LS Global Research 2

| Industry In depth | 화장품 | Overweight | 2025. 3. 5 |

# K-Beauty 없이 추구미 가능?

## feat. 틱톡과 다이소를 이끈다


Part I 화장품, 장난감처럼 갖고 노는 시대
Part II 미국: K-Beauty 체력, 굳건한 이유
Part III 한국: 모여라 다이소, 그리고 온라인
Part IV 결론 및 투자의견




LS증권

LS증권 리서치센터에서는
'LS Global Research' 시리즈 자료를 발간합니다.
글로벌 시장에서의 산업 트렌드와 주요이슈를 분석하고,
관련된 해외종목과 ETF를 제시하고자 합니다.
투자 판단에 많은 도움이 되시기를 바랍니다.

LS증권 유통/화장품 담당 **오린아**입니다.

하루 동안 업로드되는 유튜브 영상은 약 360만 개로, 이를 모두 시청하려면 약 82년이 걸립니다.
그만큼 SNS와 스마트폰을 통해 새로운 콘텐츠가 끊임없이 쏟아지고 있으며,
따라잡아야 할 유행은 점점 더 많아지고 있습니다.

이러한 상황에서 미국 내 K-Beauty 수요가 꾸준할 수 있을지가 시장의 관심사입니다.
한국 인디 브랜드 및 미국 유통/무역업체, ODM업체들의 주가 성과가 2023년부터 양호했는데,
피크아웃에 대한 우려가 조금씩 이어지고 있기 때문입니다.

당사는 2025년 한 해 미국 화장품 시장의 경쟁 심화에도, K-Beauty의 흥행은 지속될 것으로 전망합니다.
미국 내 뷰티 제품 소비를 주도하고 있는 세대는 Gen Z입니다.
노래하고 춤추는 그들은 조회수가 필요합니다.
업로드 한 콘텐츠가 소위 말해 '터져야' 1)팔로워가 늘어나고, 2)영향력이 커지고, 그를 기반으로 3)돈을 벌 수 있기 때문입니다. 이와 관련해 한국 화장품은 독특한 제형과 사용감으로 조회수를 늘리는 데에 제격입니다.
한국 화장품은 새로운 카테고리도 만들어내며 양적으로도 확장합니다. 속눈썹도 영양제로 관리하게 만들었습니다.

다만 K-Beauty라는 코어 트렌드 안에서 뜨고 지는 브랜드는 계속 바뀔 것입니다.
당사는 2022년 9월 13일 발간한 레포트 '나노뷰티: 대중의 종말'에서, 취향이 세분화되고 브랜드 수가 급증하며 대형 히트상품이 탄생하기 어려운 시대가 도래했다고 분석한 바 있습니다. 2년 넘게 시간이 흐른 현재 이 현상은 더욱 심화했습니다. 그리고 다이소, 올리브영 위주의 시장 성장과 온라인 기반의 브랜드 범람은 유행주기 단축을 불러올 것입니다. 실제로 글로벌 화장품 업체들이 인수했던 한국 화장품의 인기는 그리 오래가지 못했습니다.

브랜드 범람으로 제품 생산의 밸류체인에 얽혀있는 기업들의 전망은 여전히 밝다고 판단합니다.
빠르고 재미있고, 품질 좋은 제품을 만들어내는 것은 한국 ODM업체들이 전세계에서 가장 잘합니다.
국내 및 해외 시장 모두 한국 ODM 업체들에 대한 의존도가 높아질 수 밖에 없는 산업 구조입니다.
대형 ODM사들에 대한 긍정적 뷰를 제시합니다.

업종 최선호주로 **코스맥스**를 제시합니다. 인디 브랜드의 지속적인 고성장 및 글로벌 시장 내 매출 확장에 따라 호실적이 기대됩니다. 신규 진입 브랜드 증가에 따라 수익성 또한 개선 흐름입니다. **아모레퍼시픽**은 코스알엑스 다음으로 북미 사업을 이끌어갈 자체 브랜드의 성장이 기대됩니다. **Intercos**는 글로벌 프레스티지 브랜드들과의 장기적 파트너십 유지가 경쟁력이고, 북미 및 중국 시장 성장이 주가에 모멘텀으로 작용할 것입니다. 한편 미국 화장품 업체 **Ulta Beauty**와 **e.l.f. Beauty** 모두 실적 가이던스를 낮췄는데, 코로나19를 지나 성장세가 정상화하는 과정에서 미국 화장품 시장 경쟁 구도 전개에 대해 지켜볼 필요가 있겠습니다.

본 자료가 글로벌 화장품 산업에 대한 깊은 이해와 투자 판단에 도움이 되길 바랍니다.



유통/화장품
Analyst 오린아
lina.oh@ls-sec.co.kr

자료는 크게 **4 가지 Part** 로 구성했습니다.

### [Part I. 화장품, 장난감처럼 갖고 노는 시대]

두바이 초콜렛이 편의점에 깔리기 시작할 때면 이미 스웨디시 젤리가 유행합니다. SNS 와 스마트폰을 통해 새로운 콘텐츠들이 계속해서 쏟아지며 따라잡아야 할 유행이 많아집니다. 이에 제품의 소비 및 유행 주기는 단축되고 있습니다. 특히 화장품 소비 주기는 더더욱 짧아질 것입니다. 물가는 올랐는데 화장품 가격은 과거 대비 저렴해졌기 때문입니다. 화장품은 외모를 가꾸고 꾸미는 데에 '필요해서 구매하는' 목적형 소비가 아니라, 싼 가격에 구매하는 재미가 있고 SNS 콘텐츠의 재료가 되며 '즐기기 위한' 소비로 진화했다고 판단합니다. 이러한 상황에서 미국 내 K-Beauty 피크아웃에 대한 우려가 조금씩 이어지고 있습니다. 2025 년 한 해 미국 화장품 시장의 경쟁은 심화될 것으로 전망하지만, K-Beauty 의 흥행은 지속될 것으로 전망합니다. 다만 그 안에서 뜨고 지는 브랜드는 계속해서 바뀔 것입니다.

### [Part II. 미국: K-Beauty 체력, 굳건한 이유]

한국 화장품 시장은 전세계에서 가장 치열하고도 역동적인 시장입니다. 1)브랜드와 제품이 다양하고, 2)화장품에 대한 채널 접근성이 좋고, 3)소비자들이 유행에 민감하기 때문입니다. 2022 년 기준 1 인당 화장품 소비 금액은 미국이 333 달러로 가장 높지만, GDP 대비 화장품 소비 금액으로 보면 한국이 가장 높습니다. 역동적인 시장에서 나고 자란 K-Beauty 제품들은 따라오기 힘든 혁신성과 제품력, 가성비를 갖추고 있습니다. 이러한 기초 체력이 미국 뷰티 시장 마케팅에서 중요한 틱톡에서 빛을 발하고 있고, 기존 없었던 새로운 카테고리도 만들어내며 양적으로도 확장하고 있습니다. 미국 내 K-Beauty 의 Peak out 이나 트럼프發 관세보다는 미국 소비 둔화를 리스크로 판단해, 이에 대해서는 모니터링 할 필요가 있겠습니다.

### [Part III. 한국: 모여라 다이소, 그리고 온라인]

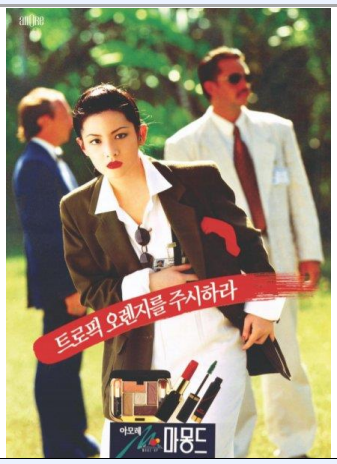
화장품 구매에 있어 전통 유통 채널은 다이소 대비 가성비가 떨어지고, 올리브영 대비 체험 및 구색에서 매력이 없습니다. 이에 2 개 업체 위주의 성장은 올해도 이어질 것으로 전망되며, 입점 브랜드들의 생산을 담당하는 ODM 업체들이 받는 수혜도 꾸준할 것으로 예상됩니다. 온라인에서는 화장품 거래액 중 올리브영 비중은 약 30% 수준으로 추정됩니다. 단일 업체 기준으로는 매우 높은 점유율이며, MAU 기준으로 마땅한 경쟁자도 없습니다. 이에 주요 이커머스 업체들이 최근 화장품 사업에 드라이브를 걸기 시작했습니다. 오프라인과 온라인 모두 채널 확장 및 브랜드 탄생이 계속되면서, ODM 업체들에게는 유리한 환경이 올해도 이어지겠습니다.

### [Part IV. 결론 및 투자의견]

국내 및 해외 시장 모두 한국 ODM 업체들에 대한 의존도가 높아질 수 밖에 없는 산업 구조입니다.
Top-pick 으로는 **코스맥스**를 제시합니다. 인디 브랜드의 지속적인 고성장 및 글로벌 시장 내 매출 확장에 따라 호실적이 기대됩니다. 신규 진입 브랜드 증가에 따라 수익성 또한 개선 흐름입니다. **아모레퍼시픽**은 코스알엑스 다음으로 북미 사업을 이끌어갈 자체 브랜드의 성장이 기대돼 관심 종목으로 제시합니다.

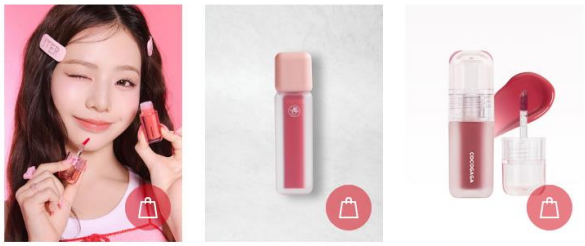
## Key Charts

1992 년 립스틱 가격: 12,000 원




자료: LS증권 리서치센터

2025 년 립틴트 가격: 3,000 원




자료: LS증권 리서치센터

- **소비자의 취향이 세분화되고 브랜드 수가 증가하면서 대형 히트상품이 등장하기 어려워진 시장 환경**
- **특히 화장품의 경우 고물가에도 가격이 저렴해지면서 소비자가 '즐기기 위한' 소비 중: 제품 수명 단축**

소비의 파편화: 과거 구매 행태 vs. 앞으로의 구매 행태

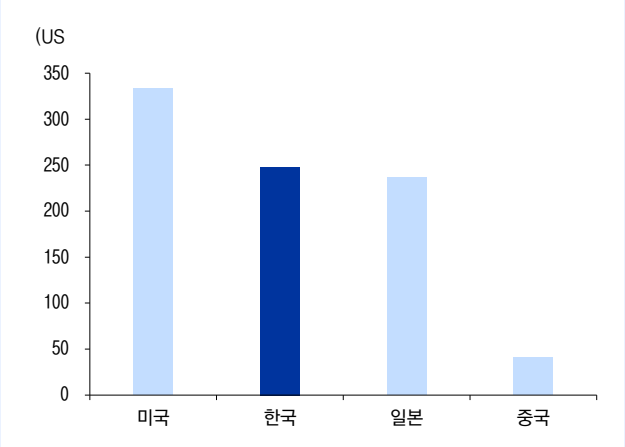



자료: LS증권 리서치센터

- **화장품 산업 내 파편화 소비 흐름과 중국 모멘텀 약화 → K 뷰티 격전지로 미국이 급부상**
- **K 뷰티 흥행 지속 전망: 제품 생산 밸류 체인에 속한 기업 및 대형 ODM 사의 전망은 여전히 밝다는 판단**

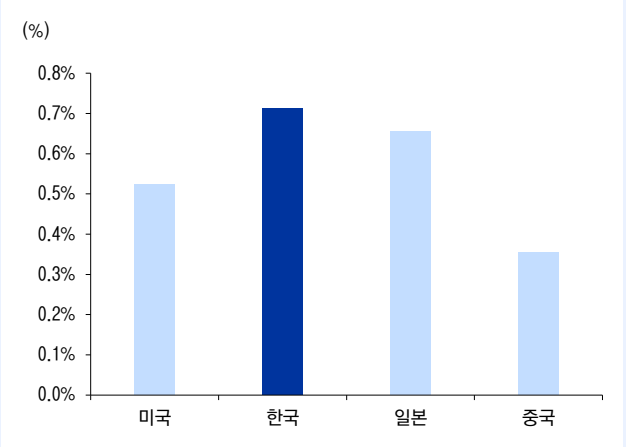
## Key Charts

1 인당 화장품 소비금액은 미국이 가장 높지만




자료: VVR International, LS증권 리서치센터

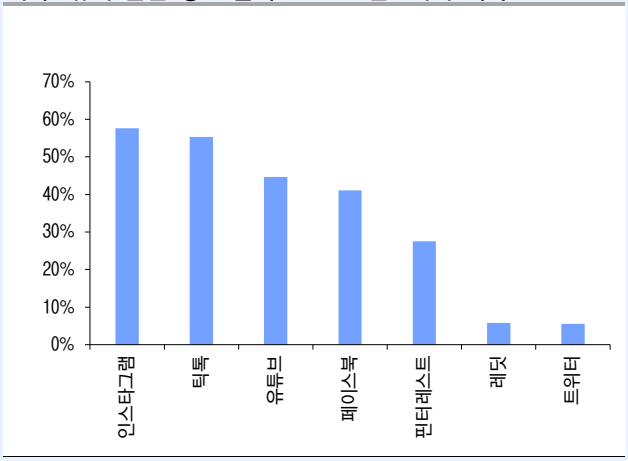
1 인당 GDP 대비 화장품 소비금액은 한국이 가장 높음




자료: VVR International, LS증권 리서치센터

- **한국 화장품 시장은 치열하고 역동적: 혁신적인 제품 제형, 독창적인 패키지 등 국대급 체력의 브랜드**
- **숏폼 플랫폼 경쟁력 확보: 시각 효과 및 인플루언서 영향 강하게 작용하고, 낮은 가격으로 충동구매 적합**

미국: 뷰티 관련 정보 습득 SNS – 인스타와 틱톡




자료: 오픈서베이, LS증권 리서치센터

아누아 클렌징 파우더: 독특한 제형 강조

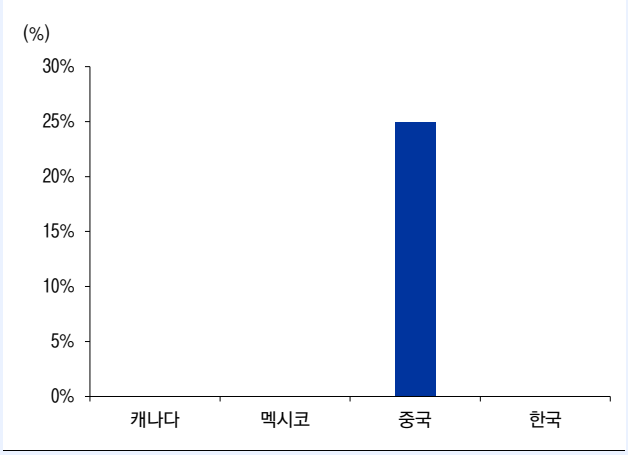



자료: TikTok, LS증권 리서치센터

- **제품력과 재미 요소 모두 갖춘 한국 화장품은 지속해서 인플루언서들의 콘텐츠 소재로 활용될 가능성 높음**
- **브랜드: 새롭고 재미있는 제품 → SNS 바이럴 → 판매 증대 공식을 따르기 위해 한국 ODM 업체들에 대한 의존도가 높아질 것**

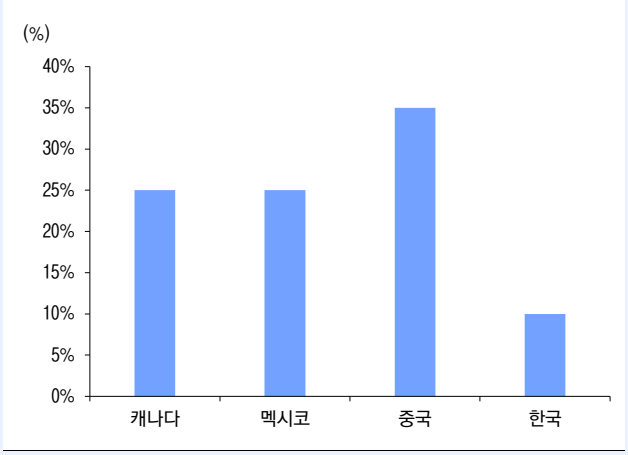
## Key Charts

미국 화장품 수입 국가별 관세율




자료: LS증권 리서치센터

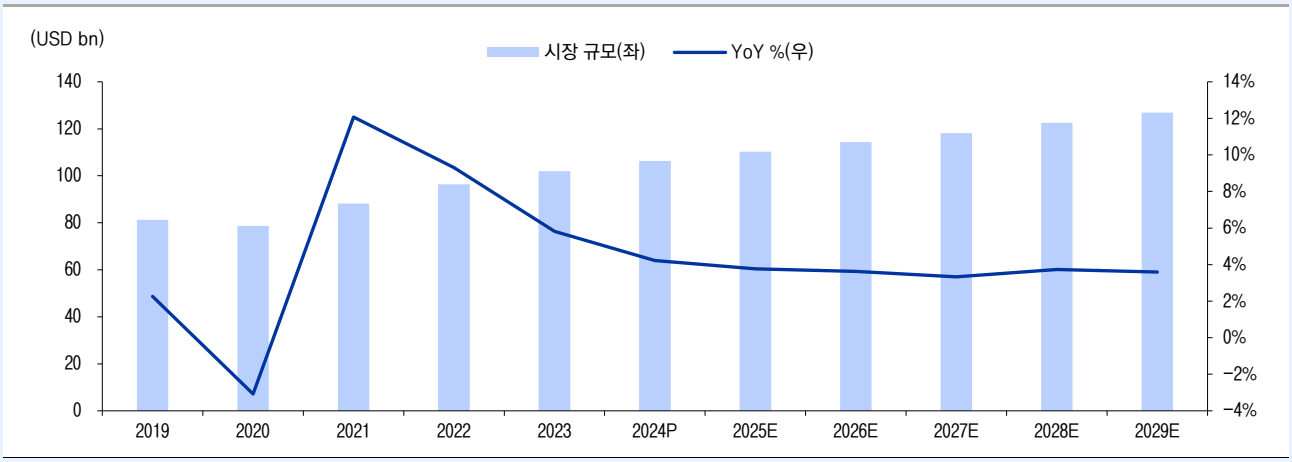
미국 화장품 수입 국가별 관세율 예상(보편관세 시행 시)




자료: LS증권 리서치센터

- **관세: 보편 관세 부과가 된다 하더라도 한국 화장품들의 판매가 저조해질 가능성은 높지 않을 것**
- **보편 관세 시행 시 미국 선호 K-Beauty 가격군 기준 0.5~1 달러 수준의 비용이 증가: 온전히 가격에 전가한다 하더라도 소비자에게 와닿는 차이가 별반 크지 않다는 판단**

미국 화장품 시장 규모 추이 및 전망

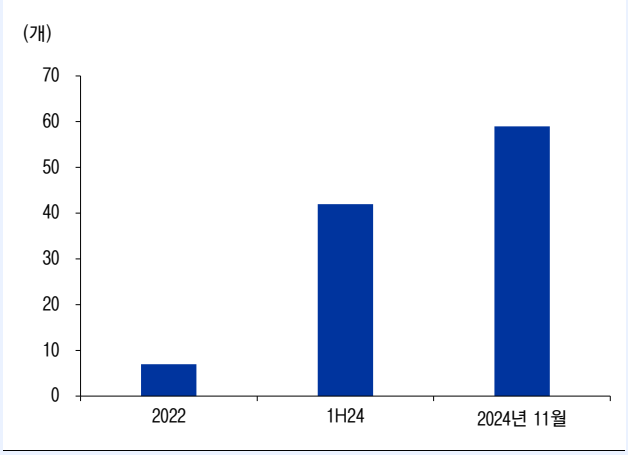



자료: 업계 자료, LS증권 리서치센터

- **미국 시장 내 소비 둔화 및 경쟁은 Risk: 코로나 19 이후 이어진 고성장이 완만해 지는 중**
- **주요 소비재 업체 실적 발표: 미국 소비 경기의 불확실성이 확인, 화장품 시장 또한 향후 관세 영향 및 거시 경제 변수들에 대해 지속적인 모니터링이 필요**

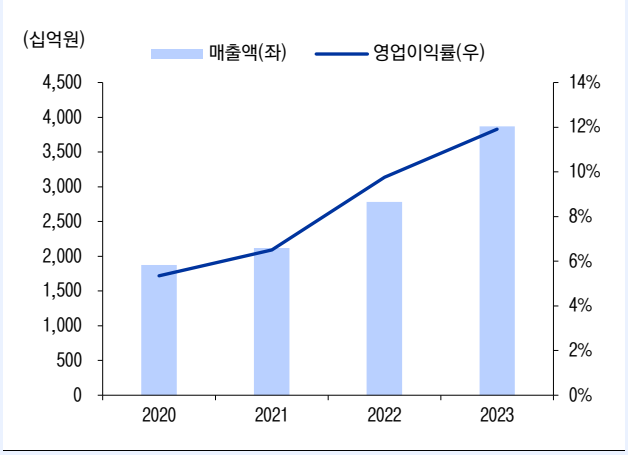
## Key Charts

다이소 입점 뷰티 브랜드수 급상승




자료: 다이소, 언론 취합, LS증권 리서치센터

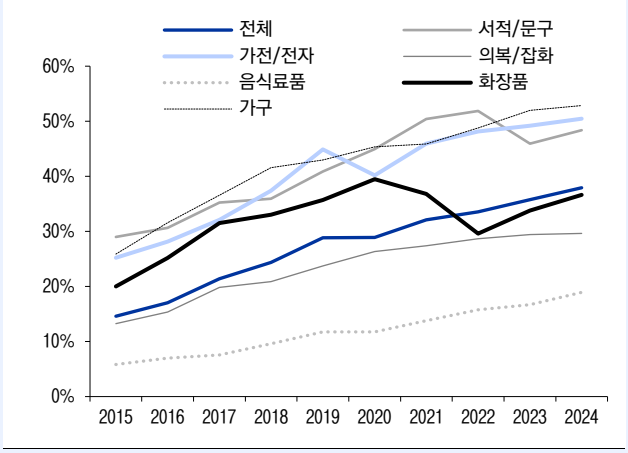
CJ 올리브영 실적 추이




자료: CJ올리브영, LS증권 리서치센터

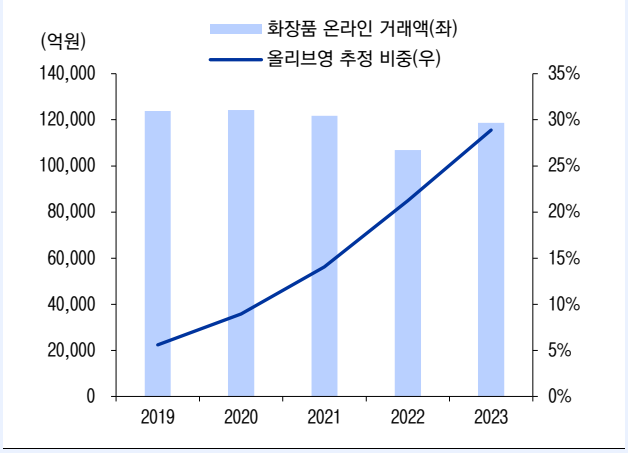
- **다이소와 올리브영 화장품에게는 1)빠른 상품 기획 및 생산과 2)비용 효율성이 필요**
- **연구 개발과 생산 역량을 모두 갖춘 ODM 업체들의 역할이 더욱 중요해질 전망**

소매판매액 품목별 온라인 침투율 추이




자료: KOSIS, LS증권 리서치센터

화장품 온라인 거래액 중 올리브영 비중은 압도적




자료: KOSIS, LS증권 리서치센터

- **화장품 온라인 판매는 과거 침투율 고려 시 성장 여력이 남아있는 상황: 가격 하락으로 소비 양호 전망**
- **화장품 온라인 거래액 중 올리브영 비중은 약 30% 수준으로 추정, 이에 이미 뷰티 부문 사업을 확대한 컬리에 이어 무신사, 쿠팡 등 이커머스 업체들이 최근 화장품 사업에 드라이브를 걸기 시작**

LS Global Research 2

# 화장품

## Overweight

# K-Beauty 없이 추구미 가능?

## feat. 틱톡과 다이소를 이끈다

LS 증권리서치센터

Contents


| | |
|---|---|
| Part I 화장품, 장난감처럼 갖고 노는 시대 | 9 |
| Part II 미국: K-Beauty 체력, 굳건한 이유 | 15 |
| Part III 한국: 모여라 다이소, 그리고 온라인 | 28 |
| Part IV 결론 및 투자의견 | 35 |

**기업분석**

| | |
|---|---|
| 코스맥스 (192820) | 49 |
| 아모레퍼시픽 (090430) | 53 |
| 한국콜마 (161890) | 57 |
| LG 생활건강 (051900) | 61 |
| Intercos (IM: ICOS) | 65 |
| e.l.f. Beauty (US: ELF) | 68 |
| Ulta Beauty (US: ELF) | 72 |


LS 증권 리서치센터

Part I

# 화장품, 장난감처럼 갖고 노는 시대

# 화장품, 장난감처럼 갖고 노는 시대

## 1. 콘텐츠의 범람: 유행 주기 단축

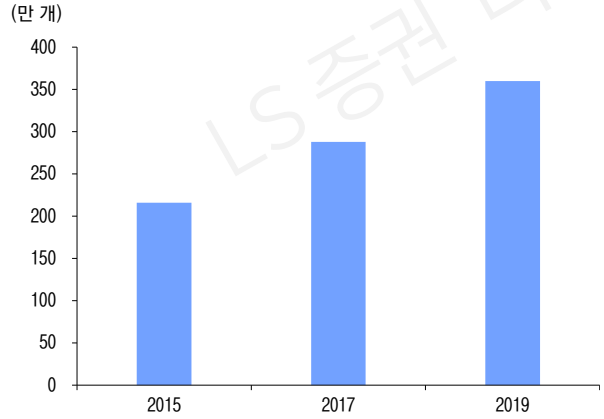
당사는 2022년 9월 13일 레포트 '나노뷰티: 대중의 종말'을 발간하면서, 취향(수요)이 세분화되고 브랜드 수(공급)가 증가하면서 모든 소비재의 대형 히트상품 탄생이 어려워졌다는 내용을 시장에 전한 바 있다. 2년 넘게 시간이 흐른 현재, 이러한 현상은 더욱 심화했다. 두바이 초콜릿이 편의점에 깔리기 시작할 때면 이미 스웨디시 젤리가 유행한다. SNS와 스마트폰을 통해 새로운 콘텐츠들은 계속해서 쏟아진다. 하루에 업로드 되는 유튜브 영상 개수는 약 360만개로 추정되며, 이를 다 보려면 약 82년이 걸린다(평균 동영상 길이 12분 가정시). 따라잡아야 할 유행은 많아지고 소비 주기는 단축되고 있다.

