



[음식료/화장품] 권우정 책임연구원
20240006@iprovest.com

발간일자 2025.04.15



화장품 업종 최근 이슈 업데이트



CONTENTS

4	1. 트럼프 관세 시나리오별 K-뷰티 GPM 민감도 분석
10	2. K-뷰티 관세 대응력 점검: 관세율·가격·현지화 2-1. 타국가와 유사한 관세율로 M/S 감소는 제한적 2-2. 가격인상으로 방어 가능 2-3. 현지 생산 체제로 방어 가능
15	3. 공매도 재개 영향 점검
16	4. 과거 E.L.F. 뷰티로 본 K-뷰티 방향성 4-1. 미국 대표 중저가 화장품 브랜드: E.L.F. 뷰티 4-2. K-뷰티도 오프라인 진출 시작! 틱톡 마케팅+트렌디함도 끝판 왕
25	기업분석 한국콜마(161890) 코스맥스(192820) 에이피알(278470)



이 페이지는 편집상 공백입니다.

1. 트럼프 관세 시나리오별 K-뷰티 GPM 민감도 분석

트럼프 관세 시나리오별 K-뷰티 GPM 민감도 분석

4/2 트럼프 2기 정부는 국가별 상호관세율을 한국 25%, 프랑스 20%, 캐나다 25%, 이탈리아 20%, 중국 54%, 멕시코 25%으로, 대부분 한국과 유사한 수준으로 발표했다. 다만, 4/9 트럼프 대통령은 중국 외 국가들에 대한 상호관세를 90일간 유예하고 보편관세 10%만 부과한다고 발표했으며(캐나다, 멕시코 USMCA 미준수 품목은 25% 유지), 중국은 145% 관세가 부과할 예정이라고 발표했다.

이에 따라, 당사는 K-뷰티 대표 주자인 구다이글로벌(조선미녀 등 운영사)의 2024년 기준 재무제표를 활용해 화장품 업종 관세 및 가격 인상 시나리오별 GPM 민감도 분석을 진행했다.

해당 분석에 적용된 가정은 다음과 같다.

- 1) 구다이글로벌 화장품의 평균 ASP를 K-뷰티 평균 ASP인 20달러 적용
- 2) B2B향 ASP를 B2C ASP의 66%으로 가정했으며, 이는 실리콘투의 매출원가를
- 3) B2C 매출은 전액 브랜드사가 관세 부담, B2B 매출은 유통사와 브랜드사가 관세를 반반 부담 가정 (가격인상도 B2B는 절반 인상 가정)
- 4) B2B 매출액은 실리콘투의 24년 조선미녀 매출액을 통해 단순 추정. *이 외 Yesstyle 등 타 B2B 업체도 존재하기 때문에 실제 B2B 비중은 더 높을 가능성 존재)
- 5) 한국 → 미국 이전가격이 재고가격과 동일하다고 가정
- 6) 2024년 평균 원/달러 환율 1,364원 적용
- 7) 그 외 소비자 가격 저항으로 인한 수요 감소, 물류비, 환율 등 외부 변수는 동일하다고 가정

본 분석에서는 미국향 출하 비중(수량 기준)을 50%, 40%, 30%로 설정한 시나리오별로 GPM 민감도를 추정하였다. 다만, 본 분석은 특정 가정에 기반한 시뮬레이션 결과이므로 실제 수치와는 차이가 발생할 수 있다.

1-1. 미국 관세 25% Case: 가격인상 미진행시

- 1) 미국 수량 비중 50%: GPM -3.5%p 하락
- 2) 미국 수량 비중 40%: GPM -2.8%p 하락
- 3) 미국 수량 비중 30%: GPM -2.1%p 하락

미국 관세 25% 대비 GPM 하락율이 낮은 이유는 1) 원가율이 낮은 경우, 원가율 상승분 대비 매출 절대금액이 커 비율 기준 영향이 제한적이기 때문이다. 화장품 산업은 타 산업 대비 원가율이 낮은 산업으로 알려져있으며, 구다이글로벌의 GPM은 64.7%를 기록했다. 2) 또한, 미국 비중을 최대 50% 수준으로 가정하여 영향이 완화되었다. 구다이글로벌의 정확한 미국 매출 비중은 알 수 없으나, 유사한 K-뷰티 업체 스킨1004가 24년 9월 기준 미국 비중 33%로 알려져 있으며, 미국 비중이 상대적으로 높다고 알려진 실리콘투는 29%, 에이피알은 22%으로 추산된다.

[도표 1] 미국 관세 25%+가격인상 미진행 Case GPM 영향 분석 (구다이글로벌 24년 기준)

(단위: 십억원)

CASE 별 GPM 변화	기존	CASE 1: 미국 50%	CASE 2: 미국 40%	CASE 3: 미국 30%
매출액	323.7	323.7	323.7	323.7
1.B2C 매출액	226.1	226.1	226.1	226.1
수량(개)* 가정	8,288,856	8,288,856	8,288,856	8,288,856
ASP(원)* 가정	27,280	27,280	27,280	27,280
1-1. 미국		113.1	90.4	67.8
미국 수량(개)		4,144,428	3,315,543	2,486,657
미국 ASP(원)		27,280	27,280	27,280
1-2. 비미국		113.1	135.7	158.3
비미국 수량(개)		4,144,428	4,973,314	5,802,199
비미국 ASP(원)		27,280	27,280	27,280
2.B2B 매출액	97.6	97.6	97.6	97.6
수량(개)* 가정	5,419,721	5,419,721	5,419,721	5,419,721
ASP(원)* 가정	18,005	18,005	18,005	18,005
2-1. 미국		48.8	39.0	29.3
미국 수량(개)		2,709,861	2,167,889	1,625,916
미국 ASP(원)		18,005	18,005	18,005
2-2. 비미국		48.8	58.5	68.3
비미국 수량(개)		2,709,861	3,251,833	3,793,805
비미국 ASP(원)		18,005	18,005	18,005
매출원가	114.1	125.6	123.3	121.0
수량	13,708,578	13,708,578	13,708,578	13,708,578
1 개당 매출원가	8,325	9,160	8,993	8,826
1. B2C 매출원가	69.0	77.6	75.9	74.2
2. B2B 매출원가	45.1	47.9	47.4	46.8
매출총이익	209.6	198.1	200.4	202.7
1. B2C 매출총이익	157.1	148.5	150.2	151.9
2. B2B 매출총이익	52.5	49.6	50.2	50.8
GPM%	64.7%	61.2%	61.9%	62.6%
%chg		-3.5%	-2.8%	-2.1%
1. B2C GPM	69.5%	65.7%	66.4%	67.2%
2. B2B GPM	53.8%	50.9%	51.4%	52.0%

자료: Dart, 언론보도, 교보증권 리서치센터

주: 교보증권 단순 추정으로 실제 값과 차이 존재

1-2. 미국 관세 25% Case: 미국 ASP 3달러 인상시

- 1) 미국 수량 비중 50%: GPM -1.0%p 하락
- 2) 미국 수량 비중 40%: GPM -0.8%p 하락
- 3) 미국 수량 비중 30%: GPM -0.6%p 하락

[도표 2] 미국 관세 25% + 3 달러 인상 Case GPM 영향 분석 (구다이글로벌 24년 기준)

(단위: 십억원)

CASE 별 GPM 변화	기준	CASE 1: 미국 50%	CASE 2: 미국 40%	CASE 3: 미국 30%
매출액	323.7	346.2	341.7	337.2
1. B2C 매출액	226.1	243.1	239.7	236.3
수량(개)* 가정	8,288,856	8,288,856	8,288,856	8,288,856
ASP(원) * 가정	27,280	29,326	28,917	28,508
1-1. 미국		130.0	104.0	78.0
미국 수량(개)		4,144,428	3,315,543	2,486,657
미국 ASP(원)		31,372	31,372	31,372
1-2. 비미국		113.1	135.7	158.3
비미국 수량(개)		4,144,428	4,973,314	5,802,199
비미국 ASP(원)		27,280	27,280	27,280
2. B2B 매출액	97.6	103.1	102.0	100.9
수량(개)* 가정	5,419,721	5,419,721	5,419,721	5,419,721
ASP(원) * 가정	18,005	19,028	18,823	18,619
2-1. 미국		54.3	43.5	32.6
미국 수량(개)		2,709,861	2,167,889	1,625,916
미국 ASP(원)		20,051	20,051	20,051
2-2. 비미국		48.8	58.5	68.3
비미국 수량(개)		2,709,861	3,251,833	3,793,805
비미국 ASP(원)		18,005	18,005	18,005
매출원가	114.1	125.6	123.3	121.0
수량	13,708,578	13,708,578	13,708,578	13,708,578
1 개당 매출원가	8,325	9,160	8,993	8,826
1. B2C 매출원가	69	77.6	75.9	74.2
2. B2B 매출원가	45	47.9	47.4	46.8
매출총이익	209.6	220.6	218.4	216.2
1. B2C 매출총이익	157.1	165.4	163.8	162.1
2. B2B 매출총이익	52.5	55.2	54.6	54.1
GPM%	64.7%	63.7%	63.9%	64.1%
%chg		-1.0%	-0.8%	-0.6%
1. B2C GPM	69.5%	68.1%	68.3%	68.6%
2. B2B GPM	53.8%	53.5%	53.6%	53.6%

자료: Dart, 언론보도, 교보증권 리서치센터

주: 교보증권 단순 추정으로 실제 값과 차이 존재

2-1. 미국 관세 10% Case: 가격인상 미진행시

- 1) 미국 수량 비중 50%: GPM -1.4%p 하락
- 2) 미국 수량 비중 40%: GPM -1.1%p 하락
- 3) 미국 수량 비중 30%: GPM -0.8%p 하락

[도표 3] 미국 관세 10%+ 가격인상 미진행 Case GPM 영향 분석 (구다이글로벌 24년 기준)

(단위: 십억원)

CASE 별 GPM 변화	기준	CASE 1: 미국 50%	CASE 2: 미국 40%	CASE 3: 미국 30%
매출액	323.7	323.7	323.7	323.7
1. B2C 매출액	226.1	226.1	226.1	226.1
수량(개)* 가정	8,288,856	8,288,856	8,288,856	8,288,856
ASP(원) * 가정	27,280	27,280	27,280	27,280
1-1. 미국		113.1	90.4	67.8
미국 수량(개)		4,144,428	3,315,543	2,486,657
미국 ASP(원)		27,280	27,280	27,280
1-2. 비미국		113.1	135.7	158.3
비미국 수량(개)		4,144,428	4,973,314	5,802,199
비미국 ASP(원)		27,280	27,280	27,280
2. B2B 매출액	97.6	97.6	97.6	97.6
수량(개)* 가정	5,419,721	5,419,721	5,419,721	5,419,721
ASP(원) * 가정	18,005	18,005	18,005	18,005
2-1. 미국		48.8	39.0	29.3
미국 수량(개)		2,709,861	2,167,889	1,625,916
미국 ASP(원)		18,005	18,005	18,005
2-2. 비미국		48.8	58.5	68.3
비미국 수량(개)		2,709,861	3,251,833	3,793,805
비미국 ASP(원)		18,005	18,005	18,005
매출원가	114.1	118.7	117.8	116.9
수량	13,708,578	13,708,578	13,708,578	13,708,578
1 개당 매출원가	8,325	8,659	8,592	8,526
1. B2C 매출원가	69.0	72.5	71.8	71.1
2. B2B 매출원가	45.1	46.2	46.0	45.8
매출총이익	209.6	205.0	205.9	206.8
1. B2C 매출총이익	157.1	153.7	154.4	155.0
2. B2B 매출총이익	52.5	51.3	51.6	51.8
GPM%	64.7%	63.3%	63.6%	63.9%
%chg		-1.4%	-1.1%	-0.8%
1. B2C GPM	69.5%	68.0%	68.3%	68.6%
2. B2B GPM	53.8%	52.6%	52.8%	53.1%

자료: Dart, 언론보도, 교보증권 리서치센터

주: 교보증권 단순 추정으로 실제 값과 차이 존재

2-2. 미국 관세 10% Case: 미국 ASP 1달러 인상시

- 1) 미국 수량 비중 50%: GPM -0.6%p 하락
- 2) 미국 수량 비중 40%: GPM -0.5%p 하락
- 3) 미국 수량 비중 30%: GPM -0.4%p 하락

[도표 4] 미국 관세 25%+ 3 달러 인상 Case GPM 영향 분석 (구다이글로벌 24년 기준)

(단위: 십억원)

CASE 별 GPM 변화	기준	CASE 1: 미국 50%	CASE 2: 미국 40%	CASE 3: 미국 30%
매출액	323.7	331.2	329.7	328.2
1. B2C 매출액	226.1	231.8	230.6	229.5
수량(개)* 가정	8,288,856	8,288,856	8,288,856	8,288,856
ASP(원) * 가정	27,280	27,962	27,826	27,689
1-1. 미국		118.7	95.0	71.2
미국 수량(개)		4,144,428	3,315,543	2,486,657
미국 ASP(원)		28,644	28,644	28,644
1-2. 비미국		113.1	135.7	158.3
비미국 수량(개)		4,144,428	4,973,314	5,802,199
비미국 ASP(원)		27,280	27,280	27,280
2. B2B 매출액	97.6	99.4	99.1	98.7
수량(개)* 가정	5,419,721	5,419,721	5,419,721	5,419,721
ASP(원) * 가정	18,005	18,346	18,278	18,209
2-1. 미국		50.6	40.5	30.4
미국 수량(개)		2,709,861	2,167,889	1,625,916
미국 ASP(원)		18,687	18,687	18,687
2-2. 비미국		48.8	58.5	68.3
비미국 수량(개)		2,709,861	3,251,833	3,793,805
비미국 ASP(원)		18,005	18,005	18,005
매출원가	114.1	118.7	117.8	116.9
수량	13,708,578	13,708,578	13,708,578	13,708,578
1 개당 매출원가	8,325	8,659	8,592	8,526
1. B2C 매출원가	69.0	72.5	71.8	71.1
2. B2B 매출원가	45.1	46.2	46.0	45.8
매출총이익	209.6	212.5	211.9	211.3
1. B2C 매출총이익	157.1	159.3	158.9	158.4
2. B2B 매출총이익	52.5	53.2	53.0	52.9
GPM%	64.7%	64.2%	64.3%	64.4%
%chg		-0.6%	-0.5%	-0.4%
1. B2C GPM	69.5%	68.7%	68.9%	69.0%
2. B2B GPM	53.8%	53.5%	53.5%	53.6%

자료: Dart, 언론보도, 교보증권 리서치센터

주: 교보증권 단순 추정으로 실제 값과 차이 존재

K-뷰티가 25% 관세를 이겨낼 수 있는 이유

25%의 관세를 전액 소비자에게 전가할 경우 수요 위축 등 리스크가 존재하므로, 브랜드사 역시 일정 부분 수익성 하락을 감수할 수밖에 없다. 다만, K-뷰티 제품의 평균 ASP가 약 20달러 수준인 점을 고려하면 약 3달러 수준의 가격 인상(가격 인상률 15%)을 통해 수익성을 일정 부분 방어할 수 있다. 유로모니터에 따르면, 미국 내 상위 10대 화장품 브랜드의 평균 가격은 약 35달러이며, K-뷰티는 약 21달러로 약 40% 저렴하다. 가격 경쟁력 측면에서 3달러 수준의 인상은 소비자 수요에 미치는 영향이 제한적일 것으로 판단한다.

