수주량 또한 +100% y-y 증가하며 분기별 성장 거듭할 전망

Analyst 정지윤
02)768-7705, jiyoony@nhqv.com

※ESG Index/Event는 47페이지 참조

Not Rated

현재가 (24/03/27)	75,300원
업종	화장품
KOSPI / KOSDAQ	2,755.11 / 911.25
시가총액(보통주)	754.0십억원
발행주식수(보통주)	10.0백만주
52주 최고가('24/03/25)	76,900원
최저가('23/03/25)	36,400원
평균거래대금(60일)	6,684백만원
배당수익률(2024E)	0.00%
외국인지분율	3.2%
주요주주	
배은철 외 2 인	66.0%
국민연금공단	9.9%

주가상승률	3개월	6개월	12개월
절대수익률 (%)	21.6	30.3	94.6
상대수익률 (%p)	14.8	20.2	76.7

	2022	2023P	2024E	2025F
매출액	130.6	220.3	283.1	342.6
증감률	*43.1*	*68.7*	*28.5*	*21.0*
영업이익	17.5	32.1	50.4	65.3
증감률	*674.9*	*83.9*	*56.9*	*29.7*
영업이익률	*13.4*	*14.6*	*17.8*	*19.1*
(지배지분)순이익	16.5	31.7	46.3	59.4
EPS	1,644	3,163	4,619	5,935
증감률	*흑전*	*92.5*	*46.0*	*28.5*
PER	18.5	19.7	16.3	12.7
PBR	2.3	3.6	3.4	2.7
EV/EBITDA	12.0	14.8	12.0	9.2
ROE	13.1	20.6	23.6	23.9
부채비율	33.4	48.8	42.9	37.0
순차입금	-30.4	-43.9	-59.5	-95.5

단위: 십억원, %, 원, 배
주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

수주 강세 지속

한국 법인의 2024년 1~2월 누계 수주량은 +100% y-y 증가, 3월 역시 한국과 북미 주요 고객사 중심의 수주 강세가 이어졌을 것으로 예상

법인별 가동률을 살펴보면, 2023년 화성 62%, 용인 63%, 중국 45% 수준. 특히, 한국은 2022년 화성 46%, 용인 36% 대비 가동률이 지속적으로 우상향 추세에 있으며, 덕분에 업종 내 최고 마진 레벨 시현. 1분기 현재 월별 수주량이 국내 보유 CAPA(생산능력) 초과하는 것은 맞으나, 지난 4분기 3공장 틴트 충전설비 증설과 2공장 틴트 자동충전기 및 타정 설비 배치, 올 2월 들어 임대공장 추가 계약하며 2분기부터 수주 물량 더 소화 가능할 것. 향후 월별, 분기별 매출 상향 여력 존재하며, 이에 따라 주가 흐름 역시 견조할 전망

1Q24 Preview: 역대 분기 최대 매출 기대

1분기 연결기준 매출액 670억원(+45% y-y), 영업이익 120억원(+101% y-y)으로 컨센서스 소폭 상회하는 실적 전망

한국 법인 매출액 628억원(+50% y-y), 영업이익 104억원(+153% y-y) 추정. 생산능력이 m-m, q-q 지속적으로 확장되면서 매출 또한 분기별 성장 흐름 지속. 한국과 북미 인디 고객사의 신제품과 스테디셀러 덕분에 안정적인 성장 전망

중국 법인 매출액 51억원(+2% y-y), 영업이익 14억원(-23% y-y) 추정. 중국 로컬 인디 브랜드 거래선 추가로 전년 하반기 대비 실적 변동성 완화 전망

씨앤씨인터내셔널 1분기 실적 Preview (K-IFRS 연결) (단위: 십억원, %)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24E					2Q24F
					예상치	y-y	q-q	기존 추정	컨센서스	
매출액	46.2	57.1	53.9	63.1	67.0	45.0	6.0	66.0	65.2	70.6
영업이익	6.0	10.3	6.8	9.1	12.0	101.1	32.2	12.0	11.4	13.8
영업이익률	*12.9*	*18.1*	*12.5*	*14.3*	*17.9*			*18.2*	*17.5*	*19.6*
세전이익	7.5	10.3	8.0	8.8	12.5	66.5	42.7	12.4	12.3	14.4
(지배)순이익	6.6	8.8	7.3	8.8	11.1	68.8	27.1	11.0	10.5	12.2

자료: 씨앤씨인터내셔널, FnGuide, NH투자증권 리서치본부 전망

Summary

씨앤씨인터내셔널은 1997년에 설립되어 2021년 5월 코스닥 상장. 포인트 메이크업 색조 화장품의 개발, 제조 및 판매 사업을 영위하고 있음. 색조 전문 ODM 업체로 현재 아모레퍼시픽, 로레알, 클리오, 디올 등 120여개의 국내외 브랜드 고객사를 보유하고 있음. 2021년 기준 매출은 LIP 60%, EYE 35%, 기타(베이스/컨실러 등) 5%로 구성. 향후 베이스 메이크업, 프레스티지 브랜드, 신규 인디 브랜드 수주 확대 등을 통해 성장 모멘텀 이어나갈 전망

Share price drivers/Earnings Momentum

- 국내외 인디 브랜드와의 동반 성장
- YSL, Dior 등 프레스티지 브랜드 수주 확대
- 중국 로컬 고객사 확충을 통한 중국법인 매출 확대
- 기능성 화장품, 비건 인증 등 독점적 기술력 확충

Downside Risk

- 중국법인의 더딘 성장
- 핵심 고객사의 실적 부진 타격
- 원부재료 가격 및 인건비 상승 부담
- 용인 공장 생산 CAPA 확대 시간 소요

Cross valuations

(단위: 배, %)

Company	PER		PBR		ROE	
	2024E	2025F	2024E	2025F	2024E	2025F
코스맥스	12.2	10.2	1.8	1.6	15.9	15.8
한국콜마	12.4	9.6	1.4	1.3	13.1	14
코스메카코리아	10.7	8.7	1.8	1.5	18.3	21.6
Intercos	18.2	15.6	2.5	2.3	14.6	15.5

자료: Bloomberg, FnGuide, NH투자증권 리서치본부

Historical valuations

(단위: 배, %)

Valuations	2021	2022	2023P	2024E	2025F
PER	N/A	18.5	19.7	16.3	12.7
PBR	1.6	2.3	3.6	3.4	2.7
PSR	1.8	2.3	2.8	2.7	2.2
ROE	-7.5	13.1	20.6	23.6	23.9
ROIC	0.6	16.0	25.5	32.5	37.8

자료: NH투자증권 리서치본부 추정

Historical Key financials

(단위: 십억원, %)

