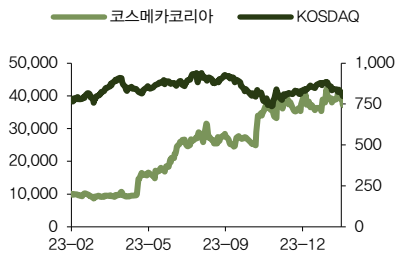


Researcher's Opinion

Conviction Buy

목표주가	62,800
현재주가	37,500
상승여력	67.5%

Stock Price



Key Information

KOSDAQ 지수	826.58
52주 최고/최저(원)	42,250 / 8,670
시가총액(억 원)	4,005
발행주식수(주)	10,680,000
22년 배당수익률(%)	N/A
주요주주 지분율(%)	38.95

ESG Grade

ESG평가 등급	N/R
환경(E)	N/R
사회(S)	N/R
지배구조(G)	N/R

Consensus

	2023F	2024F
매출액(억 원)	4,721	5,426
영업이익(억 원)	482	613
영업이익률(%)	10.21	11.3
순이익(억 원)	241	328
EPS(원)	2,258	3,070
PER(배)	16.61	12.22

S.T.A.R Research

임현정
010.3068.0340
guswjd0340@gmail.com
48th member

코스메카코리아 (KQ.241710)

기대되는 Mega급 실적

목표주가 62,800원으로 강력 매수 제시

본 리서치 팀은 Peer PER Valuation에 따라 목표주가 62,800원으로 강력 매수를 주장한다. 동사의 23년도 매출액과 영업이익은 각각 4,684억 원, 482억 원으로 전망하며, 24년도 매출액과 영업이익은 각각 5,730억 원, 780억 원으로 전망한다.

투자포인트1. 인디 브랜드와 함께 MEGA Go!

23년, 24년 동사의 국내 법인 매출액은 각각 2,693억 원, 2,968억 원으로 탑라인 성장이 전망된다. 이는 1) 국내 인디 브랜드 고객사의 호황에 기반한 수주 증가세, 2) 제품 Mix 개선, 3) 동사의 제품 경쟁력을 바탕으로 고객사 포트폴리오 다변화가 전망된다는 점에 기인한다.

또한 온라인 시장의 발달로 국내 인디 브랜드사의 수출이 활발하게 이루어지는 가운데, 동사가 글로벌 비즈니스에 최적화된 OGM 서비스를 영위하고 있다는 점은 신규 고객사 확보로 이어질 것이라 전망된다.

투자포인트2. 더욱 기대되는 해외 법인

23년, 24년 동사의 해외 법인 매출액은 각각 2,512억 원, 3,399억 원으로 전망된다. 특히 미국 법인의 경우 1) 신규 OTC 프로젝트가 2H24부터 완료되기 시작하고, 2) 기초 스킨케어 트렌드가 지속됨에 따라 기존 고객사의 수주 증가가 예상된다는 점에 기인하여 매출 확대 및 수익성 개선이 예상된다.

중국 법인의 경우 가동률 상승으로 23년 연간 흑자전환에 달성할 것으로 전망된다. 이는 1) 23년 12월 동사가 中 초대형 유통 기업 '왓슨스' Audit을 통과하며 대규모 판매망을 획득했다는 점, 2) 2H23부터 약 19건의 Sun제품 관련 임상이 시작되었다는 점에 기인한다.

투자지표	2020	2021	2022	2023F	2024F
매출액(억 원)	3,391	3,965	3,994	4,684	5,730
영업이익(억 원)	99	201	104	482	780
영업이익률(%)	2.92	5.07	2.6	10.29	13.61
순이익(억 원)	34	170	60	315	529
순이익률(%)	1	4.3	1.5	6.73	9.23
EPS(원)	245	834	249	2,949	4,953
PER	49.7	15.53	41.22	12.71	7.57

CONTENTS

산업분석

3

기업분석

9

투자포인트

11

투자포인트1. 인디 브랜드와 함께 MEGA Go!
투자포인트2. 더욱 기대되는 해외 법인

매출액가정

17

비용가정

21

밸류에이션

23

Peer PER Valuation, 목표주가 62,800원으로 강력 매수의견 제시

Appendix – 추정재무제표

24

산업분석

앞으로도 견조할 글로벌 화장품 시장

31년 글로벌 화장품 시장 6,630억 달러 전망

McKinsey에 따르면, 글로벌 화장품 시장은 연평균 5%의 성장률을 기록하며 31년 6,630억 달러 규모에 달할 것으로 전망된다. 이는 1) 매스(중저가) 및 인디 브랜드의 성장, 2) 온라인 시장 및 MBS(Multi-Brand Shop)의 성장에 기인한다. 특히 글로벌 화장품 시장 내에서 非중국 시장의 영향력이 확대되며 향후 시장 성장을 견인할 것으로 예상된다. 경기 불확실성으로 화장품 산업의 성장세에 대한 일부 우려가 존재할 수 있지만, 화장품 소비 트렌드를 이끄는 MZ세대의 소비가 물가 상승 및 생활비 지출에 비교적 자유롭다는 점 등을 고려하였을 때 화장품 시장의 성장세는 견조할 것으로 예상된다.

과거와는 달라진 국내 시장

국내 또한 중국과 럭셔리 화장품이 화장품 업종 성장의 주요 요인으로 작용했던 과거와 달리, 非중국 및 매스 브랜드가 향후 국내 화장품 시장을 이끌 것으로 전망된다.

중저가 인디 브랜드의 호황기

중저가 인디 브랜드의 꾸준한 상승세

중저가 인디 브랜드는 1) 화장품 소비 Trading Down 현상, 2) MZ세대의 라이프스타일 변화, 3) OEM/ODM을 통해 낮아진 화장품 시장 진입장벽에 기인해, 지속적인 성장세를 보일 것으로 전망된다. 전 세계적인 불황으로 화장품 소비 Trading Down 현상이 나타나면서 중저가 제품 소비가 전체적인 소비 트렌드로 자리 잡았다. 이에 더해 SNS와 인플루언서 마케팅의 영향력이 커지면서 시장 트렌드가 빠르게 변화함에 따라 값비싼 화장품보다는 싸고 접근성이 좋으며 신제품이 계속해서 출시되는 인디 브랜드의 선호도가 더 높아지고 있다. [도표 1]

MZ세대들의 소비 파편화 → 곧 인디 브랜드 수혜

또한 주 소비자층인 MZ세대들의 소비 파편화가 나타나고 있는데, 이러한 현상은 MZ세대의 인디 브랜드 제품 구매 증가로 이어지고 있다. 단순히 유행하는 것보다는 자신의 개성에 맞춰 차별화된 상품을 찾는 MZ세대의 니즈를 개인화, 맞춤화 된 서비스를 제공하고 있는 인디 브랜드사가 충족시킨다는 점에 기인한다. 그리고 제품 관련 아이디어만 있으면 OEM/ODM사를 통해 제품의 R&D, 제조 및 패키징을 아웃소싱할 수 있다는 점 또한 소규모 인디 브랜드 기업의 빠른 시장 진입을 가능하게 하고 있다.

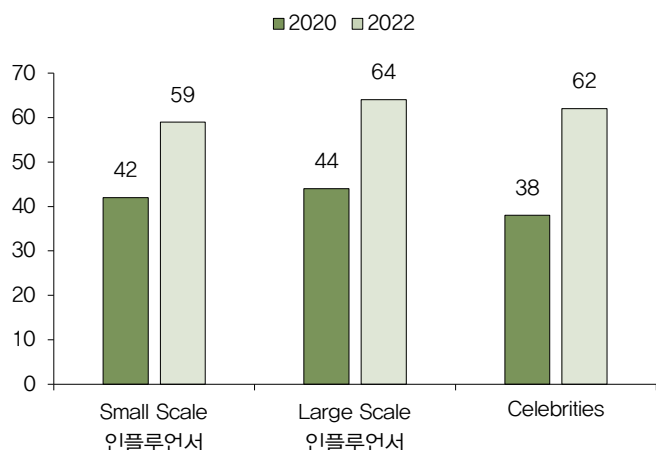
식지 않는 온라인 시장/MBS의 인기

온라인/MBS와 함께하는 인디 브랜드의 성장

이러한 국내 인디 브랜드는 온라인 시장 및 MBS와 함께 탐라인 성장을 이룰 것으로 전망된다. [도표 2] 이는 수요의 파편화로 나타난 중저가 인디 브랜드에 대한 소비자들의 니즈가 곧 다양한 제품을 구매할 수 있는 매체의 수혜로 이어지고 있다는 점에 기인한다.

도표 1. 인플루언서 영향력 증가 추이

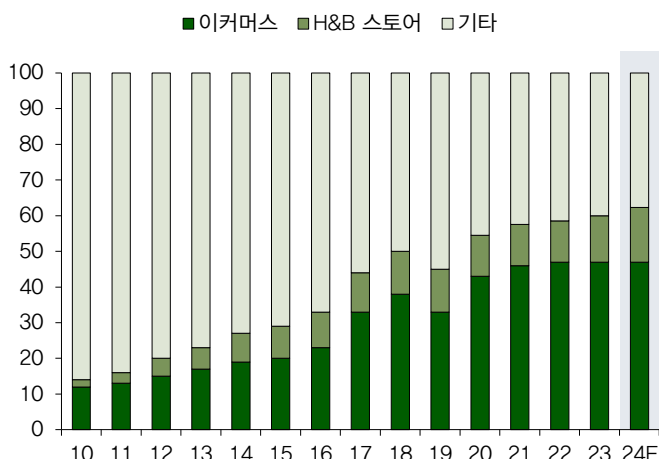
(단위: %)



자료: McKinsey, 성균관대학교 금융투자학회 S.T.A.R

도표 2. 국내 화장품 시장의 주요 유통 채널 점유율

(단위: %)



자료: 산업자료, 성균관대학교 금융투자학회 S.T.A.R

산업분석

관광코스 중 하나로 자리 잡아가는 올리브영

국내의 경우 인바운드 관광객의 회복으로 특히 올리브영 중심의 매출 확대가 기대된다. 이는 1) SNS에서 K-Beauty의 열풍이 일어나고 있고, 2) 관광객들의 평균 연령대가 어려짐에 따라 관광객들은 올리브영을 하나의 관광코스로 여기는 경향이 나타나고 있다는 점에 기인한다. 올리브영이 취급하는 브랜드 중 약 80%가 인디 화장품 브랜드라는 점과, 인디 브랜드사가 랭킹 상위권을 휩쓸고 있다는 점을 고려하면 향후 관광객의 회복으로 인디 브랜드가 수혜를 크게 얻을 것이라 전망된다.

그 중에서도 기초 화장품

기초 화장품에 주목할 것을 제시

23년에는 색조 화장품 시장의 강세가 중소형 브랜드사들의 전체적인 실적 향상을 이끄는 주요 요인으로 작용했다. 아누아의 '어성초 토너' 등 기초 제품 부문에서 히트를 기록한 제품도 있었지만, 대체로 색조 중심 브랜드사가 중국의 리오프닝 기조에서 가장 큰 수혜를 입었다. 이에 따라 본 리서치원은 기초 스킨케어 제품에 주목할 것을 제시한다. 이는 1) 색조 화장품 대비 시장 규모가 크다는 점, 2) 전세계 K-Beauty의 열풍이 기초 제품으로 이어진다는 점에 기인한다.

이젠 非중국 시장이 이끈다

非중국 시장의 영향력 확대

또한, 국내 화장품 시장 내에서 미국, 일본 등 非중국 시장의 영향력이 더욱 커질 것으로 전망된다. 현재 국내 화장품 수출액 내 가장 큰 비중을 차지하고 있는 국가는 여전히 중국이지만, 21년 54%를 기록한 후 감소 추이를 보이고 있다. 이에 반해 미국 중심의 非중국 시장은 꾸준한 성장세를 나타내고 있으며, 전체 화장품 수출 성장률을 상회하는 성장률을 보이고 있다. **[도표 3]** 실제로 비중국 시장의 높은 성장성에 따라, 중국향 매출 비중이 큰 국내 대형 브랜드사도 미국향 수출 확대에 주력하고 있는 상황이다. 이에 따라 본 리서치원은 非중국 시장 내 비중이 가장 큰 미국 화장품 시장의 성장성에 주목할 것을 제시한다.