더불어, 화장품 산업은 타 소비재 업종 대비 원가율이 낮은 고마진 산업으로, 관세에 따른 수익성 영향 자체가 크지 않다는 점도 주목할 필요가 있다. 실제로 구다이글로벌의 GPM은 64.7%로 매우 높은 수준이며, 원가 기준으로 관세 부담이 전가되더라도 매출 대비 영향 비중은 제한적이다. 또한, 관세 영향 분석 시 미국 비중 역시 중요 요소인데, 현재 조선미녀의 정확한 미국 비중은 파악되지 않으나 유사 브랜드 기준으로 스킨1004는 33%, 실리콘투는 29%, 에이피알은 22% 수준으로 추산된다. 이를 감안하면, 미국 비중을 최대 50%로 가정해도 전체 수익성에 미치는 충격은 상대적으로 제한적이다.

나아가, 미국 시장 내 브랜드 인지도가 확대되며 수량 증가가 동반될 경우, 관세 부담 역시 매출 규모 대비 비중이 축소되어 수익성 방어는 더욱 용이해질 수 있다. 즉, 단순 가격 인상 외에도 판매 확대 자체가 중요한 방어 수단으로 작용할 수 있다는 점에서, 현지 마케팅 강화와 유통 채널 확대 전략은 관세 리스크 대응 측면에서도 긍정적으로 평가된다.

결론적으로, K-뷰티는 가격 경쟁력, 고마진 구조, 미국 외 지역 다변화에 더해, 향후 수량 확대에 따른 스케일 효과까지 기대할 수 있는 구조적 강점을 보유하고 있다. 이에 따라 단기적인 관세 부담에도 실적 모멘텀은 충분히 유지 가능할 것으로 판단된다.

2. K-뷰티 관세 대응력 점검: 관세율·가격·현지화

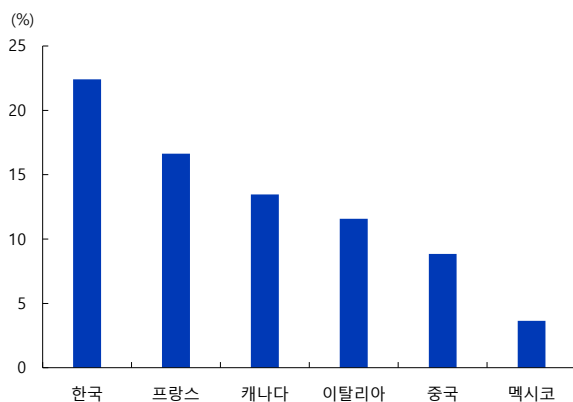
2-1. 타국가와 유사한 관세율로 M/S 감소는 제한적

- ① 타국가와 유사한 관세율, ② 가격 인상, ③ 현지 생산 체제로 대응 가능

닐슨에 따르면, 미국 화장품 및 개인생활용품 부문에서 중저가(Mass) 제품의 수입 비중은 93% 수준으로 추산된다. 미국 중저가 화장품 시장에서 수입 비중이 절대적인 만큼, 이번 관세 부과의 핵심은 타국가 대비 관세율이 어느정도 수준인지를 판단하는 것이다. 24년 기준 미국의 화장품 수입 상위국은 한국(22%, 1위), 프랑스(17%, 2위), 캐나다(13%, 3위), 이탈리아(12%, 4위), 중국(9%, 5위), 멕시코(4%, 6위)순이다. 4/2 트럼프 2기 정부는 국가별 상호관세율을 한국 25%, 프랑스 20%, 캐나다 25%, 이탈리아 20%, 중국 54%, 멕시코 25%으로, 대부분 한국과 유사한 수준으로 발표했다. 다만, 4/9 트럼프 대통령은 중국 외 국가들에 대한 상호관세를 90일간 유예하고 보편관세 10%만 부과한다고 발표했으며(캐나다, 멕시코 USMCA 미준수 품목은 25% 유지), 중국은 145% 관세가 부과할 예정이라고 발표했다. 해당 관세율 감안시 K-뷰티 가격 경쟁력 저하 가능성 제한적이라고 판단한다.

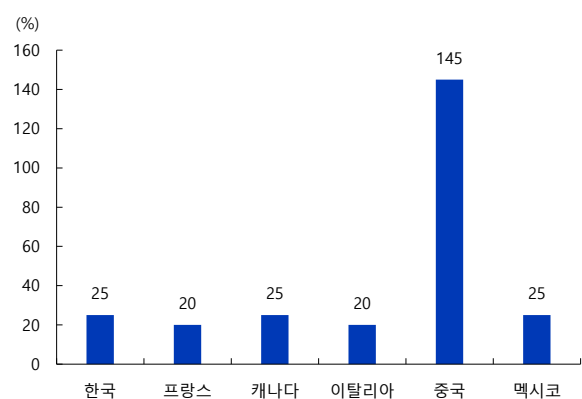
실제로 과거 트럼프 1기 시절을 복기해보면 특정 국가에 대한 고관세율은 타 국가 수요를 증가시킨 바 있다. 당시 화장품 품목은(HS코드 3304~)은 301조 추가 관세 List 3에 포함되면서 10%의 추가 관세가 부과됨(2018.09.24 발효), 이후 추가 관세율이 25%으로 상향 조정된 바 있다(2019.05.10 발효). 이에 따라, 미국의 중국산 화장품 수입액은 18년, 19년 각각 YoY -6%, -25% 감소했다. 미국의 화장품 수입에서 중국이 차지하는 비중도 17년 21%(수입 1위국) → 19년 14%(수입 3위국) → 24년 9%(수입 5위국)까지 축소되었다. 관세부과 조치는 해당국의 수입을 크게 감소시키고, 수요가 다른 국가 제품으로 이동했다. 당시 K-뷰티는 가격 경쟁력과 성능을 강점으로 C뷰티의 대체재로 부상하며 수혜를 받았다. 미국의 화장품 수입에서 한국 비중은 17년 9% → 24년 22% 확대된 바 있다.

[도표 5] 미국 화장품 수입 상위국(24년)



자료: KITA, 교보증권 리서치센터

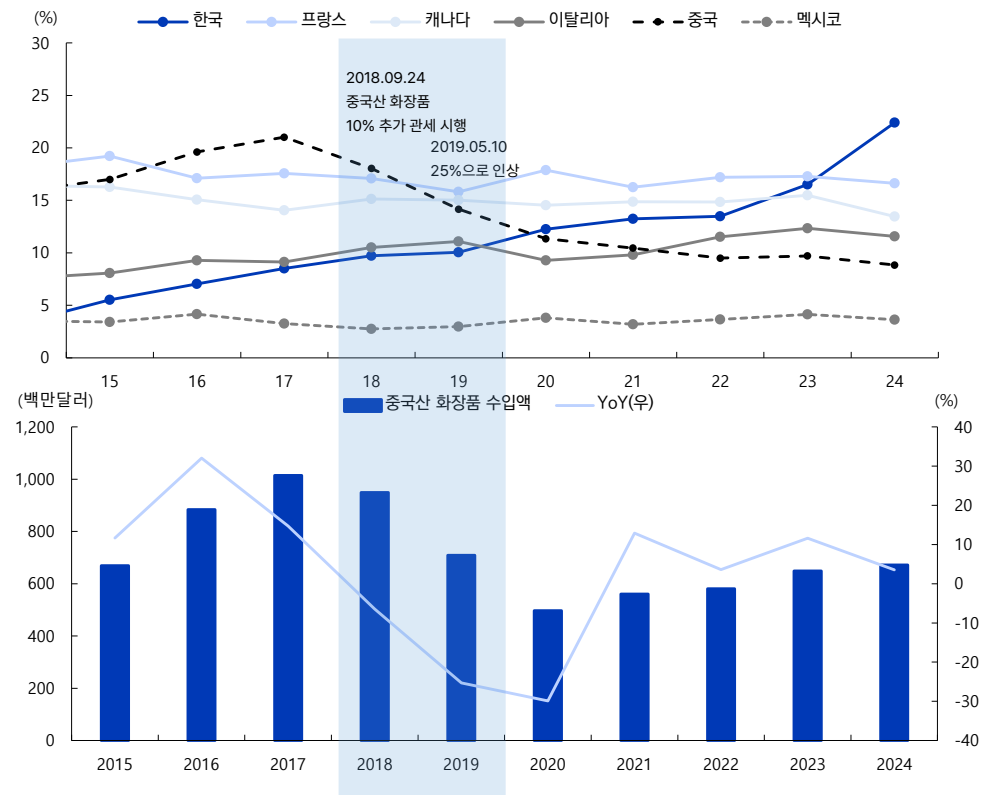
[도표 6] 트럼프 2기 정부 각국별 추가 관세율



자료: 언론보도, 교보증권 리서치센터

[도표 7] 미국 화장품 수입 내 국가별 비중

중국 관세 부과 이후
중국산 화장품 수입
급감



자료: KITA, 교보증권 리서치센터

[도표 8] 트럼프 1기 부과된 중국산 화장품 추가 관세율

HS 코드	품목명	추가 관세율
3304-1000	Lip make-up preparations(립)	25%
3304-2000	Eye make-up preparations(아이)	25%
3304-3000	Manicure or pedicure preparations(손톱/발톱 관리용)	25%
3304-9100	Beauty or make-up powders, whether or not compressed(파우더 제품)	25%
3304-9910	Petroleum jelly put up for retail sale(소매용 바셀린)	25%
3304-9950	Beauty or make-up preparations & preparations for the care of the skin, excl. medicaments but incl. sunscreen or sun tan preparations, nesoi (화장품 및 피부 관리 제품)-기초/선크림 등	25%

자료: USTR, HTS, 교보증권 리서치센터 / 주: 2018.09.24 최초 관세 10% 발효. 이후 2019.05.10 관세 25%으로 인상

[도표 9] 트럼프 2기 각국 상호관세율

국가	4/2 발표 기준 미국의 상대국향 상호관세율	4/9 기준 적용 상호관세율 (90일 유예적용)	비고
한국	25%	10%	
프랑스	20%	10%	
캐나다	25%	10%(USMCA 미준수 품목: 25%)	화장품은 USMCA 미준수 품목 해당
이탈리아	20%	10%	
중국	34%(기존 20% 포함시 54%)	145%	
멕시코	25%	10%(USMCA 미준수 품목: 25%)	화장품은 USMCA 미준수 품목 해당

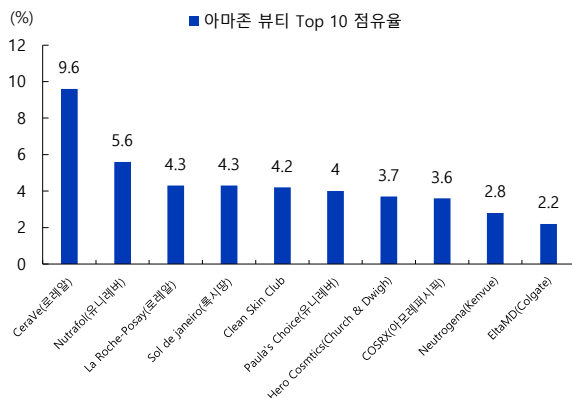
자료: 백악관, 교보증권 리서치센터

2-2. 가격인상으로 방어 가능

또한, 중저가인 K-뷰티의 경우 가격 인상 시 1~3달러 수준으로 소비자 저항은 제한적일 것으로 판단한다. 유로모니터에 따르면, 미국 10대 브랜드 화장품 평균 가격은 약 35달러이며, K-뷰티는 약 21달러로 약 미국 제품 대비 약 40% 정도 저렴하다. 소비자 가격 단에서 1~3달러 수준의 가격 인상은 충분히 상쇄 가능할 것으로 판단한다.

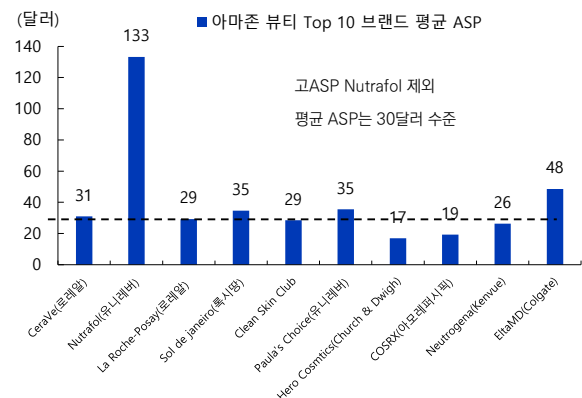
Market Defense에 따르면, 24년 기준 아마존 Top 10 뷰티 브랜드 점유율은 각각 CeraVe(로레알) 9.6%, Nutrafol(유니레버) 5.6%, La Roche-Posay(로레알) 4.3%, Sol de janeiro(록시땅) 4.3%, Clean Skin Club 4.2%, Paula's Choice(유니레버) 4%, Hero Cosmetics(Church & Dwight) 3.7%, COSRX(아모레퍼시픽) 3.6%, Neutrogena(Kenvue) 2.8%, EltaMD(Colgate) 2.2% 순이었다. 평균 ASP가 100달러를 상회하는 Nutrafol을 제외한 나머지 9개 브랜드의 평균 ASP는 실제로 약 30달러 수준이었다. Top 10 내 유일한 K-뷰티 브랜드 COSRX의 평균 ASP는 19달러로 미국 Mass 제품 대비 약 40% 이상 저렴했다.

[도표 10] 아마존 뷰티 Top 10 브랜드 점유율 (24년)



자료: Market Defense, 교보증권 리서치센터

[도표 11] 아마존 뷰티 Top 10 브랜드 평균 ASP(24년)



자료: Market Defense, 교보증권 리서치센터

2-3. 현지 생산 체제로 방어 가능

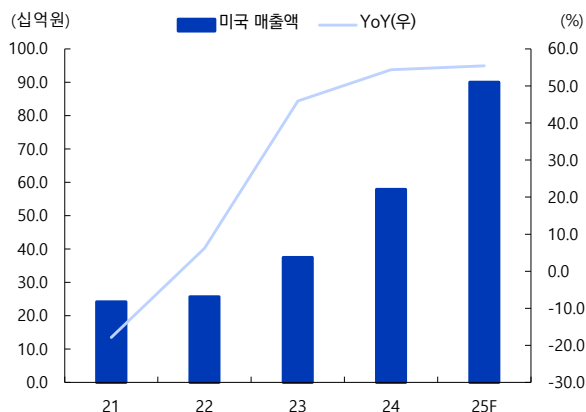
주요 ODM사들은 미국 현지 생산 체제를 통해 관세 리스크에 대응 가능하다. 한국콜마는 미국 제2공장(기초/선크어 제품)을 4~5월 중 본격 가동할 예정이다. 기존 미국 제1공장은 색조 제품 중심으로 운영되고 있으며, 성장이 견조한 상황이다. 한국콜마의 미국 법인 매출은 2023년 YoY 46%, 2024년 YoY 54% 고성장을 기록했다. 미국 제1공장에서 써머프라이데이즈와 같은 대표 고객사의 색조 매출이 안정적으로 유지되고 있으며, 현지 유명한 인디브랜드들을 신규 고객사로 확보해 매출 성장을 이어가고 있다.