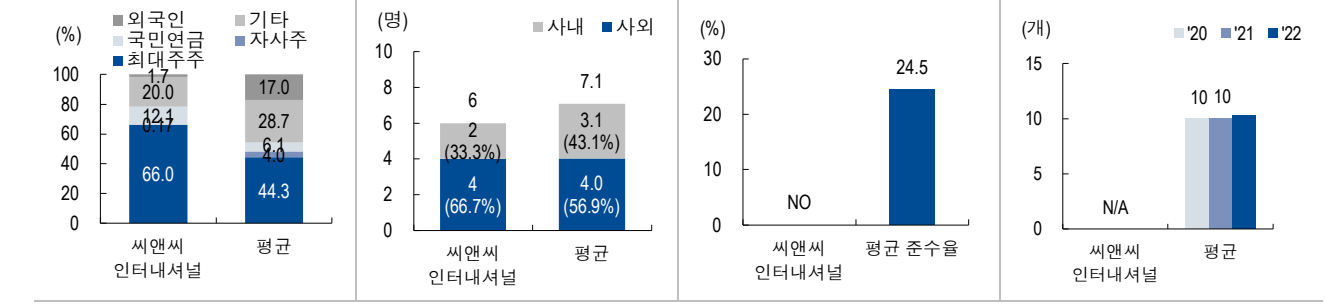
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
매출액	-	-	-	-	69	82	90	91	131
영업이익	-	-	-	-	8	10	14	2	17
영업이익률(%)	-	-	-	-	*12.0*	*12.0*	*16.0*	*2.5*	13.4
세전이익	-	-	-	-	8	7	11	-7	19
순이익	-	-	-	-	7	7	10	-6	16
지배지분순이익	-	-	-	-	7	7	10	-6	16
EBITDA	-	-	-	-	11	13	18	7	23
CAPEX	-	-	-	-	3	15	28	10	4
Free Cash Flow	-	-	-	-	0	0	-9	-6	4
EPS(원)	-	-	-	-	898	885	1,299	-653	1,644
BPS(원)	-	-	-	-	3,701	4,500	5,389	11,774	13,400
DPS(원)	-	-	-	-	200	240	261	0	0
순차입금	-	-	-	-	30	43	45	-21	-30
ROE(%)	-	-	-	-	24.3	21.6	26.3	-7.5	13.1
ROIC(%)	-	-	-	-	N/A	13.8	20.5	0.6	16.0
배당성향(%)	-	-	-	-	22.3	27.1	20.1	0.0	0.0
배당수익률(%)	-	-	-	-	N/A	N/A	N/A	0.0	0.0
순차입금 비율(%)	-	-	-	-	108.5	127.7	112.5	-17.8	-22.6

자료: 씨앤씨인터내셔널, NH투자증권 리서치본부

ESG Index & Event

G

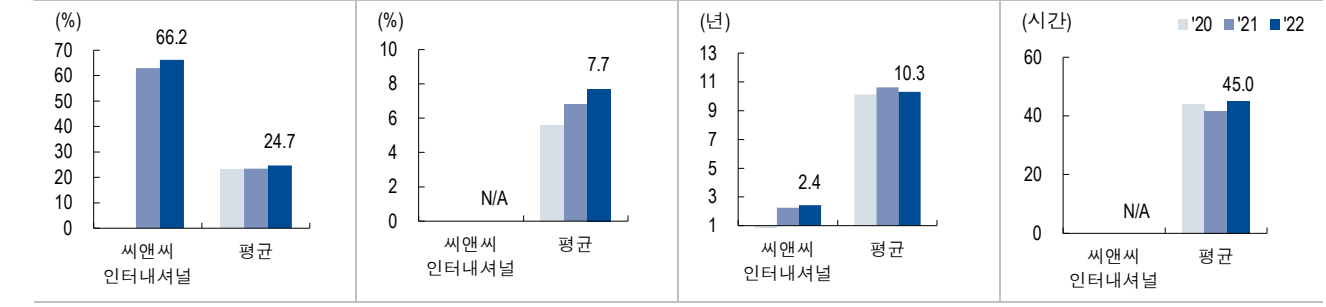
주주 구성	이사회 구성	이사회 의장과 대표이사 분리 여부	기업지배구조 핵심지표 준수



주1: 평균은 2023년 기업지배구조보고서 의무공시 자산총액 2조원 이상 비금융 208개사 대상
주2: 기업지배구조 핵심지표는 기업지배구조보고서에서 공시하는 주주, 이사회, 감사기구 관련 15개 핵심지표의 준수 현황
자료: 씨앤씨인터내셔널, 전자공시시스템, NH투자증권 리서치본부

S

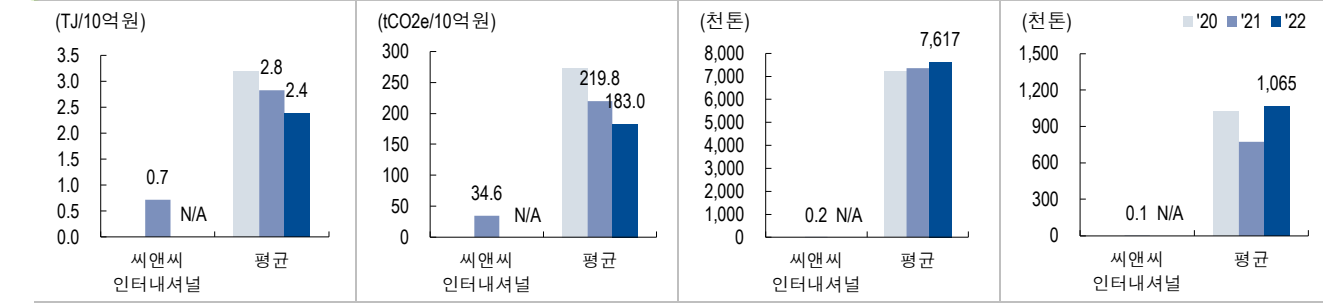
여성 임직원 비율	계약직 비율	근속연수	인당 교육시간



주: 평균은 2023년 기업지배구조보고서 의무공시 자산총액 2조원 이상 비금융 208개사 중 지속가능경영보고서 공시한 124개사 대상
자료: 씨앤씨인터내셔널, NH투자증권 리서치본부

E

에너지 사용량	온실가스 배출량	용수 재활용량	폐기물 재활용량



주: 평균은 2023년 기업지배구조보고서 의무공시 자산총액 2조원 이상 비금융 208개사 중 지속가능경영보고서 공시한 124개사 대상
자료: 씨앤씨인터내셔널, NH투자증권 리서치본부

ESG Event

E	2020.05 2022.11	- 친환경 이슈에 대응하기 위해 화성시 공장 퍼플카운티 이브 비건(Eve Vegan) 인증 받음 - ESG 경영 강화를 위해 한국환경법학회 이사 및 서울변호사회 ESG 자문위원인 활동한 환경 전문 사외이사 선임
S	2021.12	- 고용노동부는 코로나19, 중국 사드 분쟁 등 여러 대내외 리스크에 굴하지 않고 신규 일자리 창출에 힘쓴 공로를 인정하여 '일자리 창출 유공 산업포장'을 수여함
G	2021.08	- 주주가치 제고를 위해 보통주 1주당 신주 0.5주를 배정하는 무상증자 결정

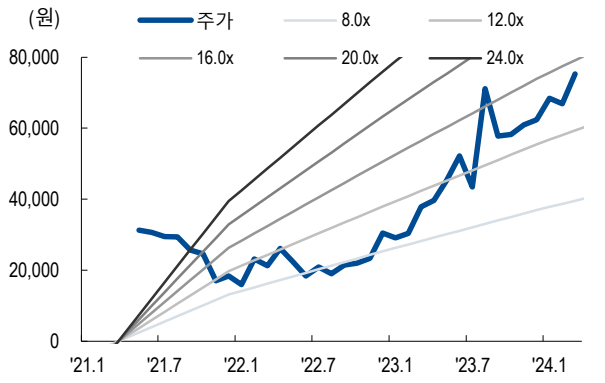
자료: 언론보도, 씨앤씨인터내셔널, NH투자증권 리서치본부

표1. 씨앤씨인터내셔널 실적 전망 (IFRS 연결) (단위: 십억원, 원, 배, %)