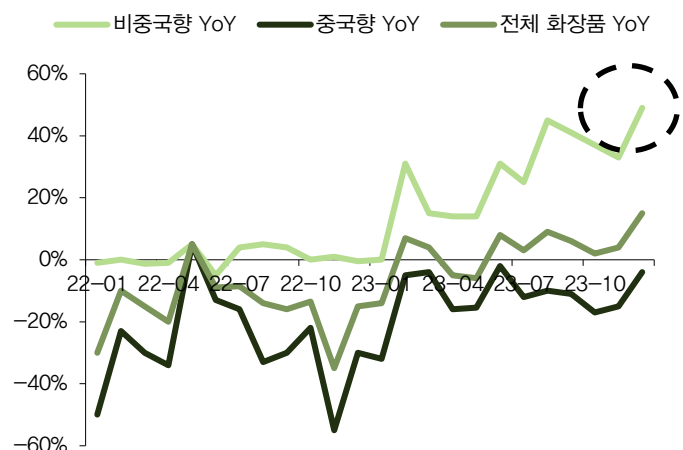
미국에서는 뭐가 잘 팔려요?

이제는 MZ세대의 소비를 따라간다

MZ세대의 소비 트렌드에 주목

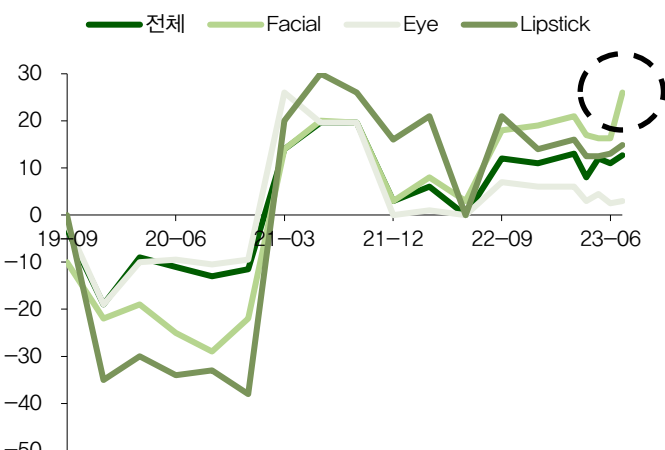
과거와는 달리 현재 미국 뷰티 시장은 빠르게 변화하고 있기 때문에, 이를 파악하기 위해서는 주 소비층인 MZ세대의 소비 형태에 주목해야 한다. MZ세대는 22년 기준 화장품 시장 내의 52%의 비중을 차지하며, 미국 화장품 시장의 성장을 이끌고 있다. 미국 MZ세대의 소비 트렌드는 1) 가성비 소비, 2) 인플루언서 및 SNS에 영향을 많이 받는 소비, 3) 스킨케어에 대한 관심 증가로 요약할 수 있는데, 본 리서치원은 앞서 상술했듯이 해당 트렌드에 따른 기초 스킨케어 제품의 성장성에 주목할 것을 제시한다. **[도표 4]**

도표 3. 국내 비중국향 화장품 국가별 수출 추이 (단위: %)



자료: 관세청, 성균관대학교 금융투자학회 S.T.A.R

도표 4. 매스 카테고리별 매출액 YoY 성장률 추이 (단위: %)



자료: NielsenIQ, 성균관대학교 금융투자학회 S.T.A.R

산업분석

울타뷰티 내 스킨케어 제품의 연이은 성장세

MZ 세대들이 많이 이용하는 미국 대표 뷰티 플랫폼 ‘울타뷰티’에 따르면, 4Q22부터 스킨케어 제품은 전체 카테고리 부문 중 가장 눈에 띄는 성장세를 나타내고 있다. [도표 5], [도표 6] 이는 곧 현재 미국 매스 브랜드 내 기초 케어 제품의 큰 인기를 의미한다.

K-Beauty
→ K-Skincare

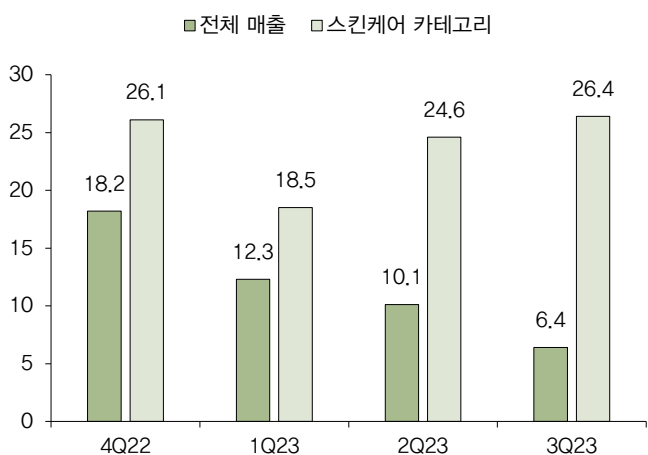
특히 미국 내 ‘K-Beauty’의 인기는 지속해서 증가하고 있는데, 이에 따라 K-스킨케어 또한 이러한 상승세를 보일 것으로 전망된다. [도표 7] 미국 내 틱톡, 인스타그램 등의 SNS가 확산되며 미국 소비자들은 K-Beauty에 대한 인지도가 높아졌을 뿐만 아니라, 한국인들의 피부가 차별화된 성분과 기술력을 지닌 스킨케어로부터 비롯되었다는 인식이 확산되고 있는 상황이다. 실제로 틱톡 내 ‘K-Beauty’를 검색하면 연관 검색어로 ‘K-Skincare’, ‘Korean Glass Skin’ 등이 뜨는 것을 볼 수 있다. 또한 미국 최대 온라인 플랫폼인 아마존 내 스킨케어 제품을 보았을 때에도 아누아의 ‘어성초 토너’ 및 ‘어성초 포어 컨트롤 클렌징오일’, 구달의 ‘청굴 비타C 세럼’ 등이 상위권에 올라와 있는 것을 확인할 수 있다.

중은 현지 브랜드사를 중심으로

중국에서는 현지 브랜드사가 대세

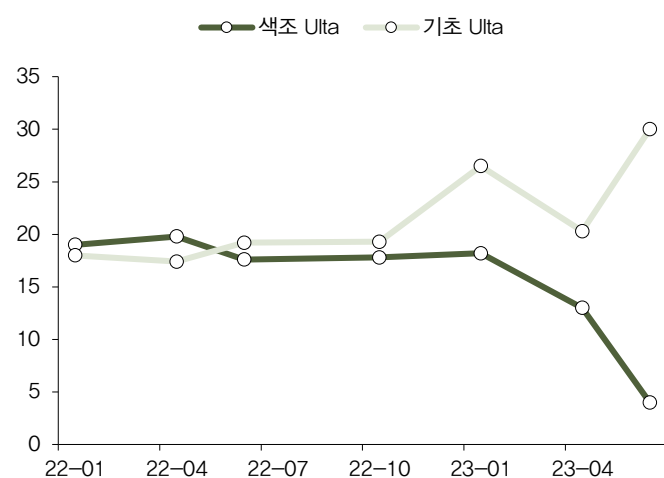
국내 인디 브랜드가 꾸준히 실적을 나타내는 미국 대비 최근 중국 내 소비자들의 가성비 소비, 귀차오 현상이 심화되며, 국내 화장품 수출액 중 중국의 비중은 감소세를 보이고 있다. [도표 8] 이에 따라 중국 내 매출 비중이 큰 국내 화장품 대형사들은 매출 하락세를 겪고 있다. 그러나 중국 현지 브랜드 사를 고객사로 하는 ODM 업체의 경우 최근 중국 내 인디 브랜드 호황으로 이와 다른 추이를 보이고 있는 상황이다.

도표 5. 울타뷰티 전체, 스킨케어 부문 매출 YoY 증감 비교 (단위: %)



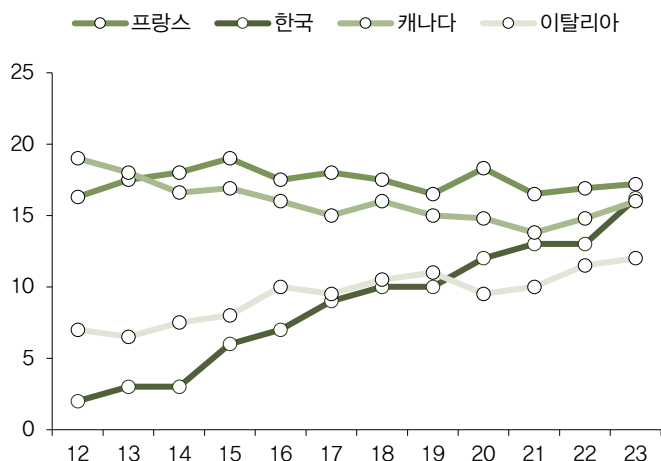
자료: 파이퍼센들러, 성균관대학교 금융투자학회 S.T.A.R

도표 6. 울타뷰티 전체 매출 대비 기초, 색조 비중 비교 (단위: %)



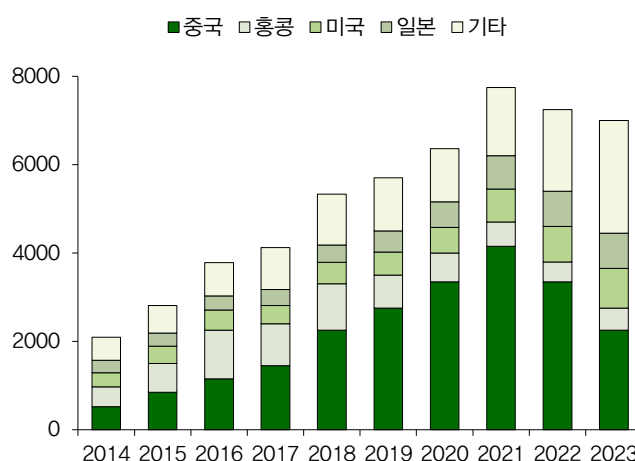
자료: Bloomberg, 성균관대학교 금융투자학회 S.T.A.R

도표 7. 美 화장품 수입국 국가 비중 추이 (단위: %)



자료: KITA, 성균관대학교 금융투자학회 S.T.A.R

도표 8. 국내 화장품 전체 수출액 내 국가 비중 (단위: 백 만 달러)



자료: TRASS, 성균관대학교 금융투자학회 S.T.A.R

산업분석

그래서 어디에 주목해야 해? : ODM 업체

인디 브랜드 성장은 곧 ODM 업체의 수혜를 의미

인디 브랜드의 지속적인 성장성이 기대되는 현 상황에서 ODM 업체가 가장 큰 수혜를 얻을 것으로 예상되며, 이에 따라 27년 804억 달러의 시장 규모가 전망된다. [도표 9] 이는 1) 마케팅에 주력하는 인디 브랜드사가 제품 개발 및 제조 또한 진행하기에는 시간적, 비용적 한계가 크다는 점, 2) 국내와 해외의 화장품 규제 차이에 의해 관련 경험이 없는 중소형 업체는 수출에 어려움이 존재한다는 점에 기인한다. 또한, 국내 화장품 책임판매업체 수의 증가율이 제조업체 수 증가율을 상회하고 있는 상황이기에, 국내 ODM사의 수혜는 더욱 커질 것으로 전망된다. [도표 10]

인디 브랜드사는 마케팅만 해, ODM이 다 해줄게

1) 마케팅에 주력하는 인디 브랜드사

화장품 트렌드의 변화는 과거와 달리 빨라지고 있으며, 이와 함께 성장한 인디 브랜드사는 무엇보다 소비패턴 및 유통시장의 변화에 발 빠르게 대응하는 것이 중요하다. 그러나 이러한 상황 속에서 다양한 제품의 마케팅 뿐만 아니라 R&D까지 진행하기에는 시간적 한계가 존재한다. 제품 개발을 하더라도 ODM 업체 대비 제품 퀄리티 면에서 부족한 가능성이 크며, 생산 설비 내재화에도 큰 비용적 부담이 존재한다. 실제로 이러한 점에 기인하여 국내 화장품 업체 중 자체 생산 시설을 갖춘 업체는 10%에 불과하며, 이에 따라 인디 브랜드의 성장은 곧 국내 ODM 업체의 고객사 증가로 이어지고 있는 상황이다.

노하우가 필요한 해외 화장품 시장

2) 각종 강화되는 해외 화장품 관련 규제

이에 더해 美 MoCRA, 中 NMPA 등 해외 화장품 규제가 강화됨에 따라 인디 브랜드사의 부담은 가중되고 있다. 특히 가장 높은 성장성을 지닌 미국 화장품 시장의 경우, 일반 화장품은 MoCRA로, OTC Drug는 OTC 규정에 따라 관리해야 하는 등 규제가 특히 복잡하다. 이에 따라 관련 노하우를 지닌 ODM사의 수요는 증가할 것이라 판단한다.