미국 제2공장은 아직 정식 가동 전임에도 불구하고 고객사 확보가 견조하다. 현재 제1공장이 약 30개 고객사를 보유한 반면, 제2공장은 100개 고객사를 이미 확보한 상태다. 제2공장은 한국콜마가 경쟁력을 보유한 기초 및 선크어 제품 중심으로 운영될 예정이며, 자동화율도 한국공장(70%) 대비 높은 80~90% 수준으로 설계되어 있어 향후 성장성이 기대된다. 최근 트럼프 정부의 관세 불확실성 증가로 한국 → 미국 수주 문의도 증가 중인 상황이다. 특히, OTC 제품에 대한 인기가 높다. 금번 증설에 따라 미국 CAPA는 1.8억개 → 3억개까지 확대될 예정이다.

코스맥스와 코스메카코리아 또한 미국 현지에 OTC 인증을 받은 공장을 운영 중이다. 코스맥스는 24년 3분기 캘리포니아 영업사무소를 공식 개소했다. 아직 매출 실현까지 리드타임이 존재하나, 작년 한 해 동안 15건의 프로젝트를 수주한 것으로 파악된다. 올해 하반기부터 본격적으로 매출이 반영될 예정이다. 올해 미국 뉴저지 공장의 선크림 생산 품목도 전년대비 3배 이상 확대할 계획이다.

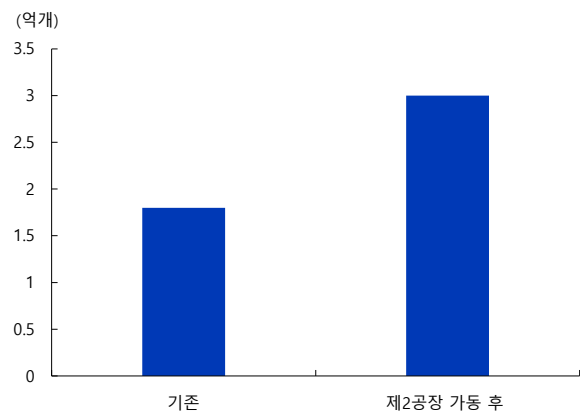
코스메카코리아는 미국 현지 잉글우드랩 공장을 운영 중이다. 코스메카코리아의 미국 법인의 경우 타 ODM사 대비 오래전부터 안정적인 수익성을 유지해왔으며, 2021년에는 최고 OPM 11.5% 까지 기록한 바 있다.

[도표 12] 한국콜마 미국 법인 매출 성장률



자료: 한국콜마, 교보증권 리서치센터

[도표 13] 한국콜마 미국 CAPA 예상



자료: 한국콜마, 교보증권 리서치센터

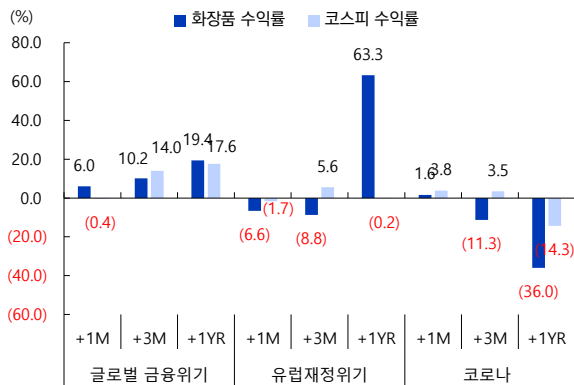
3. 공매도 재개 영향 점검

공매도 재개 중장기적 영향 제한적

과거 3차례 공매도 금지 시기(글로벌 금융위기, 유럽 재정위기, 코로나19) 중, 현재 K-뷰티 흥행과 가장 유사한 국면은 중국 소비가 부흥하던 2010년대 초반(유럽 재정위기)이다. 당시 중국 소비 모멘텀에 주목받던 LG생활건강은 공매도 재개 직후 단기적으로 주가가 횡보했으나, 1년 후 기준으로는 코스피 대비 높은 수익률을 기록했다.

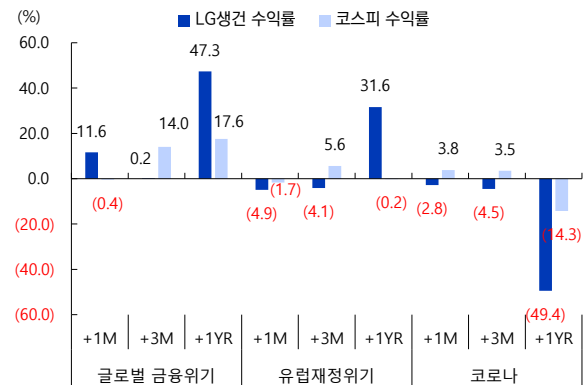
현재도 화장품 수출이 견조한 흐름을 보이고 있어, 공매도 재개에 따른 중장기 영향은 제한적일 것으로 보인다. 또한 현재 12개월 선행 P/E는 13.9배로, 과거 공매도 재개 전 1년 평균(15.2배) 대비 낮아, 주가 하방 압력은 제한적이다. 참고로 과거 LG생활건강은 공매도 재개 전 1년간 주가가 +33% 상승하며 밸류에이션 부담이 존재했으나, 현재 화장품 업종의 최근 1년 수익률은 -4% 수준으로 낮아, 상대적으로 부담이 적은 상황이다.

[도표 14] 과거 3 차례 공매도 재개 이후 화장품/코스피 수익률



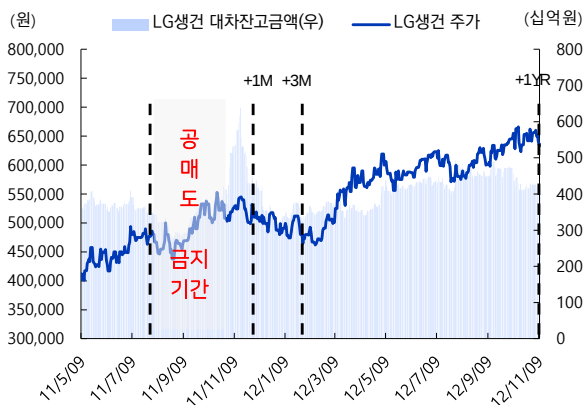
자료: Quantwise, 교보증권 리서치센터

[도표 15] 과거 3 차례 공매도 재개 이후 LG 생건/코스피 수익률



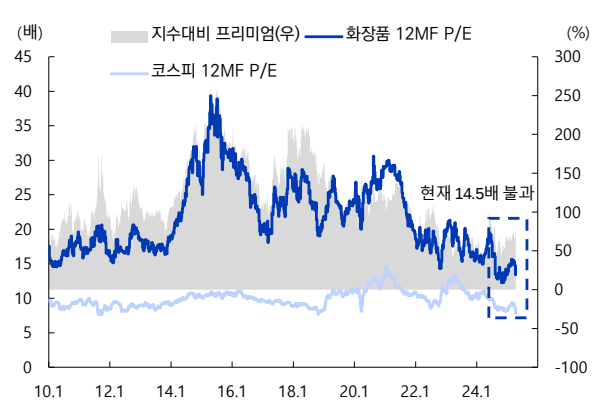
자료: Quantwise, 교보증권 리서치센터

[도표 16] 12년 공매도 재개 이후 LG 생건 대차잔고, 주가 추이



자료: Quantwise, 교보증권 리서치센터

[도표 17] 화장품 업종 12MF P/E 추이



자료: Quantwise, 교보증권 리서치센터

4. 과거 E.L.F. 뷰티로 본 K-뷰티 방향성

4-1. 미국 대표 중저가 화장품 브랜드: E.L.F. 뷰티

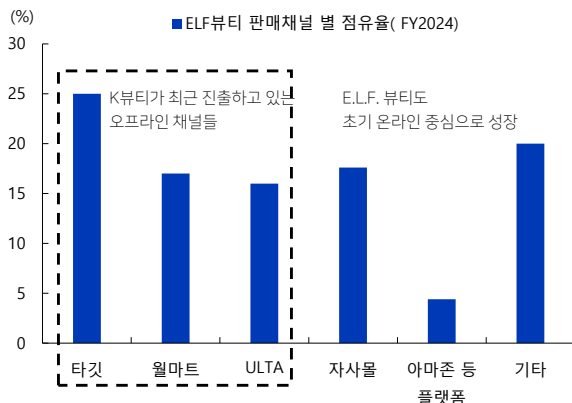
현재 K-뷰티의 향후 방향성을 예측하기 위해, 미국 중저가 화장품 시장을 선도하고 있는 E.L.F. 뷰티 사례를 살펴볼 필요가 있다. E.L.F. 뷰티는 2004년 6월 미국에 론칭된 브랜드로, 이름은 Eyes, Lips, Face의 약자에서 유래했다. E.L.F.는 평균 1달러라는 저렴한 가격에 고품질 메이크업 제품을 제공한다는 전략으로 시장에 진입했다. 특히, 아이/립/파운데이션 등 색조 중심 제품에서 경쟁력을 확보하며 빠르게 성장했다.

1) 대형마트 채널도 매력적이에요. (타깃, 월마트)

최근 K-뷰티가 미국 오프라인 시장을 진출하면서 ULTA, Sephora 등 뷰티 유통 채널 입점 소식에 주목하고 있지만, E.L.F. 뷰티의 성장 히스토리를 보면 타깃, 월마트 등 대형마트 기반의 리테일 채널 역시 매우 중요하다. E.L.F. 뷰티는 2004년 6월 설립 이후 자사몰을 통해 DTC 중심 판매 전략을 펼쳤다. 이후 2010년 처음으로 타깃을 통해 오프라인 채널에 진출했고, 이후 2년 만에 월마트, Kmart, Dollar General, Walgreens 등 다양한 오프라인 채널로 유통망을 확대했다. 이후 2017년에는 ULTA에 공식 입점하며 뷰티 전문 유통 채널로 진입했다.

FY2024 기준 E.L.F. 뷰티 채널별 매출 비중을 살펴보면, 타깃 25%, 월마트 17%, ULTA 16%, 자사몰 18%, 아마존 등 온라인 플랫폼 4%, 기타 20%으로 추산된다. E.L.F.도 처음에는 자사몰 중심으로 성장해왔지만, 현재 오프라인 마트 채널이 50% 이상 매출을 차지하는 것으로 파악된다. 대형마트 채널은 ULTA나 Sephora 대비 입점 장벽이 낮은 편이며, 미국 대형 마트 유통사들 또한 뷰티 카테고리 확대에 적극적인 모습을 보이고 있다. 가령, 타깃은 2025년 2,000개 신규 SKU와 약 50개 신규 브랜드를 추가하며 뷰티 카테고리를 대폭 확장했다.

[도표 18] E.L.F. 뷰티 채널별 매출 비중



자료: Quantiwise, 교보증권 리서치센터

[도표 19] E.L.F. 연도별 입점 채널

연도	판매 채널 상세
2004~2010	자사몰
2010	타깃 일부 입점
2012	월마트, Kmart, Dollar General, Walgreens 입점
2017	ULTA 입점

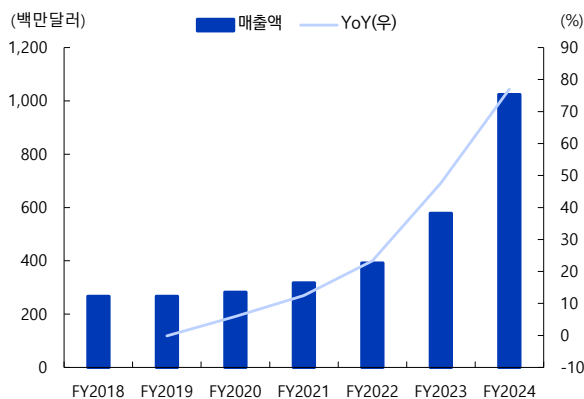
자료: E.L.F., 교보증권 리서치센터

2) E.L.F.는 틱톡 마케팅의 원조

E.L.F. 뷰티는 뛰어난 가성비로 미국 시장에서 인지도를 쌓았지만, 폭발적인 성장세는 2019~2020년부터 시작됐다. E.L.F.는 FY2020을 기점으로 공식적으로 디지털 마케팅 중심의 전략으로 전환했다. 2019년 2월 E.L.F.는 22개 오프라인 독립 매장을 폐점하고, 틱톡을 중심으로 한 마케팅 활동에 집중했다.

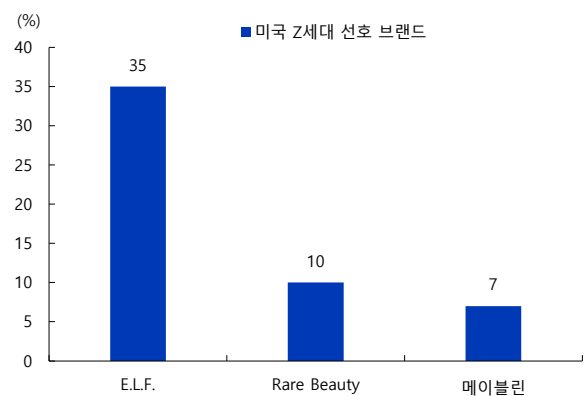
당시 틱톡은 미국에서 가장 급부상하던 신규 플랫폼이었지만, 이를 마케팅 채널로 활용하는 화장품 브랜드는 거의 없었다. 2019년 E.L.F.는 틱톡에서 오리지널 브랜드 송을 공개하고, #eyeslipsface 해시태그 챌린지를 전개하며 큰 주목을 받았다. 이에 따라 2019년 4분기~2020년 4분기 E.L.F.의 누적 조회수는 100억회를 돌파하며 큰 성공을 거뒀고, 틱톡 역사상 가장 성공적인 마케팅 사례 중 하나로 평가받고 있다. 특히, 브랜드가 오리지널 곡을 직접 제작하여 마케팅에 활용한 첫 사례로도 의미가 크다. 이 챌린지 이후 E.L.F.는 10대가 가장 선호하는 뷰티 브랜드 순위에서 기존 8위에서 2024년 1위로 급상승하며 틱톡 마케팅 효과를 입증했다.