		2022	2023P	2024E	2025F
매출액	- 수정 후	131	220	283	343
	- 수정 전	-	-	280	333
	- 변동률	-	-	1.2	2.9
영업이익	- 수정 후	17	32	50	65
	- 수정 전	-	-	50	63
	- 변동률	-	-	0.7	4.2
영업이익률(수정 후)		13.4	14.6	17.8	19.1
EBITDA		23	39	58	72
(지배지분)순이익		16	32	46	59
EPS	- 수정 후	1,644	3,163	4,619	5,935
	- 수정 전	-	-	4,544	5,650
	- 변동률	-	-	1.7	5.0
PER		18.5	19.7	16.3	12.7
PBR		2.3	3.6	3.4	2.7
EV/EBITDA		12.0	14.8	12.0	9.2
ROE		13.1	20.6	23.6	23.9

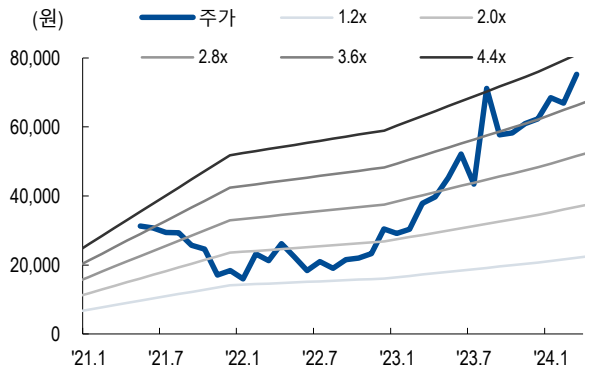
주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

그림1. 씨앤씨인터내셔널 12M Fwd PER Band



자료: NH투자증권 리서치본부

그림2. 씨앤씨인터내셔널 12M Trailing PBR Band



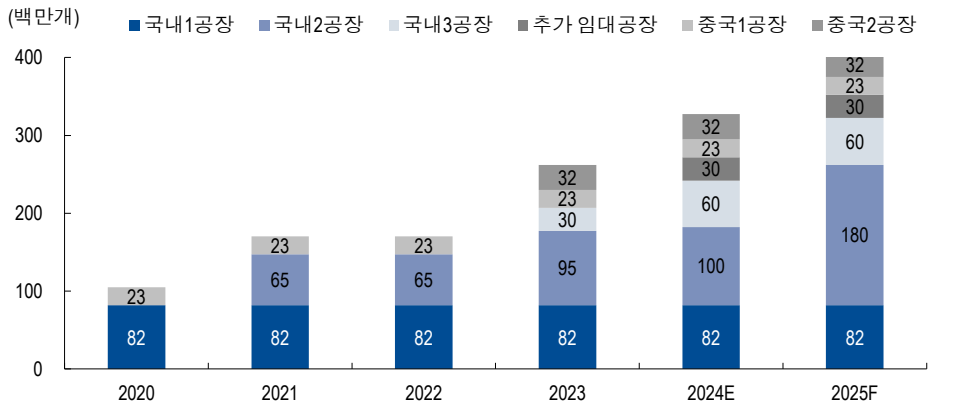
자료: NH투자증권 리서치본부

표2. 씨앤씨인터내셔널 분기별 요약손익계산서 (IFRS 연결) (단위: 십억원, %)

구 분	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	2023	1Q24E	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2024E
매출액	46.2	57.1	53.9	63.1	220.3	67.0	70.6	72.2	73.3	283.1
증감률(y-y)	*82%*	*86%*	*49%*	*64%*	*69%*	*45%*	*24%*	*34%*	*16%*	*29%*
법인별										
한국법인	41.8	51.8	51.9	59.2	204.7	62.8	64.9	66.7	67.2	261.7
증감률(y-y)	*89%*	*77%*	*56%*	*74%*	*73%*	*50%*	*25%*	*29%*	*14%*	*28%*
중국법인	5.0	5.8	2.5	4.5	17.8	5.1	6.0	6.2	6.5	23.8
증감률(y-y)	*33%*	*268%*	*-27%*	*-6%*	*31%*	*2%*	*4%*	*147%*	*43%*	*34%*
매출총이익	10.5	13.2	10.9	14.0	48.6	16.5	17.6	17.5	17.5	69.1
증감률(y-y)	*127%*	*137%*	*8%*	*82%*	*74%*	*58%*	*33%*	*61%*	*25%*	*42%*
매출총이익률	23%	23%	20%	22%	22%	25%	25%	24%	24%	24%
영업이익	6.0	10.3	6.8	9.1	32.1	12.0	13.8	13.0	11.6	50.4
증감률(y-y)	*158%*	*207%*	*-5%*	*95%*	*84%*	*101%*	*34%*	*92%*	*28%*	*57%*
영업이익률	13%	18%	13%	14%	15%	18%	20%	18%	16%	18%
법인별										
한국법인	4.1	8.4	7.5	8.4	28.4	10.4	11.5	11.3	10.0	43.2
증감률(y-y)	*274%*	*158%*	*17%*	*293%*	*121%*	*153%*	*36%*	*52%*	*18%*	*52%*
영업이익률	10%	16%	14%	14%	14%	17%	18%	17%	15%	17%
중국법인	1.8	1.8	-0.4	1.1	4.4	1.4	1.6	1.6	1.8	6.4
증감률(y-y)	*46%*	*1,836%*	*적전*	*-35%*	*14%*	*-23%*	*-15%*	*흑전*	*61%*	*45%*
영업이익률	36%	32%	-17%	25%	25%	28%	26%	26%	28%	27%
세전이익	7.5	10.3	8.0	8.8	34.6	12.5	14.4	13.5	12.1	52.6
증감률(y-y)	*134%*	*111%*	*-21%*	*669%*	*79%*	*67%*	*40%*	*68%*	*39%*	*52%*
세전이익률	16%	18%	15%	14%	16%	19%	20%	19%	17%	19%
지배순이익	6.6	8.8	7.3	8.8	31.4	11.1	12.2	11.8	11.1	46.3
증감률(y-y)	*144%*	*101%*	*-16%*	*1,039%*	*91%*	*69%*	*39%*	*62%*	*27%*	*47%*
지배순이익률	14%	15%	13%	14%	14%	17%	17%	16%	15%	16%

주: 법인별 연결조정 항목은 제외
자료: 씨앤씨인터내셔널, NH투자증권 리서치본부 전망

그림3. 씨앤씨인터내셔널 CAPA 확대 타임라인



주1: 국내 2공장 틴트 자동충전기 및 파우더 타정설비 추가 배치에 따라 CAPA 확대. 2024년 연초 기존 7천5백만개에서 1억개까지 CAPA 증가. 2024년 10월 증축공사 완료 후 틴트 및 파우더 설비 추가 배치하여 1억8천만개까지 CAPA 확대
주2: 국내 3공장 틴트 충전설비 추가 배치에 따라 2024년 연초 6천만개까지 확대. 임대기간은 2026년 5월까지이며, 청주 신공장 완공 이후 필요에 따라 임대기간 연장 가능
주3: 청주 신공장은 2024년 2분기 설계, 2024년 4분기 착공, 2026년 2분기 완공 계획
자료: 씨앤씨인터내셔널, NH투자증권 리서치본부