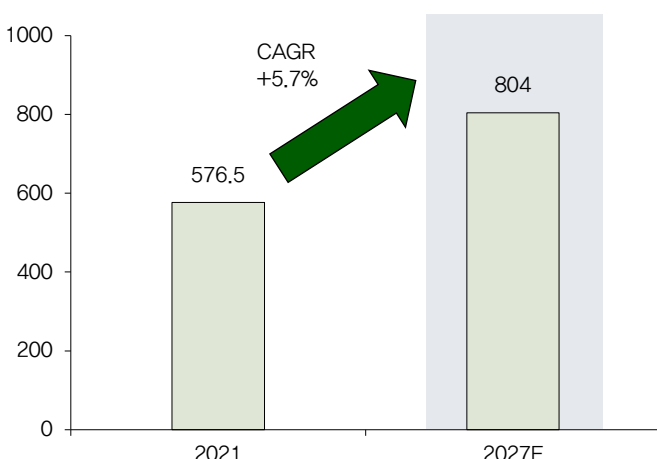
美 MoCRA : 일반 화장품 규제

- MoCRA: 화장품 규제 현대화법

MoCRA는 22년 12월 개정되었으며 기존에 이루어지던 VCRP와 달리 강제성이 부여된 법으로, 24년 7월 1일까지 FDA에 미국에 수출되는 화장품에 대한 1) 제조, 포장 시설 등록 및 2) 제품 등록을 골자로 한다. 특히 제품 등록의 경우 화장품 전성분을 제출해야 하고 매년 업데이트를 해야 한다는 점을 고려하면, 인디 브랜드의 특성상 한 제품만을 내세우기보다는 변화하는 트렌드에 맞춰 다양한 성분을 지닌 신제품을 출시하기 때문에 이에 따라 ODM의 필요성은 더욱 부각될 것으로 전망된다.

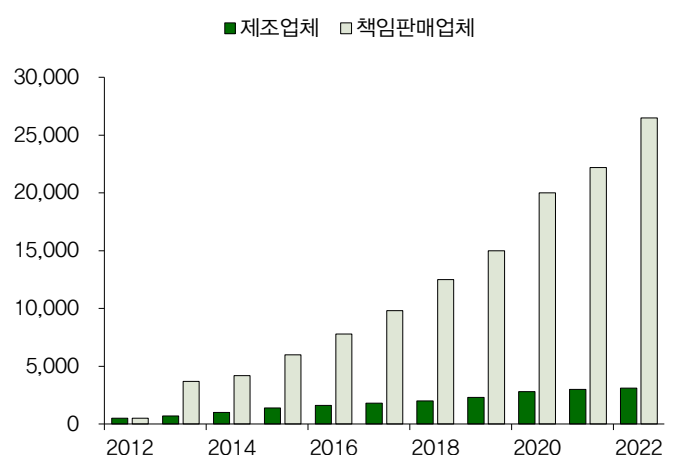
도표 9. 글로벌 화장품 ODM 시장 성장 전망

(단위: 억 달러)



자료: 글로벌 마켓 비전, 성균관대학교 금융투자학회 S.T.A.R

도표 10. 국내 화장품 제조업체 및 책임판매업체 수 추이 (단위: 개)



자료: 통계청, 성균관대학교 금융투자학회 S.T.A.R

산업분석

美 MoCRA

-> ODM 수혜로 이어질 것

이뿐만 아니라 공장시설 등록을 2년 주기로 해야 한다는 점, 시설 등록 유지를 위해 매년 수수료를 내야 한다는 등의 비용적 부담 또한 존재한다. 정확한 수수료는 정해지지 않았지만, OTC 수수료와 비슷한 수준인 약 1,000만~3,000만 달러로 예상된다. **[도표 11]** 해당 법은 지난 3년간 미국에서 평균 연간 총 매출액이 100만 달러 미만인 소기업에게는 면제가 되지만, 앞서 상술하였던 공장 관련 부담이 이보다 크다는 점을 고려하였을 때, 해당 규제는 미국 내 화장품을 판매하는 화장품 업체가 ODM을 이용할 이유 중 하나로 작용할 것으로 예상된다.

美 OTC : OTC 화장품 규제

- OTC:

FDA 인증을 받은 공장의 수혜

또한 미국에서 OTC Drug을 판매하려는 중소 규모의 국내 및 현지 화장품 브랜드는 관련 경험이 있는 ODM사를 적극적으로 활용할 것이라 전망된다. 해당 제품은 의약품으로 분리됨에 따라 사후 의약품 수준의 제조 시설 감사가 이루어지는 등 관련 규제가 까다롭기 때문에 관련 경험이 없는 화장품 브랜드사는 규제 관리에 큰 어려움을 겪을 것이라고 판단된다. 특히 자외선차단제가 OTC 제품에 포함된다는 점을 고려하였을 때, 중국, 미국 중심으로 글로벌 자외선 차단제 시장의 성장이 전망됨에 따라 ODM 업체의 OTC 기술력은 더욱 주목 받을 것으로 전망된다. **[도표 12]**

ODM 업체의 필요 조건은?

ODM 업체의 조건

본 리서치 원은 ODM 업체의 큰 수요 증가가 예상되는 현 상황에서, 고객사들은 1) 넉넉한 CAPA, 2) 우수한 R&D 능력을 갖춘 ODM사를 우선적으로 고려할 것이라 판단한다.

1) 충분한 CAPA

화장품 ODM사의 CAPA는 2교대 기준으로 고려되기 때문에, 보통 60~70%를 Full-CAPA로 인식한다. 해당 수치를 넘더라도 외주 가공을 통해 제품 생산은 가능하지만 납기일에 지연이 생길 수 있다는 리스크가 존재한다는 점에 기인하여, 고객사는 갑작스럽게 급증하는 주문에도 신속하게 대응할 수 있는 충분한 CAPA를 지닌 ODM사를 선택할 것으로 판단된다.

2) 보장된 R&D 능력

또한 제품의 브랜드보다는 품질을 더욱 중요시하는 소비자들의 경향이 지속되고 있으며, 브랜드사 입장에서 같은 가격으로 좋은 품질의 제품을 판매하고자 하기 때문에 ODM사의 R&D 능력은 더욱 중요하게 작용할 것으로 판단된다. 특히 ODM사에서 생산한 제품이 히트 제품이 된다면 제품 품질이 보장되었다는 점을 의미하기 때문에, 관련 수주가 증가할 것으로 예상한다.

3) 화장품 규제 대응력,
4) 글로벌 본사와의 가까운 거리

그리고 국내 뿐만 아니라 해외에서도 한국 ODM 업체가 주목받고 있는데, 해외 브랜드사는 추가적으로 3) 해외 화장품 시장 관련 규제 대응 노하우를 지니고 있는지, 4) 자사와 ODM사 간 거리가 가까운지를 고려할 것이라 예상된다. 제품 개발 관련 피드백을 신속하게 주고 받아야 하기 때문에, 고객사가 쉽게 접근할 수 있는 곳에 ODM사가 위치하고 있다는 점은 하나의 이점으로 작용할 것이라 판단한다.

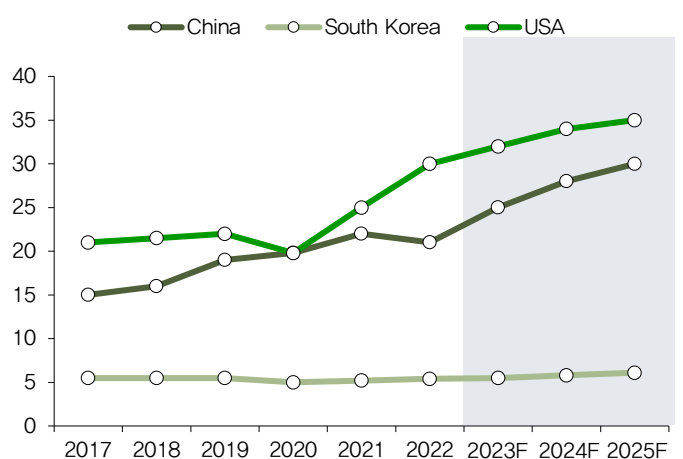
도표 11. 21년 기준 OTC 시설 등록 및 유지 비용

지불기준	구분	시설등록비	비고
MDF (Monograph Drug Facility)	OTC 규격(모노그래프)에 부합하는 제품을 제조하는 업체	20,322달러	매년 지불하는 연간 비용 (매년 4분기에 지불)
CMO(Contract Manufacturing Organization)	FDA에 등록된 업체 혹은 계열사에서 직접 판매하지 않으며, 유통사 혹은 수입업자를 통해 미국에 유통/판매하는 업체	13,548달러	

자료: FDA, 성균관대학교 금융투자학회 S.T.A.R

도표 12. Sun Care 시장 규모 전망

(단위: 억 달러)



자료: Euromonitor, 성균관대학교 금융투자학회 S.T.A.R

산업분석

Top Pick : 코스메카코리아

Top-Pick:
코스메카코리아

인디 및 매스 브랜드의 호황에 따른 수혜를 받는 ODM 업체 중 1) 미국, 일본에서 가파른 성장세를 보이고 있는 인디 브랜드사를 주요 고객으로 확보하고 있고, 2) 국내 ODM 업체 중 가장 북미 내 익스포저가 높고 관련 규제 대응에 노하우를 지니며, 3) 선제적 CAPA 증설을 통해 큰 영업 레버리지 효과가 기대되는 코스메카코리아를 Top-Pick으로 제시한다.

편집상 공백

기업분석

기업 개요

코스메카코리아:
OEM/ODM 업체

동사는 99년 10월에 설립되어 16년 10월 코스닥 시장에 상장되었으며, 3Q23 연결 기준 화장품 제품 비중 98.8%, 상품 비중 0.6%, 기타 비중 0.6%로, ODM 서비스를 주력으로 영위하고 있다. 또한 동사는 ODM에서 더 나아가 고객사에게 유통구조 분석과 글로벌 법적 규제 검토에서 출하에 이르기까지 전 과정을 책임지는 독자적인 글로벌 토털서비스 OGM(Original Global Standard and Good Manufacturing)을 제공하고 있다. [도표 13]

꾸준한 사업 확장

그리고 R&D 관련 인력이 전체 인력의 약 40%에 달하며, 높은 기술력을 통해 다수의 글로벌 브랜드 및 인디 브랜드 업체를 고객사로 확보하고 있다. 또한 18년 6월 해외 사업을 확장하기 위하여 미국 뉴저지에 본사를 두고 있는 잉글우드랩을 인수하였으며, 이에 따라 현재 한국, 미국, 중국에 생산 거점을 두고 있다. [도표 14]

법인별 분석

국내 법인

1) 국내 법인:
코스메카코리아

3Q23 매출액 기준 국내 법인은 49.8%의 비중을 차지하고 있으며, 제품별 비중은 기초 63%, 색조 27.9%, SUN류 9%로, 기초 및 색조 제품에 강점을 지니고 있다. 코스메카코리아의 경우 국내, 해외 대학 및 병원과의 협력을 통해 기능성 제품, 융복합제품 등 트렌드를 선도하는 제품을 지속적으로 연구개발하며 빠르게 변화하는 시장 환경에 대응하고 있다. 3Q23 기준 티르티르가 약 7.6% 비중, 아누아(더파운더즈)가 약 7%, 스위스 갈더마 사가 약 5.5%를 차지하고 있으며, 이외 브이티, 에이블씨엔씨, GP클럽 등을 고객사로 두고 있다.

미국 법인

2) 미국 법인:
잉글우드랩

동사 미국 법인인 잉글우드랩은 04년 미국 뉴저지에 설립된 화장품 OEM/ODM 업체로, 17년 지분 취득을 통해 잉글우드랩코리아(구.(주)엔에스텍/EWLK)를 자회사로 두고 있으며, 3Q23 기준 EWL, EWLK의 매출액 비중은 각각 45.8%, 54.2%이다. 또한, 제품 유형별 매출 비중은 기초 76.1%, 기능성/OTC, 색조 5.5%, 기타 1.9%로, 기초 및 기능성/OTC에 강점을 지니고 있다.

주요 고객사로는 Beautylish, Peach&Lily, Elizabeth Aden, Fenty Beauty, Kiel, Rodan&Fields, Estee Lauder, Tula 등이 있으며, EWL의 경우 주로 프레스티지 브랜드를 고객사로 두고 있으며, EWLK는 인디 브랜드사를 주로 고객사로 두고 있다. 또한, 다수의 글로벌 화장품 기업 본사가 있는 맨해튼에서 30분 거리에 위치하고 있다는 지리적 이점에 기인하여 고객사의 높은 선호도가 예상된다.