[도표 20] E.L.F. 매출 성장률



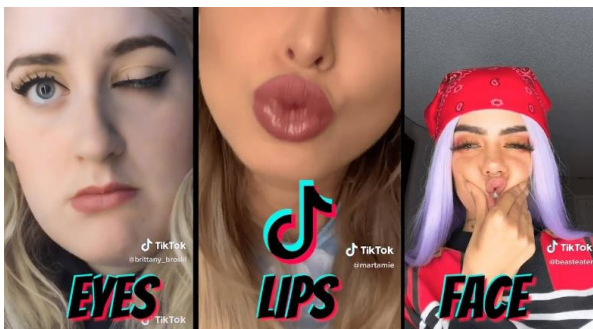
자료: E.L.F., 교보증권 리서치센터

[도표 21] 미국 Z세대 선호 브랜드



자료: Statista, 교보증권 리서치센터

[도표 22] E.L.F. 뷰티 채널별 매출 비중



자료: E.L.F., 교보증권 리서치센터

[도표 23] 미국 10대 선정 Top Cosmetics Brands

Rank	2018	2024
1	Tarte 13%	E.L.F 35%
2	Too Faced 9%	Rare Beauty 10%
3	Mac 7%	Maybeline 7%
4	Maybeline 7%	-
5	Anastasia Beverly Hills 6%	-

자료: Piper sandler, 교보증권 리서치센터

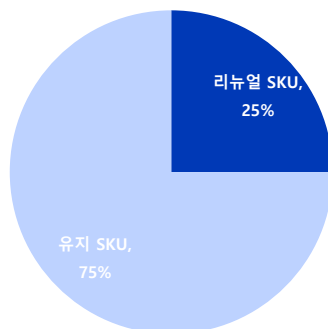
3) 트렌디함

E.L.F. 뷰티는 매년 SKU의 약 25%를 리뉴얼 하는 것으로 알려져 있으며, 신제품 개발부터 론칭까지 평균 20주로 매우 짧은 제품 개발 주기를 보유하고 있다. 가장 짧은 경우, 단 13주만에 제품을 출시한 사례도 있다. 이러한 민첩한 제품 사이클은 빠르게 변화하는 뷰티 트렌드에 발맞추는 데 있어 핵심 경쟁력으로 작용하고 있다.

또한, E.L.F.는 전체 매출의 80% 이상을 중국 OEM/ODM 업체를 통해 생산하고 있으며, 전체 임직원의 약 20%가 중국에 배치되어 있다. 이를 통해 트렌드에 기반한 제품을 빠르게 생산·출시할 수 있는 유연한 공급망과 가격 경쟁력을 동시에 확보하고 있다.

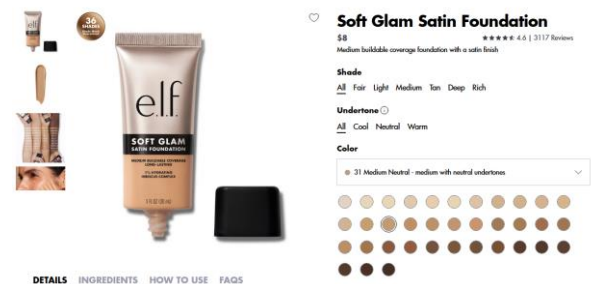
색조 부문에서도 트렌디함을 놓치지 않는다. 파운데이션 카테고리에서 36가지 이상의 폭넓은 색상 구성을 보유함으로써 다양한 인종과 피부 톤을 가진 소비자층을 아우르고 있다. 특히 미국 시장에서는 ‘다양성’이 핵심 가치로 자리잡은 만큼, 색상 다양성은 브랜드의 트렌디한 이미지 구축에 중요한 역할을 하고 있다.

[도표 24] E.L.F. 뷰티 채널별 매출 비중



자료: E.L.F., 교보증권 리서치센터

[도표 25] 다양한 색상 SKU를 보유한 파운데이션



자료: E.L.F., 교보증권 리서치센터



이 페이지는 편집상 공백입니다.

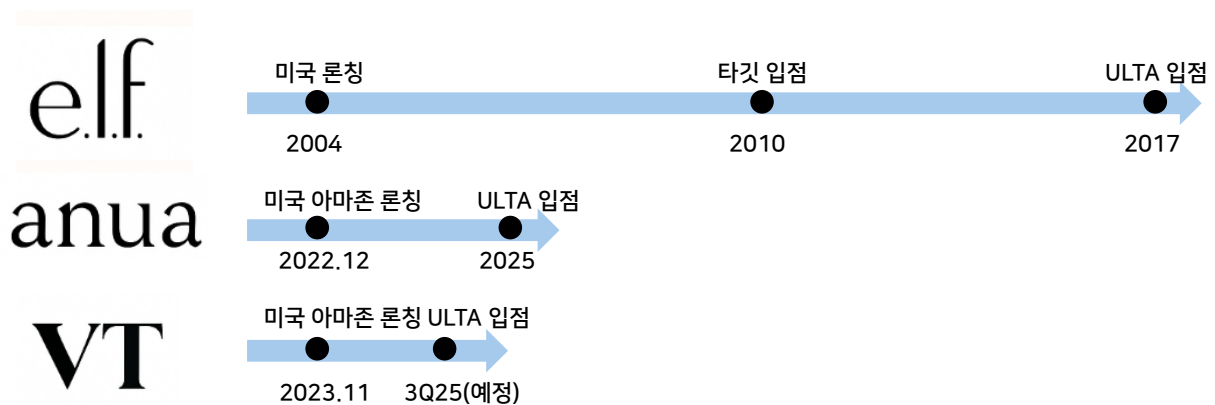
4-2. K-뷰티도 오프라인 진출! 틱톡 마케팅+트렌디함의 끝판 왕

위 사례들을 종합해볼 때, K-뷰티는 미국 시장에서 아직 확장 여력이 충분하다. 그 핵심 이유는 오프라인 유통 채널을 통한 진출이 이제 막 본격화되고 있다는 점이다. 앞서 E.L.F. 뷰티가 온라인으로 시작했지만, 이후 대형마트 채널 매출 비중이 50%이상을 확대된 것을 고려하면, K-뷰티 역시 유사한 경로를 따라갈 가능성이 높다.

작년까지 K-뷰티의 미국 내 주요 유통채널은 온라인, 특히 아마존 중심이었으며, 온라인 매출 비중은 약 70~80% 수준으로 추정된다. 반면, 미국 화장품 시장에서 오프라인 채널이 차지하는 비중은 약 80% 달하는 점을 고려할 때, K-뷰티가 오프라인 채널을 본격적으로 확대해 나간다면 성장 여력이 매우 크다고 할 수 있다.

또한, E.L.F.와 비교해 봤을 때, K-뷰티의 오프라인 진출 속도는 오히려 더 빠르다는 점도 주목할 만하다. E.L.F.는 2004년 론칭 후 약 6년이 지난 2010년에 Target을 통해 처음으로 오프라인 유통망에 진출했고, 그로부터 5년이 지난 2017년에 ULTA에 입점했다. 반면, K-뷰티의 대표 브랜드 아누아는 2022년 12월 미국 아마존에 진출했으며, 2025년 초 ULTA 전 점포 입점에 성공했다. 후발주자인 브이티 역시 2023년 11월 아마존 입점 후, 2025년 3분기 코스트코와 ULTA 오프라인 매장에 입점할 예정이다. 이처럼 주요 브랜드들이 불과 1~3년만에 빠른 성과를 내고 있는 점은 K-뷰티의 미국 내 성장 가능성을 더욱 높이고 있다.

[도표 26] E.L.F./아누아/브이티 미국 유통 채널 입점 히스토리



자료: 언론보도, 리서치센터

[도표 27] 주요 K-뷰티 브랜드 미국 오프라인 유통채널 입점 현황

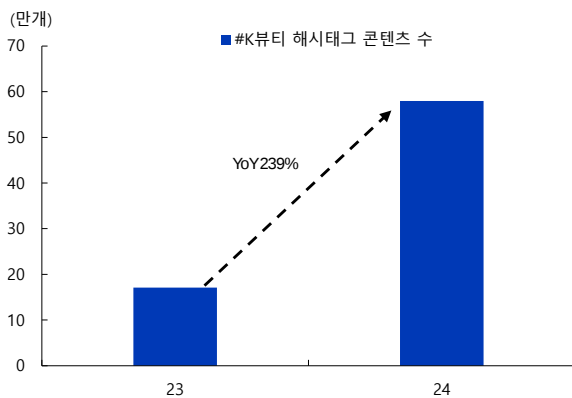
브랜드명	입점채널	점포수	입점 시기	비고
COSRX	코스트코	400 개	1Q24	3Q24 완료
COSRX	ULTA	전 점포	2019.4	
아누아	ULTA	전 점포	1Q25	전 점포
스킨 1004	ULTA	650 개	3Q24	
스킨 1004	코스트코	400 개	1Q25	
스킨 1004	TARGET	1,600 개	2025 년 내	
마녀공장	코스트코	300 개	3Q24	25 년 400 개로 확대
마녀공장	ULTA	470 개	3Q24	
믹순	코스트코	200 개	2024.10	
믹순	월마트	265 개	2025.1	뷰티스페이스
썸바이미	월마트	265 개	2025.1	뷰티스페이스
네오젠	월마트	265 개	2025.1	뷰티스페이스
에스트라	세포라	400 개	2025.2	
바이오던스	세포라	400 개	2025.3	
이니스프리	세포라	전 점포	2024 년 말	
라운드랩	ULTA	전 점포	2025 년 초	
토리든	ULTA	전 점포	2025 년 초	
메디힐	ULTA	-	2024.7	
조선미녀	Target	1,600 개	2025. 2	
조선미녀	코스트코	400 개	2025.2	
메디힐	ULTA		2024.10	
조선미녀	세포라	-	2025.8	예정
티르티르	ULTA	-	2025.8	예정
브이티	코스트코	-	3Q25	예정
브이티	ULTA	전 점포	3Q25	예정

자료: 언론보도, 교보증권 리서치센터

또한, K-뷰티는 틱톡 마케팅에 강점을 보이고 있다. K-뷰티가 최근 미국 시장에서 인지도를 빠르게 높일수 있었던 배경 역시 틱톡 마케팅의 성공에 기인한다. 스네일 댄스 챌린지, 흑인 인플루언서의 티르티르 파운데이션 리뷰 등 다양한 바이럴 콘텐츠를 통해 언어적 장벽을 허물고, 소비자와의 직관적인 소통에 성공한 것이다.

틱톡에 따르면 #K-Beauty 해시태그로 생성된 콘텐츠 수는 57만 9,440개(YoY 239%) 증가한 것으로 추산된다. 또한, 스페이트에 따르면, K스킨케어의 월 평균 인기지수(구글+틱톡)는 4,100으로 전년대비 184% 성장한 것으로 추산된다(구글 YoY 118%, 틱톡 YoY 193%). 이처럼 K-뷰티는 틱톡 중심의 디지털 콘텐츠 소비 트렌드에 효과적으로 대응하며, 미국 내 브랜드 확산의 기회를 빠르게 넓혀가고 있다.

[도표 28] K-뷰티 해시태그 콘텐츠 수



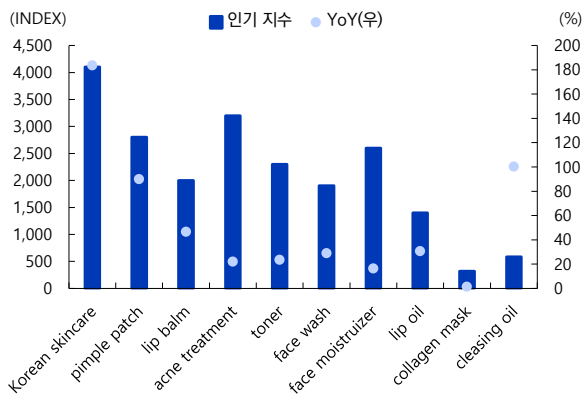
자료: YouTube 'MissDarcei', 교보증권 리서치센터

[도표 29] K 스킨케어의 월평균 인기지수



자료: aftership, 교보증권 리서치센터

[도표 30] 구글+틱톡 인기지수 및 YoY



자료: SPATE, 교보증권 리서치센터

[도표 31] 틱톡 내 K-뷰티 리뷰



자료: SPATE, 교보증권 리서치센터

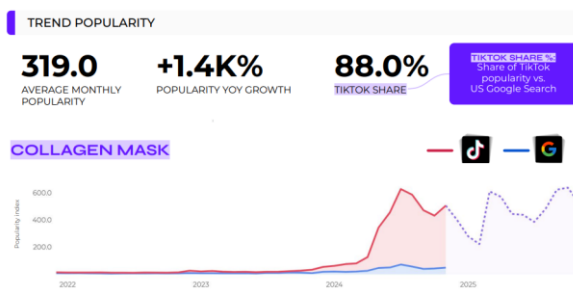
또한, K-뷰티는 글로벌 시장에서도 가장 트렌디한 산업으로 꼽힌다. 앞서 E.L.F.의 성공 요인 중 하나가 주기적인 리뉴얼 및 빠른 신제품 출시라는 점을 언급했는데, K-뷰티는 이보다도 더 빠른 속도로 제품을 선보이며 트렌드를 주도하고 있다. 이러한 K-뷰티의 민첩한 제품 개발은 글로벌 1위, 3위 ODM 기업인 코스맥스와 한국콜마가 든든한 조력자로 뒷받침하고 있기 때문이다.

참고로, 앞서 E.L.F. 뷰티가 평균 5개월 정도의 신제품 개발 주기를 지닌다고 언급했는데, 한국 ODM사의 리드타임은 훨씬 짧다. 신규 브랜드의 경우 론칭까지 6개월, 기존 고객의 라인업 추가는 3개월, 기존 고객의 재고 리오더는 단 2주면 가능하다. 이는 원브랜드샵 시기, H&B 채널 중심의 인디브랜드 시대를 거치며 쌓아온 경험이 반영된 결과로, 신제품 개발과 리뉴얼 측면에서 글로벌 최상위 수준이라 할 수 있다. 오랜 기간에 걸친 한국 ODM사들의 R&D 투자 역시 K-뷰티의 기술 경쟁력을 세계 최고 수준으로 끌어올렸다.

K-뷰티는 새로운 카테고리를 개척하는 데 있어서도 선두주자 역할을 해왔다. 마스크팩, 에어쿠션, BB 크림, CC크림 등은 모두 한국에서 최초로 개발되어 전세계로 확산된 대표적인 사례들이다. 최근 리프 샷, 슬리핑팩, 앰플, 선스틱, 콜라겐 마스크 등 혁신적인 제품들이 꾸준히 출시되며 글로벌 화장품 시장에서 K-뷰티의 위상을 강화하고 있다.

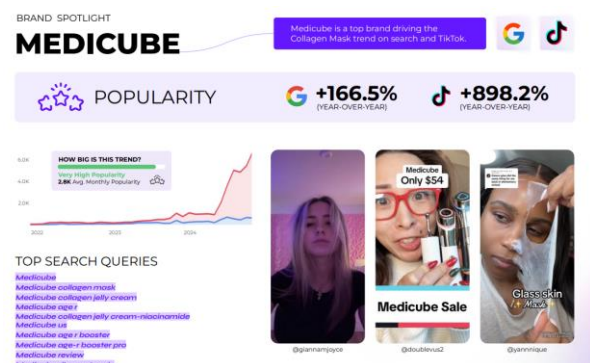
실제로, 세포라가 라네즈에 독점 계약을 체결한 배경에도 ‘립 슬리핑 마스크’라는 새로운 카테고리를 개척했다는 점이 크게 작용했다. 최근 미국 스킨케어 카테고리 내 인기가 많은 제품은 ‘콜라겐 마스크’이다. 스페이트에 따르면, 콜라겐 마스크의 월 평균 인기지수는 전년대비 1,400% 증가하며 빠르게 소비자 관심을 끌고 있다. 이 중 가장 인기있는 브랜드는 ‘메디큐브’인데, 메디큐브의 월 평균 인기지수는 2,800으로 구글에서 YoY 167%, 틱톡에서 YoY 898% 증가하며 폭발적인 성장세를 보이고 있다.