Statement of comprehensive income

(십억원)	2022/12A	2023/12P	2024/12E	2025/12F
매출액	**131**	**220**	**283**	**343**
증감률 (%)	43.1	68.7	28.5	21.0
매출원가	**103**	**172**	**214**	**255**
매출총이익	**28**	**49**	**69**	**87**
Gross 마진 (%)	21.4	22.1	24.4	25.5
판매비와 일반관리비	10	16	19	22
영업이익	**17**	**32**	**50**	**65**
증감률 (%)	674.9	83.9	56.9	29.7
OP 마진 (%)	13.4	14.6	17.8	19.1
EBITDA	**23**	**39**	**58**	**72**
영업외손익	**2**	**3**	**2**	**2**
금융수익(비용)	1	3	2	2
기타영업외손익	1	0	0	0
종속, 관계기업관련손익	0	0	0	0
세전계속사업이익	**19**	**35**	**53**	**68**
법인세비용	**3**	**3**	**6**	**8**
계속사업이익	16	32	46	59
당기순이익	**16**	**32**	**46**	**59**
증감률 (%)	흑전	92.5	46.0	28.5
Net 마진 (%)	12.6	14.4	16.3	17.3
지배주주지분 순이익	16	32	46	59
비지배주주지분 순이익	0	0	0	0
기타포괄이익	0	0	0	0
총포괄이익	16	32	46	59

Valuations/profitability/stability

	2022/12A	2023/12P	2024/12E	2025/12F
PER(배)	18.5	19.7	16.3	12.7
PBR(배)	2.3	3.6	3.4	2.7
PCR(배)	13.0	15.2	12.8	10.4
PSR(배)	2.3	2.8	2.7	2.2
EV/EBITDA(배)	12.0	14.8	12.0	9.2
EV/EBIT(배)	15.7	18.1	13.8	10.1
EPS(배)	1,644	3,163	4,619	5,935
BPS(배)	13,400	17,260	21,879	27,814
SPS(배)	13,042	22,002	28,273	34,210
자기자본이익률(ROE, %)	13.1	20.6	23.6	23.9
총자산이익률(ROA, %)	9.7	14.5	16.2	17.1
투하자본이익률 (ROIC, %)	16.0	25.5	32.5	37.8
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당성향(%)	0.0	0.0	0.0	0.0
총현금배당금(십억원)	0	0	0	0
보통주 주당배당금(원)	0	0	0	0
순부채(현금)/자기자본(%)	-22.6	-25.4	-27.2	-34.3
총부채/자기자본(%)	33.4	48.8	42.9	37.0
이자발생부채	27	55	57	58
유동비율(%)	238.9	307.4	319.4	356.2
총발행주식수(백만주)	10	10	10	10
액면가(원)	100	100	100	100
주가(원)	30,400	62,400	75,300	75,300
시가총액(십억원)	304	625	754	754

Statement of financial position

(십억원)	2022/12A	2023/12P	2024/12E	2025/12F
현금및현금성자산	55	78	94	126
매출채권	21	37	47	57
유동자산	**102**	**167**	**204**	**260**
유형자산	75	88	106	117
투자자산	0	1	1	1
비유동자산	**77**	**90**	**109**	**122**
자산총계	**179**	**257**	**313**	**382**
단기성부채	25	26	27	28
매입채무	8	13	16	20
유동부채	**43**	**54**	**64**	**73**
장기성부채	2	30	30	30
장기충당부채	0	0	0	0
비유동부채	**2**	**30**	**30**	**30**
부채총계	**45**	**84**	**94**	**103**
자본금	1	1	1	1
자본잉여금	86	93	93	93
이익잉여금	47	79	125	185
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	**134**	**173**	**219**	**279**

Cash flow statement

(십억원)	2022/12A	2023/12P	2024/12E	2025/12F
영업활동 현금흐름	**9**	**26**	**42**	**55**
당기순이익	16	32	46	59
+ 유/무형자산상각비	5	7	8	7
+ 종속, 관계기업관련손익	0	0	0	0
+ 외화환산손실(이익)	-1	0	0	0
Gross Cash Flow	23	41	59	72
- 운전자본의증가(감소)	-15	-13	-12	-11
투자활동 현금흐름	**34**	**-39**	**-27**	**-24**
+ 유형자산 감소	0	0	0	0
- 유형자산 증가(CAPEX)	-4	-20	-25	-18
+ 투자자산의매각(취득)	0	0	0	0
Free Cash Flow	4	6	17	37
Net Cash Flow	43	-13	15	31
재무활동현금흐름	**-5**	**35**	**1**	**1**
자기자본 증가	0	7	0	0
부채증감	-5	28	1	1
현금의증가	39	23	16	32
기말현금 및 현금성자산	55	78	94	126
기말 순부채(순현금)	-30	-44	-60	-95

코스메카코리아 (241710.KQ)

기대 수익률 회복

1분기 실적 컨센서스 부합 전망. 탑라인 성장률(+12% y-y) 대비 이익 성장률(+60% y-y) 클 것. 절대적인 실적 규모는 분기별 갈수록 우상향 흐름 이어갈 전망. 현 주가에서 관심 가져볼 만

Analyst 정지윤
02)768-7705, jiyoony@nhqv.com

분기 갈수록 성장 흐름 좋을 것

2023년 법인별 가동률을 살펴보면, 한국 28%, 중국 26%, 미국 29%로 동종 업계 대비 여유 있는 상황. 2022년 대비 낮은 가동률은 과거 수량 중심의 오더 대신 고단가 오더에 집중해 수익성 위주의 경영 방침을 강화했기 때문

잉글우드랩은 2023년 하반기 100여개의 FDA Filings 보유하고 있어 리드타임 약 6개월 감안 시 이르면 2H24부터 관련 매출 발생이 가능할 것. 1분기 잉글우드랩 별도 공장 역시 전년 동기 대비 프리미엄 브랜드 수주 회복으로 수익성 향상 전망. 현재 주가(3/27, 34,450원) 2024E PER 12배로 낙폭 과대라 판단

1Q24 Preview: 컨센서스 부합 전망

1분기 연결기준 매출액 1,294억원(+12% y-y), 영업이익 148억원(+60% y-y)으로 컨센서스 부합하는 실적 전망

한국 법인 매출액 717억원(+9% y-y), 영업이익 65억원(+41% y-y) 추정. 고마진 제품 믹스 개선과 잉글우드랩 코리아와의 시너지 발현으로 레버리지 효과

미국 법인(잉글우드랩) 매출액 520억원(+13% y-y), 영업이익 76억원(+37% y-y) 추정. 4Q23 잉글우드랩 코리아의 로열티(18억원) 납부가 예상보다 컸으나, 1분기에 관련 매출 볼륨은 q-q로 확대되지 않아, 로열티 금액은 줄어들 것

중국 법인 매출액 142억원(+11% y-y), 영업이익 7억원(흑자전환 y-y) 추정. 기초(머드팩) 카테고리 중심 가동률 상승과 평호공장 일원화로 흑자 기조 유지

코스메카코리아 1분기 실적 Preview (K-IFRS 연결) (단위: 십억원, %)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24E					2Q24F
					예상치	y-y	q-q	기존 추정	컨센서스	
매출액	115.9	115.7	116.4	122.7	129.4	11.6	5.4	129.4	129.4	135.9
영업이익	9.3	11.2	13.7	15.0	14.8	59.8	-1.6	14.9	14.9	15.7
영업이익률	*8.0*	*9.7*	*11.8*	*12.3*	*11.4*			*11.5*	*11.7*	*11.6*
세전이익	9.5	11.2	14.7	10.7	14.5	52.3	34.9	12.4	14.4	15.2
(지배)순이익	4.5	5.9	7.3	4.7	7.5	68.2	61.5	6.3	8.3	8.0