도표 13. 코스메카코리아의 OGM 서비스

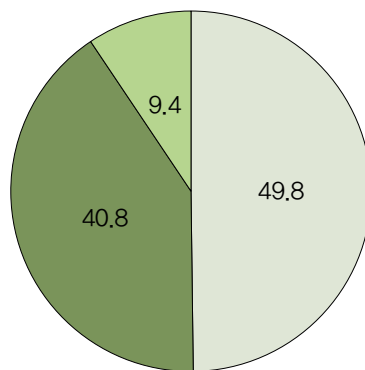
구분	OGM	ODM	OEM
국가별 유통구조 분석	○		
법적 규제 검토	○		
제품 컨셉 및 판매전략 수립	○	○	
제품 디자인	○	○	
제형, 제품 연구개발	○	○	
생산	○	○	○

자료: 코스메카코리아, 성균관대학교 금융투자학회 S.TAR

도표 14. 코스메카코리아 법인별 매출 비중

(단위: %)

□ 한국법인 ■ 미국법인 ▨ 중국법인



자료: 코스메카코리아, 성균관대학교 금융투자학회 S.TAR

기업분석

중국 법인

3) 중국법인: 코스메카차이나

3Q23 기준 중국 법인의 제품 비중은 기초 74.4%, 색조 25.6%로, 동사는 13년 중국 소주에 처음 현지 생산/판매 법인을 설립하면서 해외 진출에 발을 내딛었다. 이후 16년 포산, 18년 평호에 법인을 설립해 CAPA 확대에 주력하였지만 코로나 팬데믹으로 中 정부의 봉쇄 정책이 이루어지면서 수주 확대에 어려움을 겪었고, 이에 따라 3공장 체제로 분산되어 있던 생산 체계는 평호 공장 중심의 일원화 체계로 변화되었다. 3Q23 중국 법인은 기존 고객사의 재고 수요 및 신규 고객사 확보로 흑자전환에 성공하였는데, 향후에도 이러한 추세가 지속되며 23년 연간 흑자전환 달성을 이룰 것이라 기대된다.

CAPA 분석

넉넉한 CAPA

23년 동사의 예상 생산능력(2교대 기준)은 한국법인, 미국법인(EWL,EWLK), 중국법인 각각 4.24억 개, 2.11억 개, 0.3억 개, 1.67억 개로 총 8.32억 개로 파악된다. [도표 15] 그 중, EWLK 인천 공장의 경우 Full-CAPA에 가까운 가동률을 기록하고 있어 코스메카코리아 음성 공장에 외주를 맡기고 있다. 이처럼 CAPA를 초과하는 수요가 발생할 경우 한국 법인에서 생산하면 되며, 해당 공장의 경우 4.24억 개의 생산 능력을 지니고 있기 때문에, 수주 증가에 따른 리스크는 거의 존재하지 않는다고 판단된다.

재무 분석

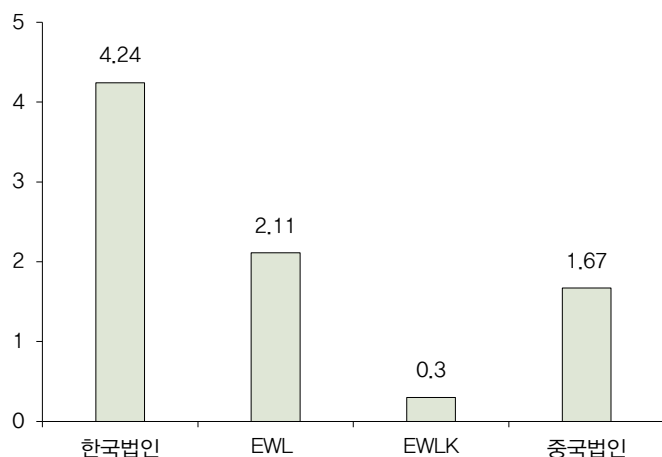
안전성 지표: 부채비율 및 유동비율

부채비율 및 유동비율

동사의 재무 건전성과 유동성은 안정적으로 유지되고 있다고 판단된다. 동사의 부채비율은 20년 108%, 21년 99.4%, 22년 89.7%로 지속적으로 감소하는 추이를 보이고 있으며, 영업활동으로 벌어들인 수익으로 차입금을 상환하며 재무구조를 안정화 시키고 있다. [도표 16] 또한, 유동 비율의 경우 20년 105.9%, 21년 135.7%, 22년 130.6%로 증가하는 추이를 보이다가 차입금으로 인해 21년 일시적으로 소폭 감소하였지만 현재는 수익성 개선을 통해 안정적인 재무 유동성을 확보하고 있다.

도표 15. 코스메카코리아 CAPA 비교

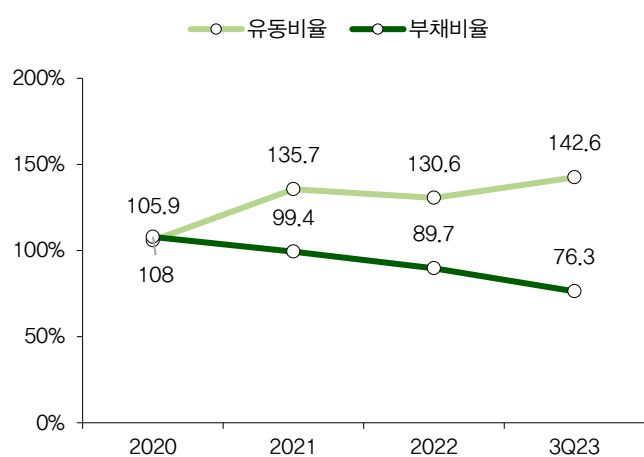
(단위: 억 개)



자료: 코스메카코리아, 성균관대학교 금융투자학회 S.STAR

도표 16. 코스메카코리아 부채비율 및 유동비율

(단위: %)



자료: 코스메카코리아, 성균관대학교 금융투자학회 S.STAR

투자포인트1. 인디 브랜드와 함께 MEGA Go!

24년 2차전지 관련 사업
매출액 2,073억 원 전망

동사의 한국 법인은 23년 2,693억 원, 24년 2,787억 원의 매출이 예상된다. 이는 1) 국내 인디 브랜드사의 국내외 매출 상승세에 따른 수주 증가, 2) 저단가 제품 비중 축소를 통한 Mix 개선, 3) 동사의 제품 경쟁력을 바탕으로 한 고객사 포트폴리오 다변화에 기인한다.

국내 인디 브랜드와 함께하는 성장

주요 인디 브랜드사 向
실적 향상 기대

동사는 국내 인디 브랜드 고객사의 수출 증가에 따른 수혜를 받을 것으로 예상된다. 동사의 주요 인디 브랜드 고객사는 티르티르, 더파운더즈(아누아)로, 현재 국내외 인디 고객사의 강세가 지속되는 상황에서 수출 확대 및 판매 채널 다각화를 통한 매출 상승세가 전망된다. [도표 17] 특히 해당 고객사 向 납품 제품이 대부분 베스트셀러 제품이라는 점을 고려하였을 때, 대량 발주 효과로 인한 수익성 개선이 기대된다.

일본에서 TIRTIR는 여전히 좋다!

1) 티르티르: 日향 매출
증대

동사는 자사만의 베이스 메이크업 제품 경쟁력을 바탕으로 티르티르의 베스트셀러 제품인 '마스크 핏 쿠션 4종' 중 2종과, 그 외 톤업 에센스 등을 제조하고 있다. 티르티르는 현재 미국, 일본, 중국 등에 진출해있으며, 비중화권에서 800억 원의 매출을 기록하며 최근 일본을 중심으로 한 큰 성공을 거두고 있다. 특히 일본에서 '마스크 핏 쿠션' 라인이 2023 상반기 라쿠텐 한국 코스메 부문 1위 등 주요 뷰티 어워드에서 32관왕을 수상하며, 일본에서만 23년 10월 기준 누적 판매량 1,060만 개를 달성하였다. 또한 '마스크 핏 톤업 에센스'의 경우, 일본 유명 크리에이터들의 메이크업 필수 아이템으로 언급되며 지속적인 매출 상승세를 나타내고 있다. 이러한 티르티르의 일본 내 높은 판매량은 K-Beauty의 인기와 함께 상승세를 지속적으로 나타낼 것이고, 이에 따른 동사의 수주 증가가 기대되는 바이다.

국내에서도 오프라인
스토어 오픈 → 인지도
향상

또한 해외뿐만 아니라 국내에서도 외부 판매 채널 확장을 통한 견조한 수요가 예상된다. 이는 동사가 지난 1월 무신사 뷰티에 입점하였다는 점, 2월 1일 성수동에 오프라인 스토어 2호점을 오픈하였다는 점에 기인한다. 이를 통해 소비자와의 접점을 확대하며 인지도 상승과 함께 매출의 동반 성장이 기대된다.

Anua, 북미 내 히어로 브랜드가 되어가는 중

2) 아누아:
북미 시장 중심 기대

동사는 기초 스킨케어 화장품을 영위하는 고객사인 아누아의 견조한 국내 온오프라인 매출 및 일본, 북미 중심 수출 비중 증가에 따라 매출 상승을 이룰 것으로 예상된다. 특히, 북미 시장을 통해 성장 모멘텀을 확보할 것이라 판단된다. 앞선 [산업분석]에서 언급하였듯 현재 북미 시장에서 한국의 중저가 스킨케어 제품들이 긍정적인 반응을 얻고 있는데, 아누아 또한 민감성 피부를 가진 소비자를 타겟으로 하며 한국의 차세대 브랜드로 주목받고 있다.

도표 17. 코스메카코리아 한국 법인 고객사 및 제품 목록

고객사	제품
티르티르	마스크 핏 쿠션&미니, 마스크 핏 울커버 쿠션&미니, 마이 글로우 크림 쿠션&미니, 마스크 핏 톤업 에센스, 콜라겐 코어 물광 마스크
더파운더즈(아누아)	여성초 포어 컨트롤 클렌징오일, 여성초 77 클리어 패드
에이블씨엔씨	미샤 - M 초보양 비비 크림, M 시그너처 리얼 컴플릿 비비크림 EX, 모이스트 레이어링 스타터[골드 토폭], 스테이 쿠션 하이커버 등
	어퓨 - 딥 클린 클렌징 오일/폼 클렌저 등
브이티	시카/시카 콜라겐/시카 바이탈/슈퍼 히알론 캡슐 마스크, 시카 바이탈 나이트 마스크, 시카 슬리핑 마스크, 시카 스킨/에멀전/더블미스트/크림, 슈퍼 히알론 스킨 부스터/앰플/에멀전, 시카 마일드 클렌징 오일, 시카 바이탈 폼 클렌저 등
라운드랩	소나무 진정 시카 앰플/크림, 소나무 진정 토너/로션/크림 포 맨
파넬	시카마누 토너/92세럼, 시카마누 약산성 바디워시/바디미스트, 시카마누 스킨핏 커버 컨실러
유세린	이브래디언스 모이스처라이저/듀오앰플/다크서클 아이크림, 울트라 프로텍션 톤업선/UV세럼 등
세타필	HEALTHY RENEW FACE SERUM/NIGHT CREAM/EYE GEL SERUM 등

자료: 언론 종합, 성균관대학교 금융투자학회 S.T.A.R

투자포인트1. 인디 브랜드와 함께 MEGA Go!

동사는 아누아의 베스트셀러 제품 제조

동사가 아누아의 베스트셀러 제품인 '여성초 4종 라인' 중 여성초 패드, 클렌징 오일을 제조하고 있다는 점과, 이 중 클렌징 오일 제품이 아마존 내 클렌징 부문 3위를 기록하는 등의 실적을 나타내고 있다는 점을 고려하면, 동사의 아누아향 매출 업사이드는 크다고 판단된다. 또한 아마존을 통해 확보된 인지도를 바탕으로, 향후 다양한 뷰티 온라인 플랫폼으로의 매출처 다변화가 이루어진다면 동사가 얻을 수혜는 더욱 커질 것으로 기대된다.

Mix 개선으로 수익성까지? 일석이조 !

어서와, 고마진 제품

Mix 개선을 통한 수익성 개선 기대

동사는 저단가 마스크팩의 매출 비중을 줄이고 고마진 제품 비중을 늘려 수익성 개선을 이룰 것으로 예상한다. 마스크팩은 타 제품 대비 높은 원가를 지니고 있기 때문에 마진율이 높지 않다. 이에 반해 SUN 제품, 베이스 메이크업 제품 등은 해당 제품 대비 높은 마진율을 지니고 있다.