그림1 **소비의 파편화: 취향(수요)과 브랜드(공급)이 다양해져 구매로 이어지기가 쉽지 않아짐**




자료: LS증권 리서치센터

그림2 **일일 업로드 유튜브 영상 수 추이**




자료: YouTube, 언론 취합, LS증권 리서치센터

그림3 **2024년 연간 유행 음식**

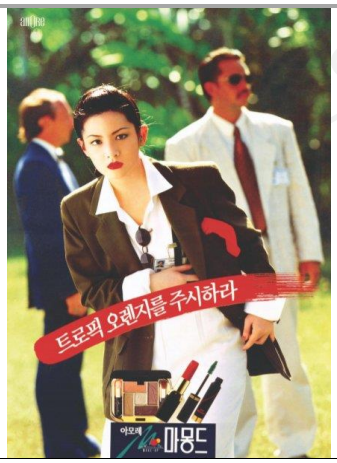



자료: 언론 취합, LS증권 리서치센터

## 2. 33년 전보다 저렴해진 화장품: 소비 주기 더욱 단축

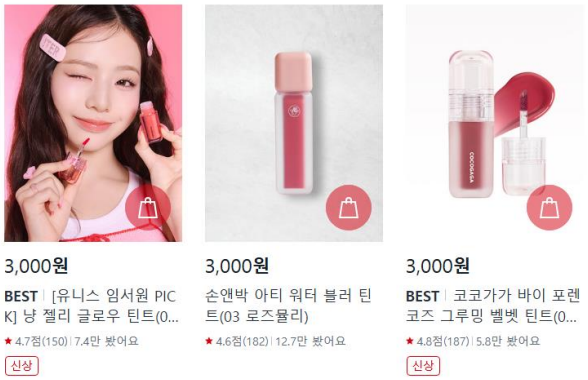
이러한 트렌드와 함께 화장품의 소비 주기는 더더욱 짧아질 것이다. 물가는 올랐는데 화장품 가격은 과거 대비 저렴해졌기 때문이다. 1992년 마몽드의 립스틱 가격은 12,000원이었다. 33년이 지난 2025년 현재 다이소에서는 3천원짜리 립스틱을 살 수 있다. 유행도 빠르게 바뀌는데 화장품은 가격까지 저렴해 히트 상품이 시시각각 바뀔 수 밖에 없는 환경이다. 새로운 브랜드 또한 계속해서 등장해 소위 '대란템'이 바뀌게 하는 데에 한 몫 하고 있다. 화장품 책임판매업자수는 매년 두자릿수 성장률로 증가하고 있고, 2023년말 기준으로는 31,524개에 달했다. 치킨 프랜차이즈 가맹점보다 많다.

그림4 1992 년 립스틱 가격: 12,000 원




자료: LS증권 리서치센터

그림5 2025 년 립틴트 가격: 3,000 원



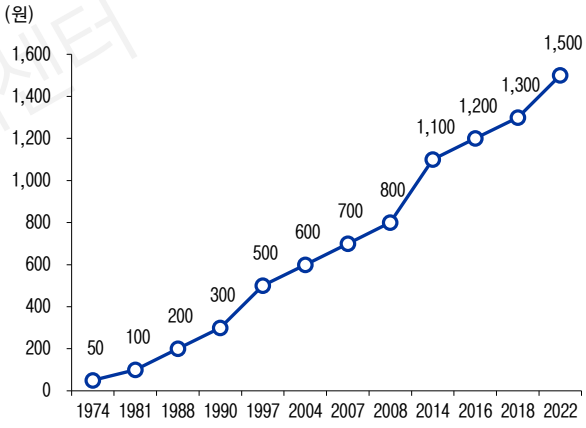

자료: LS증권 리서치센터

그림6 1992 년 새우깡 가격: 300 원



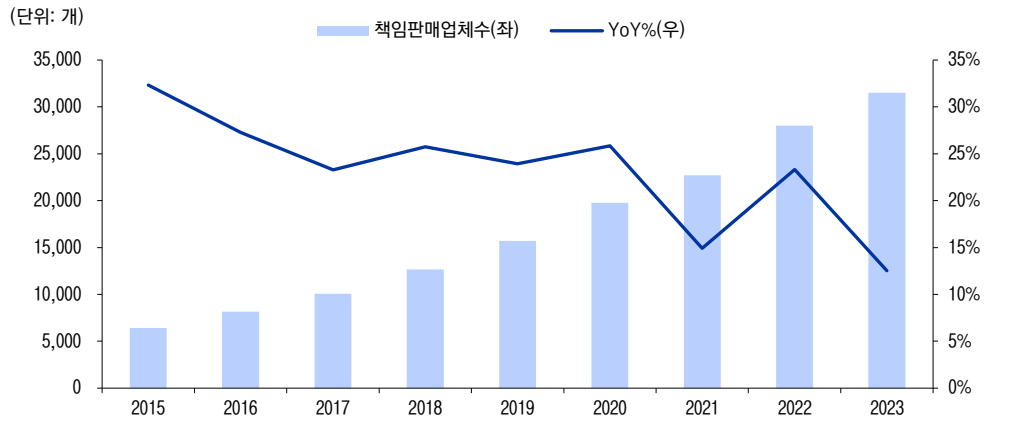

자료: LS증권 리서치센터

그림7 2025 년 새우깡 가격: 1,500 원




자료: LS증권 리서치센터

그림8 화장품 책임판매업자 수 추이

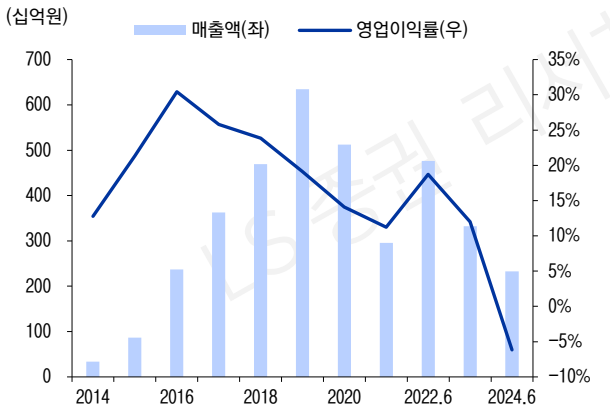



자료: 식품의약품안전처, LS증권 리서치센터

## 3. 화장품은 장난감처럼 소비된다

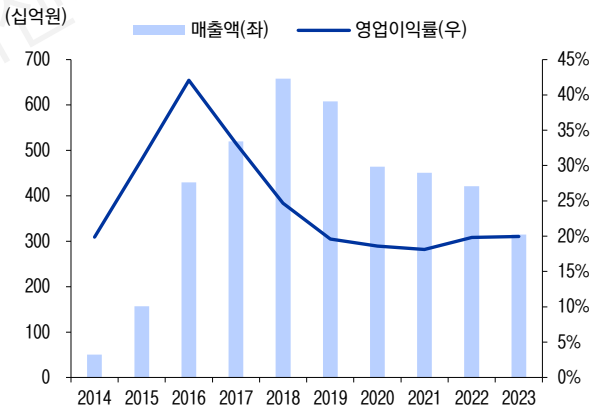
실제로 에스티로더가 인수했던 닥터자르트(해브앤비), 로레알이 인수했던 AHC(카버코리아), 제조사 코스맥스의 실적을 견인했던 가히 멀티밤(코리아테크)의 실적 호조는 얼마 가지 못했다. 2015년 닥터자르트의 매출액은 863억원에서 2019년 6,347억원으로 급증했지만, 2024년 회계연도 기준(2023년 7월~2024년 6월) 매출액은 전년대비 30% 감소한 2,329억원을 기록해 적자전환했다. 코리아테크 실적은 2021년 매출액 251억원, 영업이익률 18%에서 2년만에 매출액 94억원, 영업이익률 3%로 곤두박질쳤다. 이처럼 화장품은 외모를 가꾸고 꾸미는 데에 '필요해서 구매하는' 목적형 소비가 아니라, 싼 가격에 구매하는 재미가 있고 SNS 콘텐츠의 재료가 되며 '즐기기 위한' 소비로 진화했다고 판단한다.

그림9 닥터자르트(해브앤비) 실적 추이



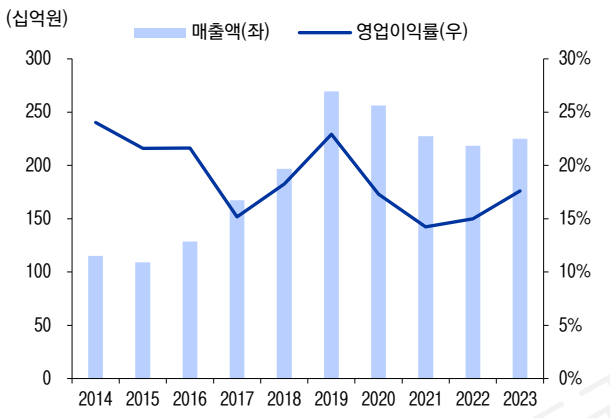

자료: 해브앤비, LS증권 리서치센터
주: 2021년 6월부터 결산일 변경

그림10 AHC(카버코리아) 실적 추이



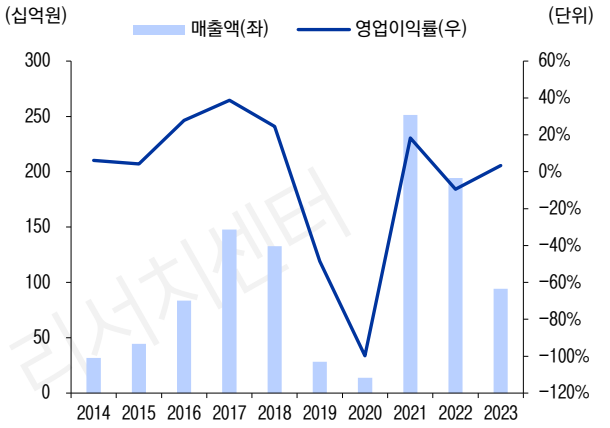

자료: 카버코리아, LS증권 리서치센터

그림11 **난다(3CE) 실적 추이**




자료: 난다, LS증권 리서치센터

그림12 **코리아테크(가히) 실적 추이**

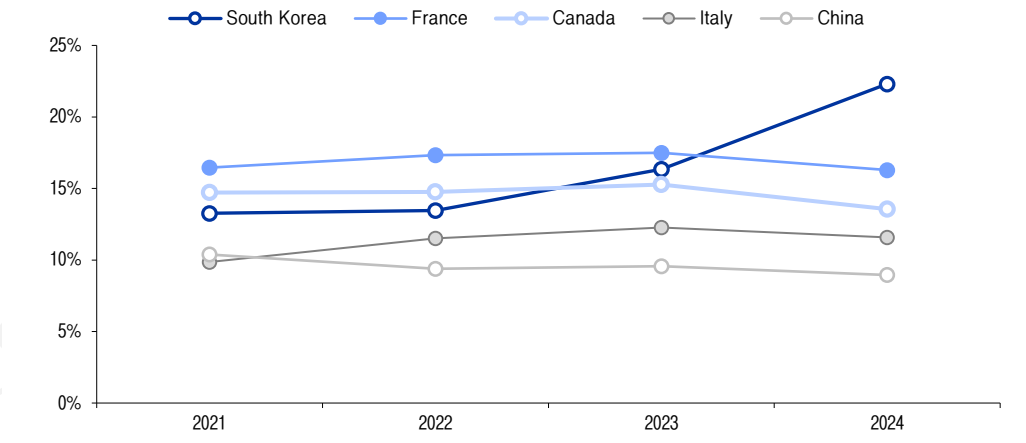



자료: 코리아테크, LS증권 리서치센터

## 4. K-Beauty 흥행은 계속될 수 밖에 없다

화장품 산업 자체 내 파편화 소비 흐름과 더불어 과거 수년 간 기존 화장품 업계 내 성장 동력이었던 중국 모멘텀이 꺾였다. 한한령과 코로나19, 중국 소비자의 자국 브랜드 선호 현상 및 중국 소비 경기 둔화로 인해 1)국내 면세점 매출과 2)중국 현지 사업 매출액이 부진해진 것이다. 이러한 가운데 2023년부터 미국 시장이 새로운 K뷰티 격전지로 떠올랐다. 미국 화장품 수입 금액 중 한국 점유율은 2016년 5위에서 출발해 꾸준히 상승했고, 2020년 처음 3위에 오른 뒤 2024년에는 1위를 기록했다.

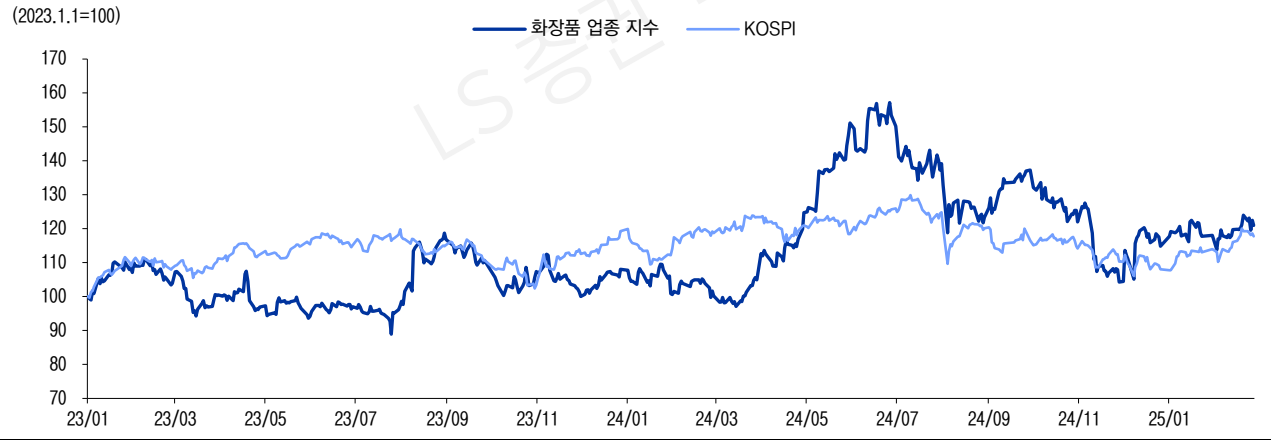
그림13 **미국 국가별 화장품 수입 금액 비중 추이**




자료: USITC, LS증권 리서치센터

시장에서는 이 트렌드가 지속 가능할지가 초미의 관심사다. 이에 미국에서 인기를 끄는 한국 인디 브랜드 및 이러한 한국 브랜드들을 미국에 판매하는 유통/무역업체의 주가 성과가 2023년부터 양호했는데, 피크아웃에 대한 우려가 조금씩 이어지고 있기 때문이다. 2025년은 큰 변화를 앞두고 있다. 트럼프 대통령의 관세 정책, 미국 소비 경기, 높아진 실적 눈높이 등이 변수다. 당사는 2025년 한 해 미국 화장품 시장의 경쟁은 심화될 것으로 전망하지만, K-Beauty라는 코어 트렌드의 흥행은 지속될 것으로 전망한다. 다만 그 안에서 뜨고 지는 브랜드는 계속해서 바뀔 것이다. 브랜드 범람으로 제품 생산의 밸류체인에 얽혀있는 기업들의 전망은 여전히 밝다고 판단한다. 대형 ODM사들에 대한 긍정적 뷰를 제시한다.

그림14 **KOSPI 및 화장품 업종 지수 추이**




자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

LS 증권 리서치센터

Part II

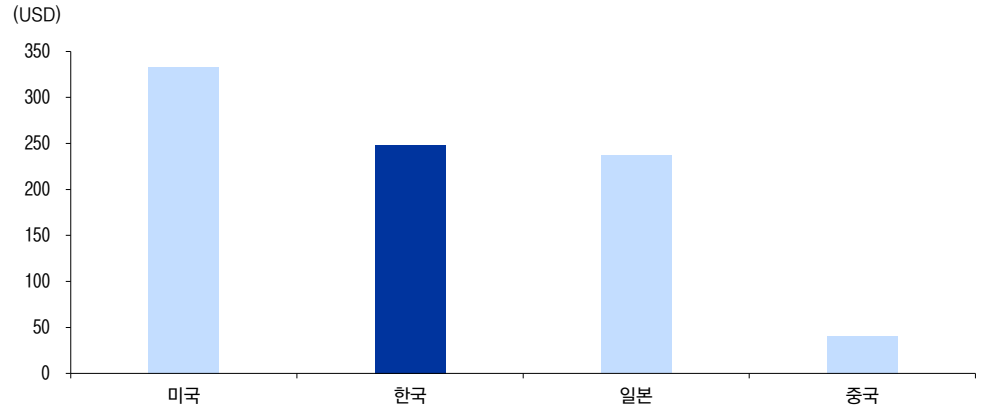
# 미국: K-Beauty 체력, 굳건한 이유

# K-beauty 체력: 양궁 국대급

## 1. 전세계 가장 치열한 지역 출신

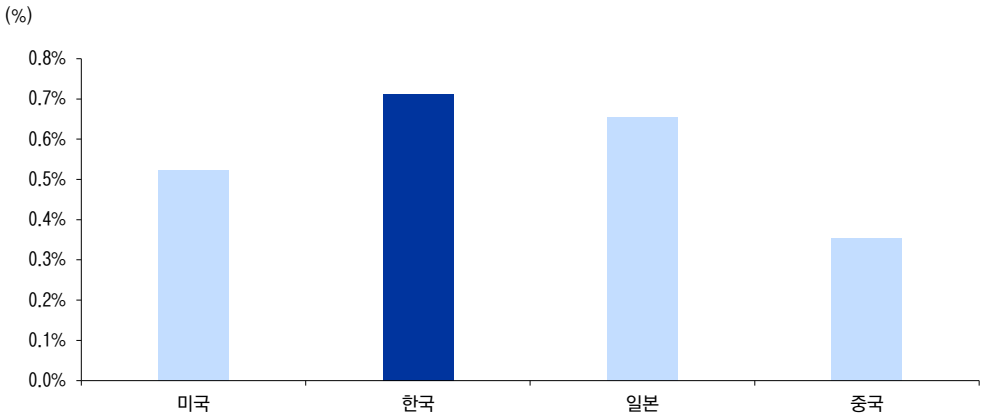
한국 화장품 시장은 전세계에서 가장 치열하고도 역동적인 시장이다. 1)브랜드와 제품이 다양하고, 2)화장품에 대한 채널 접근성이 좋고, 3)소비자들이 유행에 민감하기 때문이다. GDP 대비 화장품 소비 금액이 이를 방증한다. 2022년 기준 1인당 화장품 소비 금액은 미국이 333달러로 가장 높지만, GDP 대비 화장품 소비 금액으로 보면 한국이 가장 높다. 이처럼 역동적인 시장에서 나고 자란 K-Beauty 제품들이 해외에서 인기를 끄는 것은 어찌 보면 당연하다.

그림15 1 인당 화장품 소비금액은 미국이 가장 높지만




자료: VVR International, LS증권 리서치센터

그림16 1 인당 GDP 대비 화장품 소비금액은 한국이 가장 높음

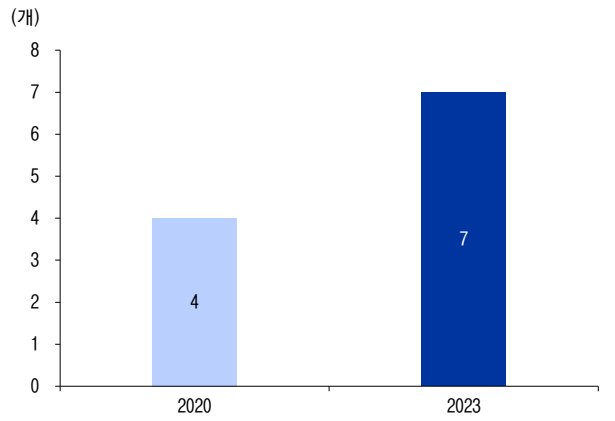



자료: VVR International, LS증권 리서치센터

그리고 이러한 인기는 쉬이 꺾이지 않겠다. 과거 대비 슬림한 비용 구조로 화장품 브랜드 운영이 가능해졌다. 생산 뿐만 아니라 광고, 점포 운영, 배송 등 모든 측면에서 그렇다. 이에 제품 가격을 낮추는 것이 가능해졌고, 이를 통해 탄생한 중저가 제품들의 범람은 더 잦은 구매와 소비 주기 단축을 불러온다. SNS 바이럴은 이를 가속한다. 광고가 주요 캐쉬카우인 SNS 플랫폼들이 경기 부진에 따른 대기업 광고 수주 성장 둔화로 새로운 중소형 브랜드들의 광고를 늘리고 있기 때문이다.

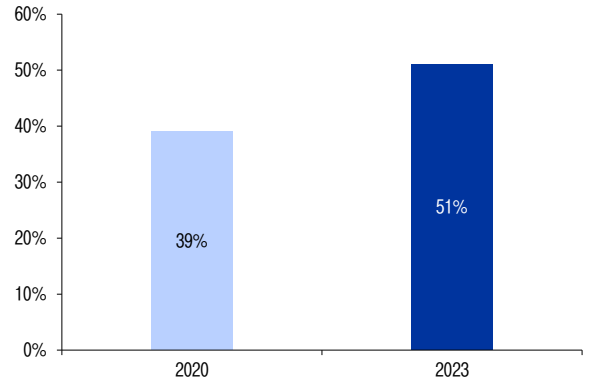
범람하는 브랜드 가운데 생존하는 방법은 혁신적인 제품 제형, 독창적인 패키지 디자인, 효과적인 마케팅을 통해 소비자가 반응하게 만드는 것이다. 그리고 이는 ODM 업체들을 통해 가능하다. 2024년 올리브영 매출 상위 10개 브랜드 중 중소 브랜드 수는 7개에 달했고, 100억 매출액을 달성한 브랜드 내 중소 브랜드 비율도 2020년 39%에서 2023년 51%까지 상승했다. 이는 앞으로 미국 및 해외 시장에서도 이와 같은 규모의 성공적인 브랜드들이 등장할 가능성을 충분히 시사한다.

그림17 **올리브영 매출 상위 10개 브랜드 중 중소 브랜드 수**



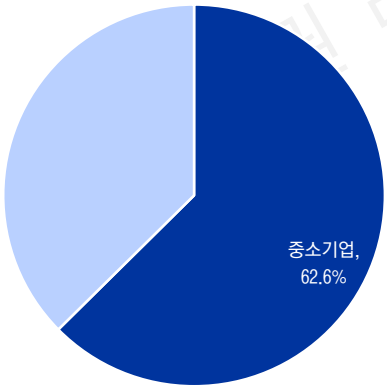

자료: CJ올리브영, LS증권 리서치센터

그림18 **100억 매출액 달성 브랜드 중 중소 브랜드 비율**



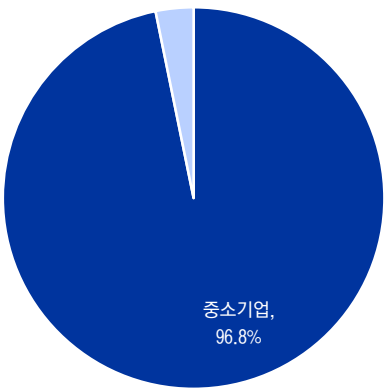

자료: CJ올리브영, LS증권 리서치센터

그림19 **화장품 수출액 중 중소기업 비중(금액 기준)**




자료: CJ올리브영, LS증권 리서치센터

그림20 **화장품 수출기업 중 중소기업 비중(업체 수 기준)**

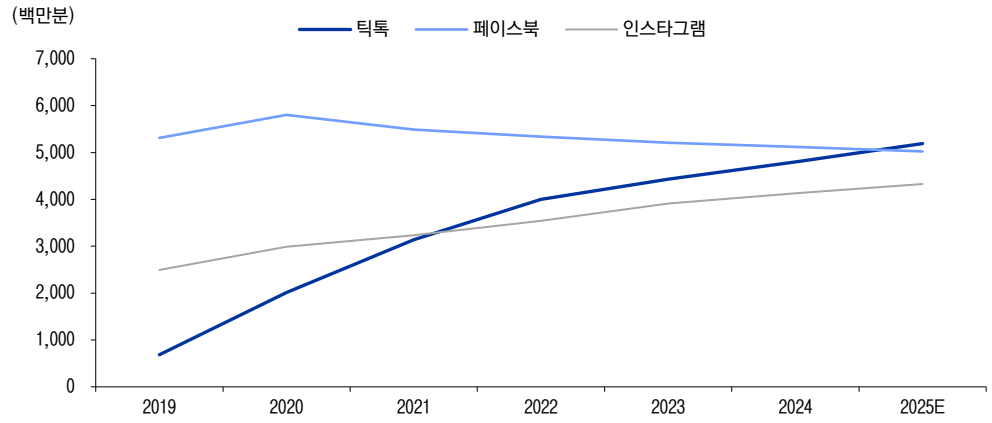



자료: CJ올리브영, LS증권 리서치센터

## 2. 틱톡 적응력 만렙

K-Beauty 제품들은 최근 떠오르는 숏폼 플랫폼에서도 강점을 가지고 있다. 틱톡은 미국에서 중요한 마케팅 채널이다. 미국 시장에서 인구 절반인 1억 7만명이 틱톡을 사용하고 있고, 이 중 50%가 18~34세이기 때문이다. 2025년 18세 이상 성인이 일일 사용하는 시간은 51.9억분으로, 페이스북 50억 2,300만분을 뛰어넘고 최대 소셜 플랫폼으로 등극할 것으로 전망됐다. 짧은 동영상을 다루는 플랫폼인데도 가장 많은 시간을 소비한다는 것은 그만큼 이용자 참여도(User Engagement)가 높다고 볼 수 있겠다.