자료: 코스메카코리아, FnGuide, NH투자증권 리서치본부 전망

※ESG Index/Event는 53페이지 참조

Not Rated

현재가 (24/03/27)	34,450원
업종	화학
KOSPI / KOSDAQ	2,755.11 / 911.25
시가총액(보통주)	367.9십억원
발행주식수(보통주)	10.7백만주
52주 최고가('24/02/23)	43,000원
최저가('23/03/14)	9,100원
평균거래대금(60일)	5,144백만원
배당수익률(2024E)	0.0%
외국인지분율	3.3%
주요주주	
박은희 외 3 인	39.0%
국민연금공단	11.7%

주가상승률	3개월	6개월	12개월
절대수익률 (%)	-4.6	26.2	276.5
상대수익률 (%p)	-10.0	16.5	242.0

	2022	2023P	2024E	2025F
매출액	399	471	544	598
증감률	*0.7*	*17.9*	*15.5*	*10.0*
영업이익	10	49	66	75
증감률	*-48.4*	*374.1*	*33.8*	*13.4*
영업이익률	*2.6*	*10.4*	*12.1*	*12.5*
(지배지분)순이익	3	22	31	35
EPS	249	2,090	2,864	3,254
증감률	*-70.2*	*740.3*	*37.0*	*13.6*
PER	41.2	17.4	12.0	10.6
PBR	0.7	2.3	1.8	1.6
EV/EBITDA	9.6	7.4	5.6	4.8
ROE	1.8	14.1	16.5	15.9
부채비율	89.7	79.0	69.4	62.9
순차입금	89	62	25	-23

단위: 십억원, %, 원, 배
주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

Summary

코스메카코리아는 1999년 10월 설립하여 화장품 주문자 표시 및 제조 및 판매, 개발 등을 영위하는 화장품 ODM/OEM 제조 기업. 2016년 코스닥 상장하였으며, 코스메카차이나, 불산 법인 설립하며 중국으로 생산 지역 다변화. 2018년 미국 뉴저지에 본사를 두고 있는 잉글우드랩 인수를 통해 미국 등에 생산 거점을 추가 확보. 2022년 화장품 제조 업계 최초로 중소벤처기업부로부터 'K-스마트등대공장'으로 선정되어 스마트팩토리 구축을 지속 추진해 경쟁력을 갖춰 나갈 전망

Share price drivers/Earnings Momentum

- 국내외 인디 브랜드 고성장
- 고객 및 제품 믹스 개선 효과
- 잉글우드랩 OTC(일반의약품) 수주 증대
- 중국 법인 이익 턴어라운드

Downside Risk

- 글로벌 소비 경기 부진
- 국내외 OEM/ODM 단가 경쟁 심화
- 인플레이션에 따른 원재료 가격 인상 부담
- 중국 법인 가동률 하락

Cross valuations

(단위: 배, %)

Company	PER		PBR		ROE	
	2024E	2025F	2024E	2025F	2024E	2025F
코스맥스	12.2	10.2	1.8	1.6	15.9	15.8
한국콜마	12.4	9.6	1.4	1.3	13.1	14
씨앤씨인터내셔널	17.7	14.6	3.6	2.9	23.8	22.7
Intercos	18.2	15.6	2.5	2.3	14.6	15.5

자료: Bloomberg, FnGuide, NH투자증권 리서치본부

Historical valuations

(단위: 배, %)

Valuations	2021	2022	2023P	2024E	2025F
PER	15.5	41.2	17.4	12.0	10.6
PBR	1.0	0.7	2.3	1.8	1.6
PSR	0.3	0.3	0.8	0.7	0.6
ROE	6.5	1.8	14.1	16.5	15.9
ROIC	6.4	2.9	13.1	16.7	18.3

자료: NH투자증권 리서치본부 추정

Historical Key financials

(단위: 십억원, %)

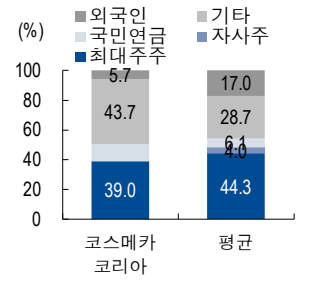
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
매출액	**68**	**99**	**165**	**182**	**303**	**347**	**339**	**396**	**399**
영업이익	2	6	13	11	10	8	10	20	10
영업이익률(%)	*3.6*	*6.4*	*7.9*	*6.0*	*3.2*	*2.4*	*2.9*	*5.1*	*2.6*
세전이익	1	6	13	11	10	6	4	18	6
순이익	**1**	**5**	**12**	**10**	**9**	**4**	**3**	**17**	**6**
지배지분순이익	**1**	**5**	**12**	**10**	**9**	**5**	**3**	**9**	**3**
EBITDA	5	9	16	15	19	26	27	37	27
CAPEX	3	3	13	21	43	31	14	9	12
Free Cash Flow	2	0	-8	-11	-32	-11	-2	-1	5
EPS(원)	169	628	1,349	930	840	456	245	834	249
BPS(원)	2,254	2,858	9,816	10,624	11,702	11,958	12,150	13,319	13,732
DPS(원)	0	0	0	100	100	0	0	0	0
순차입금	13	12	-50	-38	66	85	84	92	89
ROE(%)	15.0	24.6	18.0	9.1	7.5	3.9	2.0	6.5	1.8
ROIC(%)	6.5	20.4	28.9	17.3	11.0	0.5	2.2	6.4	2.9
배당성향(%)	0.0	0.0	0.0	10.8	11.9	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률(%)	N/A	N/A	0.0	0.3	0.3	0.0	0.0	0.0	0.0
순차입금 비율(%)	73.0	54.3	-47.9	-33.6	38.4	49.5	49.0	46.7	42.9

자료: 코스메카코리아, NH투자증권 리서치본부

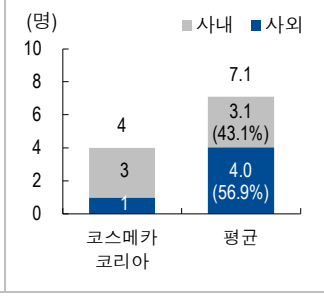
ESG Index & Event

G

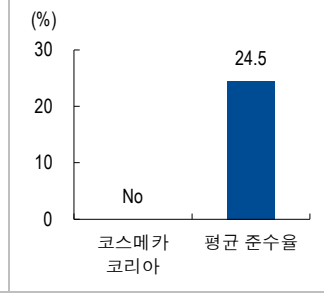
주주 구성



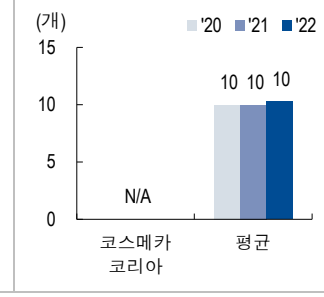
이사회 구성



이사회 의장과 대표이사 분리 여부



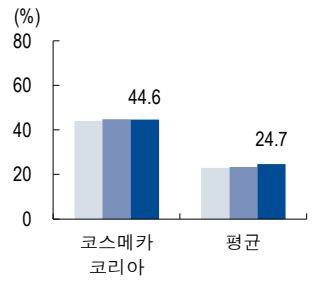
기업지배구조 핵심지표 준수



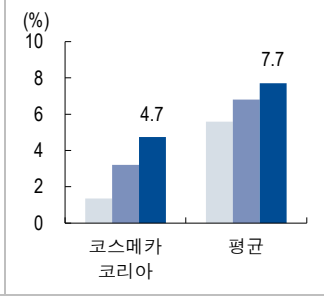
주1: 평균은 2023년 기업지배구조보고서 의무공시 자산총액 2조원 이상 비금융 208개사 대상
주2: 기업지배구조 핵심지표는 기업지배구조보고서에서 공시하는 주주, 이사회, 감사기구 관련 15개 핵심지표의 준수 현황
자료: 코스메카코리아, 전자공시시스템, NH투자증권 리서치본부