글로벌 더마 브랜드사의 아시아 진출 확대에 따른 수혜

특히, 건조한 스킨케어 제품의 상승세와 함께 세타필, 유세린 등의 글로벌 더마 브랜드의 아시아 진출 확대에 따른 수혜를 얻을 것으로 예상된다. 실제로 동사 국내 법인의 2Q23 영업이익률은 1Q23년 대비 2.5% 증가하였는데, 이는 동사의 마스크팩 주요 고객사였던 지피클럽의 매출 비중이 1Q23 15.9%에서 2Q23 5.1%로 감소하였고, 이에 더불어 인디 브랜드 및 글로벌 고객사향 고마진 제품 납품 비중이 증가하며 Mix 개선이 이루어졌다는 점에 기인한다. **[도표 18]** 동사는 향후에도 지속적으로 저마진 제품 비중 축소를 통해 수익성을 개선할 것으로 기대된다.

코스메카코리아의 인기는 멈추지 않아

고객사 포트폴리오 다변화 전망

동사는 Mix 개선과 더불어 고객사 포트폴리오 다변화를 통해 탑 라인 성장을 이룰 것으로 기대된다. 이는 1) 동사 기존 고객사향 제품의 높은 판매량을 바탕으로 동사의 R&D 능력이 입증되었다는 점, 2) 동사가 타 경쟁사와는 대비되는 OGM 업체로서 경쟁력을 지니고 있다는 점에 기인한다. 이에 따라 기존 인디 브랜드 고객사의 성장으로는 안정적인 매출원을 확보하고, 신규 고객사를 통해 추가적인 성장 모멘텀을 이어갈 것이라 기대된다.

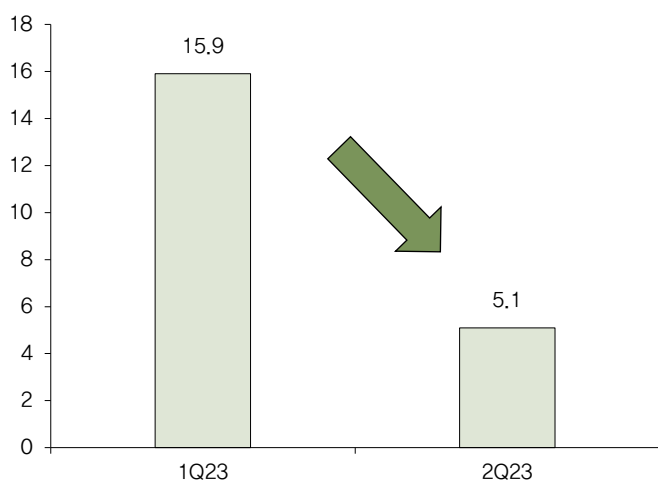
히트 제품, 그거 누가 만든거야?

동사 고객사의 히트 제품 → 동사의 신규 수주 확대 가능성

22년 기준 동사의 국내 법인 고객사의 수는 435개로 19년부터 증가 추이를 보이고 있는데, 향후에도 이러한 추세가 지속될 것으로 예상된다. **[도표 19]** 이는 기존 고객사의 제품이 글로벌 시장에서 높은 판매율을 기록한다는 사실이 레퍼런스로 작용하여 동사의 신규 고객사 확보로 이어질 것으로 판단된다는 점에 기인한다.

도표 18. 한국 법인 내 지피클럽 비중 추이

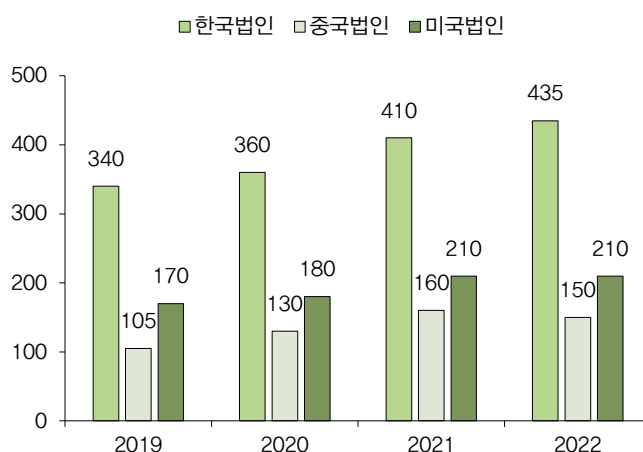
(단위: %)



자료: 코스메카코리아, 성균관대학교 금융투자학회 S.T.A.R

도표 19. 코스메카코리아 고객사 개수 추이

(단위: 개)



자료: 코스메카코리아, 성균관대학교 금융투자학회 S.T.A.R

투자포인트1. 인디 브랜드와 함께 MEGA Go!

과거 BB크림 출시 후, 많은 신규 고객사 확보한 경험 존재

실제로 과거 동사는 국내 최초 3종 기능성 BB크림을 출시하였는데, 한스킨에 납품한 이후 제품 경쟁력을 인정받아 타 브랜드사에도 BB크림을 대량 납품한 이력이 존재한다. **[도표 20]** 앞서 언급한 티르티르의 '마스크 핏 쿠션', 아누아의 '어성초 포어 컨트롤 클렌징오일' 등의 경우 아예 새로운 제형의 제품이 아니라는 점에서 BB크림과 차이가 존재하기는 하지만, 국내뿐만 아니라 전세계적으로 인기를 끌고 있기에, 해당 제품의 히트가 신규 고객사 확보로 충분히 이어질 것으로 판단된다. 이에 더해 동사가 국내 총 541건, 해외 총 179건의 특허를 확보하고 있다는 점 또한 동사의 높은 R&D 능력을 의미하기 때문에 이에 긍정적으로 작용할 것이라 예상한다.

화장품 법적 규제 검토는 우리에게 맡겨

동사는 OGM 서비스 영위

동사가 글로벌 비즈니스에 최적화된 OGM 시스템을 영위하고 있다는 점은 해외 진출을 염두에 두고 있는 국내 신규 고객사들 확보에 긍정적으로 작용할 것이라 판단된다. 현재 K-뷰티의 인기로 국내 인디 브랜드사에게 非중국 시장 중심의 새로운 시장이 열리고 있다. 그러나 **앞선 [산업분석]**에서 언급하였듯 인디 브랜드사는 생산 역량 없이 마케팅 능력에만 투자하며 설립되는 경우가 많기 때문에 해외 화장품 관련 규제에 대한 대응이 쉽지 않다. 실제로 국내에서 화장품을 식약처가 관리하지만, 미국은 FDA에서 관리하기 때문에 서로 기준이 맞지 않아 미국에 수출하다가 통관이 거부되는 사례가 종종 발생한다. 이에 따라 동사가 미국, 중국에 법인을 지니고 있으며, 특히 잉글우드랩의 경우 미국 현지 화장품 ODM 업체라는 점은 ODM 업체의 법적 규제 검토 역할의 중요성이 더욱 커짐에 따라 수요 증대로 이어질 것이라 기대된다.

투자포인트2. 더욱 기대되는 해외 법인

해외 법인 向, 특히 미국 중심 수익성 개선 전망

동사의 해외 법인 向 매출액은 23년 2,512억 원, 24년 3,399억 원으로 전망된다. 이는 1) 전세계 클린뷰티 트렌드의 확산에 따라 기초 제품에 강점을 지닌 동사의 수혜가 예상되고, 2) 미국 및 중국 법인에서 개발하던 SUN 제품이 실적에 반영됨에 따라 탑라인 성장이 기대된다는 점에 기인한다. 특히 미국 법인의 경우 북미 화장품 시장의 가파른 성장세에 따른 실적 증가가 기대된다. 실제로 3Q23 누적 미국 법인 매출액 기준 동사는 타 국내 ODM사보다 높은 수치의 매출액을 기록하였다. **[도표 21]**

미국 법인: 높은 기저에도 불구하고 지속될 성장

1) 미국 법인: 동사의 높은 미국 익스포저

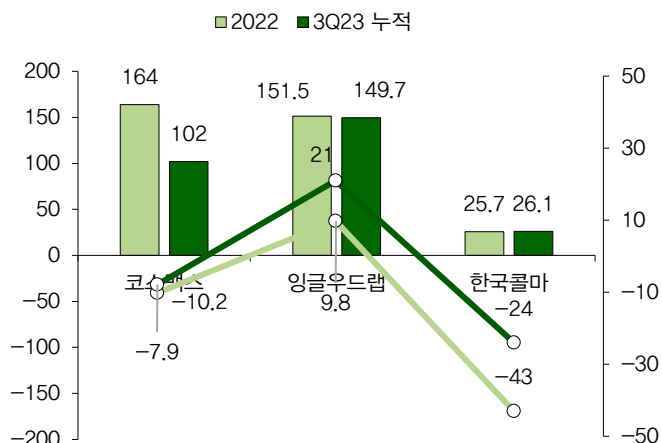
동사의 미국 법인 向 매출액은 23년 1,980억 원, 24년 2,787억 원으로 예상된다. 이는 1) 2H24부터 기능성 OTC 제품이 출시됨에 따라 견조할 잉글우드랩(EWL) 向 수주, 2) 기초 스킨케어 트렌드가 지속됨에 따라 증가하는 잉글우드랩코리아(EWLK) 向 수주에 기인한다. 또한, 타 국내 OEM/ODM 업체와는 달리 인디 브랜드사 向으로 모두 동사가 처방을 보유한 제품 납품이 이루어진다는 점을 고려할 때 동사의 영업이익 개선의 폭은 클 것으로 판단된다.

도표 20. 코스메카코리아의 3종 기능성 BB크림



자료: 글로벌픽(2015.02), 성균관대학교 금융투자학회 S.T.A.R

도표 21. ODM사 미국법인 매출액, 영업이익 (단위: 십억 원, 억 원(우))



자료: 각 사 종합, 성균관대학교 금융투자학회 S.T.A.R

투자포인트2. 더욱 기대되는 해외 법인

1) 잉글우드랩: 앞으로도 견조할 것

EWL:
SUN 제품을 중심으로

EWL의 주요 고객사인 프레스티지 브랜드 向 매출은 견조할 것이나 1H24까지 그 상승폭은 제한적이라 판단한다. 이는 동사의 프레스티지 브랜드의 경우 중국 向으로만 나가는 것이 아닌 호주, 캐나다 등에도 진출한 글로벌 사이기는 하지만 중국 向 현지 브랜드 선호 현상으로 중국 向 매출액은 저조할 수 있다는 점에 기인한다. 따라서 향후 잉글우드랩의 매출액 실적은 OTC 제품의 성장과 함께 확대될 것으로 전망된다.

OTC 제품의 매출 상승세 시작

가능성/OTC 매출 비중 확대 전망

3Q23 기준 미국 법인 내 가능성/OTC 제품의 매출 비중은 16.6%로, 그 비중은 증가할 것으로 전망한다. [도표 22] 이는 1) OTC 제품의 경우 고객사가 생산 공장을 바꾸는 것이 어렵기 때문에 기존 고객의 주문이 유지될 것이고, 2) 현재 진행중인 Sunscreen 제품을 생산하는 약 100여 건의 'OTC 프로젝트'가 2H24부터 하나씩 완료되기 시작하면서 신규 고객사 확보가 이루어질 것으로 전망된다는 점에 기인한다.

OTC 제품 생산에 경쟁력을 지닌 동사

진입장벽이 높은 OTC 시장 내 동사의 노하우

앞선 [산업분석]에서 언급하였듯 가능성 OTC 시장은 진입장벽이 높다는 점을 고려하였을 때, OTC 시장 확대에 따라 관련 노하우를 지닌 동사의 직접적인 수혜가 예상된다. 미국 내 OTC 제품을 판매하기 위해서는 제조시설 등록과 제조목록 신고가 필요한데, 동사는 19년 미국 FDA의 OTC 화장품 허가를 획득한 이후 EWL 토토와 공장 및 EWLK 인천 공장에서 OTC 제품을 생산하고 있다.