[도표 32] 콜라겐마스크 월평균 인기지수 추이



자료: Spate, 교보증권 리서치센터

[도표 33] 콜라겐마스크 대표, 메디큐브 월평균 인기지수 추이



자료: Spate, 교보증권 리서치센터



이 페이지는 편집상 공백입니다.

기업분석

기업명	기업코드	투자의견	제목
한국콜마	161890 KR	BUY (TP: 110,000)	Mr. SUN SHINE! 한국콜마의 여름이 온다
코스맥스	192820 KR	BUY (TP: 220,000)	여전히 우등생
에이피알	278470 KR	BUY (TP: 90,000)	APR(4 월)에는 APR 과 함께 하시죠!

Company Analysis

한국콜마 161890

Apr 15, 2024

Mr. SUN SHINE! 콜마의 여름이 온다

BUY

유지

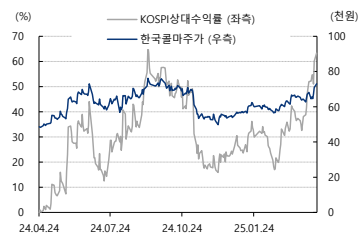
TP 110,000 원

유지

Company Data

현재가(04/14)	73,000 원
액면가(원)	500 원
52 주 최고가(보통주)	76,200 원
52 주 최저가(보통주)	47,950 원
KOSPI (04/14)	2,455.89p
KOSDAQ (04/14)	708.98p
자본금	118 억원
시가총액	17,232 억원
발행주식수(보통주)	2,361 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래량(60 일)	21.2 만주
평균거래대금(60 일)	142 억원
외국인지분(보통주)	34.78%
주요주주	
한국콜마홀딩스 외 23 인	26.59%
NIHON KOLMAR	11.77%

Price & Relative Performance



주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	10.4	5.0	46.0
상대주가	15.4	12.2	59.4

1Q25 Pre: 한국과 미국 순항 중

1분기 연결 매출액 및 영업이익은 각각 6.4천억원(YoY 12%), 523억원(YoY 61%)으로 시장 기대치 부합 전망

1) 한국 매출은 2.8천억원(YoY 13%), 영업이익 300억원(YoY 31%, OPM 10.7%) 전망. 인디브랜드 약진 중, 레거시 브랜드 중 일부는 YoY Flat으로 상대적으로 선방하고 있는 것으로 파악됨. 선케어는 3월부터 생산 중이며, 9월까지 선케어 제품 수주 문제없는 상황. 2) 중국 무석 매출은 380억원(YoY 10%), 영업이익 12억원 추정. 주력 고객사 1Q25 선케어 제품 주문 반등으로 매출/이익 개선. 이 외 고객사는 전반적으로 부진한 모습인 것으로 파악됨. 3) 미국 매출 210억원(YoY 200%), 영업이익 15억원(YoY 흑전) 추정. 전년 낮은 기저+신규 고객사 확보+환율 효과로 견조한 흐름 지속하고 있는 것으로 파악됨. 주력 고객사는 4분기 행사 기저로 매출 QoQ 감소하나, 4분기부터 신규 고객사 매출 확보로 상쇄할 전망. 또한, 2분기에도 신규 고객사 제품 생산 시작 예정. 미국 제2공장은 4~5월 본격 가동할 예정임. 미국 제2공장 디자인 캐파는 3천억원, 이니셜 캐파는 5~600억원 추산. 제품별 비중은 기초:선케어 6:4 수준 추산. 현재 제2공장이 확보한 고객사는 100곳으로 확인됨(1공장은 30개)

투자의견 BUY 및 목표주가 110,000원 유지

한국콜마에 대해 투자의견 BUY 및 목표주가 110,000원 유지. 올해 선케어 제품 위주 견조한 실적 이어나갈 것으로 기대함. 현재 트럼프 관세 불확실성 확대로 미국 내 K-뷰티 선케어 제품 비축 구매 증가 긍정적. 또한, 미국 제2공장 가동이 순항 중인 점도 긍정적임. 우호적인 환율과 더불어 우량 고객사 확보를 통해 연중으로 견조한 실적 흐름을 이어나갈 것으로 전망함. 또한, 작년 미국 제2공장 시설물 취득에 대한 영업외비용 이슈도 소멸됨에 따라 재평가 가능

Forecast earnings & Valuation

	2023.12	2024.12	2025.12E	2026.12E	2027.12E
매출액(십억원)	2,156	2,452	2,786	3,064	3,371
YoY(%)	15.5	13.7	13.6	10.0	10.0
영업이익(십억원)	136	194	255	288	327
OP 마진(%)	6.3	7.9	9.2	9.4	9.7
순이익(십억원)	25	125	142	190	218
EPS(원)	227	3,830	4,667	6,252	7,169
YoY(%)	흑전	1,588.1	21.8	34.0	14.7
PER(배)	236.2	14.4	15.6	11.7	10.2
PCR(배)	5.5	4.5	4.9	4.2	3.9
PBR(배)	1.9	1.6	1.9	1.7	1.5
EV/EBITDA(배)	12.2	10.3	9.4	8.3	7.3
ROE(%)	0.8	12.5	13.1	15.5	15.5



화장품/음식료 권우정

3771-9082

20240006@iprovest.com

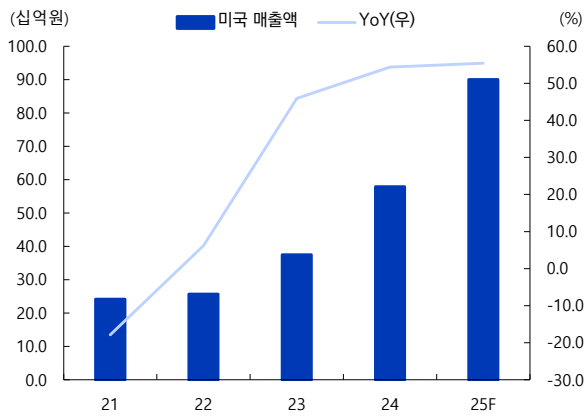
[도표 34] 한국콜마 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	23	24	25F
매출액	574.8	660.3	626.5	590.5	643.7	757.7	714.4	669.8	2,155.7	2,452.1	2,785.6
1. 한국	247.8	297.0	273.6	241.3	280.0	348.6	319.4	280.3	856.8	1,059.7	1,228.4
2. 중국	38.9	52.7	36.6	29.9	38.0	54.6	36.4	31.3	176.5	158.1	160.2
3. 미국	7.0	13.4	17.5	20.0	21.0	20.0	23.0	26.0	37.5	57.9	90.0
4. 캐나다	9.0	12.6	9.2	8.7	8.7	12.7	9.3	8.8	45.9	39.5	39.5
5. HK 이노엔	212.6	219.3	229.5	235.7	236.8	255.6	261.4	270.1	829.0	897.1	998.5
6. 연우	67.2	74.0	72.8	61.5	69.2	76.2	75.0	63.3	236.1	274.8	283.8
YoY	17.9%	10.1%	21.3%	7.0%	12.0%	14.8%	14.0%	13.4%	15.5%	13.7%	13.6%
1. 한국	22.8%	16.7%	47.0%	12.5%	13.0%	17.4%	16.7%	16.2%	18.2%	23.7%	15.9%
2. 중국	6.6%	-17.1%	-9.0%	-17.4%	-2.3%	3.5%	-0.7%	4.7%	37.0%	-10.4%	1.3%
3. 미국	7.7%	61.4%	54.9%	75.4%	200.0%	49.3%	31.4%	30.0%	45.9%	54.4%	55.4%
4. 캐나다	-25.0%	-11.9%	-12.4%	-4.4%	-3.3%	1.0%	1.0%	1.0%	-5.2%	-13.9%	0.0%
5. HK 이노엔	15.0%	7.3%	6.4%	5.2%	11.4%	16.5%	13.9%	14.6%	-2.1%	8.2%	11.3%
6. 연우	33.1%	17.1%	19.7%	-0.2%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	0.6%	16.4%	3.2%
영업이익	32.4	71.7	54.5	35.1	52.3	81.6	70.5	50.4	136.1	193.9	254.7
1. 한국	22.8	44.2	37.3	18.1	30.0	52.6	44.2	21.3	79.7	122.4	148.0
2. 중국	(0.9)	6.7	1.0	(1.5)	1.2	5.5	1.1	0.4	9.9	5.3	8.2
3. 미국	(2.5)	(1.3)	(3.4)	1.2	1.5	0.0	0.5	1.0	(9.5)	(6.0)	3.0
4. 캐나다	(2.1)	(0.9)	(1.8)	(2.1)	(2.1)	(1.0)	(0.8)	(0.8)	(1.8)	(6.9)	(4.7)
5. HK 이노엔	17.3	24.3	22.2	24.4	22.7	25.0	26.0	29.0	65.8	88.2	102.7
6. 연우	0.0	1.2	1.2	(1.0)	1.5	2.0	2.0	2.0	(0.2)	0.9	7.5
YoY	168.9%	28.9%	75.7%	-6.0%	61.2%	13.7%	29.2%	43.5%	85.8%	42.4%	31.4%
1. 한국	68.4%	27.4%	184.7%	-1.6%	31.4%	19.0%	18.4%	17.7%	15.4%	53.5%	20.9%
OPM	5.6%	10.9%	8.7%	6.0%	8.1%	10.8%	9.9%	7.5%	6.3%	7.9%	9.1%
1. 한국	9.2%	14.9%	13.6%	7.5%	10.7%	15.1%	13.8%	7.6%	9.3%	11.5%	12.1%
2. 중국	-2.3%	12.7%	2.7%	-5.0%	3.2%	10.1%	3.0%	1.3%	5.6%	3.4%	5.1%
3. 미국	-35.7%	-9.7%	-19.4%	6.0%	7.1%	0.0%	2.2%	3.8%	-25.3%	-10.4%	3.3%
4. 캐나다	-23.3%	-7.1%	-19.6%	-24.1%	-24.1%	-7.9%	-8.6%	-9.1%	-3.9%	-17.5%	-11.9%
5. HK 이노엔	8.1%	11.1%	9.7%	10.4%	9.6%	9.8%	9.9%	10.7%	7.9%	9.8%	10.3%
6. 연우	0.0%	1.6%	1.6%	-1.6%	2.2%	2.6%	2.7%	3.2%	-0.1%	0.3%	2.6%
세전이익	20.2	59.3	35.5	24.8	36.3	68.5	53.0	31.0	34.3	139.8	188.8
YoY	138.8%	35.6%	32.0%	-155.4%	79.2%	15.6%	49.5%	25.2%	102.3%	307.1%	35.1%
(지배)순이익	6.3	34.9	15.4	33.5	21.8	41.1	29.8	17.5	5.2	90.1	110.2
YoY	8.7%	0.2%	33.8%	-171.5%	243.8%	18.0%	93.9%	-47.9%	-123.6%	1634.9%	22.3%
NPM	1.1%	5.3%	2.5%	5.7%	3.4%	5.4%	4.2%	2.6%	0.2%	3.7%	4.0%

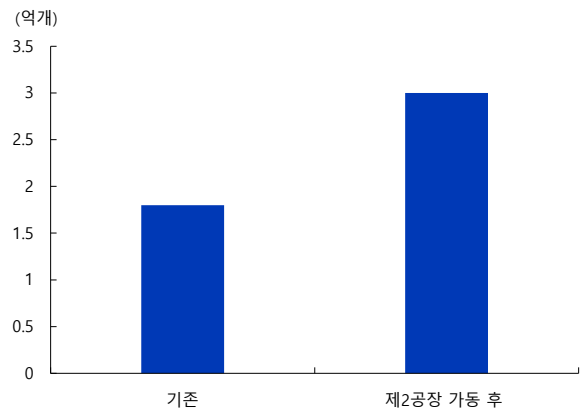
자료: 교보증권 리서치센터

[도표 35] 한국콜마 미국 법인 매출 성장률



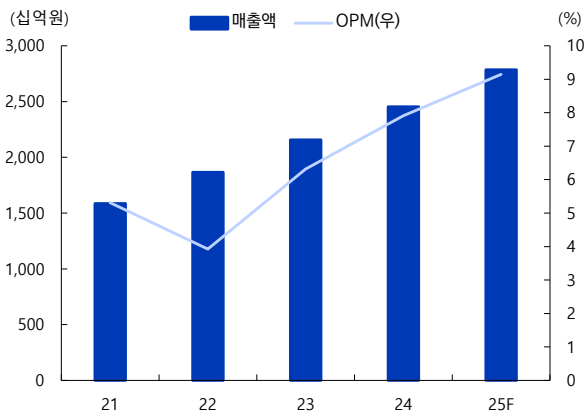
자료: 한국콜마, 교보증권 리서치센터

[도표 36] 한국콜마 미국 CAPA 예상



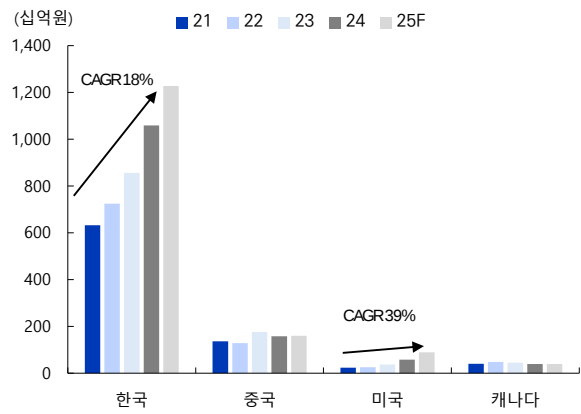
자료: 한국콜마, 교보증권 리서치센터

[도표 37] 한국콜마 연결 매출액 및 OPM 추이



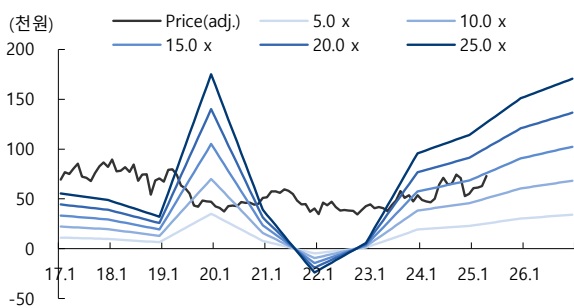
자료: 한국콜마, 교보증권 리서치센터

[도표 38] 한국콜마 지역별 매출액 추이



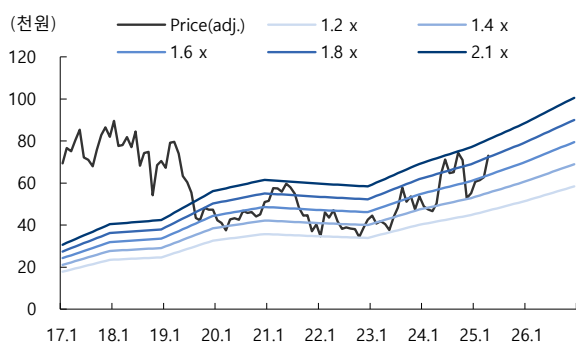
자료: 한국콜마, 교보증권 리서치센터

[도표 39] 12개월 Fwd P/E Band 차트



자료: 교보증권 리서치센터

[도표 40] 12개월 Fwd P/B Band 차트



자료: 교보증권 리서치센터

[한국콜마 161890]