S

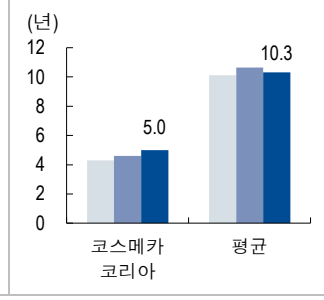
여성 임직원 비율



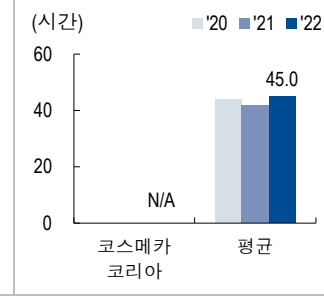
계약직 비율



근속연수



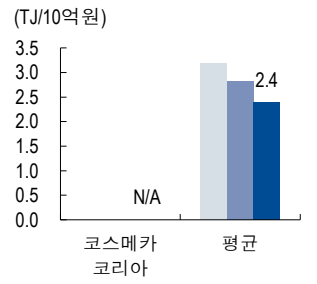
인당 교육시간



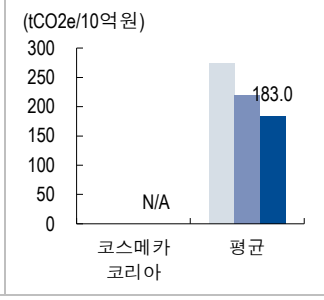
주: 평균은 2023년 기업지배구조보고서 의무공시 자산총액 2조원 이상 비금융 208개사 중 지속가능경영보고서 공시한 124개사 대상
자료: 코스메카코리아, NH투자증권 리서치본부

E

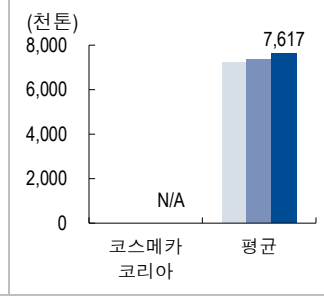
에너지 사용량



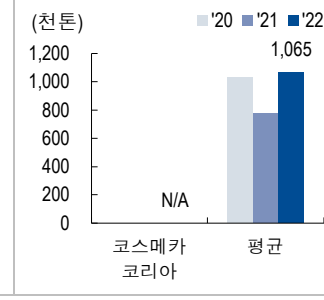
온실가스 배출량



용수 재활용량



폐기물 재활용량



주: 평균은 2023년 기업지배구조보고서 의무공시 자산총액 2조원 이상 비금융 208개사 중 지속가능경영보고서 공시한 124개사 대상
자료: 코스메카코리아, NH투자증권 리서치본부

ESG Event

E	2023.04	- Vytrus Biotech S.A.와 식물 소재 기반 친환경 화장품 개발 MOU 체결
S	2022.10	- 중소벤처기업부 K-스마트등대공장 육성사업 선정
G	2023.11	- 서스틴베스트가 발표한 2023년 하반기 ESG 경영 종합평가에서 등급 중 최고 등급인 'AA등급' 부여받음

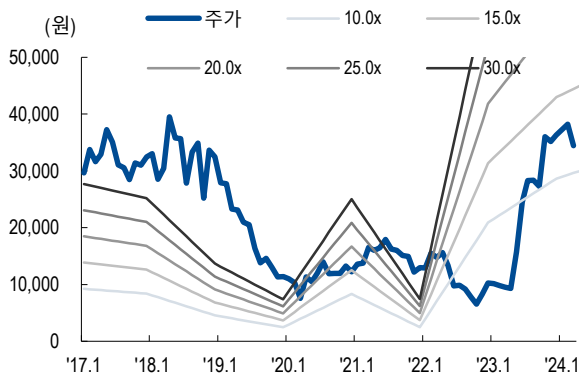
자료: 언론보도, 코스메카코리아, NH투자증권 리서치본부

표1. 코스메카코리아 실적 전망 (IFRS 연결) (단위: 십억원, 원, 배, %)

		2022	2023P	2024E	2025F
매출액	- 수정 후	399.4	470.7	543.7	598.0
	- 수정 전	-	-	540.2	594.0
	- 변동률	-	-	0.6	0.7
영업이익	- 수정 후	10.4	49.2	65.7	74.5
	- 수정 전	-	-	63.2	70.0
	- 변동률	-	-	4.0	6.5
영업이익률(수정 후)		2.6	10.4	12.1	12.5
EBITDA		27.1	70.5	86.1	94.1
(지배지분)순이익		2.7	22.3	30.6	34.8
EPS	- 수정 후	249	2,090	2,864	3,254
	- 수정 전	-	-	2,903	3,226
	- 변동률	-	-	-1.3	0.9
PER		41.2	17.4	12.0	10.6
PBR		0.7	2.3	1.8	1.6
EV/EBITDA		9.6	7.6	5.6	4.8
ROE		1.8	14.1	16.5	15.9

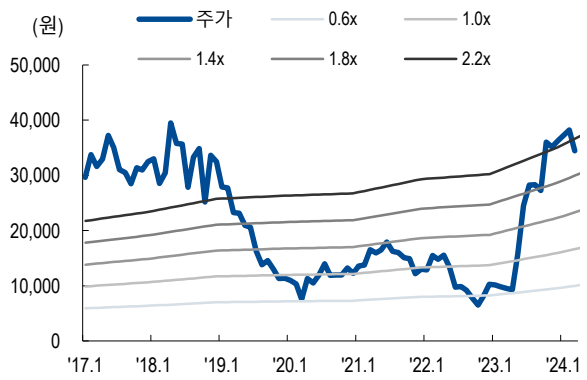
주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

그림1. 코스메카코리아 12M Fwd PER Band



자료: NH투자증권 리서치본부

그림2. 코스메카코리아 12M Trailing PBR Band



자료: NH투자증권 리서치본부

표2. 코스메카코리아 연도별 요약손익계산서 (IFRS 연결) (단위: 십억원, %)