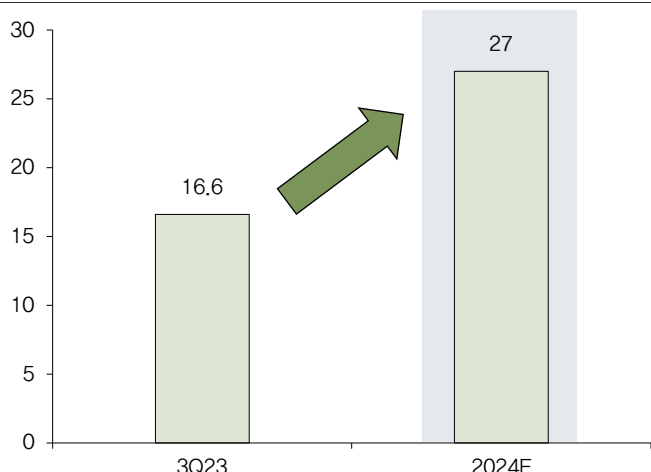
동사는 다양한 나라 向 인증 심사 존재

또한, OTC化妆품을 제조할 때 FDA에서 정한 Active ingredient를 사용해야 하는데, 이에 맞는 성분만 사용한다고 허가가 모두 이루어지는 것이 아니다. 향료 등 타 기능을 추가하기 위해 넣은 다른 물질과의 배합이 적절하게 되어 안정성이 보장되었는지 또한 검사 받아야 하는데, 해당 부분은 노하우가 많이 필요한 부분이다. 동사는 코스메카코리아 한국 법인과의 협력 뿐만 아니라 자체적인 조직 구축을 통해 R&D 역량을 강화하고 있으며, 지난 8월 Soco Glam에 선크림을 납품하는 등의 과거 납품 이력이 존재한다. 실제로 EWL은 다국의 FDA 심사를 통과하였으며, OTC 제품의 연구개발 및 생산 분야에서 높은 전문성을 지닌 업계 리더로 인정받고 있다. [도표 23]

Made in Korea, USA 둘 다 가능

이에 더해 미국 화장품 시장 내 K-Beauty의 확산에 따라 'Made in Korea'로 생산하고 싶어하는 기업들이 증가하고 있는데, 동사의 경우 한국, 미국 두 공장을 가동하고 있어 고객의 요청에 따라 생산국 변경이 가능하다는 장점을 지닌다. 따라서 한국을 생산지로 한 화장품을 제조하고 싶은 미국 고객사 向 높은 수요가 기대된다. 이에 더해 EWL 토토와 공장의 경우 아직 CAPA의 여유가 있다는 점 또한 이점으로 작용할 것이라 예상된다.

도표 22. 잉글우드랩 가능성 및 OTC 제품 비중 전망 (단위: %)



자료: 잉글우드랩, 성균관대학교 금융투자학회 S.T.A.R

도표 23. 잉글우드랩 주요 인증 및 자격사항

시기	구분
2011.03	캐나다 FDA 등록
2014.08	호주 FDA 등록
2016.02	일본 FDA 등록
2016.02	글루텐 프리 인증
2016.09	USDA NOP 오가닉 제품 인증
2018.08	코스메틱 GMP (ISO 22716: 2007)

자료: 잉글우드랩, 성균관대학교 금융투자학회 S.T.A.R

투자포인트2. 더욱 기대되는 해외 법인

2) 잉글우드랩코리아: 기초 스킨케어의 대세

인기 인디 브랜드사와의 동반 성장

EWLK: 美 인디 브랜드사와 함께 실적 상승

동사의 주요 고객사는 Beautylish, Peach&Lily, TULA 등이 있다. [도표 24] 특히 Beautylish, Peach&Lily의 경우 중저가 인디 브랜드사의 호황에 따른 수혜를 온전히 받고 있으며, 이에 따라 EWLK 전체 매출에서 차지하는 비중 또한 증가하고 있는 추세이다. [도표 25] 실제로 기획 키트 판매량 증가로 Beautylish사의 매출액이 3Q23 QoQ +95%의 성장률을 보여주었는데, 동사 또한 해당 제품 납품으로 해당 분기 76%의 QoQ 성장률을 보여주었다. 이처럼 향후에도 EWLK의 매출 성장은 상위 고객사와 함께 이루어질 것이라 예상된다.

인디 브랜드사는 MBS와 함께 실적 UP

특히 Ulta Beauty 向 매출 성장 기대

EWLK의 주요 브랜드向 매출액은 아마존, 타겟 등의 온오프라인 채널, 특히 유타뷰티를 포함 MBS向 화장품의 성장과 함께 증가할 것으로 예상된다. 이는 동사의 주요 고객사들이 해당 채널에서 큰 인기를 끌고 있다는 점에 기인한다. 또한 Z세대의 화장품 수요가 전체 소비 수요를 크게 상회한다는 점을 고려하였을 때, Z세대가 주로 이용하는 유타뷰티向 매출 증대에 따른 큰 수혜를 볼 것으로 기대된다. [도표 26]

Ulta Beauty 매출 확장에 따른 수혜 예상

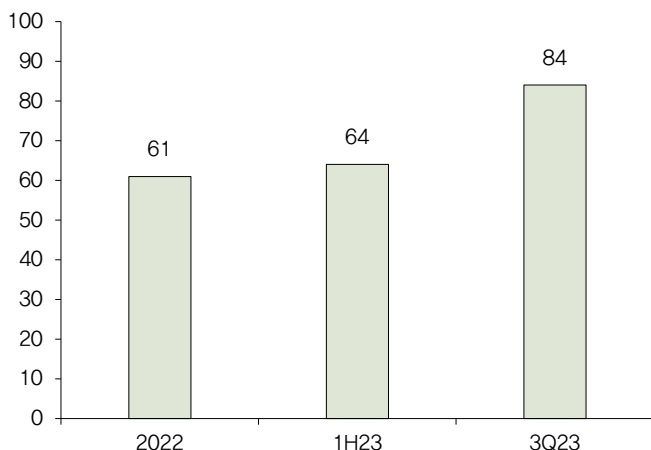
유타뷰티는 시장 점유율을 높이기 위해 지속해서 온라인 서비스를 확대하고 Target 매장 내 점포를 입점시키는 흡인습 전략을 구사하고 있다. 이러한 옴니 채널 강화가 곧 충성 고객의 증가로 이어질 것이고, 이는 궁극적인 매출 상승을 의미한다는 점에 기인하여 유타뷰티는 23년 7월 기준 421개에서 25년까지 800개의 타겟 내 매장 입점을 목표로 하고 있다. [도표 27] 동사는 함께 증가하는 고객사들의 추가 재고 수요에 따라 실적 상승 효과를 얻을 것으로 예상된다.

도표 24. EWLK 고객사 및 제품 목록

고객사	제품
Beautylish (Good Molecules)	Niacinamide Brightening Toner, Daily Brightening Serum, Pineapple Exfoliating Powder, Niacinamide serum, Rosewater Daily Cleansing Gel, Discoloration Correcting Serum, Gentle Retinol Cream, Hyaluronic Acid Serum 등
Peach&Lily	Dark Spot Micro Patch, Snail Rescue All-in-One Moisturizer, Transparen-C Pro Spot Treatment, Skincare Kits, Power Calm Hydrating Gel Cleanser, Pure Beam Luxe Oil, Glass Skin Water-Gel Moisturizer, The Good Acids Pore Toner, Transparen-C Pro Spot Treatment 등
TULA Skincare	Dual-Phase Skin Reviving Treatment Pads, Moisturizing Gel Cream, Makeup Removing Balm 등
Boscia	Fruit Acid Smoothing Foot Peel, Vegan Collagen Microcrystal Eye Mask 등
BRIOGEO HAIR CARE	DON'T DESPAIR, REPAIR! Strengthening Treatment Oil 등
PERRICONE MD	No Makeup Instant Blur 등
Bliss	Mighty Marshmallow Face Mask 등

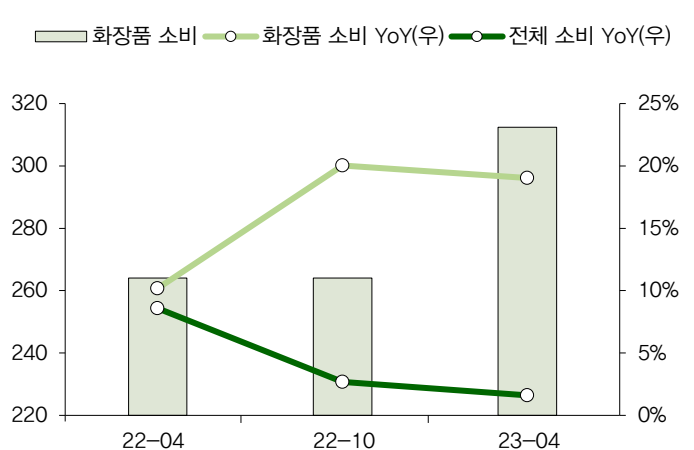
자료: 언론 종합, 성균관대학교 금융투자학회 S.T.A.R

도표 25. EWLK 내 Beautylish, Peach&Lily 매출 비중 (단위: %)



자료: 코스메카코리아, 성균관대학교 금융투자학회 S.T.A.R

도표 26. 美 Z 세대 화장품, 전체 소비 비교 (단위: 달러, %)



자료: 언론종합, 성균관대학교 금융투자학회 S.T.A.R

투자포인트2. 더욱 기대되는 해외 법인

Ulta Beauty에
입점해있는 동사의 주요
고객사

Peach&lily의 경우 MBS 중 울타뷰티에만 입점해 있어 특히 해당 채널의 사업 다각화로 인해 얻는 수혜가 클 것으로 기대된다. 또한 Beautylish의 PB브랜드인 Good Molecules는 울타뷰티 기초 카테고리 부문의 높은 성장세를 이끄는 브랜드 중 하나이다. 앞선 [산업분석]에서 언급하였듯 4Q22부터 울타뷰티의 스킨케어 카테고리가 높은 성장률을 기록하고 있는데, 성장을 이끈 3개의 브랜드 중 하나로 Good Molecules가 언급된 바가 있다. 따라서 울타뷰티의 판매 채널 확대는 동사의 수주 증가로 이어질 것이라 판단한다.

소규모 고객사의 대량 발주 가능성 또한 존재

현재 매출액 비중이
작은 고객사여도 확대
가능

현재 큰 매출 비중을 차지하지 않는 인디 브랜드 사向 수주 또한 증가할 것으로 기대된다. 이는 고객사가 초반에는 제품 품질 및 경쟁력을 확인하기 위해 소규모의 발주를 넣고, 이후 시장에서 큰 인기를 이끌어내면 대규모 발주를 진행하는 경향에 기인한다. 따라서 현재 전체 매출 내 비중이 작은 고객사이더라도, 미국 인디 브랜드 시장의 성장에 따라 향후 발주량이 증가할 가능성이 크다고 판단된다.

중국 법인: 흑자전환 가시화 시작

2) 중국 법인:
23년 연간 흑자전환
달성 기대

동사의 중국 법인向 매출액은 23년 532억 원, 24년 612억 원으로 예상되며, BEP가 약 분기별 140억 원이라는 점을 고려하였을 때 연간 흑자전환에 성공할 것으로 전망된다. 이는 1) 中 초대형 유통 기업인 왓슨스 Audit 통과로 새롭게 획득한 성장 모멘텀, 2) 새롭게 출시되는 Sun 제품을 통한 신규 벤처 브랜드 확보 가능성에 기인한다. 또한, 공장 일원화로 분기별 BEP가 감소함에 따라 가동률 상승만으로 영업 레버리지 효과를 얻을 것이라 판단된다.

이제부터는 실적에 도움을 줄게

지난 12월, 엄격한 위생
관리 허가인 왓슨스의
Audit 통과

동사가 지난 12월 중국의 대형 유통 기업인 왓슨스의 Audit을 통과하였다는 점은 신규 고객사 확보로 이어질 것이라 전망된다. 이는 1) 왓슨스 내 유통되는 현지 브랜드 및 자체 PB 브랜드에 대한 제품 공급 확장이 가능해지게 되었다는 점과, 2) 동남아 시장에 진출할 수 있는 기반을 마련하였다는 점에 기인한다. 또한, 해당 Audit이 위생 관리 부분에 특히 엄격한 것으로 알려져 있다는 점을 고려하면, 이는 곧 동사의 관련 규제 충족 능력을 의미하기 때문에, 中 내 현지 화장품 사의 수주 증가로 이어질 것으로 기대된다.

자외선차단제 시장
성장에 따른 수혜 기대

또한, 동사는 성장하는 자외선차단제 시장에 따른 수혜를 받을 것으로 예상된다. 해당 시장은 1) 중국인의 피부관리에 대한 관심 증가, 2) 이상 폭염 등으로 자외선차단 제품의 수요 증가에 기인하여 성장세를 보이고 있는데, 동사의 경우 23년 12월 중 CFDA로부터 5개의 Sun제품에 대한 제조허가를 받은 것으로 파악됨에 따라 동사는 성장하는 시장에서 온전한 수혜를 얻을 것으로 기대된다.