포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	2,156	2,452	2,786	3,064	3,371
매출원가	1,578	1,753	1,992	2,191	2,410
매출총이익	578	699	794	873	961
매출총이익률 (%)	26.8	28.5	28.5	28.5	28.5
판매비와관리비	442	505	539	585	634
영업이익	136	194	255	288	327
영업이익률 (%)	6.3	7.9	9.1	9.4	9.7
EBITDA	230	286	357	401	450
EBITDA Margin (%)	10.7	11.7	12.8	13.1	13.4
영업외손익	-102	-54	-66	-35	-37
관계기업손익	3	12	12	12	12
금융수익	24	30	25	31	38
금융비용	-59	-54	-70	-66	-66
기타	-70	-42	-33	-12	-21
법인세비용차감전순이익	34	140	189	253	290
법인세비용	9	14	47	63	73
계속사업순이익	25	125	142	190	218
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	25	125	142	190	218
당기순이익률 (%)	1.2	5.1	5.1	6.2	6.5
비지배지분순이익	20	35	31	42	48
지배지분순이익	5	90	110	148	169
지배순이익률 (%)	0.2	3.7	4.0	4.8	5.0
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-11	-20	-17	-17	-17
포괄순이익	14	105	125	173	201
비지배지분포괄이익	16	30	36	50	58
지배지분포괄이익	-2	75	89	123	143

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

현금흐름표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	112	215	236	293	328
당기순이익	25	125	142	190	218
비현금항목의 가감	219	195	229	250	264
감가상각비	73	69	82	95	107
외환손익	0	-10	-5	-5	-5
자본법평가손익	-3	-1	-12	-12	-12
기타	149	137	164	173	174
자산부채의 증감	-76	-40	-51	-54	-56
기타현금흐름	-56	-64	-83	-94	-97
투자활동 현금흐름	-156	-205	-145	-163	-179
투자자산	1	4	14	14	14
유형자산	-107	-247	-180	-189	-198
기타	-50	38	21	11	6
재무활동 현금흐름	-8	-43	-1	-71	-67
단기차입금	-4	3	29	30	32
사채	-100	9	-25	-22	-20
장기차입금	125	29	3	3	3
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
현금배당	-17	-19	-17	-17	-17
기타	-13	-65	9	-65	-65
현금의 증감	-49	-29	178	169	208
기초 현금	220	171	142	320	489
기말 현금	171	142	320	489	697
NOPLAT	100	174	191	216	245
FCF	10	-22	62	86	114

자료: 한국콜마, 교보증권 리서치센터

재무상태표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	898	859	1,063	1,273	1,532
현금및현금성자산	171	142	320	489	697
매출채권 및 기타채권	324	294	312	331	350
재고자산	281	328	360	396	436
기타유동자산	123	95	71	57	49
비유동자산	2,111	2,268	2,331	2,393	2,454
유형자산	660	811	909	1,003	1,094
관계기업투자금	16	10	-4	-19	-33
기타금융자산	38	45	45	45	45
기타비유동자산	1,397	1,402	1,382	1,364	1,348
자산총계	3,009	3,127	3,394	3,666	3,986
유동부채	1,284	1,215	1,334	1,383	1,436
매입채무 및 기타채무	390	360	379	400	423
차입금	400	579	608	639	671
유동성채무	438	207	282	282	282
기타유동부채	56	68	65	63	61
비유동부채	307	406	377	352	330
차입금	139	60	63	66	69
사채	60	249	224	202	182
기타비유동부채	109	97	90	84	79
부채총계	1,591	1,621	1,711	1,735	1,766
지배지분	649	793	886	1,016	1,169
자본금	11	12	12	12	12
자본잉여금	262	295	295	295	295
이익잉여금	368	488	581	712	864
기타자본변동	0	0	0	0	0
비지배지분	770	713	797	914	1,051
자본총계	1,419	1,506	1,683	1,931	2,220
총차입금	1,088	1,139	1,213	1,219	1,229

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	227	3,830	4,667	6,252	7,169
PER	236.2	14.4	15.6	11.7	10.2
BPS	28,347	33,579	37,526	43,058	49,507
PBR	1.9	1.6	1.9	1.7	1.5
EBITDAPS	10,046	12,154	15,116	16,977	19,069
EV/EBITDA	12.2	10.3	9.4	8.3	7.3
SPS	94,212	104,272	118,010	129,811	142,792
PSR	0.6	0.5	0.6	0.6	0.5
CFPS	451	-928	2,627	3,652	4,820
DPS	600	720	720	720	720

재무비율

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
성장성					
매출액 증가율	15.5	13.7	13.6	10.0	10.0
영업이익 증가율	85.8	42.4	31.4	13.1	13.5
순이익 증가율	흑전	398.5	13.0	34.0	14.7
수익성					
ROIC	4.7	7.9	8.1	8.8	9.5
ROA	0.2	2.9	3.4	4.2	4.4
ROE	0.8	12.5	13.1	15.5	15.5
안정성					
부채비율	112.1	107.7	101.7	89.9	79.5
순차입금비율	36.1	36.4	35.7	33.2	30.8
이자보상배율	3.0	4.2	5.1	5.7	6.4

한국콜마 최근 2년간 목표주가 변동추이



최근 2년간 목표주가 및 괴리율 추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율		일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
2024.10.10	매수	110,000	(37.31)	(34.45)					
2024.11.11	매수	110,000	(40.74)	(34.45)					
2024.11.21	매수	110,000	(46.04)	(34.45)					
2025.01.16	매수	110,000	(46.05)	(34.45)					
2025.02.26	매수	110,000	(44.89)	(34.45)					
2025.04.15	매수	110,000							

자료: 교보증권 리서치센터

Compliance Notice

이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

이 조사항목은 당사 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 이 조사항목은 투자참고자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 이 조사항목의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.

당사 리서치센터 연구원은 고객에게 카카오톡 메신저 등으로 개별 접촉하지 않습니다. 당사 연구원 사칭 사기 등에 주의하시기 바랍니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 전일기준 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 추천종목은 전일기준 조사항목 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항

기준일자_2025.03.31

구분	Buy(매수)	Trading Buy(매수)	Hold(보유)	Sell(매도)
비율	96.5	2.8	0.7	0.0

[업종 투자의견]

Overweight(비중확대): 업종 펀더멘탈의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대
Underweight(비중축소): 업종 펀더멘탈의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대

Neutral(중립): 업종 펀더멘탈상의 유의미한 변화가 예상되지 않음

[기업 투자가간 및 투자등급] 향후 6개월 기준, 2015.6.1(Strong Buy 등급 삭제)

Buy(매수): KOSPI 대비 기대수익률 10%이상
Hold(보유): KOSPI 대비 기대수익률 -10~10%

Trading Buy: KOSPI 대비 10%이상 초과수익 예상되거나 불확실성 높은 경우
Sell(매도): KOSPI 대비 기대수익률 -10% 이하



이 페이지는 편집상 공백입니다.

Company Analysis



코스맥스 192820

Apr 15 2025

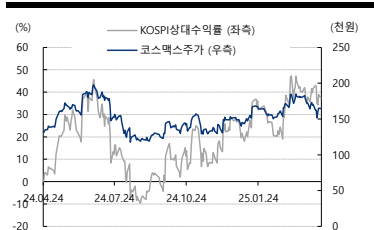
여전히 우등생

BUY 유지
TP 220,000 원 유지

Company Data

현재가(04/14)	164,600 원
액면가(원)	500 원
52 주 최고가(보통주)	197,800 원
52 주 최저가(보통주)	117,700 원
KOSPI (04/14)	2,455.89p
KOSDAQ (04/14)	708.98p
자본금	57 억원
시가총액	18,681 억원
발행주식수(보통주)	1,135 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래량(60 일)	7.3 만주
평균거래대금(60 일)	123 억원
외국인지분(보통주)	34.90%
주요주주	
코스맥스비티아 외 12 인	27.53%
국민연금공단	13.39%

Price & Relative Performance



주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-9.3	22.7	26.0
상대주가	-5.2	31.1	37.6



화장품/음식료 권우정

3771-9082

20240006@iprovest.com

1Q25 Pre: 견조한 국내 모멘텀

1분기 연결 매출액 및 영업이익을 각각 5.7천억원(YoY 9%), 465억원(YoY 2%)으로 추정. 국내는 여전히 견조한 흐름이나, 해외(미국/중국) 높은 기저로 부담 존재. 인도네시아 라마단 시점 차이 영향도 존재. 태국은 여전히 견조한 흐름.

1) 한국 매출 3.6천억원(YoY 15%), 영업이익 364억원(YoY 21%, OPM 10%) 추정. 롬앤/티르티르/더파운더즈 등 Top 고객사 매출 여전히 견조한 상황. Top 10 고객사 비중 50%으로 안정적인 수준 유지 중으로 파악됨. 1분기 증설로 CAPA 약 10~15% 증가, 증설분은 기초 70: 색조 30으로 파악됨. 2분기부터 선제품 매출 기여 본격화될 것으로 판단됨. 직수출 역시 글로벌 대형사 쿼터 대량 리오더 물량으로 견조한 상황. 2) 중국 매출은 YoY -5% 추정. 상해는 YoY -3%, 광저우 YoY -3% 추정. 상해는 전반적인 업황 회복 흐름으로 판단. 기존 고객사 주문 회복되는 가운데, 로코 프로젝트로 신규 고객사 유입으로 상대적으로 선방하는 실적 기록. 광저우는 잇센은 성장 중이지만, 광저우 별도 역성장 추정. 광저우 고객사 매출 회복 지연 중인 것으로 파악. 잇센 셀아웃 트렌드는 YoY 5~10% 성장 추정. 3) 미국 매출은 YoY -25% 추정. 매출 감소에 따라 이익도 감소할 것으로 추정. 4) 동남아 매출은 YoY 39% 추정. 인도네시아는 YoY 15%, 태국 YoY 100% 추정. 인니는 라마단 기간(24년 3~4월 Vs. 25년 3월) 시점 차이 영향으로 성장률 다소 둔화. 태국은 선제품 수주 증가로 매출 견조, 이익률도 믹스 개선+매출 증가로 성장 전망.

투자의견 BUY 및 목표주가 220,000원 유지

2025년 연결 매출액 및 영업이익 각각 2.5조원(YoY 15%), 2.2천억원 (YoY 24%) 전망. 국내는 인디+직수출 견조할 것으로 전망. 동남아는 화장품 업황 호조와 독점적 시장 지배력 기대. 중국도 실적 바닥 통과 판단. 올해 2분기부터 국내 인디+글로벌 고객사 선제품 매출 본격화 기대.

Forecast earnings & Valuation

	2023.12	2024.12	2025.12E	2026.12E	2027.12E
매출액(십억원)	1,777	2,166	2,491	2,740	3,014
YoY(%)	11.1	21.9	15.0	10.0	10.0
영업이익(십억원)	116	175	217	252	286
OP 마진(%)	6.5	8.1	8.7	9.2	9.5
순이익(십억원)	38	88	125	148	169
EPS(원)	5,034	7,560	10,467	12,357	14,153
YoY(%)	174.1	50.2	38.5	18.1	14.5
PER(배)	25.1	19.7	15.7	13.3	11.6
PCR(배)	6.6	6.2	5.6	5.1	4.6
PBR(배)	4.0	3.6	3.3	2.7	2.3
EV/EBITDA(배)	9.8	8.9	7.9	6.7	5.8
ROE(%)	12.1	20.5	22.9	22.5	21.5

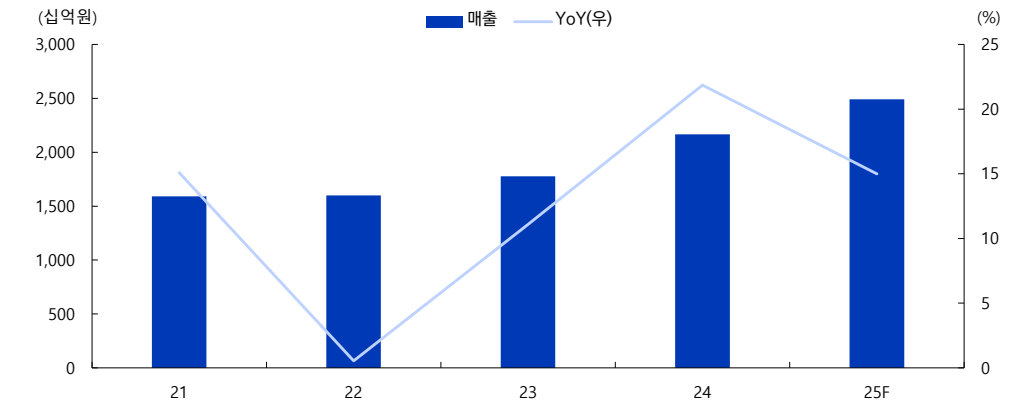
[도표 41] 코스맥스 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	23	24	25F
매출액	526.8	551.5	529.8	558.0	573.4	642.0	622.1	653.6	1,777.5	2,166.1	2,491.1
1. 한국	315.4	348.2	347.8	346.3	362.7	417.8	417.4	415.6	1,057.5	1,357.7	1,613.5
2. 중국	157.4	147.6	114.4	155.0	150.2	157.4	122.5	159.6	547.4	574.4	589.7
3. 미국	38.8	36.0	32.5	29.8	29.0	28.8	33.5	30.7	139.9	137.1	122.0
4. 동남아	33.4	36.2	43.4	44.0	46.5	52.3	62.4	62.8	111.4	157.0	223.9
YoY	30.6%	15.1%	15.6%	27.8%	8.8%	16.4%	17.4%	17.1%	11.1%	21.9%	15.0%
1. 한국	29.6%	25.1%	20.8%	39.7%	15.0%	20.0%	20.0%	20.0%	23.8%	28.4%	18.8%
2. 중국	28.6%	-4.0%	-7.5%	5.1%	-4.6%	6.6%	7.1%	3.0%	-0.5%	4.9%	2.7%
3. 미국	43.2%	-5.5%	-11.9%	-21.2%	-25.3%	-20.0%	3.0%	3.0%	-16.4%	-2.0%	-11.0%
4. 동남아	37.4%	31.6%	44.7%	48.6%	39.2%	44.3%	43.7%	42.6%	28.2%	40.9%	42.6%
영업이익	45.5	46.7	43.4	39.8	46.5	54.7	60.1	56.0	115.7	175.4	217.3
1. 한국	30.1	34.5	39.5	34.6	36.4	42.7	48.7	42.8	86.7	138.7	170.5
2. 해외/기타	15.4	12.2	3.9	5.2	10.1	12.1	11.4	13.2	29.0	36.7	46.8
YoY	229.1%	1.4%	30.4%	76.8%	2.3%	17.2%	38.4%	40.6%	117.9%	51.6%	23.9%
1. 한국	131.5%	13.5%	53.1%	97.7%	21.0%	23.6%	23.2%	23.6%	102.3%	60.0%	22.9%
2. 해외/기타	1791.1%	-22.0%	-47.9%	4.0%	-34.3%	-1.1%	191.9%	153.2%	182.8%	26.6%	27.6%
OPM	8.6%	8.5%	8.2%	7.1%	8.1%	8.5%	9.7%	8.6%	6.5%	8.1%	8.7%
1. 한국	9.5%	9.9%	11.4%	10.0%	10.0%	10.2%	11.7%	10.3%	8.2%	10.2%	10.6%
2. 해외/기타	7.3%	6.0%	2.1%	2.7%	4.8%	5.4%	5.6%	5.6%	4.0%	4.5%	5.3%
세전이익	33.9	51.7	22.6	29.5	38.4	52.2	57.3	44.4	84.2	137.6	192.4
YoY	244.6%	38.1%	-15.9%	191.7%	13.5%	1.0%	153.8%	50.7%	1265.1%	63.4%	39.8%
(지배)순이익	19.2	29.2	21.1	7.3	23.7	32.3	35.4	27.4	57.1	76.8	118.8
YoY	187.0%	-4.0%	38.2%	53.8%	23.4%	10.4%	68.0%	275.3%	174.1%	34.5%	54.6%
NPM	3.7%	5.3%	4.0%	1.3%	4.1%	5.0%	5.7%	4.2%	3.2%	3.5%	4.8%