그림21 **미국 SNS 일일 이용 시간 추이 및 전망**

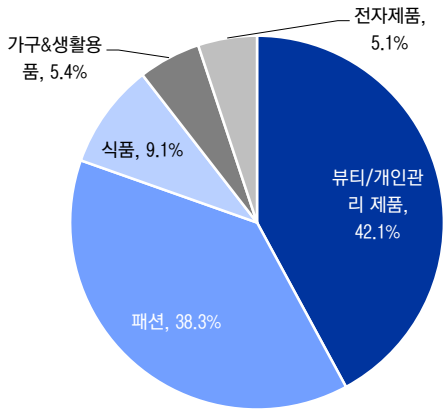



자료: Insider Intelligence, LS증권 리서치센터

특히 2023년 9월 틱톡 안에 출시된 틱톡샵 서비스는 이커머스 내 게임 체인저로 부상하고 있다. 2023년말 기준으로 판매자 수는 약 50만명 이상이며, 출시 1년 만에 미국 틱톡샵 GMV는 557% 급증했다. 2023년 거래액은 약 17.5억달러 수준으로 추정되고, 2024년은 400% 이상 증가한 90억달러로 추정되고 있다. 매출이 발생하고 있는 인플루언서 수 또한 분기별로 70% 이상씩 성장 중이다. 참고로 아마존의 2024년 이커머스 실적(Online Stores) 사업 부문의 매출액은 YoY 6.5% 증가해 상대적으로 낮은 성장을 거뒀다.

주목해야 할 점은 틱톡샵 내 뷰티 및 개인 관리 용품 매출액이 가장 높은 비중을 차지한다는 것이다. 화장품은 숏폼 내 시각적 효과 및 인플루언서 영향이 강하게 작용할 수 있는 품목이고, 낮은(또는 낮아진) 가격 덕분에 충동구매를 하기에 적합하다. 틱톡 사용자는 영상을 소비하는 과정에서 제품을 접하게 되고, 크리에이터의 실사용 후기 및 바이럴 트렌드가 즉각적인 구매 욕구를 자극한다. 반면 아마존과 같은 기존 이커머스 플랫폼은 검색 기반의 쇼핑이 중심이기 때문에, 소비자가 구매를 결정하기까지 상대적으로 더 논리적인 비교와 검토 과정이 필요하다.

그림22 **틱톡샵 상품군별 GMV 비중(2023 년)**




자료: ECDB, LS증권 리서치센터

K-Beauty 제품들은 틱톡 내에서 사용감 비교, 효과 테스트, 바이럴 챌린지 등의 콘텐츠로 소비되며 구매를 즉각적으로 이끌어내고 있다. 국내 인디 브랜드 중 비교적 이른 시기에 틱톡샵에 입점했던 스킨1004의 2024년 매출액은 전년대비 321% 증가한 2,800억원, 영업이익은 571% 급증한 770억원을 기록했다. 2020년 매출액은 77억원에 불과했는데, 틱톡 바이럴 및 틱톡샵 입점으로 실적이 급증한 모습이다. 실제로 뷰티 관련 정보를 습득하는 SNS로 한국과 일본은 유튜브와 인스타그램을 꼽은 반면, 미국 소비자들은 인스타그램과 틱톡이 가장 많이 사용되는 채널로 꼽혔다. 한국 내 틱톡으로 뷰티 정보를 얻는다고 응답한 소비자는 전체 응답자의 7.3%에 불과한 것과 대조적이다.

그림23 **바이오던스 마스크팩: 성분이 모두 흡수된 것을 보여줌**



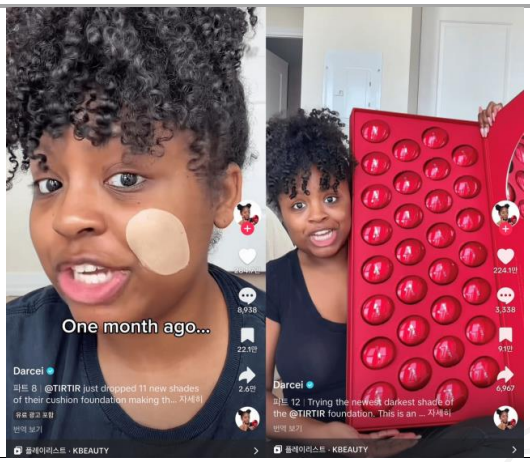
자료: TikTok, LS증권 리서치센터

그림24 **아누아 클렌징 파우더: 독특한 제형 강조**




자료: TikTok, LS증권 리서치센터

그림25 티르티르: 다양한 컬러의 쿠션 제공하며 바이럴



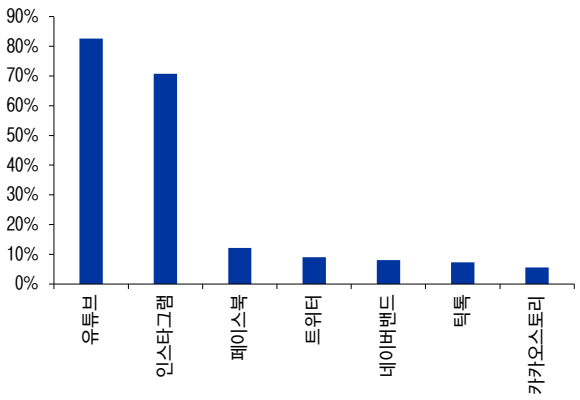

자료: TikTok, LS증권 리서치센터

그림26 조선미녀: 반짝이는 피부 효과 강조



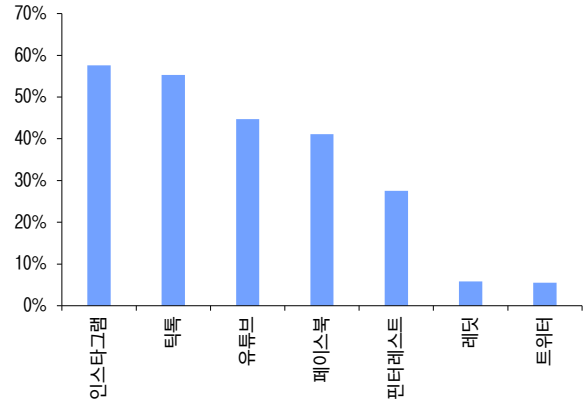

자료: TikTok, LS증권 리서치센터

그림27 한국: 뷰티 관련 정보 습득 SNS – 유튜브와 인스타




자료: 오픈서베이, LS증권 리서치센터
주: SNS를 통한 뷰티 관련 정보 탐색자, 한국 N=356, 미국 N=309, 일본 N=234, 순위형 응답(1~3순위)

그림28 미국: 뷰티 관련 정보 습득 SNS – 인스타와 틱톡




자료: 오픈서베이, LS증권 리서치센터
주: SNS를 통한 뷰티 관련 정보 탐색자, 한국 N=356, 미국 N=309, 일본 N=234, 순위형 응답(1~3순위)

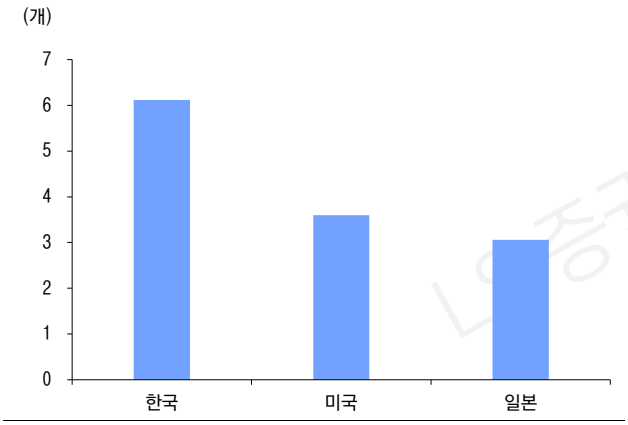
## 3. 안 쓰던 곳도 쓰게 만들어줄게

과거 얼굴에 바르는 화장품 종류는 정해져 있었다. 스킨케어는 토너, 로션, 크림, 색조는 아이섀도우, 마스카라, 립스틱 등이다. 반면 이제는 한 부위에도 사용할 수 있는 제품이 많아졌다. 한국 ODM 업체들의 짧은 리드타임과 수많은 OEM 업체, 유행에 민감한 소비자들의 입맛에 맞추기 위해 다양한 제품들이 개발되었기 때문이다.

예를 들어 전통적인 입술 화장품이 립스틱 한 가지였다면, 현재는 립틴트(워터, 젤, 오일, 무스, 매트 등), 립글로스(클리어, 컬러, 글리터, 플럼핑 등), 컬러 립밤, 립스틱(매트, 크림, 새틴, 쉬어, 롱래스팅 등), 립오일 등 다양한 제형과 기능을 갖춘 제품이 출시되고 있다. 심지어 립 마스크, 립 스크럽 등 입술을 관리하는 기초 제품들도 새롭게 등장했다. 이 밖에도 속눈썹 영양제, 헤어 쿠션, 톤업 크림 등 다양한 부위를 위한 새로운 제품들이 등장했다.

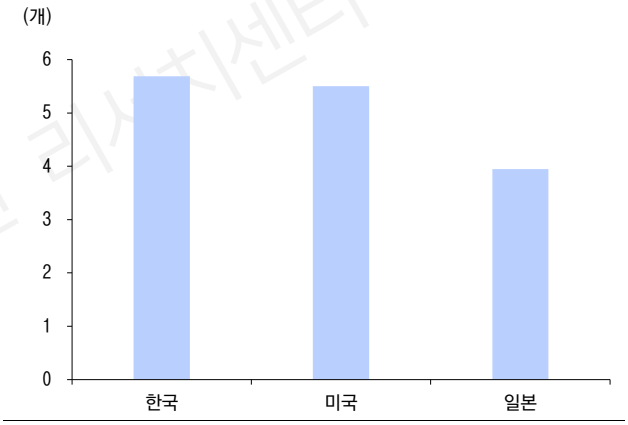
이에 한국 소비자들은 다른 국가 대비 스킨케어 및 메이크업에 사용하는 제품 수가 많다. 스킨케어는 같은 아시아권인 일본이 3.06개를 사용하는 것과 반면 한국 소비자들은 6.12개를 사용하고, 색조는 전통적으로 서구권이 강세인 지역인데도 한국 여성은 평균 5.69개로 미국보다도 많이 사용하고 있다.

그림29 **스킨케어: 한국 여성은 평균 6.12 개 제품 사용**




자료: 오픈서베이, LS증권 리서치센터

그림30 **색조: 한국 여성은 평균 5.69 개 제품 사용**




자료: 오픈서베이, LS증권 리서치센터

그림31 **라네즈: 립 슬리핑 마스크**



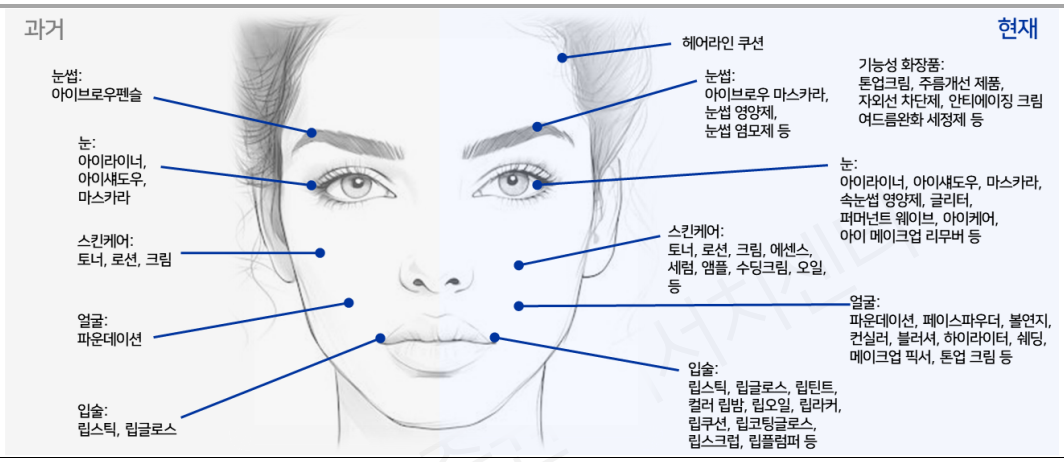

자료: 아모레퍼시픽, LS증권 리서치센터

그림32 **마몽드: 헤어라인 섀도우**




자료: 아모레퍼시픽, LS증권 리서치센터

그림33 계속해서 늘어나는 화장품 종류




자료: LS증권 리서치센터

그리고 이러한 사용 방식은 SNS상에서 해쉬태그로 회자된다. 최근 몇 년간 인기를 끌었던 해쉬태그는 10-step Korean beauty routine이다. 1)오일 클렌저, 2)클렌징폼, 3)각질 제거& 스크럽, 4)토너, 5)에센스, 6)세럼, 7)마스크팩, 8)아이크림, 9)수분크림, 10)썬크림 순으로 10가지 단계로 피부를 관리하면 유리 피부(Glass Skin), 광채 피부(Glow skin)을 얻을 수 있다고 강조한다. 이러한 키워드가 유행이 되면서 10가지 종류 중 한국 화장품 카테고리를 하나라도 경험하게 만든다는 점이 긍정적이다. 글로벌 소비자들로 하여금 K-Beauty에 대한 긍정적인 수용을 가능케하고, 이는 향후에도 다양한 제품 종류를 기반으로 언제든지 새로운 키워드가 흥행할 수 있다는 점을 시사하기 때문이다.

그림34 Cosmopolitan: 인스타그램 피드와 틱톡 For You 에 온데 계속 뜨는(poppin' up all over your IG feeds and TikTok FYPs) "Korean Skincare"(2024.5)

Beauty & Style > Beauty

# 25 Best Korean Skincare Products in 2024 for Glowy and Glass Skin, Tested and Reviewed

FYI, K-beauty is more than just a trend.

Korean skincare: It's been poppin' up all over your IG feeds and TikTok FYPs, and the products have become bestsellers—but what's the idea behind it, and why *now*? "**K-beauty is more than just a trend. It's a skincare philosophy and way of life**," says **Charlotte Cho**, co-founder of the incredibly popular Korean beauty site **Soko Glam** and Korean skincare line, **Then I Met You**. "It's more than just steps or **sheet masks**—it's how you think about skincare and what works best for your unique skin needs."

As an emphasis on skin health and early prevention continues to rise in beauty, consumers have flocked to Korean skincare because its traditions and practices align with these ideals. And as the beauty space evolves, the market has been growing *quickly*. Products for **double-cleansing**,

자료: Cosmopolitan, LS증권 리서치센터

그림35 Vogue: Korean Skincare 는 왜 그리 우수한가?(2024.7)

VOGUE

BEAUTY

## Breaking Down the 10-Step Korean Skincare Routine

BY IMAN BALAGAM
July 6, 2024

### Our Top Picks

- **Best Moisturizer**: Dr. Jart+ Cicapair Cooling Gel Moisturizer for Redness, $52
- **Best Mask**: Laneige Water Sleeping Mask, $32
- **Best Treatment**: SKIN1004 Madagascar Centella Asiatica Ampoule, $20
- **Best Toner**: Innisfree Green Tea Enzyme PHA Toner, $24
- **Best Essence**: Mixsoon Bean Essence, $35
- **Best Cleansing Oil**: Sulwhasoo Gentle Cleansing Oil, $40
- **Best Exfoliator**: Peach & Lily Glass Skin Face Polisher, $48

### What is the 10-step Korean skincare routine?

A 10-step Korean skincare routine is a multi-step regimen that emphasizes hydration, gentle exfoliation, and targeted treatments to achieve its results. Known for its meticulous and holistic approach, per Yoon, the result of this regimen is a glowing complexion.

However, one important thing to understand before starting a 10-step K-beauty skincare routine is to fully know your skin type, warns Epley. For instance, you may want to skip the exfoliating scrub step if you have sensitive skin, rosacea, or active acne as it may cause further irritation.

### Why is Korean skincare so good?

According to Barzotti, Korean skincare focuses on using highly hydrating ingredients that support skin barrier health. It's beneficial for all skin types, particularly sensitive skin, thanks to its gentle yet results-driven approach.

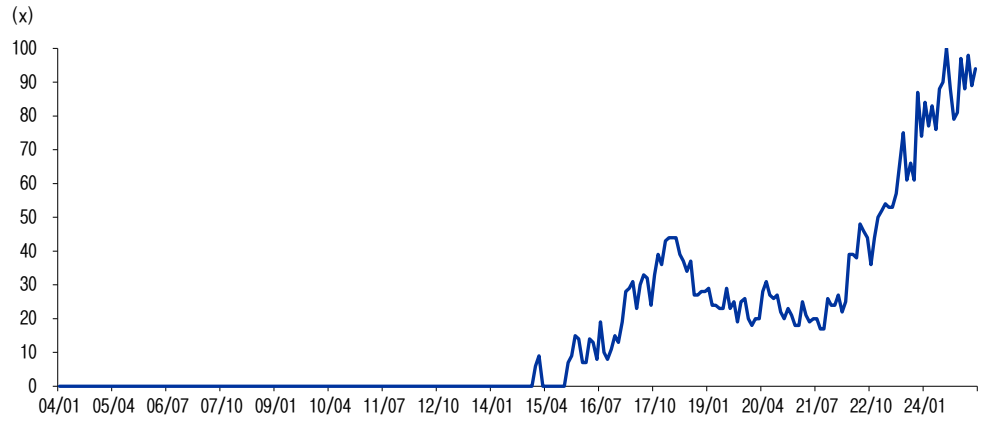
자료: Vogue, LS증권 리서치센터

# K-Beauty 기회: 여전히 ODM에게

## 노래하고 춤추는 그들에겐 K-Beauty가 필요

미국 화장품 시장 환경 속에서 K-Beauty ODM 업체들은 수혜를 받을 수 있다고 판단한다. 미국 내 뷰티 제품 소비를 주도하고 있는 세대는 Gen Z다. 노래하고 춤추는 그들은 조회수가 필요하다. 업로드 한 콘텐츠가 소위 말해 '터져야' 1)팔로워가 늘어나고, 2)영향력이 커지고, 그를 기반으로 3)돈을 벌 수 있기 때문이다. 한국 화장품은 조회수를 늘리는 데에 제격이다. 독특한 제형과 사용감을 강조하는 제품들이 많기 때문이다. 특히 짧은 시간 내에 이목을 끌어야 하는 숏폼 특성 상, Before-After가 확실하게 보여지고 흥미를 유발하는 제품력을 갖춘 한국 화장품은 지속해서 인플루언서들의 콘텐츠 소재로 활용될 가능성이 높다.

그림36 **미국 내 K-Beauty 키워드 관심도 추이**




자료: Google Trends, LS증권 리서치센터

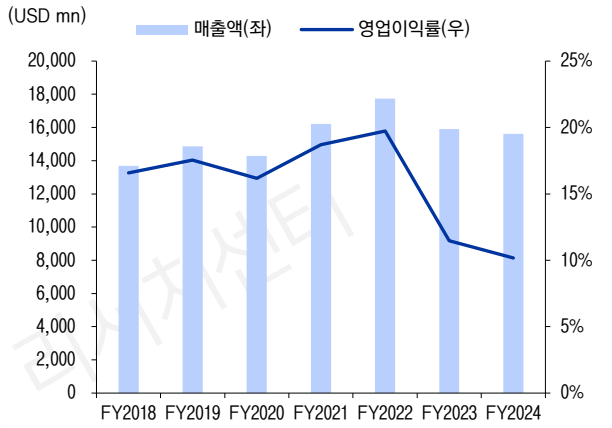
따라서 브랜드들도 SNS 바이럴 → 판매 증대 공식을 따르기 위해 한국 ODM 업체들에 대한 의존도가 높아질 것이다. 새롭고 재미있는 제품을 내놔야 살아남기 때문이다. 에스티로더는 프레스티지 화장품 시장이 위축되고 시장 환경이 갈수록 복잡해지는 상황에 제대로 적응하지 못해, 결국 민첩성을 잃었다(Simply said, we lost our agility)고 자평했다. 전통적인 프리미엄 브랜드 업체들만 이러한 고민을 가지고 있는 것이 아니다. 가성비로 빠르게 성장했던 e.l.f. Beauty 또한 신제품의 새로움(newness) 부재에 대한 우려를 밝힌 바 있다. 일례로 FY2024 4분기에 런칭된 글로벌 베스트셀러 Glow Reviver 립오일이 2024년 최대 규모의 신제품 출시로 큰 매출 상승을 이끌었지만, 올해 초에는 기저효과와 더불어 오히려 매출 증가세가 둔화하고 있다는 것이다. 2025년 봄 시즌을 겨냥한 신제품들의 초기 판매 지표도 예상보다 저조한 것으로 파악된다. 이에 e.l.f.는 4분기 매출액 성장률을 YoY -1% ~ +2% 사이로 전망한 바 있다.

그림37 에스티로더 주가 추이




자료: Estee Lauder, LS증권 리서치센터

그림38 에스티로더 실적 추이




자료: Estee Lauder, LS증권 리서치센터

이와 더불어 Gen Z는 가성비를 중시하는 대표 연령대다. 소비 둔화에 따라 중저가 제품에 대한 선호도가 높아질 가능성이 높다. 결국 글로벌 화장품 시장이 전반적으로 둔화되고 경쟁이 격화되는 가운데, 민첩성과 가성비는 모든 브랜드가 해결해야 할 핵심 과제로 떠오르고 있다. 소규모 인디 브랜드에서부터 대형 글로벌 브랜드까지, ODM 업체들의 힘을 빌리지 않고는 급변하는 시장 흐름에 몸을 맡기기 어렵다고 판단한다.

LS 증권 리서치센터

# K-Beauty 리스크: 관세와 경쟁

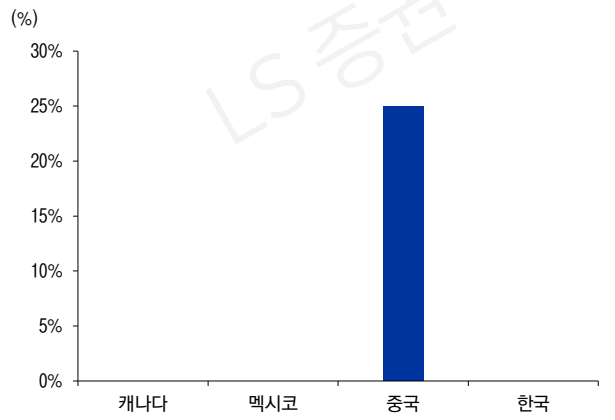
## 1. 트럼프發 관세 영향은 미미할 것

미국 입장에서 한국은 8번째 무역 적자국이고, 화장품 수입 1위(2024년 기준) 국가다. 이에 트럼프 2기 행정부의 관세 정책이 K-Beauty 산업에 부정적인 영향을 미칠 것이라는 우려가 많다. 2024년 11월 대선 승리가 확실시되자 트럼프 대통령은 멕시코와 캐나다의 모든 제품에 25%의 관세를 부과하고, 중국에는 60%의 관세를 부과할 것이라고 강조했다. 또한, 미국으로 들어오는 모든 수입품에 10%의 보편적 관세를 부과하겠다고 예고했다. 이로 인해, 2월 1일부터 캐나다와 멕시코에 대해 추가 관세 부과 행정명령이 공표됐으며, 이를 일단 30일 유예한 상태다. 현재 미국의 화장품 관세율은 캐나다, 멕시코, 한국이 0%고, 중국은 25%다.

트럼프 1기 행정부(2017년 1월~2021년 1월)에는 K-Beauty가 중국에 대한 반사 수혜를 받았다고 보는 시각이 지배적이다. 트럼프 1기 시기인 2018년 6월 중국의 중요 제조 기술 관련 제품에 25% 관세 부과를 시작했고, 2018년 9월 24일부터는 약 2,000억 달러 규모의 중국산 수입품(소비재 포함)에 10% 관세를 부과했다. 2019년 5월에는 이를 25%로 인상했다. 그러자 2018년 이후에는 미국의 화장품 對중국 수입 비중이 빠르게 감소했다. 반면 한국의 미국 화장품 수입액 점유율은 2016년 5위에서 2020년에는 3위로 올라섰다.

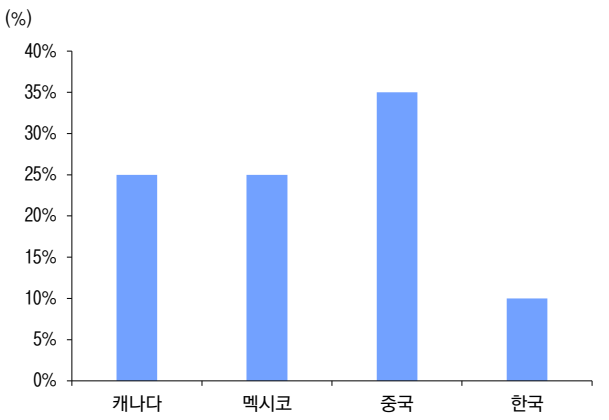
금번 관세 정책 관련, 부과가 된다 하더라도 한국 화장품들의 판매가 저조해질 가능성은 높지 않다고 판단한다. 미국에서 판매되는 K-Beauty 제품의 가장 선호되는 가격 군은 10~20달러다. 통상 판매가는 도매가의 2배수 수준이므로, 만일 보편 관세가 시행된다면 약 5~10달러에 10% 관세가 붙는다고 볼 수 있겠다. 브랜드 입장에서는 0.5~1달러 수준의 비용이 증가한다. 이를 온전히 가격에 전가한다 하더라도 약 700~1,300원이기 때문에, 소비자가로는 와닿는 차이가 별반 크지 않다는 판단이다.

그림39 **미국 화장품 수입 국가별 관세율**




자료: LS증권 리서치센터

그림40 **미국 화장품 수입 국가별 관세율 예상(보편관세 시행 시)**

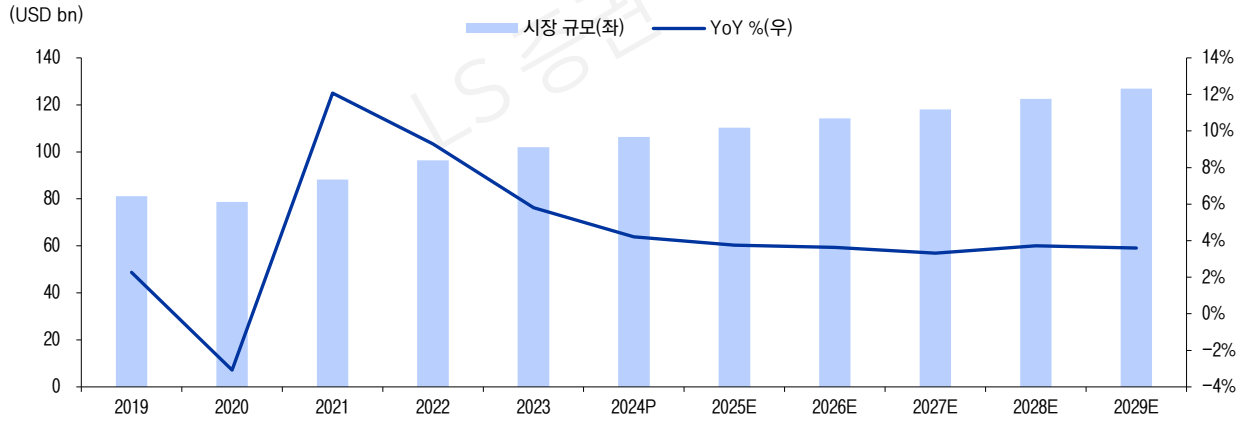



자료: LS증권 리서치센터

## 2. 다만 미국 소비 둔화는 다소 우려

문제는 미국 시장 내 소비 둔화 및 경쟁이겠다. 미국에서도 코로나19 이후 화장품 시장이 지난 3년간 전례 없는 성장을 이루었고, 이후 성장세가 점차 완만해지고 있기 때문이다. 2024년 미국 화장품 시장 규모는 전년대비 3% 성장한 172조원 규모로 마감한 것으로 추정된다. 2025년 또한 주요 업체들은 성장세를 높게 보고 있지는 않은 상황이다. 올해 2월초 FY2025 Q3 실적 발표에서 e.l.f. Beauty는 시장 경쟁 상황은 언제나 치열했고, 수많은 브랜드들이 시장에 등장하고 사라지고 있다 밝혔다.