매출액가정

본 리서치 원은 국내 법인, 중국 법인, 미국 법인으로 나누어 매출을 추정하였다. 또한, 3Q23 기준 화장품 제품의 비중이 98.8%로 대부분의 비중을 차지한다는 점을 고려하여 상품 및 기타 매출을 제외하고 화장품 제품만을 100%로 가정하여 추정하였다. 국내, 중국 법인의 경우 기초, 색조, Sun제품으로 나누어 추정하였으며, 미국 법인의 경우 EWL, EWLK로 구분하여 기초, 색조, 기능성 및 OTC 제품 각각을 추정하였다. 또한, 연결 조정의 경우 21, 22년 평균치인 매출액 대비 10%로 추정하였다.

국내 법인

공통 ASP 가정

국내 법인의 경우 22년 기준 435개의 고객사를 확보하고 있으며 이에 따라 제품 또한 다양하기 때문에, 사업보고서에 나와있는 기초, 색조 제품 주요 가격 변동 추이를 ASP로 반영하였다. 또한, Sun제품의 경우 별도로 기재가 되어 있지 않은데 기초 제품과 색조 제품의 단순 평균치로 인식하는 것은 과소추정 가능성이 있다고 판단하여 미국 법인의 Sun 제품, 기초, 색조 제품 간 ASP 차이를 반영하여 추정하였다.

4Q23의 ASP의 경우, 제품 Mix 개선 효과가 나타난다는 점을 반영하기 위해 실제로 저마진 제품 비중이 감소하였던 과거 2Q23 대비 3Q23 증가율을 사용하여 추정하였으며, 24년은 22년 대비 23년 증가율을 적용하였다.

Q 가정

[기초 제품 Q 가정] 국내 기초 제품의 경우, 동사의 주요 고객사인 아누아, 갈더마와, 기타 고객사로 구분하여 추정을 하였는데 해당 고객사의 매출 비중은 앞서 가정한 바와 같이 Mix 개선이 이루어진 4Q23 시기를 고려하였으며, 아누아의 경우 북미 중심 온라인 시장의 성장성이 기대된다는 점에 기인하여 미국 온라인 화장품 시장 성장률을 적용하였다. 갈더마의 경우 글로벌 더마 브랜드의 시장 성장률을 적용하였으며, 이에 더해 동사의 제품 경쟁력에 따른 국내 신규 고객사 확보를 반영하기 위하여 기타 고객사의 경우, 24년 국내 화장품 수출 성장률 전망치를 적용하여 추정하였다.

[색조 제품 Q 가정] 국내 색조 제품의 경우, 동사의 주요 고객사인 티르티르와 에이블씨엔씨와 기타 고객사로 구분하여 추정하였다. 티르티르의 경우, 국내 화장품 시장 성장률 및 일본 화장품 시장 수출 증가율을 사용하여 추정하였으며, 에이블씨엔씨의 경우 어퓨, 미샤를 포함하는 화장품 브랜드사로 현재 높은 성장세를 보이는 일본과는 달리 국내에서 큰 성장세를 보이지 않을 것이라 판단하여 일본 화장품 시장 수출 증가율만을 이용해 추정하였다. 그리고 기타 고객사의 경우 기초 제품과 동일하게 24년 국내 화장품 수출 성장률 전망치를 적용하여 추정하였다.

[Sun-Care 제품 Q 가정] 국내 Sun-Care 제품의 경우 유의미한 향후 성장성이 큰 중국과 미국의 선크림 시장 중 중국의 경우 내 현지 브랜드 사만을 소비하는 경향이 나타나고 있음에 따라 미국 선크림 시장 성장률만을 반영하였다. 또한 이에 더해 22년 대비 23년 분기별 성장률을 추가적으로 고려하였다.

도표 27. 코스메카코리아 국내 법인 매출 추정

(단위: 억 원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23F	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2023F	2024F
1) 기초	335	360	418	394	371	398	480	433	1,508	1,682
2) 색조	170	200	186	246	198	213	198	262	802	871
3) Sun-Care	153	107	60	63	165	115	65	69	383	414
합계	658	667	664	704	734	727	743	764	2,693	2,968

매출액가정

미국 법인 - 1) EWL

미국 법인 공통 가정

미국 법인의 경우 Q는 잉글우드랩 사업보고서에 제시 되어있는 각 제품별 ASP와 EWL, EWLK의 매출액을 통하여 역산하여 추정하였다. ASP의 경우 수출 ASP에 비해 내수 ASP가 높은 수치를 보이고 있기 때문에, 프레스티지향 매출 비중이 높은 EWL은 내수 ASP를 적용하였고, 인디 브랜드의 비중이 높은 EWLK는 수출 ASP를 적용하여 산출하였다. 동사가 다양한 고객사를 지니고 있고 자세한 고객사별 비중은 공개되어 있지는 않아 해당 ASP와 실제 ASP와의 차이가 존재할 수 있지만 수출보다 내수 ASP가 크다는 점을 고려하였을 때 합리적인 추정이라고 판단하였다. 또한, 잉글우드랩의 경우 USD로 산출되기 때문에 연간 평균 환율 및 전망을 이용하여 KRW로 바꿔 매출액을 인식하였다.

기초 제품

[P 가정] 해당 P는 일정한 추이를 보이지 않고 상승에 영향을 주는 추가적인 요인이 존재하지 않을 것이라 판단하여 4Q23의 경우 3Q23 누적 ASP를 평균하여 적용하였으며, 24년은 23년 대비 23년 증가율을 반영하여 산정하였다.

[Q 가정] EWL의 경우 동사가 영위하는 제품이 비교적 꾸준한 수요가 예상되는 기초 제품이라는 점을 고려하여 분기별로 22년 대비 23년 증가율을 반영해 추정하였다.

가능성 OTC 제품

[P 가정] 1Q부터 4Q까지 상승세를 보이고 있다는 점을 고려하여, 4Q23의 경우 3Q22 대비 4Q22의 성장률을 적용하였고, 24년에도 이와 동일하게 동일하게 추정하였다.

[Q 가정] 가능성 OTC 제품의 경우 새로운 OTC 제품 관련 매출이 본격적으로 반영되는 시점을 3Q24로 가정하여, 3Q24 이전의 경우 국내 법인의 OTC 제품 Q 추정과 동일한 방식으로 산정하였다. 그 이후에는 추가적인 OTC 관련 매출 발생이 시작된다는 점을 고려하여 과거 Soko Glam향 Sun제품 납품이 이루어졌던 당시 매출 증가율을 추가적으로 반영하였다.

색조 제품

[P 가정] 해당 P는 일정한 추이를 보이지 않기 때문에 4Q23의 경우 3Q23 누적 ASP를 평균하여 적용하였으며, 24년은 23년 대비 23년 증가율을 반영하여 산정하였다.

[Q 가정] 색조 제품의 경우 3Q23 높은 Q 상승을 보여주었지만, 향후 높은 기저로 인해 수주가 둔화될 수 있다는 점을 고려하여 4Q23의 경우 3Q23 평균 Q로 가정하였으며 24년의 경우 22년 대비 23년 증가율을 이용하여 추정하였다.

미국 법인 - 2) EWLK

기초 제품

[P 가정] 해당 P는 일정한 추이를 보이지 않고 상승에 영향을 주는 추가적인 요인이 존재하지 않을 것이라 판단하여 4Q23의 경우 3Q23 누적 ASP를 평균하여 적용하였으며, 24년은 23년 대비 23년 증가율을 반영하여 산정하였다.

[Q 가정] 해당 Q의 경우 주요 고객사와 기타 고객사를 구분하여 추정하였는데, 주요 고객사의 경우 Ulta 샵앤샵 매장 중심으로 수주 확대가 이루어질 것이라 판단하였다. 따라서 과거 Target 샵앤샵 점포 수 증가 대비 동사의 Q 증가량 및 23년 7월 기준 421개에서 25년까지 800개의 타겟 내 매장 입점을 목표로 한다는 점을 고려하여, 분기별 38개의 동일한 매장 내 입점이 진행될 것이라고 가정하였다. 또한 추가적으로 인디 브랜드의 성장률을 반영하였다.

가능성 OTC 제품

[P 가정] 기초 제품과 동일하게 추정하였다.

[Q 가정] EWLK의 경우, 22년 대비 23년 증가율과 함께 25년부터 OTC 프로젝트가 완료된다는 점과 OTC 제품의 특성상 기존 고객사의 이탈이 어렵다는 점을 고려하여 미국 Sun크림 시장 성장률 및 22년 대비 23년 증가율을 반영하여 추정하였다.

매출액가정

색조 제품

[P 가정] EWLK의 색조 ASP의 경우, 1분기부터 4분기까지 상승하는 추이를 보이고 있다. 이에 따라 4Q23의 경우 3Q22 대비 4Q23의 증가율을 적용하여 추정하였고, 24년의 경우 22년 대비 23년 증가율을 반영하였다.

[Q 가정] 색조 제품의 경우 주요 고객사를 파악하기 어려워 미국 인디 브랜드 성장률 및 베이스 메이크업의 성장률을 반영하여 추정하였다.

도표 28. 코스메카코리아 미국 법인 매출 추정

(단위: 억 원)

		1Q23	2Q23	3Q23	4Q23F	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2023F	2024F
EWL	1) 기초	161	127	130	147	165	90	148	104	565	507
	2) 색조	16	11	17	16	14	12	19	28	60	74
	3) 기능성및 OTC	111	113	83	84	147	156	175	232	392	711
합계		287	252	231	247	326	258	343	365	1,017	1,292
EWLK	1) 기초	126	118	273	291	265	286	351	382	808	1,284
	2) 색조	13	69	13	38	13	58	59	39	132	168
	3) 기능성및 OTC	7	3	6	7	8	11	11	12	23	43
합계		145	191	292	336	286	355	420	433	963	1,496

중국 법인

공통 ASP 가정

중국 법인의 24년 ASP의 경우 국내와 동일하게 가정하기에는 무리가 있다고 판단하여 30%를 할인하여 추정하였으며, 4Q23의 P는 3Q23의 ASP와 동일하다고 가정하였다. 또한, 색조 제품의 경우 22년 대비 23년 ASP 증가율을 사용하여 추정하였다. 그리고 기초 제품의 경우 증가하는 추이를 보인다는 점을 반영하여 추정하였다.

기초 제품

4Q23의 경우 아직 왓슨스의 Audit 허가를 받기 전이라는 점을 고려하여 22년 대비 23년 증가율을 이용하여 추정하였으며, 24년부터는 왓슨스 Audit에 따른 현지 인디 브랜드사의 수주가 시작될 것이라 가정하였다. 따라서 이에 따른 신규 고객사 확보 관련 Q는 중국 화장품 소비액 전망치를 반영하여 추정하였다.

Sun-Care 제품

Sun-care 제품은 기존 중국향 납품이 이루어진 적 없어서 ASP가 없다는 점을 고려하여, 미국 Soko Glam에 처음 자외선차단제를 납품했을 때와 동일한 금액일 것이라 가정하였는데, 중국과 미국 간 ASP의 차이와 시장 규모에 차이가 존재한다는 점을 고려하여 중국 화장품 시장 규모, 미국 화장품 시장 규모의 차이 및 ASP 차이를 적용하여 추정하였다.

색조 제품

색조 제품의 경우 주로 컨실러와 같은 베이스 메이크업 제품이 주를 이루기 때문에 베이스 메이크업 시장 성장률을 분기별로 가중하여 Q를 추정하였다.

도표 29. 코스메카코리아 중국 법인 매출 추정

(단위: 억 원)

		1Q23	2Q23	3Q23	4Q23F	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2023F	2024F
1) 기초		88	67	93	129	129	120	98	104	378	451
2) 색조		40	43	32	39	38	44	36	31	154	149
3) Sun-Care		-	-	-	-	-	-	-	12	-	13
합계		128	111	125	168	167	164	135	147	532	612

매출액가정

도표 30. 코스메카코리아 매출액 추정

(단위: 억 원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23F	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2023F	2024F
한국 법인	658	667	664	704	734	727	743	764	2,693	2,968
미국 법인	432	442	523	582	612	614	763	798	1,980	2,787
중국 법인	128	111	125	168	167	164	135	147	532	612
연결조정	(122)	(122)	(131)	(145)	(151)	(150)	(164)	(171)	(520)	(637)
총 매출	1,097	1,098	1,181	1,308	1,362	1,354	1,476	1,538	4,684	5,730

비용가정

매출원가

매출원가는 변동비성 매출원가와 고정비성 매출원가로 구분하여 추정하였다. 동사의 변동비성 매출원가의 주요 항목으로는 '원재료 및 상품 매입액'과 '외주가공비 및 외주비'가 있으며, 고정비성 매출원가의 주요 항목은 '감가상각비', '종업원 급여' 이다. 기타 비용들의 경우, 3Q23 기준 1% 미만의 비중을 차지하기 때문에 그 추이에 따라 20~22년 3개년 평균 혹은 3개년 평균 매출액 대비 비중이 유지될 것으로 가정하였다.