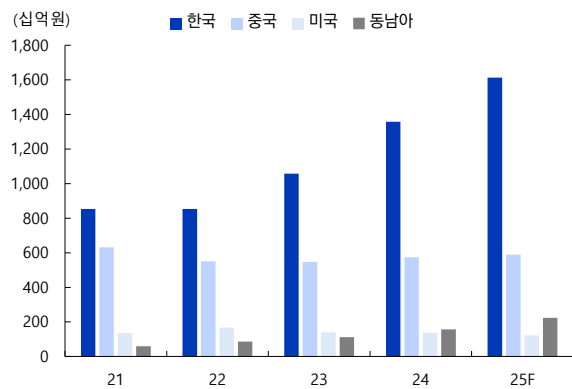
자료: 교보증권 리서치센터

[도표 42] 코스맥스 매출액 추이



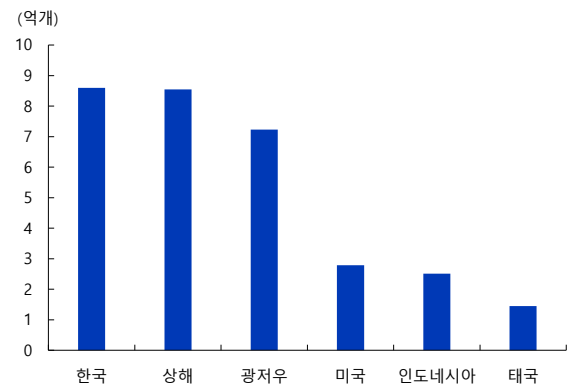
자료: 코스맥스, 교보증권 리서치센터

[도표 43] 주요 지역별 매출액 추이



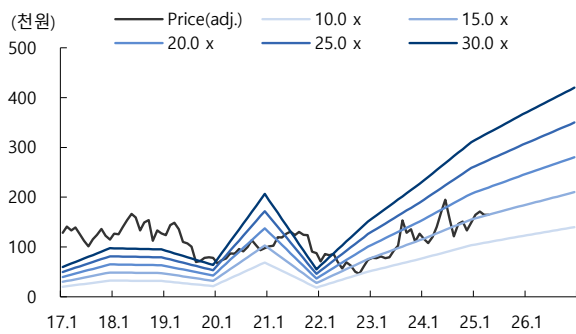
자료: 코스맥스, 교보증권 리서치센터

[도표 44] 지역별 CAPA 현황



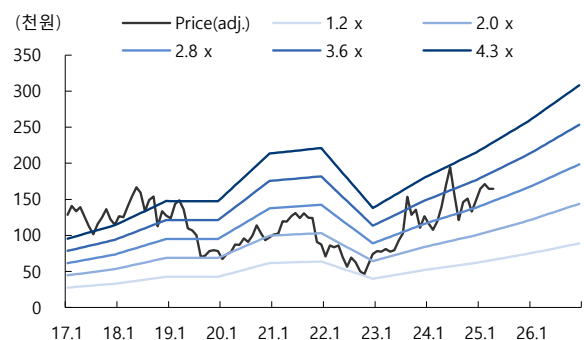
자료: 언론보도, 교보증권 리서치센터

[도표 45] 12개월 Fwd P/E Band 차트



자료: 교보증권 리서치센터

[도표 46] 12개월 Fwd P/B Band 차트



자료: 교보증권 리서치센터

[코스맥스 192820]

포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	1,777	2,166	2,491	2,740	3,014
매출원가	1,484	1,748	2,010	2,211	2,432
매출총이익	294	418	481	529	582
매출총이익률 (%)	16.5	19.3	19.3	19.3	19.3
판매비와관리비	178	243	243	243	243
영업이익	116	175	217	252	286
영업이익률 (%)	6.5	8.1	8.7	9.2	9.5
EBITDA	175	244	288	326	364
EBITDA Margin (%)	9.9	11.3	11.6	11.9	12.1
영업외손익	-31	-38	-25	-25	-26
관계기업손익	-2	0	0	0	0
금융수익	21	47	34	38	42
금융비용	-44	-68	-70	-73	-77
기타	-6	-17	10	10	9
법인세비용차감전순이익	84	138	192	227	260
법인세비용	46	49	67	79	91
계속사업순이익	38	88	125	148	169
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	38	88	125	148	169
당기순이익률 (%)	2.1	4.1	5.0	5.4	5.6
비지배지분순이익	-19	3	6	7	8
지배지분순이익	57	86	119	140	161
지배순이익률 (%)	3.2	4.0	4.8	5.1	5.3
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-9	32	31	31	31
포괄순이익	29	120	156	179	200
비지배지분포괄이익	-22	4	5	5	6
지배지분포괄이익	51	117	152	174	194

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

현금흐름표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	231	73	196	243	281
당기순이익	38	88	125	148	169
비현금항목의 가감	161	186	213	228	243
감가상각비	56	64	67	71	75
외환손익	2	-13	-3	-3	-3
자본법평가손익	2	0	0	0	0
기타	102	135	149	160	171
자산부채의 증감	79	-127	-35	-14	-1
기타현금흐름	-47	-74	-107	-119	-131
투자활동 현금흐름	-105	-160	-91	-100	-105
투자자산	-20	-5	0	0	0
유형자산	-86	-165	-100	-105	-110
기타	2	10	9	5	5
재무활동 현금흐름	-39	68	39	11	20
단기차입금	-34	36	71	37	40
사채	28	18	-7	-6	-5
장기차입금	39	74	4	5	5
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
현금배당	0	-6	-26	-26	-26
기타	-72	-55	-3	1	6
현금의 증감	88	-1	150	148	152
기초 현금	169	257	256	407	555
기말 현금	257	256	407	555	707
NOPLAT	52	113	141	164	186
FCF	104	-111	77	119	152

자료: 코스맥스, 교보증권 리서치센터

재무상태표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	822	943	1,121	1,292	1,444
현금및현금성자산	257	256	407	555	707
매출채권 및 기타채권	283	357	372	381	380
재고자산	218	257	275	289	289
기타유동자산	64	72	68	68	68
비유동자산	735	991	1,034	1,099	1,216
유형자산	547	778	811	845	881
관계기업투자금	36	1	1	1	1
기타금융자산	45	55	55	55	55
기타비유동자산	107	157	167	197	279
자산총계	1,557	1,934	2,155	2,391	2,660
유동부채	989	1,114	1,216	1,300	1,382
매입채무 및 기타채무	365	368	369	381	381
차입금	403	464	536	573	613
유동성채무	35	45	59	76	99
기타유동부채	187	237	253	270	290
비유동부채	209	311	331	360	401
차입금	59	149	153	158	163
사채	48	39	31	26	21
기타비유동부채	103	123	146	177	218
부채총계	1,199	1,425	1,547	1,660	1,784
지배지분	363	473	566	680	815
자본금	6	6	6	6	6
자본잉여금	29	28	28	28	28
이익잉여금	313	384	476	590	725
기타자본변동	0	0	0	0	0
비지배지분	-4	35	42	51	61
자본총계	359	509	608	731	876
총차입금	581	732	812	864	925

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	5,034	7,560	10,467	12,357	14,153
PER	25.1	19.7	15.7	13.3	11.6
BPS	31,941	41,711	49,879	59,937	71,791
PBR	4.0	3.6	3.3	2.7	2.3
EBITDAPS	15,430	21,517	25,384	28,722	32,035
EV/EBITDA	9.8	8.9	7.9	6.7	5.8
SPS	156,614	190,853	219,486	241,435	265,578
PSR	0.8	0.8	0.7	0.7	0.6
CFPS	9,153	-9,755	6,778	10,467	13,419
DPS	500	2,300	2,300	2,300	2,300

재무비율

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
성장성					
매출액 증가율	11.1	21.9	15.0	10.0	10.0
영업이익 증가율	117.9	51.6	23.9	16.0	13.6
순이익 증가율	흑전	133.9	41.4	18.1	14.5
수익성					
ROIC	6.9	13.0	13.3	14.7	16.2
ROA	3.9	4.9	5.8	6.2	6.4
ROE	12.1	20.5	22.9	22.5	21.5
안정성					
부채비율	334.3	280.0	254.2	227.1	203.7
순차입금비율	37.3	37.9	37.7	36.1	34.8
이자보상배율	3.6	3.9	4.3	4.7	5.0

코스맥스 최근 2년간 목표주가 변동추이



최근 2년간 목표주가 및 괴리율 추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율		일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
2024.10.10	매수	200,000	(28.13)	(21.40)					
2024.11.12	매수	200,000	(29.56)	(21.40)					
2024.11.21	매수	200,000	(30.62)	(1.10)					
2024.01.16	매수	200,000	(26.45)	(15.90)					
2025.02.24	매수	220,000	(21.53)	(15.95)					
2025.04.15	매수	220,000							

자료: 교보증권 리서치센터

Compliance Notice

이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

이 조사자료는 당사 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 이 조사자료는 투자참고자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 이 조사자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.

당사 리서치센터 연구원은 고객에게 카카오톡 메신저 등으로 개별 접촉하지 않습니다. 당사 연구원 사칭 사기 등에 주의하시기 바랍니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 전일기준 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 추천종목은 전일기준 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항

기준일자_2025.03.31

구분	Buy(매수)	Trading Buy(매수)	Hold(보유)	Sell(매도)
비율	96.5	2.8	0.7	0.0

[업종 투자의견]

Overweight(비중확대): 업종 펀더멘탈의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대
Underweight(비중축소): 업종 펀더멘탈의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대

Neutral(중립): 업종 펀더멘탈상의 유의미한 변화가 예상되지 않음

[기업 투자가간 및 투자등급] 향후 6개월 기준, 2015.6.1(Strong Buy 등급 삭제)

Buy(매수): KOSPI 대비 기대수익률 10%이상
Hold(보유): KOSPI 대비 기대수익률 -10~10%

Trading Buy: KOSPI 대비 10%이상 초과수익 예상되나 불확실성 높은 경우
Sell(매도): KOSPI 대비 기대수익률 -10% 이하



이 페이지는 편집상 공백입니다.

Company Analysis

에이피알 278470

Apr 15, 2025

APR(4월)에는 APR과 함께 하시죠!

BUY

신규

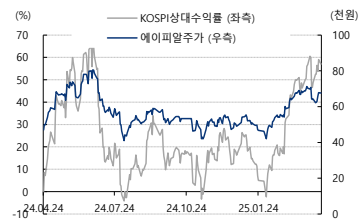
TP 90,000 원

신규

Company Data

현재가(04/14)	67,600 원
액면가(원)	100 원
52 주 최고가(보통주)	80,500 원
52 주 최저가(보통주)	41,000 원
KOSPI (04/14)	2,455.89p
KOSDAQ (04/14)	708.98p
자본금	38 억원
시가총액	25,175 억원
발행주식수(보통주)	3,734 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래량(60 일)	50.1 만주
평균거래대금(60 일)	335 억원
외국인지분(보통주)	18.27%
주요주주	
김병훈 외 3 인	33.40%
국민연금공단	8.57%

Price & Relative Performance



주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	0.3	24.0	40.0
상대주가	4.8	32.5	52.8



화장품/음식료 권우정

3771-9082

20240006@iprovest.com

1Q25 Pre: 지금은 레버리지 구간!

1분기 연결 매출액 및 영업이익을 각각 2.6천억원(YoY 72%), 461억원(YoY 66%)으로 추정. 1)한국 매출액은 YoY -8% 추정. 의류 사업 축소 영향으로 매출 감소. 뷰티 디바이스와 화장품은 4분기 대비 유사~소폭 감소 추정. 2)미국 매출액 908억원(YoY 267%) 추정. 1~2월 아마존 판매량 견조한 가운데, 3월 역시 아마존 빅 스프링 세일 효과로 판매 견조했던 것으로 파악됨. 지난 4분기 블랙프라이데이로 높은 기저에도 불구하고, 많은 제품들이 QoQ 큰 폭 성장하는 트렌드를 기록 중. 3)일본 매출액 212억원(YoY 116%) 추정. 1분기 메가와리 성과 긍정적이었던 것으로 파악됨. 메가와리 판매 기준 Top 10 내 2,3,5위 기록 긍정적. 4) B2B 매출액 441억원(YoY 219%) 추정. 유럽, 중동 등 지역적 확장 지속 긍정적.