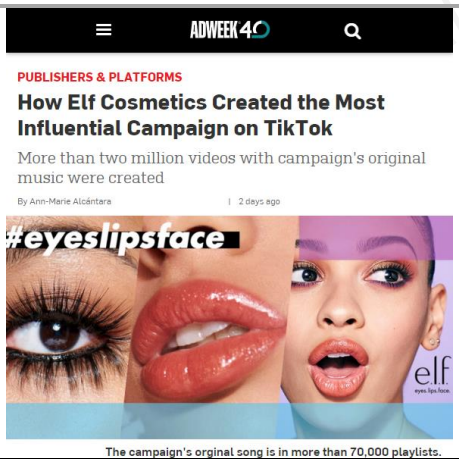
그림41 미국 화장품 시장 규모 추이 및 전망




자료: 업계 자료, LS증권 리서치센터

실제로 미국의 중저가 화장품 업체 e.l.f. Beauty는 사명(社名)인 2019년 눈(e) 입술(l), 얼굴(f) 챌린지를 통해 100억개의 포스팅을 만들어내며 큰 인기를 끌었다. 현재 Z세대 선호 화장품 1위다. 로레알과 에스티로더 대비 매출 성장률이 우위에 있으며(2024년), 2019년부터 2024년까지 주가 상승률은 1,295%에 달한다. 이처럼 호실적을 구가하던 e.l.f. Beauty의 주가가 FY 2025 3Q(2024년 9월~2024년 12월) 실적 발표 이후 20% 하락했다. 예상 대비 부진한 소비를 반영해 회사가 2025년 가이던스를 하향했기 때문이다.

그림42 Eyes, Lips, Face 챌린지




자료: e.l.f. Beauty, LS증권 리서치센터

그림43 E.l.f. Beauty 주가 추이




자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

e.l.f. Beauty의 2025년 1월 매출액은 전년동월대비 5% 감소해 예상을 밑돌았다. 12월 연말 특수에 따른 일시적 소비 감소, LA 산불 및 틱톡 관련 불확실성으로 인해 소셜 미디어 내 뷰티 관련 언급량이 20% 줄어든 영향 등이 복합적으로 작용한 것으로 분석된다. 이밖에 에스티로더의 FY2025 2분기 미주 지역 매출액도 1.5% 감소했는데, 주로 북미 지역 내 소매판매 부진에 기인했다. 로레알의 2024년 4분기 미주 지역 매출액도 YoY 1.4% 증가하는 데에 그쳤다.

미국 소비 자체도 전망이 밝지는 않다. 통상 월마트의 실적은 미국 소비 경기를 가늠하는 지표로 활용되는데, 월마트는 FY2025 4Q 실적을 발표하면서 FY2026 전망과 가이던스를 시장 기대치 대비 낮게 제시하며 미국의 소비가 약화될 수도 있다는 점을 내비쳤다. 2025년 1월 소매판매는 계절조정 기준 전월대비 0.9% 감소했는데, 이는 시장 기대치였던 0.2% 감소 대비 부진했다 더불어 2025년 1월 미국 소비자물가지수(CPI)는 전년 동월 대비 3.0% 상승해 인플레이션 압박이 지속되는 중이다. 이에 소비자들의 구매력은 약화될 것으로 보이며, 2월 소비자신뢰지수는 98.3으로 전월 대비 7포인트 떨어졌다. 2021년 8월 이후 가장 큰 폭으로 하락한 수치다.

실제로 미국 주요 소비재 업체들은 최근 분기 실적을 양호하게 발표했음에도 우려스러운 가이던스로 주가가 하락한 경우가 많았다. 아마존은 2024년 4분기 기대 이상의 실적을 발표했지만, 2025년 전망은 사상 최저 성장 가이던스인 매출액 5~9% 성장 수준을 제시했다. 뉴웰 브랜즈는 2025년 매출이 감소할 것으로 전망했고, 타겟은 3분기 실적 쇼크와 함께 4분기에도(11월~1월) 보수적인 가이던스를 제시한 바 있다. 치폴레 또한 2025년 기존점 신장률 가이던스를 한자릿수 초중반대로 공유했다. 최근 주요 소비재 업체들의 실적 발표에서 미국 소비 경기의 불확실성이 확인되고 있어 화장품 시장 또한 향후 관세 영향 및 거시경제 변수들에 대해 지속적인 모니터링이 필요하겠다.

LS 증권 리서치센터

Part III

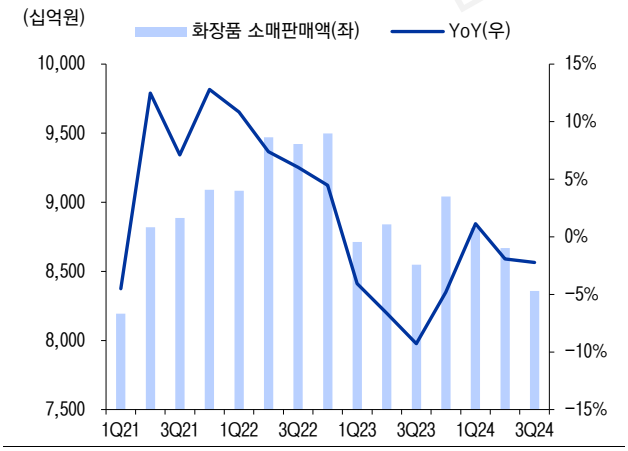
# 한국:
# 모여라 다이소,
# 그리고 온라인

# 오프라인: 다이소 뷰티 전쟁 개막

## 올리브영·다이소가 주도하는 오프라인 시장

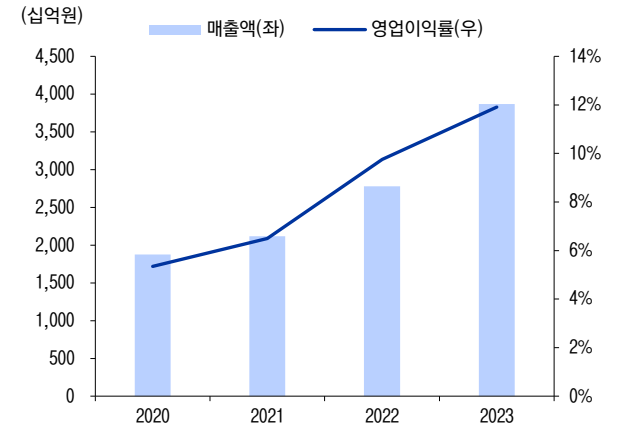
한국 화장품 오프라인 판매채널에서 올리브영과 다이소를 빼놓고는 성장을 논하기 힘들어졌다. 화장품 구매에 있어 전통 유통 채널은 다이소 대비 가성비가 떨어지고, 올리브영 대비 체험 및 구색에서 매력이 없기 때문이다. 이에 2개 업체 위주의 성장은 올해도 이어질 것으로 전망되며, 입점 브랜드들의 생산을 담당하는 ODM 업체들이 받는 수혜도 꾸준할 것으로 예상한다.

그림44 화장품 소매판매액 추이




자료: KOSIS, LS증권 리서치센터

그림45 CJ 올리브영 실적 추이




자료: CJ올리브영, LS증권 리서치센터

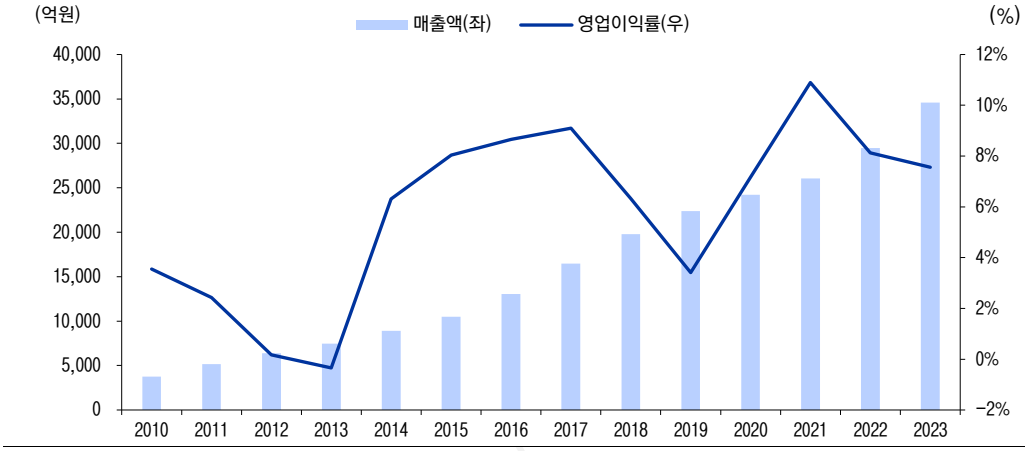
다이소와 올리브영 화장품에게는 1)빠른 상품 기획 및 생산과 2)비용 효율성이 필요하다. 채널 측면에서 다이소는 가성비와 상품 전환이 특징이고, 올리브영은 독특하고 재미있는 신제품을 원하는 MZ세대 수요가 압도적이기 때문이다. 이처럼 신속한 트렌드 대응이 시장 경쟁력의 핵심이 되면서, 브랜드들은 축적된 R&D 역량과 대량 생산 설비를 갖추고 있는 전문 ODM 업체에 의존할 수밖에 없다고 판단한다. 각 채널이 요구하는 새로운 컨셉의 제품을 짧은 주기로 개발 및 공급하고, 규모의 경제를 통해 가격 경쟁력도 확보할 수 있기 때문이다.

## 다이소 대란템의 등장

최근 수년간 올리브영의 급성장이 범람한 인디 브랜드를 흡수하면서 나타났다면, 가성비 추구 및 화장품 관련 정보 공유 활성화, SNS 바이럴을 통한 다이소의 성장도 화장품 시장 내 눈에 띄게 두드러지고 있다. 과거 명품 화장품 브랜드 '저렴이'로 불리던 제품들은 이제 이름표를 '다이소 대란템'으로 바꿔달았다. 더불어 다이소가 관광 명소화 되고 있어 과거 K-Beauty 활황 시절 면세점의 지위를 물려받은 모양새다.

다이소의 2023년 매출액은 전년대비 17.5% 증가한 3조 4,604억원, 영업이익은 전년대비 9.3% 증가한 2,617억원을 기록했다. 2024년 실적은 매출액 4조원을 상회할 것이 확실시되고 있다. 고금리와 고물가로 소비 환경이 위축되면서 초저가 상품 선호가 지속되고 있기 때문이다. 더불어 다이소는 매달 600여개의 신상품을 출시하기 때문에 유통업계 내 심화하는 경쟁 구도 속에서도 양호한 집객을 만들어내고 있는 중이다.

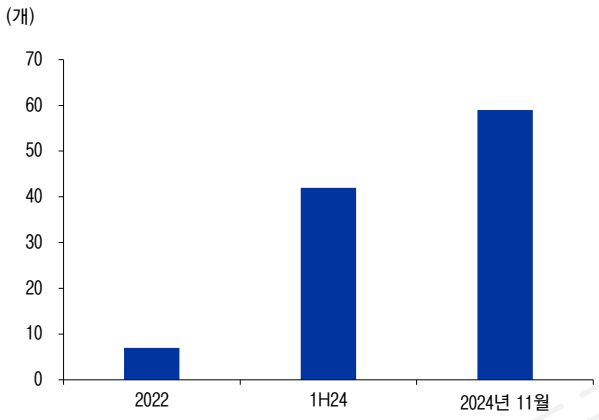
그림46 **아성다이소 실적 추이**




자료: 아성다이소, LS증권 리서치센터

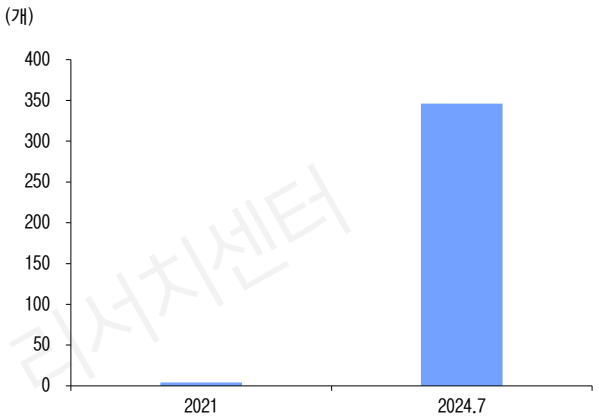
기존 생활용품 위주에서 뷰티 등으로도 카테고리를 확대한 전략도 최근 실적 견인에 한 몫하고 있다. 다이소는 2021년부터 화장품 품목을 강화해 왔고, 2023년 하반기 다이소에 입점한 화장품은 기초화장품 13개 브랜드, 색조화장품 4개 브랜드, 남성화장품 1개 브랜드 등 총 18개 브랜드 190여개의 품목이었다. 지난 해 11월 기준으로는 입점 브랜드가 59개로 늘어났고, 취급 품목수도 346개로 증가했다.

그림47 다이소 입점 뷰티 브랜드수 급상승



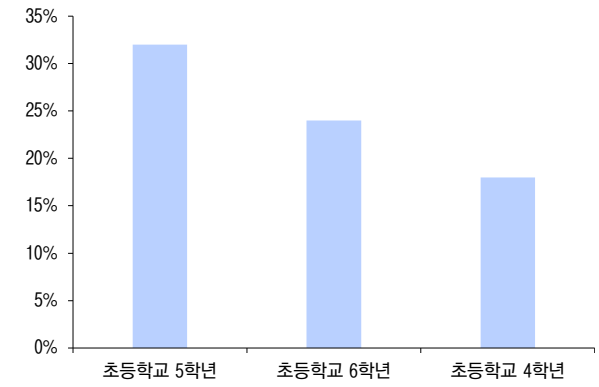

자료: 다이소, 언론 취합, LS증권 리서치센터

그림48 다이소 취급 뷰티 제품 수는 346 종으로 급증



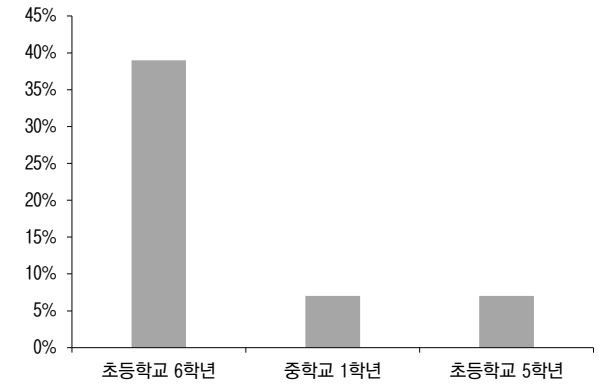

자료: 다이소, 언론 취합, LS증권 리서치센터

그림49 초등학생: 색조 화장 시작 시기(2025.2)




자료: 식품안전의약처, LS증권 리서치센터

그림50 중/고등학생: 색조 화장 시작 시기(2025.2)




자료: 식품안전의약처, LS증권 리서치센터

이에 대형 화장품 업체들 또한 다이소 전용 제품을 출시하며 입점 중이다. 아모레퍼시픽은 2024년 9월 마몽드의 세컨브랜드인 미모 바이 마몽드를 런칭하고 8종 제품의 다이소 판매를 시작했다. 가격은 토너, 크림, 클렌징폼 5,000원, 트러블밤 3,000원, 패드 1,000원 등이다. 다이소 입점 4개월만에 누적 판매 100만 제품을 돌파했으며, 4개월 동안 올린 매출액은 약 30~50억원에 달할 것으로 전망된다. 최근 올리브영이 연매출 100억원을 달성한 브랜드들에 대한 지표를 공유했던 것을 고려하면, 미모 바이 마몽드의 성과도 고무적인 수준으로 평가할 수 있겠다. 아모레퍼시픽의 에뛰드 또한 2월 28일 다이소에 런칭했다.

LG생활건강도 다이소 확장을 추진 중이다. 2024년 4월 LG생활건강은 온더바디의 세컨드 브랜드인 퓨어더마를 런칭하며 다이소와 처음으로 손을 잡았고, 9월에는 화장품 브랜드 CNP의 세컨드 브랜드 CNP Bye od-td를 다이소 전용으로 런칭하며 입점시켰다. 올해 2월 11일에는 더페이스샵의 바디케어 라인과 헤어케어 라인이 다이소에 입점했고, 코드글로컬러는 3월 첫주에 입점 예정이다.

그림51 아모레퍼시픽: Mimo by MAMOND




자료: ECDB, LS증권 리서치센터

그림52 LG 생활건강: 다이소 전용 CNP bye od-td




자료: 오픈서베이, LS증권 리서치센터

그림53 아모레퍼시픽: Mimo by MAMOND




자료: ECDB, LS증권 리서치센터

그림54 LG 생활건강: 다이소 전용 CNP bye od-td




자료: 오픈서베이, LS증권 리서치센터

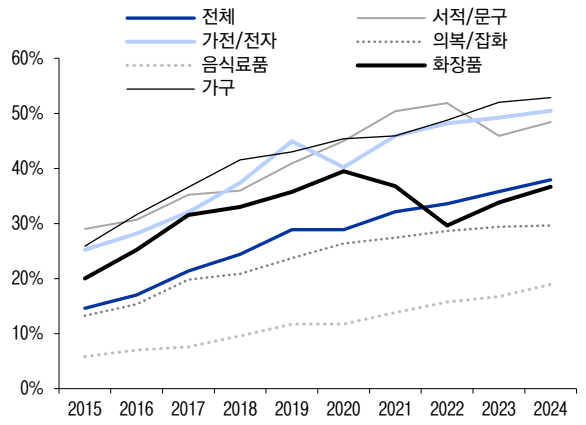
이처럼 멀티 브랜드샵 위주의 오프라인 화장품 성장은 올해도 꾸준히 이어질 것으로 전망되고, 수많은 브랜드들이 경쟁적으로 입점 기회를 모색할 것이다. 그리고 다양한 라인업을 신속하게 선보여야 하는 시장 상황, 가성비가 강조되고 빠른 상품 회전율이 요구되는 유통 환경이 맞물리면서 연구개발과 생산 역량을 모두 갖춘 ODM 업체들의 역할이 더욱 중요해질 전망이다.

# 온라인: 의외의 무주공산

## 뷰티 이커머스: 의외의 무주공산

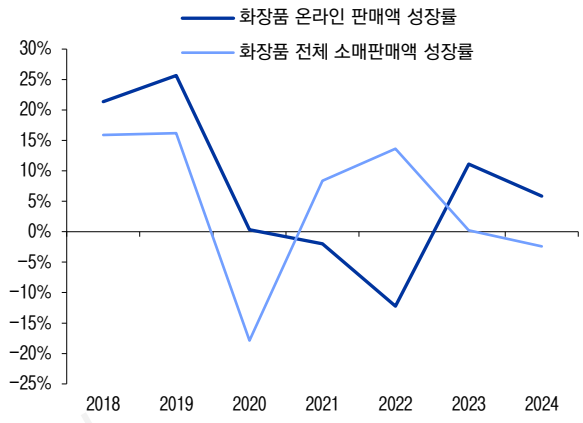
2024년 한국 이커머스 거래액은 전년대비 5.8% 성장한 242조원으로 마감했다. 과거의 고성장 시기를 지나 성숙기로 진입한 지 오래고, 코로나19로 인한 높은 기저효과도 당분간 부담이다. 품목별로도 이커머스 침투율은 대부분 30~40% 수준까지 올라왔다. 반면 화장품 이커머스 침투율은 2022년 리오프닝으로 오프라인 소비가 증가하면서 오히려 하락했다. 이에 화장품 온라인 판매 시장은 과거 침투율을 고려했을 때 성장 여력이 남아있는 상황이고, 화장품은 고물가 소비 환경에서 되려 가격이 하락하고 있는 품목이라 타 소비재 대비 2025년 한 해 상대적으로 양호한 위치에 있다고 판단한다.

그림55 **소매판매액 품목별 온라인 침투율 추이**




자료: KOSIS, LS증권 리서치센터

그림56 **화장품 온라인 판매 성장률은 반등**




자료: KOSIS, LS증권 리서치센터

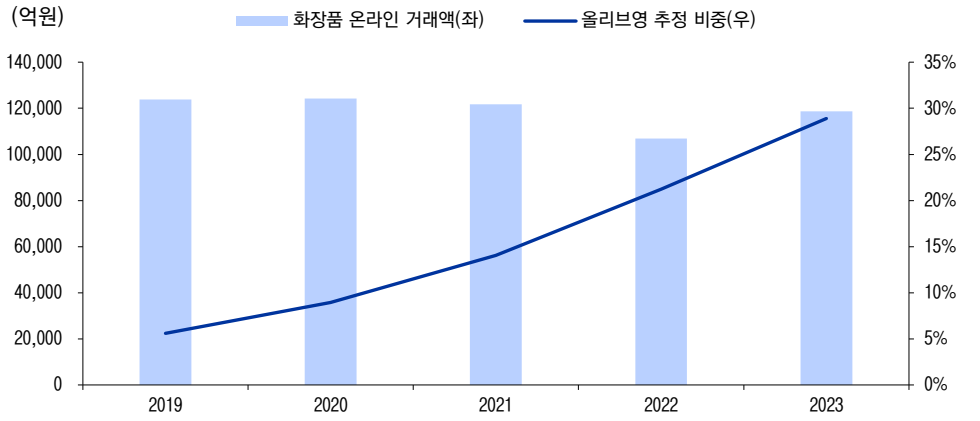
## 올리브영의 독주를 막아라

현재 화장품 온라인 거래액 중 올리브영 비중은 약 30% 수준으로 추정된다. 네이버와 쿠팡이 1,2위를 다투며 20% 중후반대의 점유율을 차지하고 있다는 점을 고려하면 단일 업체 기준으로는 매우 높은 점유율이다. 거기다 MAU 기준으로 봤을 때 마땅한 경쟁자도 없다. 이에 이미 뷰티 부문 사업을 확대한 컬리에 이어 무신사, 쿠팡 등 이커머스 업체들이 최근 화장품 사업에 드라이브를 걸기 시작했다. 쿠팡 또한 화장품 PB 상품 런칭, R.Lux 개편 등으로 고관여 상품 비중을 높이기 위한 움직임이다.

화장품 사업에 진출한 이커머스 업체들은 브랜드가 필요하다. 올리브영에 대항하기 위해 가격만 낮추는 것으로는 지속가능한 경쟁이 불가능하기 때문에 다양한 브랜드들을 입점시켜 상품 차별화를 노릴 공산이 크다. 브랜드들도 이커머스 업체들이 필요하다. 브랜드 범람으로 인해 다이소와 올리브영에 입점하기가 어려워지면서, 향후 사세를 확장하기 위한 레

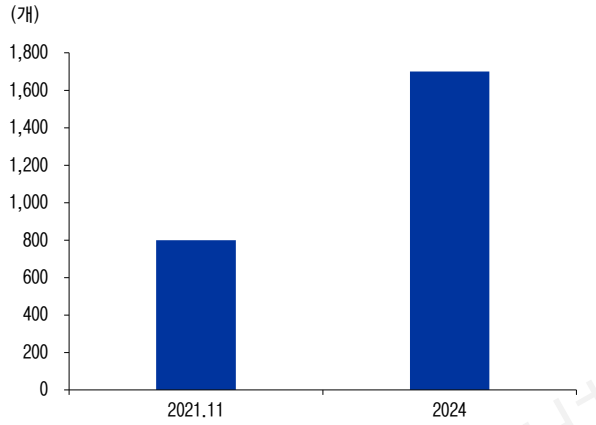
퍼런스가 필요한 브랜드들이 이들 플랫폼을 통해서 확장하고자 하는 니즈가 있기 때문이다. 이처럼 오프라인과 온라인 모두 채널 확장 및 브랜드 탄생이 계속되면서, ODM 업체들에게는 유리한 환경이 올해도 이어지겠다.