구 분	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	2023	1Q24E	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2024E
매출액	115.9	115.7	116.4	122.7	470.7	129.4	135.9	139.2	139.2	543.7
증감률(y-y)	30%	15%	12%	15%	18%	12%	18%	20%	13%	16%
한국법인	65.9	66.7	66.4	69.7	268.6	71.7	75.4	76.6	78.6	302.3
증감률(y-y)	30%	11%	16%	17%	18%	9%	13%	15%	13%	13%
중국법인	12.8	11.1	12.5	14.0	50.4	14.2	15.4	16.0	16.4	62.0
증감률(y-y)	19%	1%	14%	-4%	7%	11%	39%	28%	17%	23%
미국법인	46.0	49.3	54.4	57.0	206.8	52.0	58.4	62.6	64.8	237.9
증감률(y-y)	47%	36%	27%	39%	36%	13%	19%	15%	14%	15%
매출총이익	23.7	26.6	28.1	28.7	107.1	29.8	31.8	33.0	32.7	127.2
증감률(y-y)	85%	44%	72%	64%	65%	26%	20%	17%	14%	19%
매출총이익률	20%	23%	24%	23%	23%	23%	23%	24%	23%	23%
영업이익	9.3	11.2	13.7	15.0	49.2	14.8	15.7	17.6	17.6	65.7
증감률(y-y)	1,411%	265%	367%	300%	374%	60%	41%	29%	17%	34%
영업이익률	8%	10%	12%	12%	10%	11%	12%	13%	13%	12%
한국법인	4.6	6.3	4.7	7.3	22.9	6.5	7.2	6.9	8.1	28.7
증감률(y-y)	200%	167%	158%	274%	200%	41%	14%	45%	12%	25%
영업이익률	7%	9%	7%	10%	9%	9%	10%	9%	10%	10%
중국법인	-0.3	-0.6	0.5	0.5	0.1	0.7	0.7	1.0	1.0	3.4
증감률(y-y)	적축	적축	흑전	흑전	흑전	흑전	흑전	116%	95%	2,765%
영업이익률	-2%	-5%	4%	4%	0%	5%	5%	7%	6%	6%
미국법인	5.6	6.2	9.2	8.0	28.9	7.6	8.8	10.3	9.5	36.2
증감률(y-y)	509%	141%	150%	179%	192%	37%	41%	13%	19%	25%
영업이익률	12%	13%	17%	14%	14%	15%	15%	17%	15%	15%
세전이익	9.5	11.2	14.7	10.7	46.1	14.5	15.4	17.2	16.4	63.5
증감률(y-y)	2,255%	184%	238%	흑전	624%	52%	37%	18%	53%	38%
세전이익률	8%	10%	13%	9%	10%	11%	11%	12%	12%	12%
지배순이익	4.5	5.9	7.3	4.7	22.3	7.5	8.0	9.4	5.6	30.6
증감률(y-y)	흑전	244%	1,053%	1,316%	740%	68%	36%	29%	21%	37%
지배순이익률	4%	5%	6%	4%	5%	6%	6%	7%	4%	6%

주: 법인별 연결조정 항목은 제외
자료: 코스메카코리아, NH투자증권 리서치본부 전망

Statement of comprehensive income

(십억원)	2022/12A	2023/12P	2024/12E	2025/12E
매출액	**399**	**471**	**544**	**598**
증감률 (%)	0.7	17.9	15.5	10.0
매출원가	**334**	**364**	**416**	**458**
매출총이익	**65**	**107**	**127**	**140**
Gross 마진 (%)	16.3	22.8	23.4	23.5
판매비와 일반관리비	55	58	61	66
영업이익	**10**	**49**	**66**	**75**
증감률 (%)	-48.4	374.1	33.8	13.4
OP 마진 (%)	2.6	10.4	12.1	12.5
EBITDA	**27**	**70**	**86**	**94**
영업외손익	**-4**	**-3**	**-2**	**-3**
금융수익(비용)	-4	-4	-3	-3
기타영업외손익	0	1	1	1
종속, 관계기업관련손익	0	0	0	0
세전계속사업이익	**6**	**46**	**63**	**72**
법인세비용	**0**	**12**	**15**	**17**
계속사업이익	6	34	48	55
당기순이익	**6**	**34**	**48**	**55**
증감률 (%)	-64.6	464.5	42.4	13.3
Net 마진 (%)	1.5	7.2	8.9	9.1
지배주주지분 순이익	3	22	31	35
비지배주주지분 순이익	3	12	18	20
기타포괄이익	5	1	0	0
총포괄이익	11	35	48	55

Valuations/profitability/stability

	2022/12A	2023/12P	2024/12E	2025/12E
PER(배)	41.2	17.4	12.0	10.6
PBR(배)	0.7	2.3	1.8	1.6
PCR(배)	3.4	5.5	4.2	3.9
PSR(배)	0.3	0.8	0.7	0.6
EV/EBITDA(배)	9.6	7.4	5.6	4.8
EV/EBIT(배)	25.0	10.6	7.3	6.1
EPS(배)	249	2,090	2,864	3,254
BPS(배)	13,732	15,939	18,803	22,057
SPS(배)	37,397	44,075	50,906	55,997
자기자본이익률(ROE, %)	1.8	14.1	16.5	15.9
총자산이익률(ROA, %)	1.5	8.2	10.4	10.4
투하자본이익률 (ROIC, %)	2.9	13.1	16.7	18.3
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당성향(%)	0.0	0.0	0.0	0.0
총현금배당금(십억원)	0	0	0	0
보통주 주당배당금(원)	0	0	0	0
순부채(현금)/자기자본(%)	42.9	25.4	8.6	-6.5
총부채/자기자본(%)	89.7	79.0	69.4	62.9
이자발생부채	121	109	112	118
유동비율(%)	130.6	145.5	175.7	202.8
총발행주식수(백만주)	11	11	11	11
액면가(원)	500	500	500	500
주가(원)	10,250	36,300	34,450	34,450
시가총액(십억원)	109	388	368	368

Statement of financial position

(십억원)	2022/12A	2023/12P	2024/12E	2025/12E
현금및현금성자산	26	42	81	135
매출채권	80	90	99	109
유동자산	**187**	**227**	**290**	**364**
유형자산	147	147	140	134
투자자산	3	3	4	4
비유동자산	**206**	**207**	**202**	**198**
자산총계	**393**	**434**	**492**	**562**
단기성부채	84	79	83	89
매입채무	34	45	49	54
유동부채	**143**	**156**	**165**	**179**
장기성부채	37	29	29	29
장기충당부채	2	3	3	4
비유동부채	**43**	**36**	**37**	**37**
부채총계	**186**	**191**	**202**	**217**
자본금	5	5	5	5
자본잉여금	58	58	58	58
이익잉여금	78	100	131	166
비지배주주지분	60	72	90	109
자본총계	**207**	**242**	**290**	**345**

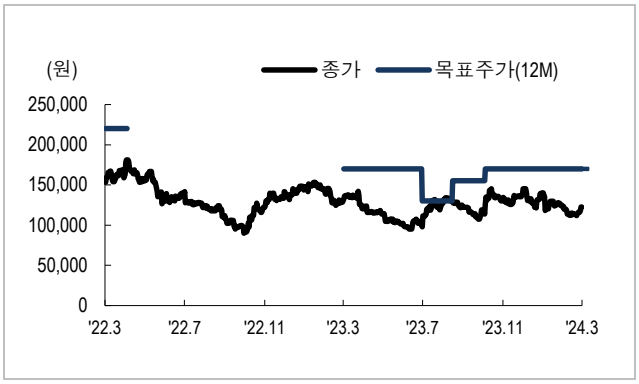
Cash flow statement

(십억원)	2022/12A	2023/12P	2024/12E	2025/12E
영업활동 현금흐름	**17**	**49**	**52**	**62**
당기순이익	6	34	48	55
+ 유/무형자산상각비	17	21	20	20
+ 종속, 관계기업관련손익	0	0	0	0
+ 외화환산손실(이익)	3	0	0	0
Gross Cash Flow	32	71	87	94
- 운전자본의증가(감소)	-11	-6	-17	-12
투자활동 현금흐름	**-10**	**-21**	**-16**	**-15**
+ 유형자산 감소	2	0	0	0
- 유형자산 증가(CAPEX)	-12	-18	-10	-10
+ 투자자산의매각(취득)	-1	0	0	0
Free Cash Flow	5	31	42	52
Net Cash Flow	6	28	36	47
재무활동현금흐름	**-10**	**-12**	**3**	**6**
자기자본 증가	0	0	0	0
부채증감	-10	-12	3	6
현금의증가	-4	16	39	53
기말현금 및 현금성자산	26	42	81	135
기말 순부채(순현금)	89	62	25	-23