불수록 매력적인 에이피알

투자포인트 ① 미국: 진출 초기+트래픽 최고 수준. 메디큐브의 월 평균 아마존 검색 트래픽은 30만건으로 아누아(15만건), 라네즈(13만건), 조선크미(10만건)으로 최근 K-뷰티를 주도한 브랜드 대비 높은 수준임. 2Q24까지만 하더라도 동사의 미국 매출의 80% 이상은 자사몰 매출이었으며, 3Q24부터 아마존/틱톡샵 진출을 본격화한 만큼 미국 사업은 초기 단계로 확장 여력 큼. 투자포인트 ② 연이은 히트 제품 출시. 4/14 기준 아마존 뷰티 카테고리 내 메디큐브는 15위 제로페드, 51위 콜라겐 마스크, 90위 콜라겐 젤리 크림 랭크 중. 스페이트에 따르면, 2024년 스킨케어 주요 트렌드는 콜라겐 마스크이며, 메디큐브의 해당 제품은 아마존과 틱톡을 중심으로 폭발적인 인기를 얻는 중

투자의견 BUY 및 목표주가 90,000원으로 커버리지 개시

에이피알에 대해 투자의견 BUY 및 목표주가 90,000원으로 커버리지 개시 유지. 목표주는 12개월 Fwd EPS에 Target P/E 20배를 적용해 산출. 에이피알은 K-뷰티 브랜드사 중 최근 해외에서 가장 두각을 나타내고 있으며, 해외 확장 초입 단계에 위치한 매력적인 종목임. 특히, 지금까지 K-뷰티 수출을 이끌던 주요 브랜드사들이 대부분 비상장사였던 점을 감안하면, 마침내 투자 가능한 상장사가 등장했다는 점에서 더욱 주목할 만한

Forecast earnings & Valuation

	2023.12	2024.12	2025.12E	2026.12E	2027.12E
매출액(십억원)	524	723	1,059	1,204	1,385
YoY(%)	31.7	38.0	46.5	13.7	15.0
영업이익(십억원)	104	123	192	229	270
OP 마진(%)	19.8	17.0	18.1	19.0	19.5
순이익(십억원)	82	108	161	190	223
EPS(원)	11,244	2,842	4,312	5,094	5,970
YoY(%)	166.3	-74.7	51.7	18.1	17.2
PER(배)	0.0	17.6	15.7	13.3	11.3
PCR(배)	0.0	11.7	11.2	10.0	8.9
PBR(배)	0.0	5.9	5.2	3.7	2.8
EV/EBITDA(배)	0.0	12.9	11.7	9.6	7.8
ROE(%)	54.9	41.3	39.9	32.8	28.4

[도표 47] 에이피알 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	23	24	25F
매출액	148.9	155.5	174.1	244.2	256.2	265.5	266.1	270.8	523.8	722.8	1,058.6
1. 한국	82.8	78.4	73.9	88.0	76.5	79.9	75.7	74.4	318.6	323.1	306.6
2. 미국	24.7	24.9	39.6	69.0	90.8	93.6	96.5	99.6	67.9	158.3	380.5
3. 일본	9.8	9.4	15.2	17.7	21.2	23.1	23.5	25.0	33.2	52.2	92.8
4. 중국	7.6	10.0	5.3	4.6	5.0	5.0	5.0	5.0	36.9	27.5	20.0
5. 홍콩	10.1	13.2	16.5	20.7	18.5	18.5	18.5	18.5	32.5	60.5	74.0
6. B2B	13.8	19.5	23.7	44.2	44.1	45.5	46.8	48.2	34.8	101.2	184.6
YoY	21.9%	21.8%	42.8%	60.6%	72.0%	70.8%	52.8%	10.9%	31.7%	38.0%	46.5%
1. 한국	-1.5%	-5.7%	12.3%	2.9%	-7.6%	1.9%	2.5%	-15.4%	25.4%	1.4%	-5.1%
2. 미국	196.0%	108.8%	123.3%	130.7%	267.0%	275.4%	143.8%	44.4%	127.3%	133.0%	140.4%
3. 일본	16.1%	13.2%	78.6%	125.0%	116.3%	144.9%	54.8%	41.2%	-11.1%	57.2%	78.0%
4. 중국	6.2%	41.1%	-59.3%	-51.6%	-34.6%	-49.9%	-5.7%	8.4%	65.8%	-25.3%	-27.4%
5. 홍콩	56.5%	47.2%	93.2%	142.5%	83.2%	40.2%	12.5%	-10.7%	22.8%	86.2%	22.4%
6. B2B	80.8%	139.3%	184.0%	315.6%	219.2%	132.7%	97.5%	9.2%	25.1%	191.0%	82.4%
영업이익	27.8	28.0	27.2	39.7	46.1	48.3	47.6	50.1	104.2	122.7	192.2
YoY	19.7%	13.0%	24.6%	15.5%	66.1%	72.5%	74.8%	26.2%	165.6%	17.8%	56.6%
OPM	18.6%	18.0%	15.6%	16.3%	18.0%	18.2%	17.9%	18.5%	19.9%	17.0%	18.2%
세전이익	30.4	28.8	26.4	47.6	48.7	49.4	47.1	58.6	105.8	133.3	203.8
YoY	28.2%	16.6%	13.7%	39.5%	60.5%	71.2%	78.0%	23.0%	171.9%	26.0%	52.9%
(지배)순이익	24.1	24.1	16.0	43.4	38.5	39.0	37.2	46.3	81.5	107.6	161.0
YoY	18.7%	28.4%	-12.9%	80.0%	59.8%	61.9%	132.3%	6.7%	172.2%	31.9%	49.6%
NPM	16.2%	15.5%	9.2%	17.8%	15.0%	14.7%	14.0%	17.1%	15.6%	14.9%	15.2%

자료: 교보증권 리서치센터

[도표 48] 스킨케어 인기 제품 Top 키워드

Trend	Popularity Index	Popularity Level	Search Volume (Monthly)	YoY Growth (%)
collagen mask	319	high	3600	1,400
centella ampoule	26	low	269	726.8
turmeric kojic acid soap	80	medium	845	697.3
overnight face mask	75	medium	780	672.5
korean face mask	80	medium	771	416.9
calming cream	21	low	195	339
peptide lip treatment	59	medium	544	336.3
beef tallow skincare	63	medium	542	251.9
korean skincare	4100	very high	31600	183.7
blackhead strips	245	high	1800	160.3

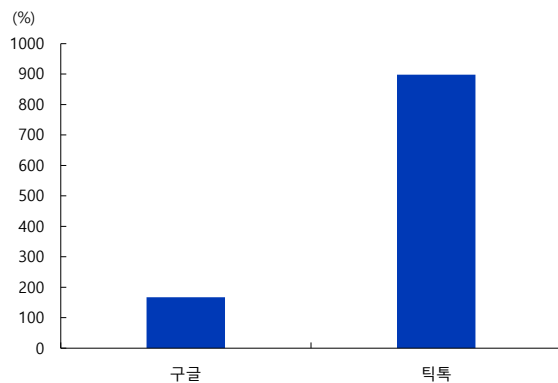
자료: 언론보도, 교보증권 리서치센터

[도표 49] 콜라겐 마스크 카테고리 내 메디큐브 검색량&조회수(구글/틱톡)

브랜드(구글)	검색량(구글)	브랜드(틱톡)	조회 수(틱톡)	브랜드(구글)
Medicube	12,000	#medicube	2,200,000	Medicube
Biodance	8,500	#sungbooneditor	147,900	Biodance
Mario badescu	1,400	#biodance	93,200	Mario badescu
overnight face mask	75	medium	780	672.5
korean face mask	80	medium	771	416.9
calming cream	21	low	195	339
peptide lip treatment	59	medium	544	336.3
beef tallow skincare	63	medium	542	251.9
korean skincare	4100	very high	31600	183.7
blackhead strips	245	high	1800	160.3

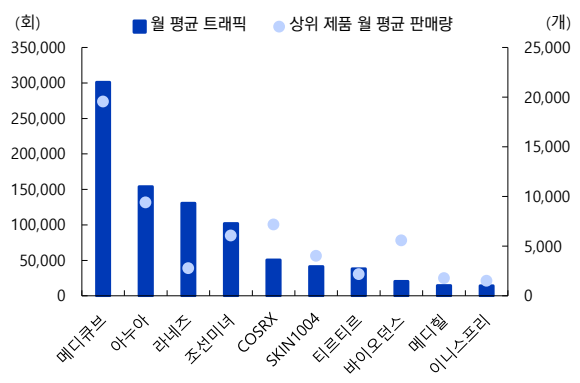
자료: 언론보도, 교보증권 리서치센터

[도표 50] 메디큐브 인기지수 YoY 성장률



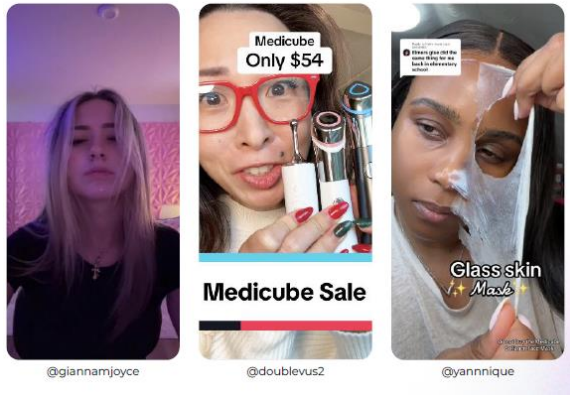
자료: 바이얼런치, 교보증권 리서치센터

[도표 51] 아마존 브랜드별 월 평균 트래픽 및 판매량



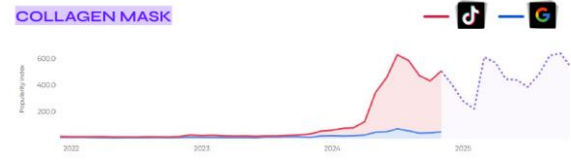
자료: 바이얼런치, 교보증권 리서치센터

[도표 52] 틱톡 내 메디큐브 리뷰



자료: SPATE, 교보증권 리서치센터

[도표 53] 콜라겐마스크 인기지수 트렌드



자료: SPATE, 교보증권 리서치센터

[도표 54] 제로모공패드 아마존 판매량 트렌드 추이



자료: 바이얼런치, 교보증권 리서치센터

[도표 55] 콜라겐크림 아마존 판매량 트렌드 추이



자료: 바이얼런치, 교보증권 리서치센터

[도표 56] 콜라겐 필오프 마스크 아마존 판매량 트렌드 추이



자료: 바이얼런치, 교보증권 리서치센터

[도표 57] 비타민 C 크림 아마존 판매량 트렌드 추이



자료: 바이얼런치, 교보증권 리서치센터

[에이피알 278470]

포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	524	723	1,059	1,204	1,385
매출원가	128	179	262	298	343
매출총이익	395	544	796	906	1,041
매출총이익률 (%)	75.5	75.2	75.2	75.2	75.2
판매비와관리비	291	421	604	677	771
영업이익	104	123	192	229	270
영업이익률 (%)	19.9	17.0	18.2	19.0	19.5
EBITDA	118	145	206	238	276
EBITDA Margin (%)	22.5	20.1	19.5	19.7	19.9
영업외손익	2	11	12	12	12
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	9	29	26	31	37
금융비용	-7	-17	-16	-16	-16
기타	-1	-1	2	-2	-8
법인세비용차감전순이익	106	133	204	241	282
법인세비용	24	26	43	51	59
계속사업순이익	82	108	161	190	223
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	82	108	161	190	223
당기순이익률 (%)	15.6	14.9	15.2	15.8	16.1
비지배자분순이익	0	0	0	0	0
지배자분순이익	82	108	161	190	223
지배순이익률 (%)	15.6	14.9	15.2	15.8	16.1
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	-2	-2	-2	-2
포괄순이익	81	106	159	188	221
비지배자분포괄이익	0	0	0	0	0
지배자분포괄이익	81	106	159	188	221

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

현금흐름표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	108	79	131	184	208
당기순이익	82	108	161	190	223
비현금항목의 가감	40	55	65	62	62
감가상각비	13	22	13	8	5
외환손익	0	-5	-1	-1	-1
자본법평가손익	0	0	0	0	0
기타	27	38	52	55	58
자산부채의 증감	1	-58	-57	-29	-34
기타현금흐름	-15	-25	-38	-40	-43
투자활동 현금흐름	-28	-110	-52	-57	-62
투자자산	-16	-45	0	0	0
유형자산	-10	-45	-50	-55	-61
기타	-3	-19	-2	-2	-2
재무활동 현금흐름	-11	-5	-12	-12	-12
단기차입금	-14	-8	0	0	0
사채	3	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
자본의 증가(감소)	9	74	0	0	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타	-9	-72	-12	-12	-12
현금의 증감	68	-35	78	127	146
기초 현금	57	125	90	169	295
기말 현금	125	90	169	295	441
NOPLAT	80	99	152	181	213
FCF	86	18	58	106	124

자료: 에이피알, 교보증권 리서치센터

재무상태표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	219	286	420	575	755
현금및현금성자산	125	90	169	295	441
매출채권 및 기타채권	24	49	53	58	63
재고자산	57	110	161	183	210
기타유동자산	14	37	38	39	40
비유동자산	68	279	315	361	416
유형자산	14	51	88	135	190
관계기업투자금	0	0	0	0	0
기타금융자산	18	62	62	62	62
기타비유동자산	36	166	165	164	164
자산총계	287	565	736	936	1,171
유동부채	82	145	150	155	160
매입채무 및 기타채무	40	70	73	77	81
차입금	8	0	0	0	0
유동성채무	0	0	0	0	0
기타유동부채	35	75	76	77	79
비유동부채	8	96	101	107	114
차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
기타비유동부채	8	96	101	107	114
부채총계	90	242	251	262	274
지배자분	197	324	484	675	898
자본금	4	4	4	4	4
자본잉여금	61	137	137	137	137
이익잉여금	124	229	390	580	803
기타자본변동	8	-47	-47	-47	-47
비지배자분	0	0	0	0	0
자본총계	197	324	484	675	898
총차입금	16	91	95	100	105

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	11,244	2,842	4,312	5,094	5,970
PER	0.0	17.6	15.7	13.3	11.3
BPS	27,071	8,486	12,974	18,068	24,039
PBR	0.0	5.9	5.2	3.7	2.8
EBITDAPS	16,287	3,836	5,520	6,361	7,379
EV/EBITDA	0.0	12.9	11.7	9.6	7.8
SPS	14,445	19,092	28,349	32,245	37,082
PSR	0.0	2.6	2.4	2.1	1.8
CFPS	11,813	480	1,563	2,836	3,331
DPS	0	0	0	0	0

재무비율

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
성장성					
매출액 증가율	31.7	38.0	46.5	13.7	15.0
영업이익 증가율	165.6	17.8	56.6	19.1	18.0
순이익 증가율	172.2	31.9	49.7	18.1	17.2
수익성					
ROIC	193.3	137.6	102.9	79.9	70.5
ROA	34.6	25.2	24.8	22.8	21.2
ROE	54.9	41.3	39.9	32.8	28.4
안정성					
부채비율	45.9	74.7	51.8	38.8	30.5
순차입금비율	5.4	16.0	12.9	10.6	8.9
이자보상배율	82.3	32.6	49.5	59.0	69.6

에이피알 최근 2년간 목표주가 변동추이



최근 2년간 목표주가 및 괴리율 추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율 평균 최고/최저	일자	투자의견	목표주가	괴리율 평균 최고/최저
2025.04.15	매수	90,000					

자료: 교보증권 리서치센터

Compliance Notice

이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

이 조사항목은 당사 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 이 조사항목은 투자참고자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 이 조사항목의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.

당사 리서치센터 연구원은 고객에게 카카오톡 메신저 등으로 개별 접촉하지 않습니다. 당사 연구원 사칭 사기 등에 주의하시기 바랍니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 전일기준 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 추천종목은 전일기준 조사항목 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항 기준일자_2025.03.31

구분	Buy(매수)	Trading Buy(매수)	Hold(보유)	Sell(매도)
비율	96.5	2.8	0.7	0.0

[업종 투자의견]

Overweight(비중확대): 업종 펀더멘탈의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대
Underweight(비중축소): 업종 펀더멘탈의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대

Neutral(중립): 업종 펀더멘탈상의 유의미한 변화가 예상되지 않음

[기업 투자가격 및 투자등급] 향후 6개월 기준, 2015.6.1(Strong Buy 등급 삭제)

Buy(매수): KOSPI 대비 기대수익률 10%이상
Hold(보유): KOSPI 대비 기대수익률 -10~10%

Trading Buy: KOSPI 대비 10%이상 초과수익 예상되나 불확실성 높은 경우
Sell(매도): KOSPI 대비 기대수익률 -10% 이하