그림57 **화장품 온라인 거래액 중 올리브영 비중은 압도적**



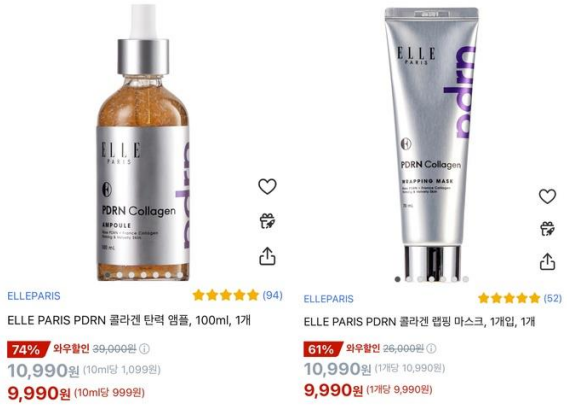

자료: LS증권 리서치센터

그림58 **무신사 입점 화장품 브랜드 수**



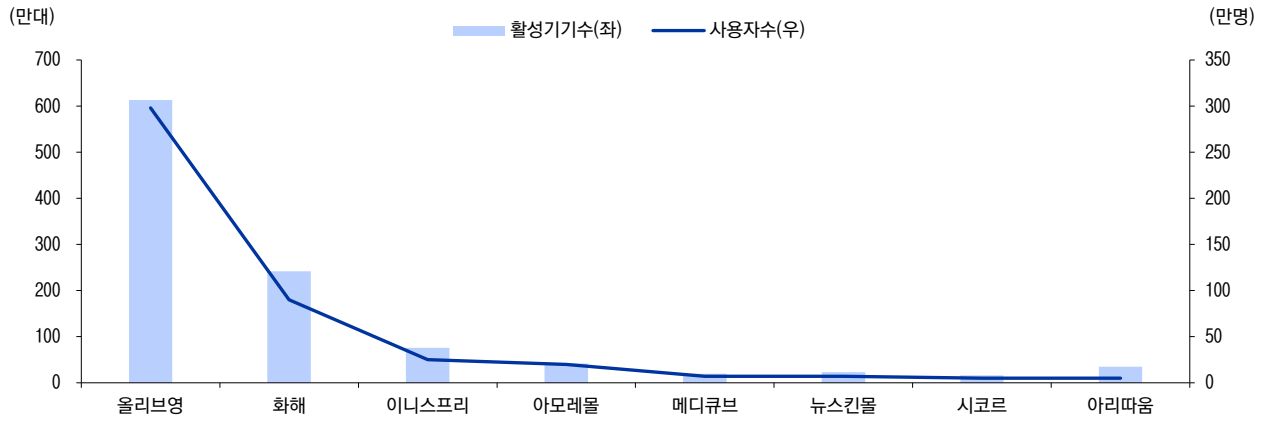

자료: 무신사, LS증권 리서치센터

그림59 **쿠팡 화장품 PB 상품 런칭**




자료: 쿠팡, LS증권 리서치센터

그림60 **주요 메이크업/화장품 앱 사용자 및 활성 기기수**




자료: IGAWORKS, LS증권 리서치센터

Part Ⅳ

# 결론 및 투자의견

# 우리 모두의 추구미, K-Beauty

## 추구미가 무엇이든, K-Beauty가 도달케 해드립니다

화장품 시장은 소비 둔화, 경쟁 심화, Gen Z 중심의 가성비 트렌드 확산이라는 복합적인 문제에 직면해 있다. 프레스티지 및 매스티지, 매스 브랜드 모두 끊임없이 혁신적인 제품을 내놓아야 하는 상황이 됐다. 그리고 모든 소비재가 파편화되고 있는 만큼, 화장품도 이러한 흐름에서 벗어나기 힘들다고 전망한다. ODM 업체의 역할이 과거 대비 더욱 중요해졌다.

면세점과 중국 현지 사업이 활황이었던 시기가 끝나고 많은 한국 화장품 업체들이 미국으로 눈을 돌렸다. 이들은 국내 시장 경쟁 속에서 다져진 체력으로 효능과 엔터테인먼트 요소로 미국 소비자들의 관심을 끄는 데에는 성공했다. 다만 글로벌 브랜드사 및 ODM 업체들의 실적에서도 엿보이듯 미국에서도 제품 유행주기는 단축되고 있다. K-Beauty 카테고리가 명확한 효능과 가성비로 포지셔닝 한만큼 꾸준히 수요를 흡수하겠지만, 그 안에서 뜨고 지는 브랜드는 계속해서 등장할 것이라고 판단한다. 글로벌 화장품 업체들이 인수했던 한국 화장품의 인기는 그리 오래가지 못했다.

2025년 국내 시장은 올리브영과 다이소 중심의 오프라인 성장이 지속될 것으로 본다. 온라인은 올리브영의 독주를 막기 위해 이커머스 업체들이 새롭게 화장품 사업에 진출 중이다. 브랜드 범람으로 인해 다이소와 올리브영에 입점하기가 어려워지면서, 레퍼런스가 필요한 신규 업체들이 이들 이커머스 플랫폼을 통해 확장하고자 할 것이다. 즉 오프라인과 온라인 모두 채널 확장 및 브랜드 탄생이 계속되겠다. 빠르고 재미있고, 품질 좋은 제품을 만들어 내는 것은 한국 ODM업체들이 전세계에서 가장 잘한다. 올해도 ODM 업체들에게 유리한 환경이다.

## 종목 선별 전략: Top-pick 코스맥스(TP 250,000원)

국내 및 해외 시장 모두 한국 ODM 업체들에 대한 의존도가 높아질 수 밖에 없는 산업 구조다. **코스맥스**는 인디 브랜드의 지속적인 고성장 및 글로벌 시장 내 매출 확장에 따라 2024년 연간 매출액 및 영업이익이 각각 전년대비 21.9%, 51.6% 성장했다. 높아지는 수요에 따라 2025년 코스맥스 한국 법인 매출액은 20% 수준의 성장을 이어갈 것으로 예상하고, 신규 진입 브랜드 증가에 따라 수익성 또한 개선 흐름이다. 동남아시아 지역 고성장도 긍정적이다. **아모레퍼시픽**의 코스알엑스는 미국 내 가격 경쟁과 재고 조정으로 올해 상반기까지는 보수적 접근이 필요하겠으나, 이니스프리, 에스트라 등 자체 브랜드의 북미 사업 호조가 기대된다. **한국콜마**는 올해 3월 가동을 시작할 미국 2공장에 대한 기대가 유효하다.

LG생활건강은 북미 아마존 사업 개편 성과를 지켜볼 필요가 있고, 중국 정부의 경기 부양 의지가 강한 상황이기에 내수 회복에 대한 신호만 나타난다면 턴어라운드가 가장 강하게 나올 수 있겠다.

Intercos는 글로벌 프레스티지 브랜드들과의 장기적 파트너십 유지가 경쟁력이다. 북미 및 중국 시장 성장이 주가에 모멘텀이 되겠다. Ulta Beauty와 e.l.f. Beauty 모두 실적 가이던스를 낮췄는데, 코로나19를 지나 성장세가 정상화하는 과정에서 미국 화장품 시장 경쟁 구도 전개에 대해 지켜볼 필요가 있다.

LS 증권 리서치센터

LS 증권 리서치센터

표1 화장품 Global Peer 실적 및 밸류에이션

| (USD mn) | | 실적(USD) | | | 성장률(%) | | | 수익성(%) | | Valuation(x) | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 기업명 | 연도 | 매출액 | OP | NP | 매출액 | OP | NP | OPM | NPM | P/E | P/B | EV/EBITDA | ROE |
| Loreal | 2024 | 47,043 | 8,941 | 6,933 | 5.6 | 0.9 | -1.3 | 19.0 | 14.8 | 28.5 | 5.5 | 18.5 | 20.6 |
| | 2025E | 48,100 | 9,673 | 7,309 | 2.2 | 8.2 | 5.4 | 20.1 | 15.5 | 26.4 | 5.3 | 17.4 | 20.4 |
| | 2026E | 50,719 | 10,336 | 7,910 | 5.4 | 6.9 | 8.2 | 20.4 | 15.9 | 24.3 | 4.8 | 16.3 | 23.1 |
| Estee Lauder | 2024 | 15,608 | 1,588 | 390 | -1.9 | -12.9 | -25.1 | 10.2 | 6.0 | 41.1 | 7.2 | 15.5 | 17.2 |
| | 2025E | 14,490 | 1,049 | -119 | -7.2 | -34.0 | -130.6 | 7.2 | 3.5 | 51.0 | 5.8 | 16.4 | 10.9 |
| | 2026E | 14,825 | 1,453 | 688 | 2.3 | 38.6 | -677.0 | 9.8 | 5.7 | 30.7 | 5.7 | 13.4 | 17.5 |
| Shiseido | 2024 | 6,545 | 229 | -71 | 1.8 | -7.2 | 적전 | 3.5 | 0.8 | n/a | 1.8 | 12.4 | 1.3 |
| | 2025E | 6,674 | 195 | 115 | 2.0 | -15.1 | 흑전 | 2.9 | 1.7 | 59.5 | 1.8 | 12.5 | 2.8 |
| | 2026E | 6,908 | 426 | 292 | 3.5 | 118.8 | 154.4 | 6.2 | 4.2 | 24.7 | 1.7 | 9.8 | 7.1 |
| Kao | 2024 | 10,759 | 926 | 712 | 6.3 | 39.9 | 44.0 | 8.6 | 6.3 | 27.5 | 2.8 | 12.6 | 10.1 |
| | 2025E | 11,186 | 1,077 | 782 | 4.0 | 16.2 | 9.8 | 9.6 | 7.0 | 25.7 | 2.8 | 11.9 | 11.1 |
| | 2026E | 11,518 | 1,182 | 859 | 3.0 | 9.8 | 9.9 | 10.3 | 7.5 | 23.7 | 2.7 | 11.2 | 11.5 |
| Proya | 2024E | 1,570 | 263 | 212 | 24.9 | 27.5 | 5.3 | 16.4 | 13.5 | 22.2 | 6.2 | 15.9 | 29.6 |
| | 2025E | 1,902 | 323 | 257 | 21.1 | 22.4 | 21.6 | 17.0 | 13.6 | 18.2 | 4.9 | 13.0 | 28.7 |
| | 2026E | 2,248 | 386 | 308 | 18.2 | 19.6 | 19.7 | 17.2 | 13.7 | 15.2 | 3.9 | 11.2 | 27.4 |
| Shanghai Jahwa | 2024E | 835 | 3 | 45 | -10.3 | -94.4 | -36.7 | 5.5 | 5.4 | 96.8 | 1.6 | 44.2 | 0.8 |
| | 2025E | 885 | 51 | 54 | 6.0 | 1,639.9 | 21.3 | 5.8 | 6.1 | 31.6 | 1.5 | 18.9 | 5.2 |
| | 2026E | 946 | 61 | 62 | 6.8 | 19.3 | 15.2 | 6.5 | 6.8 | 26.1 | 1.5 | 16.4 | 5.8 |
| Coty | 2024 | 6,118 | 581 | 89 | 10.2 | 41.4 | -49.3 | 9.5 | 1.6 | 103.6 | 2.3 | 12.2 | 2.5 |
| | 2025E | 5,958 | 890 | 164 | -2.6 | 53.1 | 83.5 | 14.9 | 5.7 | 13.5 | 1.2 | 7.6 | 8.5 |
| | 2026E | 6,130 | 907 | 360 | 2.9 | 1.9 | 119.4 | 14.8 | 7.6 | 10.5 | 1.1 | 7.3 | 10.3 |
| Beiersdorf | 2024 | 10,656 | 1,750 | 987 | 4.3 | 37.6 | 32.1 | 16.4 | 10.1 | 30.6 | 3.3 | 11.7 | 11.9 |
| | 2025E | 10,798 | 1,547 | 1,097 | 1.3 | -11.6 | 11.2 | 14.3 | 10.3 | 27.6 | 3.2 | 15.2 | 11.8 |
| | 2026E | 11,368 | 1,679 | 1,211 | 5.3 | 8.5 | 10.3 | 14.8 | 10.8 | 25.0 | 2.9 | 14.1 | 12.4 |
| KOSE | 2024 | 2,132 | 115 | 50 | 7.4 | 8.6 | -18.8 | 5.4 | 3.1 | 54.5 | 1.5 | 11.5 | 3.7 |
| | 2025E | 2,258 | 152 | 96 | 5.9 | 32.1 | 93.3 | 6.7 | 4.2 | 24.7 | 1.3 | 8.6 | 5.4 |
| | 2026E | 2,363 | 168 | 110 | 4.7 | 10.9 | 14.6 | 7.1 | 4.7 | 21.5 | 1.2 | 7.9 | 5.9 |
| L'occitane | 2024E | 2,757 | 339 | 102 | 19.1 | -14.9 | -28.3 | 12.3 | 5.6 | 58.5 | 6.5 | 12.0 | 14.3 |
| | 2025E | 3,147 | 394 | 281 | 14.2 | 16.2 | 176.2 | 12.5 | 8.9 | n/a | n/a | n/a | 23.3 |
| | 2026E | 3,509 | 491 | 345 | 11.5 | 24.7 | 22.7 | 14.0 | 9.5 | n/a | n/a | n/a | 23.2 |
| Intercos | 2024E | 1,111 | 95 | 60 | 4.0 | -2.8 | 5.5 | 9.2 | 5.4 | 23.3 | 2.8 | 10.6 | 13.0 |
| | 2025E | 1,194 | 110 | 73 | 7.5 | 15.0 | 22.0 | 9.2 | 6.2 | 20.0 | 2.5 | 9.4 | 13.9 |
| | 2026E | 1,274 | 123 | 82 | 6.7 | 12.1 | 12.6 | 9.7 | 6.5 | 17.5 | 2.3 | 8.6 | 14.3 |
| Ulta Beauty | 2024E | 11,257 | 1,485 | 1,139 | 0.0 | -0.1 | -0.1 | 13.2 | 10.1 | 15.3 | 6.8 | 9.7 | 47.7 |
| | 2025E | 11,675 | 1,394 | 1,059 | 3.7 | -6.2 | -7.0 | 11.9 | 9.1 | 15.4 | 6.2 | 10.1 | 42.4 |
| | 2026E | 12,277 | 1,503 | 1,140 | 5.2 | 7.9 | 7.7 | 12.2 | 9.3 | 13.8 | 5.1 | 9.5 | 42.3 |
| e.l.f. Beauty | 2024 | 1,024 | 158 | 128 | 76.9 | 131.5 | 121.9 | 15.4 | 13.4 | 82.7 | 17.0 | 55.1 | 26.0 |
| | 2025E | 1,309 | 249 | 281 | 27.8 | 57.6 | 120.3 | 19.0 | 21.5 | 17.8 | 5.1 | 14.3 | 26.6 |
| | 2026E | 1,450 | 280 | 182 | 10.8 | 12.8 | -35.3 | 19.3 | 14.8 | 19.3 | 4.1 | 12.8 | 23.1 |

자료: LS증권 리서치센터
주: FY2024~2026, Ulta Beauty(1월 결산), KOSE·L'occitane·e.l.f. Beauty(3월 결산), Estee Lauder·Coty(6월 결산)

# Appendix

# ETF List

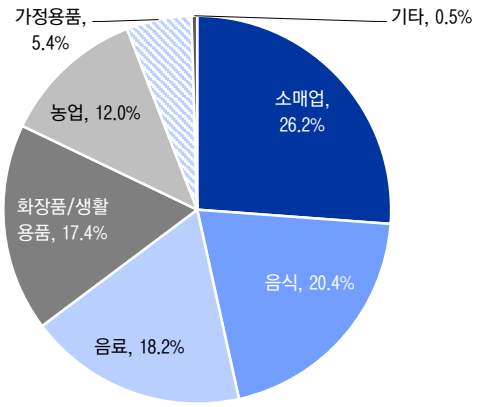
## Consumer Staples Select Sector SPDR ETF

표2 ETF 정보

| | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 종목명 | Consumer Staples Select Sector SPDR ETF (US: XLP) | | | | | |
| 설정일 | 1998.12.16 | | | | | |
| AUM | USD 16.86bn | | | | | |
| 주가(3/3) | USD 83.52 | | | | | |
| 수익률 | 1M | 3M | YTD | 1Y | 3Y | 5Y |
| | 5.19 | 0.59 | 5.69 | 14.72 | 6.27 | 10.32 |
| 거래량(90 일 평균) | 9.6M | | | | | |
| 유통주식수 | 203M | | | | | |
| 12 개월 배당수익률 | 2.62% | | | | | |
| 배당락일 | 25.03.24 | 24.12.23 | 24.09.23 | 24.06.24 | 24.03.18 | |
| DPS(USD) | 0.44(E) | 0.6 | 0.44 | 0.58 | 0.55 | |
| 보수비용 | 0.03% | | | | | |
| Overview | - Consumer Staples Select Sector Index 를 추종하며, 필수소비재 대형주를 편입<br>- 편입 주식으로는 화장품 및 개인용품, 제약, 청량음료, 식료품이 있으며 지역은 미국이 99.95% 차지 | | | | | |

자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

그림61 산업별 비중



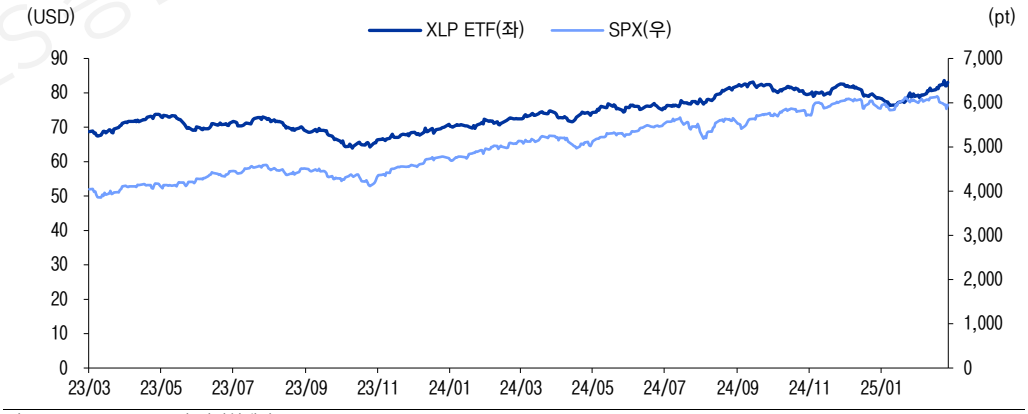

자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

표3 Top Holding

| 종목명 | 보유 비중(%) |
|---|---|
| Costco | 10.74% |
| Walmart | 9.89% |
| Procter&Gamble | 9.46% |
| Coca-Cola | 6.38% |
| Philip Morris | 5.58% |
| PepsiCo | 4.87% |
| Altria Group | 4.51% |
| Mondelez | 4.49% |
| Colgate-Palmolive | 4.31% |
| Target Corp | 3.31% |

자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

그림62 ETF 주가 추이




자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

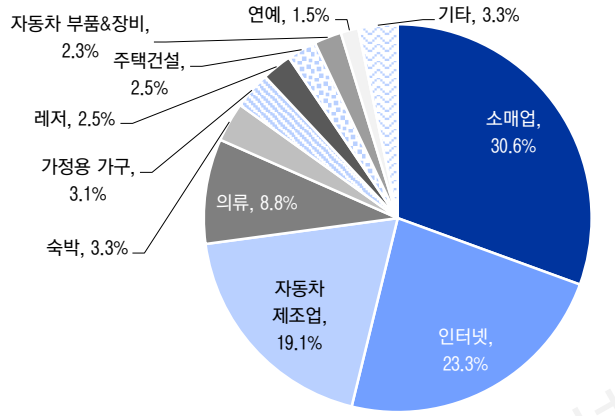
## iShare Global Consumer Discretionary ETF

표4 ETF 정보

| | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 종목명 | iShare Global Consumer Discretionary ETF (US: RXI) | | | | | |
| 설정일 | 2006.09.21 | | | | | |
| AUM | USD 255mn | | | | | |
| 주가(3/3) | USD 186.96 | | | | | |
| 수익률 | 1M | 3M | YTD | 1Y | 3Y | 5Y |
| | -1.63% | 3.48% | 2.60% | 15.34% | 7.72% | 11.80% |
| 거래량 | 18.5 | | | | | |
| 유통주식수 | 1.4M | | | | | |
| 12 개월 배당수익률 | 1.04% | | | | | |
| 배당락일 | 25.06.16 | 24.12.17 | 24.06.11 | 23.12.20 | 23.06.07 | |
| DPS(USD) | 1.66(E) | 0.61 | 1.37 | 0.63 | 0.95 | |
| 보수비용 | 0.41% | | | | | |
| Overview | - S&P Global 1200 Consumer Discretionary Sector Capped Index 추종<br>- 140 개 종목을 담고 있으며, 보유 종목의 평균배당수익률은 1.55%<br>- 지역별 비중은 미국 54%, 일본 13%, 중국 9%, 프랑스 6% 등 | | | | | |

자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

그림63 산업별 비중



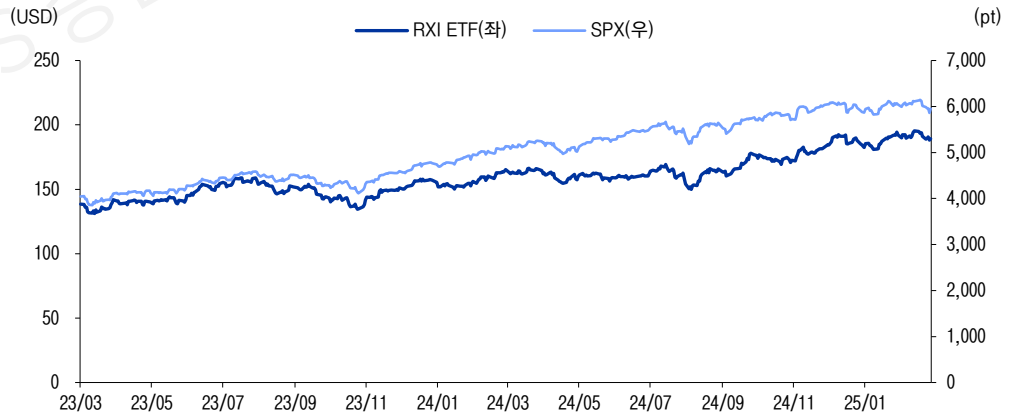

자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

표5 Top Holding

| 종목명 | 보유 비중(%) |
|---|---|
| Amazon | 9.37% |
| Tesla | 7.01% |
| Alibaba Group | 4.47% |
| Home Depot | 4.31% |
| Toyota | 3.76% |
| McDonald's | 3.69% |
| LVMH | 3.10% |
| Booking Holdings | 2.79% |
| Sony | 2.63% |
| Lowe's | 2.37% |

자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

그림64 ETF 주가 추이




자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

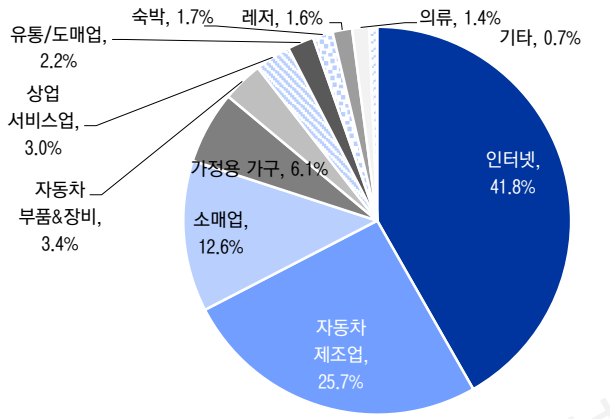
## Global X MSCI China Consumer Discretionary ETF

표6 ETF 정보

| | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 종목명 | Global X MSCI China Consumer Discretionary ETF (US: CHIQ) | | | | | |
| 설정일 | 2009.12.01 | | | | | |
| AUM | USD 231mn | | | | | |
| 주가(3/3) | USD 21.16 | | | | | |
| 수익률 | 1M | 3M | YTD | 1Y | 3Y | 5Y |
| | 9.45% | 13.50% | 14.07% | 31.44% | -0.04% | 5.12% |
| 거래량(90 일 평균) | 67.8K | | | | | |
| 유통주식수 | 11M | | | | | |
| 12 개월 배당수익률 | 2.33% | | | | | |
| 배당락일 | 25.06.27 | 24.12.30 | 24.06.27 | 23.12.28 | 23.06.29 | |
| DPS(USD) | 0.21(E) | 0.37 | 0.13 | 0.37 | 0.03 | |
| 보수비용 | 0.65% | | | | | |
| Overview | - MSCI 차이나 컨슈머 디스크레셔너리 10/50 지수(NU722069) 추종<br>- 66 개 종목을 담고 있으며, 보유 종목의 평균배당수익률은 1.14%<br>- 중국 지역 비중이 83% 차지 | | | | | |

자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

그림65 산업별 비중



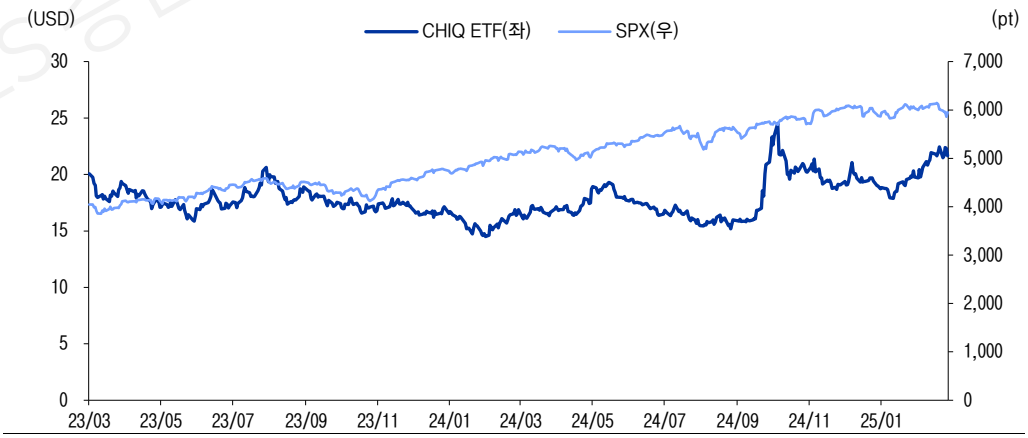

자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

표7 Top Holding

| 종목명 | 보유 비중(%) |
|---|---|
| Alibaba Group | 11.85% |
| PDD Holdings | 8.28% |
| Meituan | 7.80% |
| BYD | 7.79% |
| JD.com | 7.60% |
| Trip.com | 3.66% |
| Li Auto | 3.49% |
| Yum China | 3.33% |
| XPeng | 3.10% |
| Geely Auto | 3.00% |

자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

그림66 ETF 주가 추이




자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

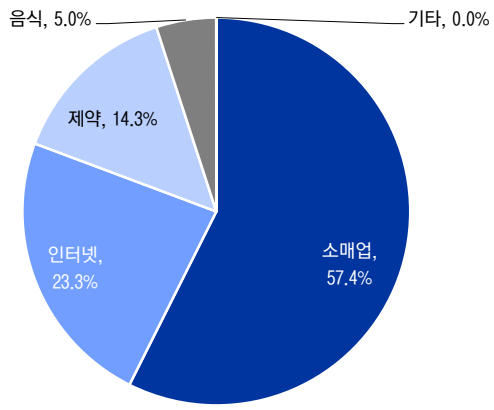
## VanEck Retail ETF

표8 ETF 정보

| | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 종목명 | VanEck Retail ETF (US: RTH) | | | | | |
| 설정일 | 2011.12.21 | | | | | |
| AUM | USD 241.94mn | | | | | |
| 주가(3/3) | USD 232.55 | | | | | |
| 수익률 | 1M | 3M | YTD | 1Y | 3Y | 5Y |
| | -1.33% | 2.52% | 5.46% | 15.99% | 11.56% | 17.02% |
| 거래량(90 일 평균) | 5.0K | | | | | |
| 유통주식수 | 1.0M | | | | | |
| 12 개월 배당수익률 | - | | | | | |
| 배당락일 | 25.12.22 | 24.12.27 | 24.12.23 | 23.12.18 | 22.12.19 | |
| DPU(USD) | 3.08(E) | - | 1.73 | 2.00 | 1.84 | |
| 보수비용 | 0.35% | | | | | |
| Overview | - MVIS 미국 Listed Retail 25 Index 를 추종<br>- 26 개 종목을 담고 있으며, 보유 종목의 평균배당수익률은 1.16%<br>- 지역별 비중은 미국 93%, 중국 5%, 캐나다 2% 등 | | | | | |