변동비성 매출원가

[원재료 및 상품 매입액] 동사는 OEM/ODM 사업을 영위하고 있기 때문에 이에 따른 원재료 및 상품 매입액 비용이 발생하고 있는데, 700여 개의 고객사와 다양한 제품을 제조 및 생산하기 때문에 이에 대한 원재료를 모두 파악할 수 없다는 점에 기인하여 사업보고서상 나와있는 원재료 및 부자재의 가격 추이를 고려하여 추정하였다. 20년도의 경우, 코로나19로 인한 손소독제를 생산하고 있었기 때문에 현재와 차이점이 있다고 판단하여, 이를 제외한 1Q21~3Q23을 고려하여 추정하였다. 해당 기간동안 매출액 대비 약 56~57%의 일정한 비중을 차지하고 있고, 원재료 매입액 내 원재료 및 부자재 비중 또한 일정하게 유지되고 있으며, 꾸준히 증가하는 추이를 보였다는 점을 고려하여, 해당 기간 동안의 원재료 및 부자재의 CAGR 10.52%를 반영하여 23, 24년 원재료 및 상품 매입액을 추정하였다.

[외주가공비 및 외주비] 해당 비용의 경우 미국을 제외한 국내 법인 및 중국 법인에서 발생하는 것으로, 대다수가 국내 법인에서 발생하고 있다. 부족한 CAPA로 인하여 외주가공을 맡기는 것이 아니라 특정 부자재 등을 외주가공하는 것으로 추정되며, 일정한 추이를 보이지 않는다는 점을 고려하여 최근 3개년 중국, 한국법인 전체 매출액 비중 평균을 사용하여 추정하였다.

고정비성 매출원가

[종업원 급여] 종업원 급여의 경우, 한국, 중국, 미국 법인을 각각 추정하여 합산하였다. 이는 한국, 미국 법인의 경우 증가하는 추이를 보이는 가운데, 중국 법인의 경우 코로나로 인한 공장 가동률 문제와 21년 진행된 공장 일원화로 인하여 감소하는 추세를 나타낸다는 점에 기인한다. 이에 따라 한국, 미국 법인은 20년부터 22년간 연평균 성장률 및 평균 임금액 상승률을 반영하여 추정하였으며, 중국 법인의 경우 감소하는 추세를 반영하여 추정하였다.

[감가상각비] 감가상각비의 경우 증가하는 추이를 보인다는 점과 동사가 대규모 CAPA 증설의 계획은 없지만 지속적으로 설비 투자를 진행하고 있다는 점에 기인하여 연평균 성장률을 적용하여 추정하였다.

판매비와 관리비

판매비와 관리비는 변동비성 항목과 고정비성 항목으로 구분하여 추정하였다. 고정비성 판매관리비의 주요 항목은 '임직원급여 및 기타관련비용'과 '경상연구개발비'가 있다. 변동비성 판매관리비는 22년 기준 매출액 대비 1% 이하의 비중을 차지하는 항목들만 존재한다. 따라서 변동성 판매관리비 및 기타 비용의 경우 그 추이에 따라 20~22년 3개년 절대액의 평균 혹은 3개년 평균 매출액 대비 비중이 유지될 것으로 가정하였다.

고정비성 판매비와 관리비

'임직원급여 및 기타관련비용'의 경우 임직원 급여, 상여금, 퇴직급여, 복리후생비를 포함하였는데, 한국 법인의 경우 22년 대비 23년 직원 수가 감소하였지만 현재 적극적으로 직원 확충을 진행하고 있다는 점을 고려하여 21년 대비 22년 증가율을 반영하여 추정하였다. 또한 '경상연구개발비'의 경우 동사가 지속적으로 연구 개발 관련 투자를 하고 있다는 점과 고정비이기는 하지만 매출액 대비 3~4%의 비중을 유지한다는 점을 고려하여 최근 3개년 매출액 대비 비중이 유지된다고 가정하여 추정하였다.

비용가정

금융 손익, 기타 손익, 법인세비용

금융손익

금융손익의 경우 주로 외환차익 및 외환환산이익, 외환차손 및 외환환산손실, 이자비용에서 발생하는데, 외환 관련 비용의 경우 환율 효과에 따라 비용 변동성이 크나 향후 환율 추이의 상승 가능성이 낮다고 전망됨에 따라, 과거 3개년 평균값을 적용하였다. 또한, 이자 비용의 경우 장단기차입금의 증가로 인하여 증가세를 보이고 있다는 점과 3Q23에 추가적인 장단기차입금 증가가 이루어졌다는 점을 고려하여 해당 증가세가 유지될 것으로 가정하였으며, 일시적 비용을 제외한 그 외 비용의 경우 일정 추이를 보이지 않아 2개년 평균액을 적용하였다.

기타손익 및 법인세 비용

기타손익의 경우, 매출액 대비 비중이 크지 않고 일정한 추이를 보이지 않는다는 점을 고려하여 최근 3개년 평균액을 적용하였다. 또한 동사의 유효법인세율 또한 일정한 추이를 보이지 않고 있는데, 23, 24년부터 영업이익 확대가 전망됨에 따라 22%의 법인세율을 적용하여 법인세 비용을 추정하였다.

도표 31. 코스메카코리아 비용가정

(단위: 억 원)

	2020	2021	2022	2023F	2024F
매출액	3,391	3,965	3,994	4,684	5,730
매출원가	2,783	3,238	3,343	3,638	4,351
매출총이익	608	727	651	1,046	1,380
판매비와관리비	509	526	547	564	599
영업이익	99	201	104	482	780
금융손익	(43)	2	(36)	(63)	(87)
기타영업외손익	(13)	(28)	(4)	(15)	(16)
법인세차감전순이익	43	175	64	404	678
법인세비용	9	5	4	89	149
당기순이익	34	170	60	315	529

밸류에이션

Peer P/E Valuation

본 리서치 원은 동사의 목표주가를 산출하기 위해 Peer P/E Valuation을 사용하였다. 24년도 EPS 4,953원에 Target P/E 12.68을 적용하여 **목표주가 62,800원, 상승여력 67.5%로 강력 매수 의견**을 제시한다.

동사의 경우 현재 매출 증가의 폭이 크게 확대될 것으로 기대되며 수익성 또한 개선되는 구간에 놓여있고, 특히 잉글우드랩向 매출 증대가 이루어짐에 따라 과거와는 많이 다른 양상을 보인다는 점을 고려하여 과거 Historical P/E Valuation을 사용하기에는 적합하지 않다고 판단하였다. 또한 현재 동사를 포함하여 국내 화장품 업체들의 중심 시장이 과거 중국에서 非중국 시장으로 변화함에 따라 Peer Group을 활용한 Peer P/E Valuation을 활용해야 하는 것이 적절하다고 판단하였다.

Peer Group

본 리서치 원은 Peer Group으로 씨앤씨인터내셔널, 코스맥스, 한국콜마를 선정하였다. 씨앤씨인터내셔널의 경우에는 주로 색조를 영위한다는 점에서 동사와의 주력 사업은 다르지만, 3Q23 기준 전체 매출에서 국내 비중이 약 50%, 미국 비중이 약 30%, 중국 비중이 약 10%라는 점을 고려하였을 때, 동사보다는 작지만 비슷한 높은 미국 내 익스포저를 지니고 있기 때문에 Peer Group으로 선정하였다. 또한, 코스맥스의 경우 규모의 차이는 존재하지만 비슷한 OEM 및 ODM 사업을 영위하고 있다는 점을 고려하여 선정하였으며, 한국콜마의 경우 규모의 차이 및 주력 사업은 다르지만 향후 동사의 EWL 및 중국 법인 내 선크림 비중이 증가한다는 점에 기인하여 타겟 시장이 비슷하다고 판단하여 선정하였다.

적정주가 산출

동사는 제품 Mix 개선 및 포트폴리오 다각화로 영업이익률 개선 및 매출 확대가 예상되고, 미국 내 비중이 타 업체 대비 높을 뿐만 아니라 코스맥스 등 타 ODM 대비 미국 법인의 매출 및 영업이익이 꾸준한 상승세를 보이고 있다. 이에 따라 동사의 향후 성장성이 기대되며, 본 리서치 원은 Peer Group으로 선정한 기업들의 12m Fwd P/E의 평균에 24년 예상 EPS인 4,953원을 곱하여 목표주가를 산출하였다.

도표 32. 코스메카코리아 Valuation

	코스메카코리아	씨앤씨인터내셔널	코스맥스	한국콜마
시가총액(억 원)	4,005	6,830	13,131	11,143
24F 영업이익률	13.61	16.92	8.29	8.13
12M Fwd P/E	11.93	16.15	10.96	11
Target P/E	12.68			
2024F EPS(원)	4,953			
현재주가(원)	37,500			
목표주가(원)	62,800			
상승여력(%)	67.5			

Appendix – 추정재무제표

도표 33. 코스메카코리아 추정재무제표

(단위: 억 원)

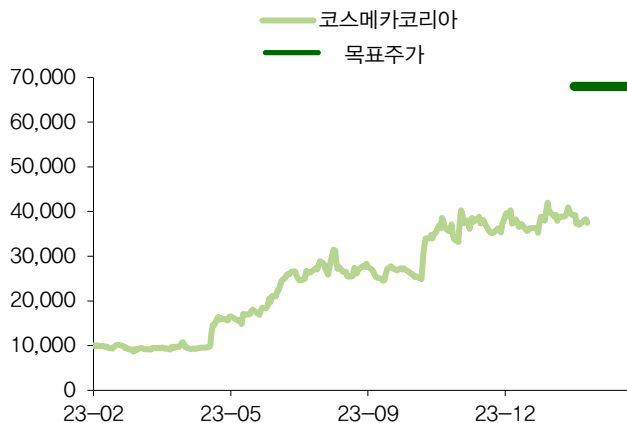
	2020	2021	2022	2023F	2024F
매출액	3,391	3,965	3,994	4,684	5,730
매출원가	3,330	3,238	3,343	3,638	4,351
매출총이익	61	727	651	1,046	1,380
판매비와관리비	509	526	547	564	599
영업이익	99	201	104	482	780
금융손익	(43)	2	(36)	(63)	(87)
기타손익	(13)	(28)	(4)	(15)	(16)
법인세비용 차감전순이익	43	175	64	404	678
법인세비용	9	5	4	89	149
당기순이익	34	170	60	315	529
매출액 증가율(%)	-2.3%	16.9%	0.7%	17%	22%
영업이익 증가율 (%)	19.8%	103.0%	-48.4%	463%	162%
순이익 증가율(%)	-15.3%	396.6%	-64.6%	525%	168%

투자 참고사항

투자의견 및 목표주가 변동내역

일자	투자의견	목표가(KRW)
2024.02.12	Conviction Buy	62,800

코스메카코리아 (KQ. 241710) 주가 및 목표주가 추이



투자기간 및 투자등급/의견

종목추천 투자기간: 12개월

CONVICTION BUY(강력매수)	추천기준일 증가대비 +50%이상 괴리율
BUY(매수)	추천기준일 증가대비 +15%이상 ~ +50%미만
HOLD(중립)	추천기준일 증가대비 0%이상 ~ +15%미만
SELL(매도)	추천기준일 증가대비 0%미만

* 추천일 증가대비 추천종목의 예상 목표가격 및 수익률을 의미함

Compliance Note

본 자료는 성균관대학교 금융투자학회 S.T.A.R의 제작물로서 모든 저작권은 작성한 학회의 조사분석담당자 본인에게 있습니다.

본 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 부당한 간섭 및 압력없이 작성 하였습니다.

본 자료는 학회의 동의 없이 어떠한 경우에도 변형, 복제, 배포, 전송, 대여할 수 없습니다.

본 자료에 수록된 내용은 학회 및 조사분석담당자가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 본 학회는 그 정확성과 완전성을 보장할 수 없습니다.

따라서 어떠한 경우에도 본 학회와 담당자는 투자의견을 제시한 것일 뿐 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용할 수 없습니다.