투자의견 및 목표주가 변경내역

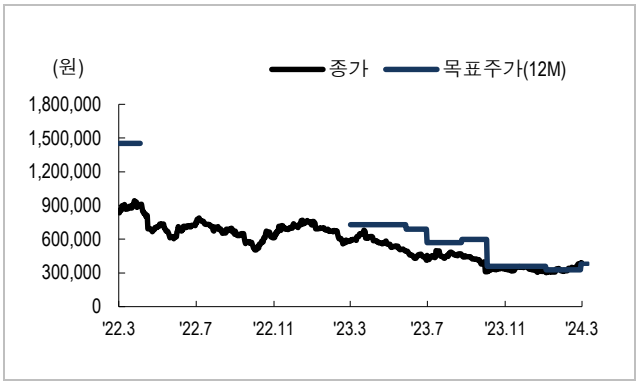
제시일자	투자의견	목표가	괴리율 (%) 평균	괴리율 (%) 최저/최고
2023.11.01	Buy	170,000원(12개월)	-	-
2023.09.12	Buy	155,000원(12개월)	-23.5%	-17.1%
2023.07.27	Buy	130,000원(12개월)	-4.0%	3.0%
2023.06.22	Buy	140,000원(12개월)	-28.2%	-23.5%
2023.03.27	Buy	170,000원(12개월)	-29.6%	-16.5%
		담당 Analyst 변경		
2022.01.13	Buy	200,000원(12개월)	-30.1%	-4.5%

아모레퍼시픽 (090430.KS)



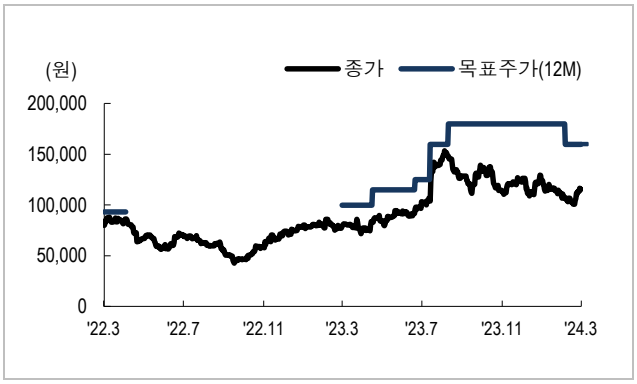
제시일자	투자의견	목표가	괴리율 (%) 평균	괴리율 (%) 최저/최고
2024.03.28	Hold	380,000원(12개월)	-	-
2024.02.01	Hold	330,000원(12개월)	-	-
2023.10.30	Hold	360,000원(12개월)	-7.4%	-
2023.09.21	Buy	600,000원(12개월)	-31.0%	-24.3%
2023.07.28	Buy	570,000원(12개월)	-19.9%	-12.6%
2023.06.26	Buy	690,000원(12개월)	-34.3%	-28.3%
2023.03.27	Buy	730,000원(12개월)	-20.9%	-6.8%
		담당 Analyst 변경		
2022.01.10	Buy	1,450,000원(12개월)	-48.1%	-28.3%

LG생활건강 (051900.KS)



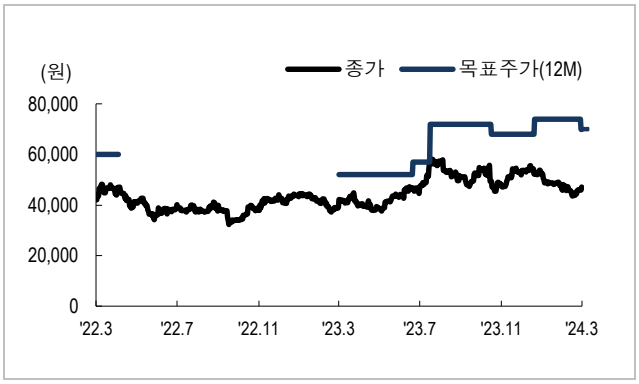
제시일자	투자의견	목표가	괴리율 (%) 평균	괴리율 (%) 최저/최고
2024.03.08	Buy	160,000원(12개월)	-	-
2023.09.08	Buy	180,000원(12개월)	-32.3%	-19.2%
2023.08.11	Buy	160,000원(12개월)	-10.0%	-4.1%
2023.07.18	Buy	125,000원(12개월)	-19.1%	-14.4%
2023.05.15	Buy	115,000원(12개월)	-22.7%	-16.5%
2023.03.27	Buy	100,000원(12개월)	-21.5%	-14.3%
		담당 Analyst 변경		
2022.01.14	Hold	93,000원(12개월)	-27.0%	-

코스맥스 (192820.KS)



제시일자	투자의견	목표가	괴리율 (%) 평균	괴리율 (%) 최저/최고
2024.03.28	Buy	70,000원(12개월)	-	-
2024.01.17	Buy	74,000원(12개월)	-	-
2023.11.13	Buy	68,000원(12개월)	-25.1%	-18.4%
2023.08.14	Buy	72,000원(12개월)	-26.3%	-19.3%
2023.07.18	Buy	57,000원(12개월)	-14.6%	-0.4%
2023.03.27	Buy	52,000원(12개월)	-19.6%	-9.1%
		담당 Analyst 변경		
2021.08.18	Buy	60,000원(12개월)	-32.5%	-19.7%

한국콜마 (161890.KS)



종목 투자등급(Stock Ratings) 및 투자등급 분포 고지

1. 투자등급(Ratings): 목표주가 제시일 현재가 기준으로 향후 12개월간 종목의 목표수익률에 따라
   - Buy: 15% 초과
   - Hold: -15% ~ 15%
   - Sell: -15% 미만

2. 당사의 한국 내 상장기업에 대한 투자의견 분포는 다음과 같습니다. (2023년 12월 31일 기준)
   - 투자의견 분포

Buy	Hold	Sell
80.8%	19.2%	0.0%

- 당사의 개별 기업에 대한 투자의견 분포는 매 분기말 기준으로 공표하고 있으니 참조하시기 바랍니다.

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 '동 자료상 언급된 기업들'의 발행주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 'LG생활건강'을 기초자산으로 하는 ELW의 발행회사 및 LP(유동성공급자)임을 알려드립니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지 사항

본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부의 금융투자분석사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 최선을 다해 분석한 결과이나 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 투자자의 투자판단을 위해 작성된 것이며 어떠한 경우에도 주식 등 금융투자상품 투자의 결과에 대한 법적 책임소재를 판단하기 위한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 지적 재산권은 당사에 귀속되며 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.