자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

그림67 산업별 비중



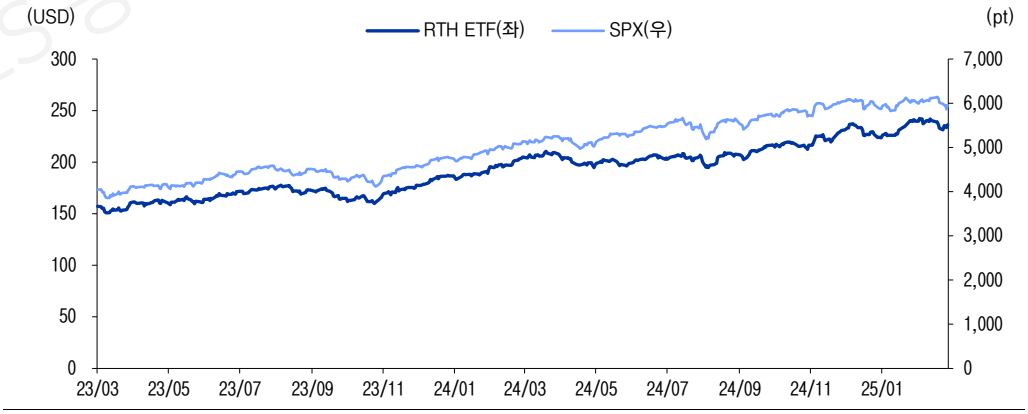

자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

표9 Top Holding

| 종목명 | 보유 비중(%) |
|---|---|
| Amazon | 18.41% |
| Walmart | 9.03% |
| Costco | 8.79% |
| Home Depot | 7.46% |
| McKesson | 4.99% |
| CVS Health | 4.90% |
| JD.com | 4.89% |
| O'Reilly Automotive | 4.86% |
| Lowe's | 4.63% |
| TJX | 4.42% |

자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

그림68 ETF 주가 추이




자료: LS증권 리서치센터

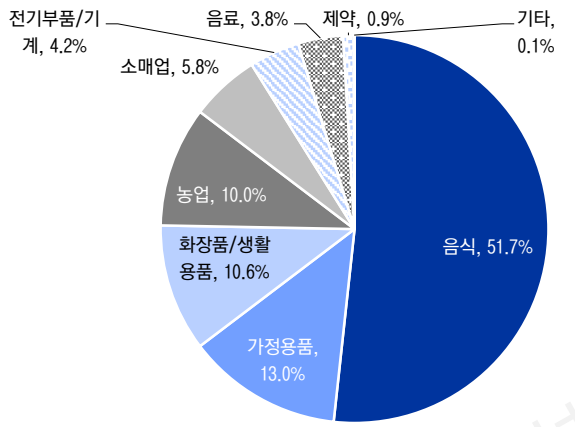
## Invesco S&P SmallCap Consumer Staples ETF

표10 **ETF 정보**

| | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 종목명 | Invesco S&P SmallCap Consumer Staples ETF (US: PSCC) | | | | | |
| 설정일 | 2010.04.07 | | | | | |
| AUM | USD 49.3 mn | | | | | |
| 주가(3/3) | USD 36.12 | | | | | |
| 수익률 | 1M | 3M | YTD | 1Y | 3Y | 5Y |
| | -2.61% | -8.76% | -3.91% | -0.72% | 3.92% | 12.44% |
| 거래량(90 일 평균) | 5.5k | | | | | |
| 유통주식수 | 1.4M | | | | | |
| 12 개월 배당수익률 | 1.96% | | | | | |
| 배당락일 | 25.03.24 | 24.12.23 | 24.09.23 | 24.06.24 | 24.03.18 | |
| DPS(USD) | 0.19(E) | 0.14 | 0.25 | 0.19 | 0.13 | |
| 보수비용 | 0.29% | | | | | |
| Overview | - S&P SmallCap 600 Capped Consumer Staples Index 를 추종<br>- 28 개 종목을 담고 있으며, 보유 종목의 평균배당수익률은 2.26% | | | | | |

자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

그림69 **산업별 비중**



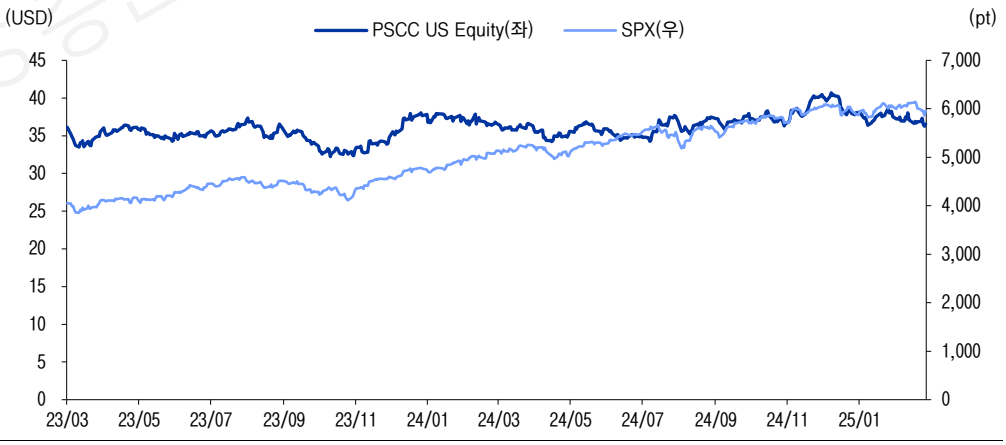

자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

표11 **Top Holding**

| 종목명 | 보유 비중(%) |
|---|---|
| Cal-Maine Foods | 9.56 |
| Simply Good Foods | 8.95 |
| WD-40 Co | 8.41 |
| Interparfums | 6.48 |
| Chefs' Warehouse | 5.80 |
| PriceSmart | 5.77 |
| United Natural Foods | 4.82 |
| J&J Snack Foods | 4.78 |
| Energizer Holdings | 4.21 |
| Edgewell Personal Care | 4.14 |

자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

그림70 **ETF 주가 추이**




자료: LS증권 리서치센터

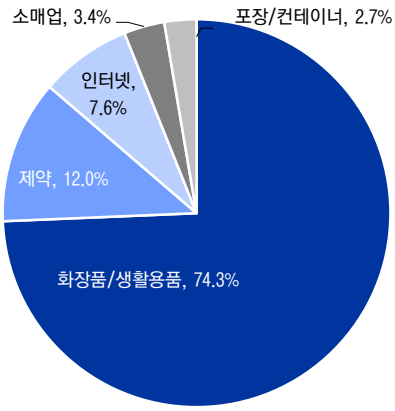
## 미래에셋 TIGER Cosmetics ETF

표12 ETF 정보

| | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 종목명 | 미래에셋 TIGER Cosmetics ETF (KS: 228790) | | | | | |
| 설정일 | 2015.10.06 | | | | | |
| AUM | KRW 243.5 bn | | | | | |
| 주가(3/4) | 2,740 원 | | | | | |
| 수익률 | 1M | 3M | YTD | 1Y | 3Y | 5Y |
| | 2.62% | 15.86% | 3.01% | 20.40% | -1.84% | -0.50% |
| 거래량(90 일 평균) | 5.0M | | | | | |
| 유통주식수 | 87.7M | | | | | |
| 12 개월 배당수익률 | 0.62% | | | | | |
| 배당락일 | 25.04.29 | 24.04.29 | 23.04.27 | 22.04.28 | 21.04.29 | 20.04.28 | 19.04.29 |
| DPS(원) | 12(E) | 17 | 15 | 5 | 20 | 10 | 20 |
| 보수비용 | 0.55% | | | | | |
| Overview | - 화장품 산업을 영위하거나 해당 사업과 관련이 있는 종목을 시가총액 비중방식으로 편입하는 WISE Cosmetic Index 를 추종<br>- 18 개 종목을 담고 있으며, 보유 종목의 평균배당수익률은 0.56% | | | | | |

자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

그림71 산업별 비중



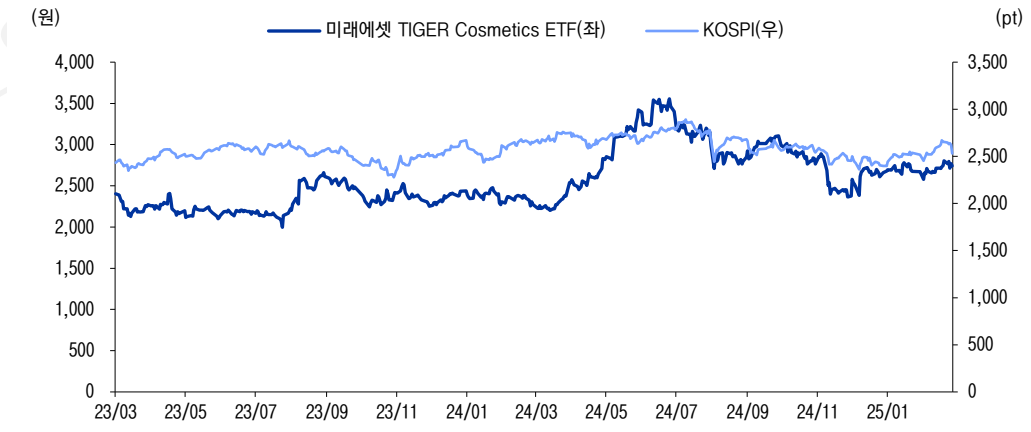

자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

표13 Top Holding

| 종목명 | 보유 비중(%) |
|---|---|
| 파마리서치 | 11.96 |
| 코스맥스 | 11.13 |
| 에이피알 | 10.56 |
| 한국콜마 | 10.36 |
| 아모레퍼시픽 | 10.15 |
| LG 생활건강 | 10.03 |
| 브이티 | 8.92 |
| 실리콘투 | 7.64 |
| 코스메카코리아 | 3.68 |
| 펌텍코리아 | 2.67 |

자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

그림72 ETF 주가 추이




자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

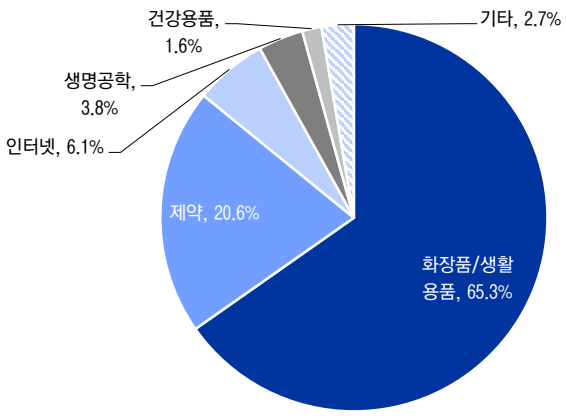
## NH-Amundi HANARO K-Beauty ETF

표14 **ETF 정보**

| | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 종목명 | NH-Amundi HANARO K-Beauty ETF (KS: 479850) | | | | | |
| 설정일 | 2024.04.16 | | | | | |
| AUM | KRW 10.4bn | | | | | |
| 주가(3/4) | 11,320 원 | | | | | |
| 수익률 | 1M | 3M | YTD | 1Y | 3Y | 5Y |
| | 4.37% | 13.96% | 5.88% | - | - | - |
| 거래량(90 일 평균) | 17.6k | | | | | |
| 유통주식수 | 900k | | | | | |
| 12 개월 배당수익률 | - | | | | | |
| 배당 주기 | Quarter | | | | | |
| 보수비용 | 0.52% | | | | | |
| Overview | - 한국 화장품, 피부미용 관련 사업을 영위하는 기업을 집중 편입하는 FnGuide K-Beauty Index 를 추종<br>- 22 개 종목을 담고 있으며, 보유 종목의 평균배당수익률은 0.61% | | | | | |

자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

그림73 **산업별 비중**



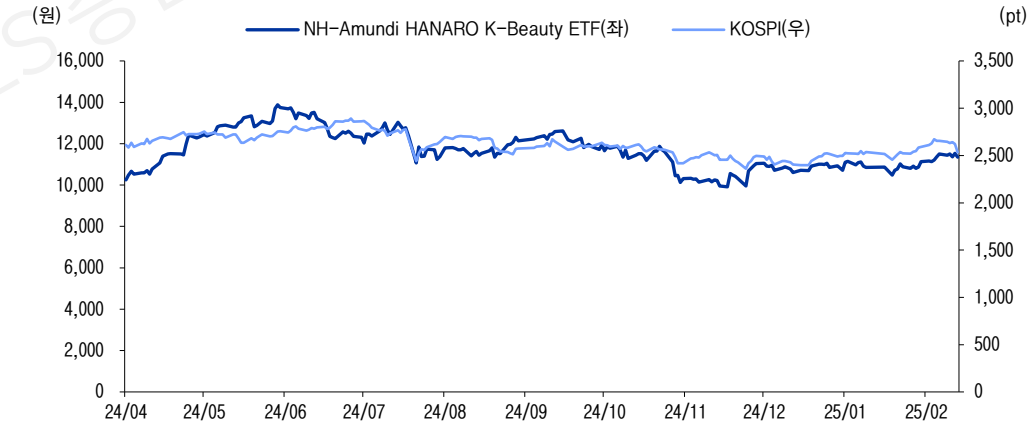

자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

표15 **Top Holding**

| 종목명 | 보유 비중(%) |
|---|---|
| 아모레퍼시픽 | 18.04 |
| LG 생활건강 | 16.55 |
| 파마리서치 | 9.13 |
| 휴젤 | 8.37 |
| 에이피알 | 7.1 |
| 코스맥스 | 7.09 |
| 실리콘투 | 6.06 |
| 한국콜마 | 5.19 |
| 브이티 | 4.73 |
| 메디톡스 | 3.77 |

자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

그림74 **ETF 주가 추이**




자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

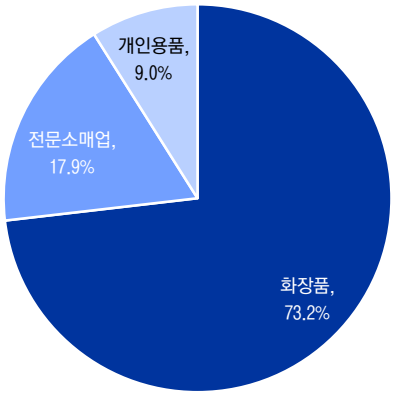
## Shinhan SOL Cosmetic T3 ETF

표16 ETF 정보

| | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 종목명 | Shinhan SOL Cosmetic T3 ETF (KS: 0008T0) | | | | | |
| 설정일 | 2025.01.21 | | | | | |
| AUM | KRW 24.4bn | | | | | |
| 주가(3/4) | 9,940 원 | | | | | |
| 수익률 | 1M | 3M | YTD | 1Y | 3Y | 5Y |
| | -3.03% | - | - | - | - | - |
| 거래량(90 일 평균) | 857k | | | | | |
| 유통주식수 | 2.4M | | | | | |
| 12 개월 배당수익률 | - | | | | | |
| 배당 주기 | Annual | | | | | |
| 보수비용 | 0.45% | | | | | |
| Overview | - FnGuide 화장품 Top3 플러스지수(RP)를 추종<br>- 총 10 종목으로 구성되며, 각 테마(유통, 브랜드, ODM)에서 시가총액 1 위인 기업 3 개와 이외 종목 중 시가총액 상위 7 종목으로 구성 | | | | | |

자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

그림75 산업별 비중



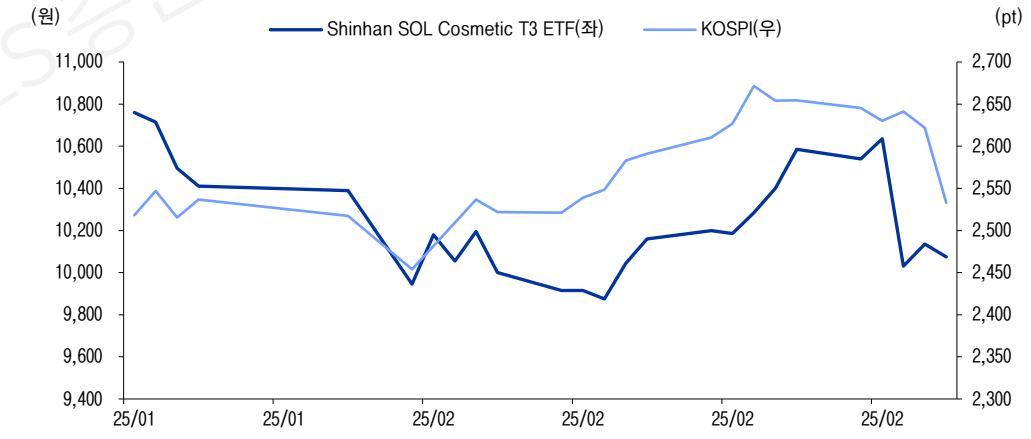

자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

표17 Top Holding

| 종목명 | 보유 비중(%) |
|---|---|
| 코스맥스 | 22.97% |
| 아모레퍼시픽 | 21.36% |
| 실리콘투 | 17.85% |
| 한국콜마 | 7.62% |
| 에이피알 | 7.54% |
| LG 생활건강 | 6.62% |
| 브이티 | 5.72% |
| 코스메카코리아 | 5.35% |
| 씨앤씨인터내셔널 | 2.50% |
| 애경산업 | 2.33% |

자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

그림76 ETF 주가 추이




자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

# 기업분석


| | |
|---|---|
| 코스맥스 (192820) | 49 |
| 아모레퍼시픽 (090430) | 53 |
| 한국콜마 (161890) | 57 |
| LG 생활건강 (051900) | 61 |
| Intercos (IM: ICOS) | 65 |
| e.l.f. Beauty (US: ELF) | 68 |
| Ulta Beauty (US: ULTA) | 72 |


**Universe**

| 종목명 | 투자판단 | 목표주가 |
|---|---|---|
| 코스맥스 | Buy(신규) | 250,000 원(신규) |
| 아모레퍼시픽 | Buy(유지) | 150,000 원(유지) |
| 한국콜마 | Buy(신규) | 73,000 원(신규) |
| LG 생활건강 | Hold(신규) | 340,000 원(신규) |
| Intercos | Not Rated | - |
| e.l.f. Beauty | Not Rated | - |
| Ulta Beauty | Not Rated | - |

# 코스맥스 (192820)

2025. 3. 5 | 화장품

## K-Beauty 확산의 중심

Analyst 오린아
02-3779-0053
lina.oh@ls-sec.co.kr

### K-Beauty 확산의 중심

코스맥스의 K-IFRS 연결 기준 4Q24 매출액은 전년동기대비 27.8% 성장한 5,580억원, 영업이익은 전년동기대비 76.8% 성장한 398억원을 기록했다. 역대 4분기 실적 중 최대 매출액이다. 인디 브랜드의 지속적인 고성장 및 글로벌 시장 내 매출 확장에 따라 2024년 연간 실적은 전년대비 21.9% 성장한 2조 1,661억원, 영업이익은 51.6% 증가한 1,754억원을 기록했다. 국내 법인 4Q24 매출액은 YoY 39.7% 증가한 3,463억원, 영업이익은 YoY 97.6% 성장한 346억원으로 고성장을 이어갔다. 특히 간접수출이 눈에 띄게 두드러졌는데, 미국 및 일본향 화장품 수출액이 각각 YoY 37%, 42% 성장해 글로벌 K-Beauty 수요 증가에 따른 수혜를 받고 있다. 상해 법인은 매출액이 YoY 14% 역신장했지만 영업이익은 흑자전환에 성공했고, 광저우 매출액은 YoY 43% 성장하면서 코스맥스 이스트 연결 매출액은 YoY 5.1% 늘었다. 미국법인은 기존 고객사 주문량 감소로 매출액이 YoY 21.3% 감소했지만, 동남아시아 법인은 높은 성장세를 보이며 인니와 태국 각각 YoY 39.7%, 77.6% 탑라인이 증가했다.

### 2025년에도 눈에 띄는 성장 기대

2025년 전사 매출액은 전년대비 15.7% 증가한 2조 5,064억원, 영업이익은 전년대비 23.2% 증가한 2,160억원을 전망한다. 2024년과 마찬가지로 인디 브랜드는 숏폼 및 SNS의 콘텐츠로서 꾸준히 활용될 것으로 전망된다. K-Beauty 인디 브랜드는 치열한 한국 화장품 시장이 태생이고, 이에 끊임없이 Newness를 만들어 내야 살아남기 때문이다. 그리고 이를 가능케 하는 것은 기획력과 제조 역량을 갖춘 ODM 업체들이다. K-Beauty 흥행의 시초였던 2014년 이후로 경쟁자로 여겨지는 글로벌 ODM 업체들이 몇몇 있었지만, 10여년이 지난 지금도 아무도 따라잡지 못했다.

코스맥스 한국 법인 매출액은 2025년 20% 수준의 성장을 이어갈 것으로 예상하고, 신규 진입 브랜드 증가에 따라 수익성 또한 영업이익률 10.5% 수준을 전망한다. 동남아시아 고성장도 긍정적이다. 인도네시아는 올해 30% 수준 성장을 추정하며, 영업이익률 또한 10% 중반대 수준으로 양호하다(50페이지 계속).

**Buy (신규)**

| | |
|---|---|
| 목표주가 (신규) | 250,000 원 |
| 현재주가 | 166,100 원 |
| 상승여력 | 50.5 % |

**컨센서스 대비**

| 상회 | 부합 | 하회 |
|---|---|---|
| | | |

**Stock Data**

| | | |
|---|---|---|
| KOSPI (3/4) | | 2,528.92 pt |
| 시가총액 | | 18,852 억원 |
| 발행주식수 | | 11,350 천주 |
| 52 주 최고가/최저가 | | 197,800 / 100,800 원 |
| 90 일 일평균거래대금 | | 155.84 억원 |
| 외국인 지분율 | | 32.8% |
| 배당수익률(25.12E) | | 1.0% |
| BPS(25.12E) | | 50,946 원 |
| KOSPI 대비 상대수익률 | 1 개월 | 4.1% |
| | 6 개월 | 40.3% |
| | 12 개월 | 62.1% |
| 주주구성 | 코스맥스비티아이 (외 13 인) | 27.5% |
| | 국민연금공단 (외 1 인) | 13.4% |

**Stock Price**




**Financial Data**

| (십억원) | 매출액 | 영업이익 | 세전이익 | 순이익 | EPS (원) | 증감률 (%) | EBITDA | PER (배) | EV/EBITDA (배) | PBR (배) | ROE (%) |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 2022 | 1,600 | 53 | 6 | -16 | 1,838 | -72.0 | 112 | 40.3 | 11.3 | 1.4 | 3.6 |
| 2023 | 1,777 | 116 | 84 | 38 | 5,036 | 174.1 | 175 | 25.1 | 10.7 | 4.0 | 12.1 |
| 2024P | 2,166 | 175 | 138 | 88 | 8,216 | 63.1 | 246 | 20.2 | 9.9 | 4.2 | 21.8 |
| 2025E | 2,506 | 216 | 173 | 117 | 11,852 | 44.3 | 291 | 14.0 | 7.9 | 3.3 | 22.7 |
| 2026E | 2,977 | 274 | 231 | 168 | 14,258 | 20.3 | 353 | 11.6 | 6.3 | 2.6 | 25.7 |

자료: 코스맥스, LS증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

태국 법인 또한 연 100억원 매출액을 달성한 고객사가 최초로 탄생해 전망이 밝고, 중국은 소비 부양책 및 한한령 해제가 모멘텀이 될 수 있겠다. 미국은 로컬 인디 브랜드사 유입에 집중하고 있다. 이와 더불어 2024년 미국법인 기계/설비 자산 재평가 및 노후자산폐기에 따라 올해는 감가상각비 일부 축소될 것으로 전망돼 하반기 중 BEP 달성 또한 기대해 볼 수 있겠다.

## 투자의견 Buy, 목표주가 250,000원으로 커버리지 재개

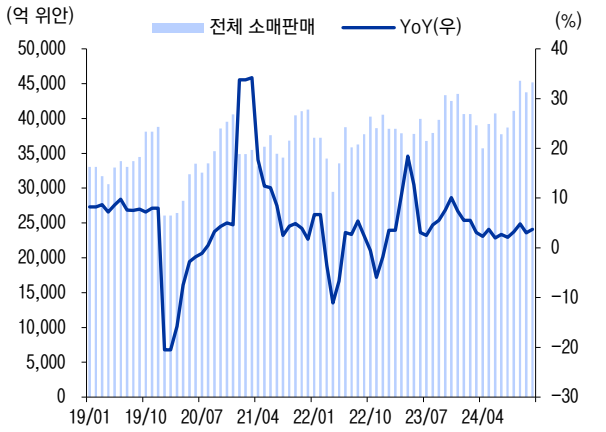
코스맥스에 대해 투자의견 Buy, 목표주가 250,000원으로 커버리지를 재개한다. 목표주가는 12MF 예상 EPS에 Target multiple 20배를 적용함에 따른 것이다. 국내 및 해외 시장 모두 한국 ODM 업체들에 대한 의존도가 높아질 수 밖에 없는 산업 구조다. 화장품 업종 Top-pick으로 제시하며, 비중 확대가 유효하다.

표18 **코스맥스 분기/연간 실적 추이 및 전망**

| (억원) | 1Q24 | 2Q24 | 3Q24 | 4Q24P | 1Q25E | 2Q25E | 3Q25E | 4Q25E | 2023 | 2024P | 2025E |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 추정 실적 | | | | | | | | | | | |
| 연결 매출액 | 5,268 | 5,515 | 5,298 | 5,580 | 5,794 | 6,526 | 6,230 | 6,514 | 17,775 | 21,661 | 25,064 |
| 한국 | 3,154 | 3,482 | 3,478 | 3,463 | 3,775 | 4,178 | 4,174 | 4,156 | 10,576 | 13,577 | 16,283 |
| 해외 | 1,910 | 1,833 | 1,578 | 1,990 | 1,999 | 2,095 | 1,801 | 2,197 | 6,859 | 7,311 | 8,092 |
| 코스맥스 이스트 | 1,574 | 1,476 | 1,144 | 1,550 | 1,547 | 1,617 | 1,247 | 1,634 | 5,474 | 5,744 | 6,045 |
| 상해 | 1,076 | 975 | 720 | 953 | 999 | 1,043 | 770 | 1,020 | 3,997 | 3,724 | 3,832 |
| 광저우 | 468 | 495 | 397 | 487 | 527 | 561 | 457 | 546 | 1,406 | 1,847 | 2,091 |
| 인도네시아 | 241 | 254 | 323 | 314 | 321 | 341 | 404 | 404 | 858 | 1,132 | 1,470 |
| 코스맥스 웨스트 | 388 | 360 | 325 | 298 | 306 | 276 | 280 | 298 | 1,399 | 1,371 | 1,161 |
| 코스맥스 태국 | 95 | 103 | 111 | 126 | 132 | 138 | 149 | 159 | 256 | 435 | 578 |
| 연결 영업이익 | 455 | 467 | 434 | 398 | 475 | 539 | 586 | 559 | 1,157 | 1,754 | 2,160 |
| 한국 영업이익 | 301 | 345 | 395 | 346 | 381 | 439 | 476 | 420 | 867 | 1,387 | 1,716 |
| 성장률(%) | | | | | | | | | | | |
| 연결 매출액 | 30.6% | 15.1% | 15.6% | 27.8% | 10.0% | 18.3% | 17.6% | 16.7% | 11.1% | 21.9% | 15.7% |
| 한국 | 29.6% | 25.1% | 20.8% | 39.7% | 19.7% | 20.0% | 20.0% | 20.0% | 23.8% | 28.4% | 19.9% |
| 해외 | 9.9% | 1.1% | 2.7% | 12.4% | 4.7% | 14.3% | 14.1% | 10.4% | -15.3% | 6.6% | 10.7% |
| 상해 | 17.6% | -12.9% | -15.8% | -14.0% | -7.2% | 7.0% | 7.0% | 7.0% | -9.6% | -6.8% | 2.9% |
| 광저우 | 57.6% | 23.8% | 7.6% | 43.2% | 12.7% | 13.3% | 15.1% | 12.1% | 18.9% | 31.4% | 13.2% |
| 인도네시아 | 25.5% | 22.7% | 38.0% | 39.7% | 33.0% | 34.2% | 25.2% | 28.6% | 27.3% | 31.9% | 29.8% |
| 코스맥스 웨스트 | 43.2% | -5.5% | -11.9% | -21.3% | -21.2% | -23.3% | -13.7% | 0.1% | -14.6% | -2.0% | -15.3% |
| 코스맥스 태국 | 86.3% | 51.5% | 68.2% | 77.6% | 38.5% | 33.7% | 34.5% | 26.3% | 31.3% | 69.9% | 32.8% |
| 연결 영업이익 | 229.1% | 1.4% | 30.4% | 76.8% | 4.6% | 15.4% | 35.1% | 40.5% | 117.9% | 51.6% | 23.2% |
| 한국 영업이익 | 131.5% | 13.5% | 53.1% | 97.6% | 26.7% | 27.2% | 20.4% | 21.3% | 102.4% | 60.0% | 23.7% |
| 수익성(%) | | | | | | | | | | | |
| 연결 영업이익률 | 8.6% | 8.5% | 8.2% | 7.1% | 8.2% | 8.3% | 9.4% | 8.6% | 6.5% | 8.1% | 8.6% |
| 한국 영업이익률 | 9.5% | 9.9% | 11.4% | 10.0% | 10.1% | 10.5% | 11.4% | 10.1% | 8.2% | 10.2% | 10.5% |

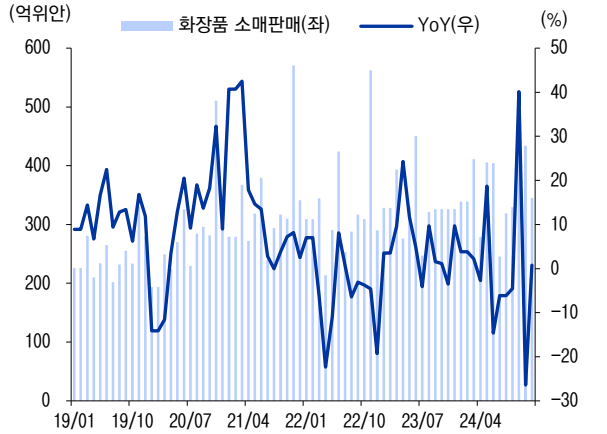
자료: 코스맥스, LS증권 리서치센터

그림77 중국 소매판매액 추이



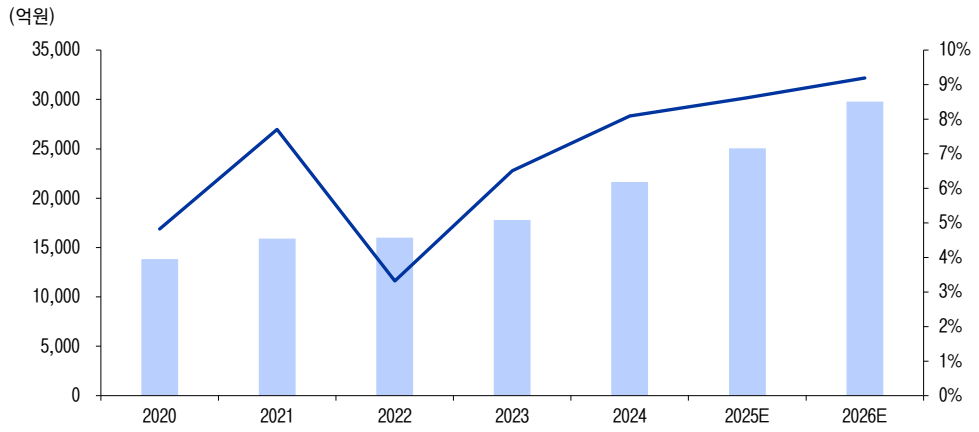

자료: 国家统计局, LS증권 리서치센터

그림78 중국 화장품 소매판매액 추이




자료: 国家统计局, LS증권 리서치센터

그림79 코스맥스 실적 추이 및 전망




자료: 코스맥스, LS증권 리서치센터

표19 코스맥스 Valuation

| 항목 | 내용 |
|---|---|
| 12MF EPS (원) | 12,453 |
| Target multiple (x) | 20 |
| 적정주가 (원) | 250,000 |
| 현재주가 (원) | 166,100 |
| 상승여력 (원) | 50.5% |

자료: LS증권 리서치센터

# 코스맥스 (192820)

## 재무상태표

| (십억원) | 2022 | 2023 | 2024P | 2025E | 2026E |
|---|---|---|---|---|---|
| 유동자산 | 737 | 822 | 1,084 | 1,355 | 1,614 |
| 현금 및 현금성자산 | 169 | 257 | 435 | 615 | 746 |
| 매출채권 및 기타채권 | 318 | 283 | 325 | 376 | 447 |
| 재고자산 | 202 | 218 | 260 | 301 | 357 |
| 기타유동자산 | 48 | 64 | 64 | 64 | 64 |
| 비유동자산 | 659 | 735 | 963 | 953 | 1,011 |
| 관계기업투자등 | 47 | 46 | 48 | 50 | 52 |
| 유형자산 | 491 | 547 | 559 | 554 | 548 |
| 무형자산 | 50 | 54 | 62 | 66 | 71 |
| **자산총계** | **1,396** | **1,557** | **2,047** | **2,308** | **2,625** |
| 유동부채 | 812 | 874 | 1,094 | 1,233 | 1,399 |
| 매입채무 및 기타재무 | 257 | 365 | 444 | 514 | 611 |
| 단기금융부채 | 517 | 454 | 583 | 641 | 696 |
| 기타유동부채 | 38 | 56 | 68 | 78 | 93 |
| 비유동부채 | 140 | 325 | 469 | 464 | 458 |
| 장기금융부채 | 91 | 259 | 410 | 410 | 410 |
| 기타비유동부채 | 49 | 66 | 59 | 53 | 48 |
| **부채총계** | **952** | **1,199** | **1,564** | **1,696** | **1,857** |
| 지배주주지분 | 581 | 363 | 449 | 578 | 734 |
| 자본금 | 6 | 6 | 6 | 6 | 6 |
| 자본잉여금 | 287 | 29 | 28 | 28 | 28 |
| 이익잉여금 | 268 | 313 | 412 | 552 | 720 |
| 비지배주주지분(연결) | -137 | -4 | 33 | 33 | 33 |
| **자본총계** | **444** | **359** | **483** | **611** | **767** |

## 손익계산서

| (십억원) | 2022 | 2023 | 2024P | 2025E | 2026E |
|---|---|---|---|---|---|
| **매출액** | **1,600** | **1,777** | **2,166** | **2,506** | **2,977** |
| 매출원가 | 1,395 | 1,484 | 1,748 | 2,016 | 2,361 |
| **매출총이익** | **205** | **294** | **418** | **490** | **616** |
| 판매비 및 관리비 | 152 | 178 | 243 | 274 | 342 |
| **영업이익** | **53** | **116** | **175** | **216** | **274** |
| (EBITDA) | 112 | 175 | 246 | 291 | 353 |
| 금융손익 | -19 | -27 | -28 | -38 | -38 |
| 이자비용 | 21 | 32 | 46 | 48 | 48 |
| 관계기업등 투자손익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 기타영업외손익 | -28 | -1 | -10 | -5 | -5 |
| **세전계속사업이익** | **6** | **84** | **138** | **173** | **231** |
| 계속사업법인세비용 | 23 | 46 | 49 | 56 | 62 |
| 계속사업이익 | -16 | 38 | 88 | 117 | 168 |
| 중단사업이익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| **당기순이익** | **-16** | **38** | **88** | **117** | **168** |
| 지배주주 | 21 | 57 | 93 | 134 | 162 |
| **총포괄이익** | **-10** | **32** | **88** | **117** | **168** |
| 매출총이익률 (%) | 13 | 17 | 19 | 20 | 21 |
| 영업이익률 (%) | 3 | 7 | 8 | 9 | 9 |
| EBITDA 마진률 (%) | 7 | 10 | 11 | 12 | 12 |
| 당기순이익률 (%) | -1.0 | 2.1 | 4.1 | 4.7 | 5.7 |
| ROA (%) | 1.5 | 3.9 | 4.3 | 5.1 | 6.4 |
| ROE (%) | 3.6 | 12.1 | 21.8 | 22.7 | 25.7 |
| ROIC (%) | -16.5 | 6.6 | 12.5 | 13.5 | 17.0 |

## 현금흐름표

| (십억원) | 2022 | 2023 | 2024P | 2025E | 2026E |
|---|---|---|---|---|---|
| **영업활동 현금흐름** | **103** | **231** | **189** | **247** | **253** |
| 당기순이익(손실) | -16 | 38 | 88 | 117 | 168 |
| 비현금수익비용가감 | 150 | 161 | 111 | 158 | 120 |
| 유형자산감가상각비 | 55 | 56 | 67 | 72 | 76 |
| 무형자산상각비 | 4 | 4 | 4 | 4 | 3 |
| 기타현금수익비용 | 83 | 92 | 40 | 82 | 41 |
| 영업활동 자산부채변동 | 28 | 79 | -11 | -28 | -36 |
| 매출채권 감소(증가) | 40 | 8 | -42 | -51 | -71 |
| 재고자산 감소(증가) | 23 | -15 | -42 | -41 | -57 |
| 매입채무 증가(감소) | -11 | 60 | 80 | 70 | 97 |
| 기타자산, 부채변동 | -23 | 25 | -7 | -6 | -5 |
| **투자활동 현금** | **-31** | **-104** | **-60** | **-121** | **-144** |
| 유형자산처분(취득) | -83 | -81 | -80 | -80 | -80 |
| 무형자산 감소(증가) | 0 | -4 | -4 | -2 | -1 |
| 투자자산 감소(증가) | 58 | -18 | 30 | -1 | -1 |
| 기타투자활동 | -7 | -1 | -6 | -38 | -62 |
| **재무활동 현금** | **3** | **-39** | **49** | **54** | **23** |
| 차입금의 증가(감소) | 10 | -39 | -43 | 0 | 0 |
| 자본의 증가(감소) | -6 | -115 | -6 | -6 | -6 |
| 배당금의 지급 | 6 | 0 | 6 | 6 | 6 |
| 기타재무활동 | 0 | 114 | 98 | 60 | 29 |
| **현금의 증가** | **70** | **88** | **178** | **179** | **132** |
| 기초현금 | 100 | 169 | 257 | 435 | 615 |
| 기말현금 | 169 | 257 | 435 | 615 | 746 |

## 주요 투자지표

| | 2022 | 2023 | 2024P | 2025E | 2026E |
|---|---|---|---|---|---|
| **투자지표 (x)** | | | | | |
| P/E | 40.3 | 25.1 | 20.2 | 14.0 | 11.6 |
| P/B | 1.4 | 4.0 | 4.2 | 3.26 | 2.6 |
| EV/EBITDA | 11.3 | 10.7 | 9.9 | 7.9 | 6.3 |
| P/CF | 6.3 | 7.2 | 9.5 | 6.9 | 6.5 |
| 배당수익률 (%) | 0.0 | 0.4 | 0.3 | 0.3 | 0.3 |
| **성장성 (%)** | | | | | |
| 매출액 | 0.5 | 11.1 | 21.9 | 15.7 | 18.8 |
| 영업이익 | -56.7 | 117.9 | 51.6 | 23.2 | 26.7 |
| 세전이익 | -92.1 | 1,265.1 | 63.4 | 25.5 | 33.6 |
| 당기순이익 | 적전 | 흑전 | 133.8 | 32.2 | 44.2 |
| EPS | -72.0 | 174.1 | 63.1 | 44.3 | 20.3 |
| **안정성 (%)** | | | | | |
| 부채비율 | 214.3 | 334.3 | 324.1 | 277.5 | 242.0 |
| 유동비율 | 90.8 | 94.0 | 99.0 | 109.9 | 115.3 |
| 순차입금/자기자본(x) | 96.6 | 123.2 | 113.5 | 69.7 | 45.4 |
| 영업이익/금융비용(x) | 2.5 | 3.6 | 3.8 | 4.5 | 5.7 |
| 총차입금 (십억원) | 608 | 713 | 993 | 1,051 | 1,106 |
| 순차입금 (십억원) | 429 | 442 | 548 | 426 | 349 |
| **주당지표 (원)** | | | | | |
| EPS | 1,838 | 5,036 | 8,214 | 11,852 | 14,258 |
| BPS | 51,203 | 31,941 | 39,599 | 50,946 | 64,700 |
| CFPS | 11,791 | 17,550 | 17,565 | 24,186 | 25,437 |
| DPS | n/a | 500 | 500 | 500 | 500 |

자료: 코스맥스, LS 증권 리서치센터

LS증권 리서치센터

# 아모레퍼시픽 (090430)

2025. 3. 5 | 화장품

Analyst 오린아
02-3779-0053
lina.oh@ls-sec.co.kr

## 재정비 후 성과 기대

### 중국 재정비, 코스알엑스 경쟁 심화

아모레퍼시픽의 K-IFRS 연결 기준 4Q24 매출액은 전년동기대비 17.9% 증가한 1조 917억원, 영업이익은 전년동기대비 279.6% 증가한 785억원을 기록해 시장 기대치에 대체로 부합했다. 다만 당기순이익은 적자전환한 -462억원을 기록했는데, 종속기업 및 관계기업 지분 손상차손을 약 1,330억원 인식한 영향에 따른 것이다. 이와 관련해 미국 자회사 타타하퍼는 D2C 사업 모델이 코로나 이후 부진, 경영자 영입 지연 등의 영향이 있었고, 지분투자를 단행했던 호주 스킨케어 업체 Rationale은 2019년 지분 투자 이후로 사업 확장이 어려웠던 점들이 작용했다.

국내 화장품 사업은 주요 브랜드의 면세 매출액 부진과 인센티브 충당금 확대에 따른 인건비 증가 등으로 매출액이 YoY 3.7% 하락하고 영업이익은 YoY 34.7% 감소했다. 4Q24 중화권 매출액은 오프라인 채널 효율화 및 수익성 제고 작업으로 YoY 9% 감소했고 150~160억원 수준의 적자를 기록했으나, 기타 아시아 지역 매출액이 YoY 57% 성장해 일부 실적의 방어가 있었다. 코스알엑스는 경쟁심화로 4Q24 전체 매출액이 약 10% 하락했지만, 미국 내 라네즈, 이니스프리 등 자체 브랜드는 양호하게 성장 중이다.

### 글로벌 포트폴리오 재편 성과 기대

아모레퍼시픽의 글로벌 포트폴리오 재편은 계속해서 나타날 전망이다. 2Q24부터 미주 매출액이 중화권을 넘어섰다. 코스알엑스는 미국 내 가격 경쟁과 재고 조정으로 올해 상반기까지는 보수적 접근이 필요하겠으나, 4Q24 이니스프리가 세포라 전점으로 매장을 확대했고 올해 1분기부터는 에스트라가 세포라 입점을 시작해 북미 사업은 꾸준히 고성장이 기대된다. 한편 중국은 바닥을 지나고 있다는 판단이다. 온라인 사업 구조 조정 작업은 마무리 되었고, 이에 올해 하반기 BEP 달성이 가능할 것으로 추정한다.

### 투자의견 Buy, 목표주가 150,000원 유지

아모레퍼시픽에 대해 투자의견 Buy, 목표주가 150,000원을 유지한다. 코스알엑스 수요 회복과 중국 적자 축소 모두 올해 상반기까지는 시간이 필요할 것으로 전망되나, 자체 브랜드의 미국 성장세는 주목할 만 하다. 중국 구조조정에 따른 턴어라운드도 기대된다.

**Buy (유지)**

| | |
|---|---|
| 목표주가 (유지) | 150,000 원 |
| 현재주가 | 115,700 원 |
| 상승여력 | 29.6 % |

**컨센서스 대비**

| 상회 | 부합 | 하회 |
|---|---|---|
| | O | |

**Stock Data**

| | | |
|---|---|---|
| KOSPI (3/4) | | 2,528.92 pt |
| 시가총액 | | 67,676 억원 |
| 발행주식수 | | 58,493 천주 |
| 52 주 최고가/최저가 | | 194,200 / 99,500 원 |
| 90 일 일평균거래대금 | | 337.62 억원 |
| 외국인 지분율 | | 26.3% |
| 배당수익률(25.12E) | | 0.8% |
| BPS(25.12E) | | 79,398 원 |
| KOSPI 대비 상대수익률 | 1 개월 | -10.7% |
| | 6 개월 | -5.8% |
| | 12 개월 | 3.4% |
| 주주구성 | 아모레퍼시픽그룹(외 17 인) | 50.2% |
| | 국민연금공단(외 1 인) | 6.4% |

**Stock Price**




**Financial Data**

| (십억원) | 매출액 | 영업이익 | 세전이익 | 순이익 | EPS (원) | 증감률 (%) | EBITDA | PER (배) | EV/EBITDA (배) | PBR (배) | ROE (%) |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 2022 | 4,135 | 214 | 224 | 129 | 2,177 | -30.6 | 503 | 63.2 | 16.6 | 2.0 | 2.8 |
| 2023 | 3,674 | 108 | 281 | 174 | 2,915 | 33.9 | 360 | 49.7 | 23.7 | 2.0 | 3.7 |
| 2024P | 3,885 | 220 | 601 | 588 | 9,711 | 233.1 | 472 | 12.1 | 14.9 | 1.5 | 11.4 |
| 2025E | 4,286 | 375 | 440 | 311 | 5,289 | -45.5 | 618 | 22.2 | 11.0 | 1.5 | 6.0 |
| 2026E | 4,696 | 451 | 517 | 377 | 6,159 | 16.5 | 686 | 19.0 | 9.5 | 1.4 | 6.6 |

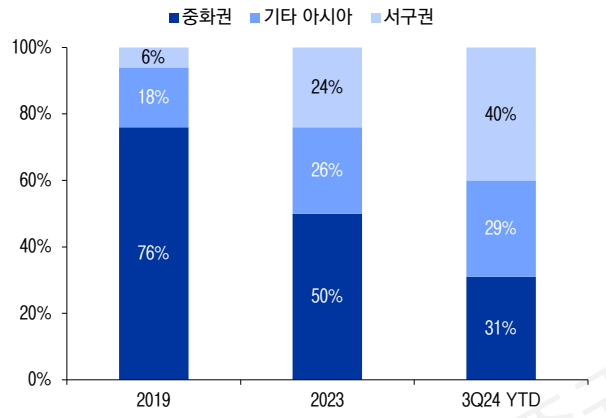
자료: 아모레퍼시픽, LS증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

표20 **아모레퍼시픽 분기/연간 실적 추이 및 전망**

| (억원) | 1Q24 | 2Q24 | 3Q24 | 4Q24P | 1Q25E | 2Q25E | 3Q25E | 4Q25E | 2023 | 2024P | 2025E |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 추정 실적 | | | | | | | | | | | |
| **매출액** | **9,114.5** | **9,047.5** | **9,772.1** | **10,917.0** | **10,178.9** | **10,014.7** | **10,668.3** | **12,155.4** | **36,739.6** | **38,851.1** | **43,017.3** |
| 국내 | 5,444.0 | 4,913.0 | 5,060.0 | 5,238.0 | 5,844.0 | 5,225.8 | 5,317.5 | 5,756.8 | 21,788.0 | 20,655.0 | 22,144.0 |
| 화장품 | 4,492.0 | 4,028.0 | 4,079.0 | 4,164.0 | 4,871.1 | 4,376.7 | 4,337.4 | 4,662.3 | 17,924.0 | 16,763.0 | 18,247.6 |
| 생활용품 | 952.0 | 885.0 | 981.0 | 1,074.0 | 972.9 | 849.0 | 980.0 | 1,094.4 | 3,864.0 | 3,892.0 | 3,896.4 |
| 해외 | 3,368.0 | 3,814.0 | 4,312.0 | 5,293.0 | 4,068.9 | 4,300.9 | 5,062.3 | 6,117.6 | 13,963.0 | 16,787.0 | 19,549.7 |
| 아시아 | 2,317.0 | 2,223.0 | 2,301.0 | 2,998.0 | 2,368.6 | 2,280.8 | 2,548.6 | 3,322.5 | 10,577.0 | 9,839.0 | 10,520.4 |
| 유럽 | 173.0 | 373.0 | 545.0 | 611.0 | 259.5 | 578.2 | 681.3 | 824.9 | 518.0 | 1,702.0 | 2,343.8 |
| 북미 | 878.0 | 1,218.0 | 1,466.0 | 1,684.0 | 1,440.8 | 1,486.0 | 1,832.5 | 1,970.3 | 2,868.0 | 5,246.0 | 6,729.5 |
| 코스알엑스 | | 940.0 | 1,500.0 | 1,400.0 | 1,222.0 | 940.0 | 1,500.0 | 1,400.0 | | 3,840.0 | 5,062.0 |
| **영업이익** | **726.8** | **41.5** | **651.7** | **784.8** | **901.6** | **748.8** | **932.9** | **1,166.2** | **1,081.7** | **2,204.8** | **3,749.5** |
| 국내 | 491.0 | 152.0 | 480.0 | 360.0 | 508.1 | 312.6 | 389.9 | 534.7 | 1,518.0 | 1,483.0 | 1,745.3 |
| 화장품 | 474.0 | 206.0 | 440.0 | 313.0 | 477.4 | 297.6 | 383.4 | 512.9 | 1,406.0 | 1,433.0 | 1,671.3 |
| 생활용품 | 17.0 | -54.0 | 40.0 | 47.0 | 30.7 | 15.0 | 6.4 | 21.9 | 112.0 | 50.0 | 74.0 |
| 해외 | 316.0 | 51.0 | 247.0 | 429.0 | 285.5 | 340.7 | 416.6 | 437.7 | -481.0 | 1,043.0 | 1,480.4 |
| 아시아 | 292.3 | 141.6 | 285.6 | 255.1 | 59.2 | 55.9 | 68.8 | 113.0 | 1,087.7 | 974.6 | 296.9 |
| 유럽 | 18.5 | 41.0 | 65.4 | 73.3 | 51.9 | 61.9 | 72.9 | 88.3 | 63.7 | 198.3 | 274.9 |
| 북미 | 96.6 | 146.2 | 175.9 | 202.1 | 174.3 | 222.9 | 274.9 | 236.4 | 359.4 | 620.7 | 908.5 |
| 코스알엑스 | 0.0 | 250.0 | 460.0 | 320.0 | 281.1 | 235.0 | 375.0 | 350.0 | 0.0 | 1,241.1 | 1,366.7 |
| 성장성(%) | | | | | | | | | | | |
| **매출액** | **-0.2%** | **-4.3%** | **9.9%** | **17.9%** | **11.7%** | **10.7%** | **9.2%** | **11.3%** | **-11.1%** | **5.7%** | **10.7%** |
| 국내 | 2.1% | -7.8% | -1.6% | 3.5% | 3.7% | 2.1% | -0.5% | 5.2% | -15.6% | -5.2% | 7.2% |
| 화장품 | -1.3% | -12.3% | -8.5% | -3.7% | 8.4% | 8.7% | 6.3% | 12.0% | -16.9% | -6.5% | 8.9% |
| 생활용품 | -2.0% | -7.7% | 0.4% | 12.2% | 2.2% | -4.1% | -0.1% | 1.9% | -9.1% | 0.7% | 0.1% |
| 해외 | -3.6% | 2.4% | 35.7% | 48.3% | 20.8% | 12.8% | 17.4% | 15.6% | -6.2% | 20.2% | 16.5% |
| 아시아 | -15.8% | -22.1% | -1.9% | 14.1% | 2.2% | 2.6% | 10.8% | 10.8% | -17.1% | -7.0% | 6.5% |
| 유럽 | 51.8% | 182.6% | 339.5% | 312.8% | 50.0% | 55.0% | 25.0% | 35.0% | 68.2% | 228.6% | 37.7% |
| 북미 | 39.8% | 64.8% | 107.4% | 112.1% | 64.1% | 22.0% | 25.0% | 17.0% | 58.2% | 82.9% | 28.3% |
| **영업이익** | **12.9%** | **적전** | **277.7%** | **279.6%** | **24.1%** | **흑전** | **43.2%** | **48.6%** | **-49.5%** | **103.8%** | **70.1%** |
| 국내 | 11.8% | -58.7% | 151.3% | -30.8% | 3.5% | 105.7% | -18.8% | 48.5% | -30.4% | -2.3% | 17.7% |
| 화장품 | 20.0% | -34.4% | 101.8% | -34.7% | 0.7% | 44.5% | -12.9% | 63.9% | -33.4% | 1.9% | 16.6% |
| 생활용품 | -61.4% | 적전 | 흑전 | 14.6% | 80.8% | 흑전 | -83.9% | -53.4% | 60.0% | -55.4% | 48.1% |
| 해외 | 18.8% | 흑전 | 흑전 | 흑전 | -9.7% | 568.0% | 68.7% | 2.0% | 적전 | 흑전 | 41.9% |
| 아시아 | 적전 | 적전 | 0.0% | 0.0% | 흑전 | 흑전 | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| 유럽 | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 3724.7% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| 북미 | 0.0% | 0.0% | 적전 | 0.0% | 0.0% | 4742.6% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| 수익성(%) | | | | | | | | | | | |
| 영업이익률 | 8.0% | 0.5% | 6.7% | 7.2% | 8.9% | 7.5% | 8.7% | 9.6% | 2.9% | 5.7% | 8.7% |
| 국내 | 9.0% | 3.1% | 9.5% | 6.9% | 8.7% | 6.0% | 7.3% | 9.3% | 7.0% | 7.2% | 7.9% |
| 화장품 | 10.6% | 5.1% | 10.8% | 7.5% | 9.8% | 6.8% | 8.8% | 11.0% | 7.8% | 8.5% | 9.2% |
| 생활용품 | 1.8% | -6.1% | 4.1% | 4.4% | 3.2% | 1.8% | 0.7% | 2.0% | 2.9% | 1.3% | 1.9% |
| 해외 | 9.4% | 1.3% | 5.7% | 8.1% | 7.0% | 7.9% | 8.2% | 7.2% | -3.4% | 6.2% | 7.6% |

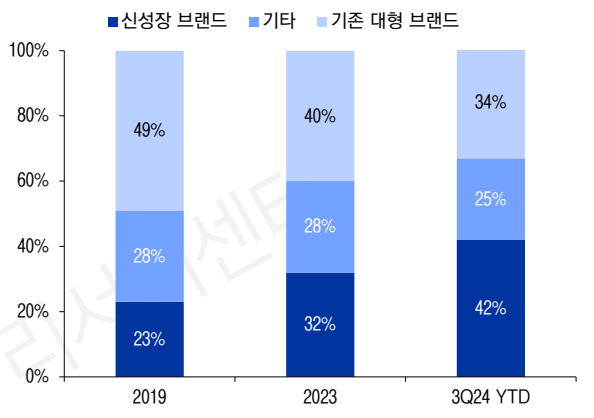
자료: 아모레퍼시픽, LS증권 리서치센터

그림80 **해외 권역별 매출 비중: 서구권 확대**




자료: 아모레퍼시픽, LS증권 리서치센터

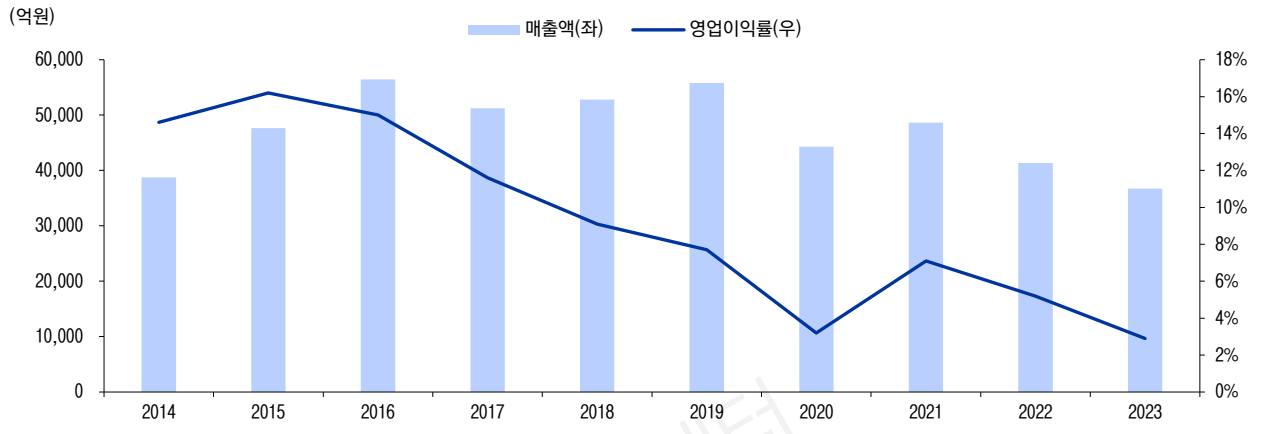
그림81 **주요 브랜드별 매출 비중: 라이징 브랜드 출현**




자료: 아모레퍼시픽, LS증권 리서치센터

주: 기존 대형브랜드 – 설화수, 려, 이니스프리 해외 / 신성장 브랜드 – 라네즈, 코스알엑스, 헤라, 에스트라, 일리윤

그림82 **아모레퍼시픽 10 개년 성장 및 수익성 추이**




자료: 아모레퍼시픽, LS증권 리서치센터

LS 증권 리서치센터

# 아모레퍼시픽 (090430)

## 재무상태표

| (십억원) | 2022 | 2023 | 2024P | 2025E | 2026E |
|---|---|---|---|---|---|
| 유동자산 | 1,735 | 1,952 | 1,609 | 1,962 | 2,344 |
| 현금 및 현금성자산 | 450 | 506 | 561 | 817 | 1,100 |
| 매출채권 및 기타채권 | 317 | 324 | 311 | 346 | 383 |
| 재고자산 | 409 | 394 | 419 | 466 | 516 |
| 기타유동자산 | 559 | 727 | 319 | 332 | 345 |
| 비유동자산 | 4,067 | 3,934 | 5,128 | 5,107 | 5,109 |
| 관계기업투자등 | 262 | 302 | 67 | 70 | 72 |
| 유형자산 | 2,475 | 2,442 | 2,366 | 2,280 | 2,217 |
| 무형자산 | 358 | 341 | 1,858 | 1,886 | 1,913 |
| **자산총계** | **5,802** | **5,887** | **6,737** | **7,068** | **7,453** |
| 유동부채 | 831 | 813 | 1,097 | 1,160 | 1,225 |
| 매입채무 및 기타재무 | 395 | 374 | 450 | 501 | 554 |
| 단기금융부채 | 292 | 299 | 351 | 351 | 351 |
| 기타유동부채 | 144 | 140 | 295 | 307 | 320 |
| 비유동부채 | 191 | 201 | 362 | 374 | 387 |
| 장기금융부채 | 65 | 51 | 63 | 63 | 63 |
| 기타비유동부채 | 127 | 150 | 299 | 311 | 324 |
| **부채총계** | **1,023** | **1,014** | **1,458** | **1,533** | **1,612** |
| 지배주주지분 | 4,799 | 4,898 | 5,226 | 5,482 | 5,789 |
| 자본금 | 35 | 35 | 35 | 35 | 35 |
| 자본잉여금 | 792 | 794 | 626 | 626 | 626 |
| 이익잉여금 | 4,010 | 4,101 | 4,616 | 4,872 | 5,179 |
| 비지배주주지분(연결) | -19 | -25 | 53 | 53 | 53 |
| **자본총계** | **4,779** | **4,873** | **5,279** | **5,535** | **5,842** |

## 손익계산서

| (십억원) | 2022 | 2023 | 2024P | 2025E | 2026E |
|---|---|---|---|---|---|
| **매출액** | **4,135** | **3,674** | **3,885** | **4,302** | **4,704** |
| 매출원가 | 1,338 | 1,155 | 1,160 | 1,187 | 1,299 |
| **매출총이익** | **2,797** | **2,519** | **2,725** | **3,115** | **3,405** |
| 판매비 및 관리비 | 2,583 | 2,411 | 2,504 | 2,740 | 2,955 |
| **영업이익** | **214** | **108** | **220** | **375** | **451** |
| (EBITDA) | 503 | 360 | 472 | 618 | 686 |
| 금융손익 | 12 | 2 | -17 | -9 | -9 |
| 이자비용 | 12 | 16 | 19 | 19 | 19 |
| 관계기업등 투자손익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 기타영업외손익 | -1 | 170 | 381 | 74 | 75 |
| **세전계속사업이익** | **224** | **281** | **601** | **440** | **517** |
| 계속사업법인세비용 | 95 | 107 | 13 | 129 | 140 |
| 계속사업이익 | 129 | 174 | 588 | 311 | 377 |
| 중단사업이익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| **당기순이익** | **129** | **174** | **588** | **311** | **377** |
| 지배주주 | 134 | 180 | 577 | 319 | 370 |
| **총포괄이익** | **98** | **175** | **588** | **311** | **377** |
| 매출총이익률 (%) | 67.7 | 68.6 | 70.1 | 72.4 | 72.4 |
| 영업이익률 (%) | 5.2 | 2.9 | 5.7 | 8.7 | 9.6 |
| EBITDA 마진률 (%) | 12.2 | 9.8 | 12.2 | 14.4 | 14.6 |
| 당기순이익률 (%) | 3.1 | 4.7 | 15.1 | 7.2 | 8.0 |
| ROA (%) | 2.3 | 3.1 | 9.1 | 4.6 | 5.1 |
| ROE (%) | 2.8 | 3.7 | 11.4 | 6.0 | 6.6 |
| ROIC (%) | 2.9 | 1.6 | 4.7 | 5.3 | 6.6 |

## 현금흐름표

| (십억원) | 2022 | 2023 | 2024P | 2025E | 2026E |
|---|---|---|---|---|---|
| **영업활동 현금흐름** | **151** | **348** | **432** | **543** | **586** |
| 당기순이익(손실) | 129 | 174 | 588 | 311 | 377 |
| 비현금수익비용가감 | 497 | 267 | -210 | 263 | 240 |
| 유형자산감가상각비 | 289 | 252 | 252 | 243 | 235 |
| 무형자산상각비 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 기타현금수익비용 | 162 | -91 | -1,342 | 20 | 5 |
| 영업활동 자산부채변동 | -345 | -36 | 87 | -30 | -32 |
| 매출채권 감소(증가) | 2 | -13 | 23 | -35 | -37 |
| 재고자산 감소(증가) | 55 | -11 | 40 | -48 | -49 |
| 매입채무 증가(감소) | -53 | 7 | 73 | 51 | 53 |
| 기타자산, 부채변동 | -349 | -19 | -49 | 1 | 1 |
| **투자활동 현금** | **-69** | **-186** | **-285** | **-224** | **-240** |
| 유형자산처분(취득) | -95 | -108 | -99 | -157 | -172 |
| 무형자산 감소(증가) | -36 | -39 | -20 | -27 | -27 |
| 투자자산 감소(증가) | 212 | -82 | 332 | -5 | -5 |
| 기타투자활동 | -149 | 42 | -499 | -34 | -35 |
| **재무활동 현금** | **-155** | **-99** | **-71** | **-63** | **-63** |
| 차입금의 증가(감소) | -83 | -49 | 0 | 0 | 0 |
| 자본의 증가(감소) | -71 | -47 | -74 | -63 | -63 |
| 배당금의 지급 | -68 | -47 | -63 | -63 | -63 |
| 기타재무활동 | -1 | -2 | 3 | 0 | 0 |
| **현금의 증가** | **-88** | **57** | **54** | **257** | **283** |
| 기초현금 | 538 | 450 | 506 | 561 | 817 |
| 기말현금 | 450 | 506 | 561 | 817 | 1,100 |

## 주요 투자지표

| | 2022 | 2023 | 2024P | 2025E | 2026E |
|---|---|---|---|---|---|
| **투자지표 (x)** | | | | | |
| P/E | 63.2 | 49.7 | 11.9 | 21.9 | 18.8 |
| P/B | 2.0 | 2.0 | 1.5 | 1.5 | 1.4 |
| EV/EBITDA | 16.6 | 23.7 | 14.7 | 10.8 | 9.3 |
| P/CF | 15.2 | 22.7 | 21.1 | 13.9 | 12.9 |
| 배당수익률 (%) | 0.5 | 0.6 | 0.8 | 0.8 | 0.8 |
| **성장성 (%)** | | | | | |
| 매출액 | -15.0 | -11.1 | 5.7 | 10.7 | 9.4 |
| 영업이익 | -37.6 | -49.5 | 103.8 | 70.1 | 20.2 |
| 세전이익 | -24.6 | 25.0 | 114.3 | -26.8 | 17.5 |
| 당기순이익 | -28.5 | 34.5 | 238.4 | -47.2 | 21.4 |
| EPS | -30.6 | 33.9 | 233.1 | -45.5 | 16.5 |
| **안정성 (%)** | | | | | |
| 부채비율 | 21.4 | 20.8 | 27.6 | 27.7 | 27.6 |
| 유동비율 | 208.8 | 240.0 | 146.8 | 169.2 | 191.4 |
| 순차입금/자기자본(x) | -4.2 | -6.8 | -3.8 | -8.3 | -12.8 |
| 영업이익/금융비용(x) | 17.5 | 6.6 | 11.3 | 19.3 | 23.1 |
| 총차입금 (십억원) | 357 | 350 | 414 | 414 | 414 |
| 순차입금 (십억원) | -200 | -330 | -202 | -460 | -746 |
| **주당지표 (원)** | | | | | |
| EPS | 2,177 | 2,915 | 9,711 | 5,289 | 6,159 |
| BPS | 69,494 | 70,933 | 75,690 | 79,398 | 83,842 |
| CFPS | 9,070 | 6,391 | 5,473 | 8,309 | 8,944 |
| DPS | 680 | 910 | 910 | 910 | 910 |

자료: 아모레퍼시픽, LS 증권 리서치센터

LS증권 리서치센터

# 한국콜마 (161890)

2025. 3. 5 | 화장품

## 미국 사업 레벨업 중

Analyst 오린아
02-3779-0053
lina.oh@ls-sec.co.kr

### 2024년 국내 법인 매출액 YoY 24% 증가

한국콜마의 K-IFRS 연결 기준 4Q24 매출액은 전년동기대비 7% 성장한 5,905억원, 영업이익은 전년동기대비 1.4% 감소한 368억원을 기록하며 시장 기대치를 하회했다. 국내 법인 4Q24 매출액은 YoY 12.6% 증가한 2,413억원, 영업이익은 YoY 2% 감소한 181억원을 기록했는데, 해외 수출 고객사들이 전통 상위 고객사 부진을 방어했음에도 일회성 비용(인센티브, 제품 보증 충당금 등) 반영에 따라 영업이익은 기대에 못미쳤다. 중국 법인 매출액은 YoY 8% 하락했고, 영업이익은 -15억원으로 적자 전환했다. 고객수는 증가 추세지만 중국 소비 경기 둔화 영향이 이어지고 있다. 미국법인 매출액은 YoY 75% 증가한 200억원, 영업이익은 흑전한 12억원으로, 연말 성수기 효과로 최대 고객사의 매출이 실적을 견인했다. 반면 캐나다는 상위 고객사 불황 지속으로 매출액이 YoY 5% 감소했으며, 연우는 전년동기 수준의 매출액 및 영업적자 -10억원을 기록했다. HK이노엔은 매출과 영업이익이 각각 YoY 5%, 13% 증가하며 안정적인 실적을 이어갔다.

### 2공장 가동으로 미국 사업 레벨업

2025년은 미국 성장에 대한 기대가 유효하다. 올해 3월 미국 2공장이 가동 예정으로, 하반기 BEP 달성을 목표로 하고 있다. 2공장은 1공장 대비 대규모 부지에 자체 창고와 자동화 설비가 구축되어 있어 비용과 시간 효율 제고가 가능할 전망이다. 이에 1공장의 월 BEP 매출액 수준은 약 40~50억원인데, 2공장은 높은 자동화율로 1공장 대비 낮은 매출액으로도 BEP 도달이 가능할 것으로 추정된다. 현재 100여개 브랜드와 프로젝트 논의 중이며, 이 중 90% 수준이 미국 브랜드인 것으로 파악된다.

### 투자의견 Buy, 목표주가 73,000원으로 커버리지 재개

한국콜마에 대해 투자의견 Buy, 목표주가 73,000원으로 커버리지를 재개한다. 목표주가는 12MF 예상 EPS에 Target multiple 15배를 적용함에 따른 것이다. 2025년 전사 매출액은 전년대비 9.5% 증가한 2조 6,856억원, 영업이익은 전년대비 22.6% 증가한 2,399억원을 전망한다. 선케어 성수기, 미국 2공장 가동에 따라 수익성 개선과 성장 동력 확보를 기대할 수 있겠다.

**Buy (신규)**

| | |
|---|---|
| 목표주가 (신규) | 73,000 원 |
| 현재주가 | 60,100 원 |
| 상승여력 | 21.5 % |

**컨센서스 대비**

| 상회 | 부합 | 하회 |
|---|---|---|
| | | O |

**Stock Data**

| | | |
|---|---|---|
| KOSPI (3/4) | | 2,528.92 pt |
| 시가총액 | | 14,187 억원 |
| 발행주식수 | | 23,605 천주 |
| 52 주 최고가/최저가 | | 76,200 / 43,500 원 |
| 90 일 일평균거래대금 | | 130.9 억원 |
| 외국인 지분율 | | 34.4% |
| 배당수익률(25.12E) | | 1.0% |
| BPS(25.12E) | | 38,677 원 |
| KOSPI 대비 상대수익률 | 1 개월 | -2.7% |
| | 6 개월 | -8.4% |
| | 12 개월 | 36.8% |
| 주주구성 | 한국콜마홀딩스(외 5 인) | 26.6% |
| | 국민연금공단(외 1 인) | 11.8% |

**Stock Price**




**Financial Data**

| (십억원) | 매출액 | 영업이익 | 세전이익 | 순이익 | EPS (원) | 증감률 (%) | EBITDA | PER (배) | EV/EBITDA (배) | PBR (배) | ROE (%) |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 2022 | 1,866 | 73 | 17 | -4 | -961 | 적전 | 149 | -44.3 | 11.7 | 1.5 | -3.3 |
| 2023 | 2,156 | 136 | 34 | 25 | 227 | 흑전 | 230 | 236.2 | 9.0 | 1.9 | 0.8 |
| 2024P | 2,452 | 196 | 144 | 133 | 4,131 | 1,720.4 | 291 | 14.5 | 7.9 | 1.7 | 18.1 |
| 2025E | 2,686 | 240 | 165 | 141 | 4,766 | 15.4 | 341 | 12.6 | 6.6 | 1.6 | 16.3 |
| 2026E | 2,942 | 264 | 200 | 156 | 5,284 | 10.9 | 371 | 11.4 | 6.0 | 1.4 | 16.1 |

자료: 한국콜마, LS증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

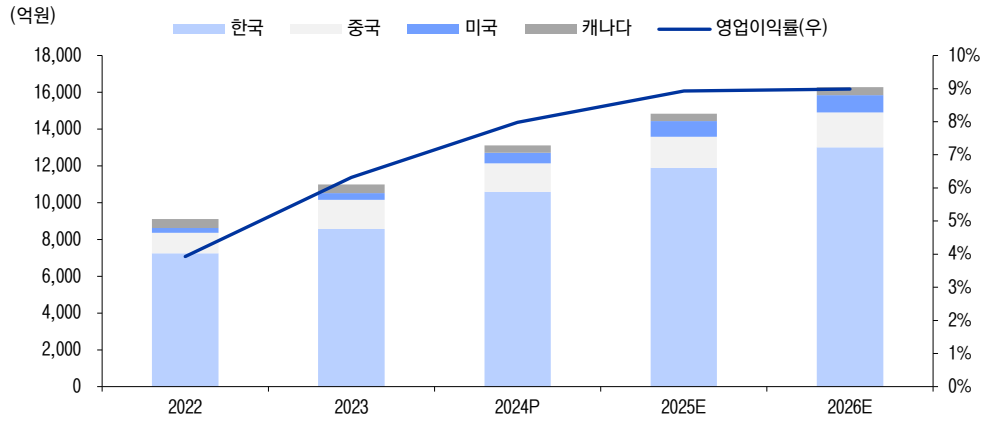
표21 한국콜마 분기/연간 실적 추이 및 전망

| (억원) | 1Q24 | 2Q24 | 3Q24 | 4Q24P | 1Q25E | 2Q25E | 3Q25E | 4Q25E | 2023 | 2024P | 2025E |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 추정 실적 | | | | | | | | | | | |
| 매출액 | 5,748 | 6,603 | 6,265 | 5,905 | 6,217 | 7,096 | 6,856 | 6,688 | 21,557 | 24,521 | 26,856 |
| 한국 | 2,478 | 2,970 | 2,736 | 2,413 | 2,741 | 3,246 | 3,012 | 2,889 | 8,566 | 10,597 | 11,888 |
| 중국 | 391 | 527 | 366 | 299 | 327 | 564 | 428 | 374 | 1,772 | 1,583 | 1,693 |
| 미국 | 70 | 134 | 175 | 200 | 175 | 161 | 228 | 290 | 375 | 579 | 853 |
| 캐나다 | 90 | 126 | 92 | 87 | 88 | 127 | 97 | 93 | 459 | 395 | 405 |
| HK이노엔 | 2,126 | 2,193 | 2,295 | 2,357 | 2,262 | 2,307 | 2,433 | 2,475 | 8,290 | 8,971 | 9,477 |
| 연우 | 672 | 740 | 728 | 615 | 687 | 777 | 764 | 627 | 2,365 | 2,755 | 2,855 |
| 영업이익 | 324 | 717 | 545 | 368 | 475 | 731 | 626 | 566 | 1,361 | 1,956 | 2,399 |
| 한국 | 228 | 442 | 373 | 181 | 288 | 471 | 331 | 260 | 730 | 1,224 | 1,350 |
| 중국 | -9 | 67 | 10 | -15 | 17 | 41 | 51 | 19 | 127 | 80 | 128 |
| 미국 | -25 | -13 | -34 | 12 | 4 | 5 | 14 | 17 | -95 | -60 | 40 |
| 캐나다 | -21 | -9 | -18 | -21 | -18 | -9 | -10 | -17 | -18 | -69 | -53 |
| HK이노엔 | 173 | 243 | 222 | 244 | 226 | 256 | 236 | 297 | 649 | 882 | 1,015 |
| 연우 | 0 | 12 | 12 | -10 | -7 | 0 | 8 | 13 | 3 | 14 | 13 |
| 성장률(%) | | | | | | | | | | | |
| 매출액 | 17.9% | 10.1% | 21.3% | 7.0% | 8.2% | 7.5% | 9.4% | 13.3% | 15.5% | 13.7% | 9.5% |
| 한국 | 22.8% | 16.7% | 47.0% | 12.6% | 10.6% | 9.3% | 10.1% | 19.7% | 18.2% | 23.7% | 12.2% |
| 중국 | 4.8% | -6.6% | 1.4% | 8.2% | -5.5% | 7.0% | 17.0% | 25.0% | 41.2% | -2.7% | 10.1% |
| 미국 | 7.7% | 61.4% | 54.9% | 75.4% | 150.0% | 20.0% | 30.0% | 45.0% | 45.9% | 54.4% | 47.4% |
| 캐나다 | -25.0% | -11.9% | -12.4% | -4.4% | -2.0% | 1.0% | 5.0% | 7.0% | -5.2% | -13.9% | 2.6% |
| HK이노엔 | 15.0% | 7.3% | 6.4% | 5.2% | 6.4% | 5.2% | 6.0% | 5.0% | -2.1% | 8.2% | 5.6% |
| 연우 | 33.1% | 17.1% | 19.0% | -0.2% | 2.2% | 5.0% | 5.0% | 2.0% | 123.3% | 16.5% | 3.6% |
| 영업이익 | 168.9% | 28.9% | 75.7% | -1.4% | 46.6% | 1.9% | 14.7% | 53.5% | 85.8% | 43.7% | 22.6% |
| 수익성(%) | | | | | | | | | | | |
| 영업이익률 | 5.6% | 10.9% | 8.7% | 6.2% | 7.6% | 10.3% | 9.1% | 8.5% | 6.3% | 8.0% | 8.9% |
| 한국 | 9.2% | 14.9% | 13.6% | 7.5% | 10.5% | 14.5% | 11.0% | 9.0% | 8.5% | 11.6% | 11.4% |
| 중국 | -2.3% | 12.7% | 2.7% | -5.0% | 5.2% | 7.2% | 12.0% | 5.0% | 8.0% | 5.2% | 7.5% |
| 미국 | -35.7% | -9.7% | -19.4% | 6.0% | 2.5% | 3.0% | 6.0% | 6.0% | -25.3% | -10.4% | 4.7% |
| 캐나다 | -23.3% | -7.1% | -19.6% | -24.1% | -20.0% | -7.0% | -10.0% | -18.0% | -3.9% | -17.5% | -13.1% |
| HK이노엔 | 8.1% | 11.1% | 9.7% | 10.4% | 10.0% | 11.1% | 9.7% | 12.0% | 7.8% | 9.8% | 10.7% |
| 연우 | 0.0% | 1.6% | 1.6% | -1.6% | -1.0% | 0.0% | 1.0% | 2.0% | 0.1% | 0.5% | 0.5% |

자료: 한국콜마, LS증권 리서치센터

LS 리서치

그림83 한국콜마 화장품 법인 실적 추이 및 전망




자료: 한국콜마, LS증권 리서치센터

표22 한국콜마 Valuation

| 항목 | 내용 |
|---|---|
| 12MF EPS (원) | 4,895 |
| Target multiple (x) | 15 |
| 적정주가 (원) | 73,000 |
| 현재주가 (원) | 60,100 |
| 상승여력 | 21.5% |

자료: LS증권 리서치센터

LS 증권 리서치센터

# 한국콜마 (161890)

## 재무상태표

| (십억원) | 2022 | 2023 | 2024P | 2025E | 2026E |
|---|---|---|---|---|---|
| 유동자산 | 816 | 898 | 1,204 | 1,310 | 1,427 |
| 현금 및 현금성자산 | 220 | 171 | 395 | 436 | 480 |
| 매출채권 및 기타채권 | 261 | 324 | 368 | 403 | 441 |
| 재고자산 | 239 | 281 | 319 | 349 | 382 |
| 기타유동자산 | 96 | 123 | 123 | 123 | 123 |
| 비유동자산 | 2,117 | 2,111 | 2,190 | 2,223 | 2,264 |
| 관계기업투자등 | 34 | 44 | 46 | 48 | 50 |
| 유형자산 | 609 | 660 | 636 | 630 | 624 |
| 무형자산 | 1,302 | 1,271 | 1,449 | 1,550 | 1,659 |
| **자산총계** | **2,933** | **3,009** | **3,394** | **3,533** | **3,690** |
| 유동부채 | 868 | 1,284 | 1,417 | 1,463 | 1,515 |
| 매입채무 및 기타재무 | 298 | 390 | 443 | 485 | 532 |
| 단기금융부채 | 533 | 854 | 928 | 928 | 928 |
| 기타유동부채 | 37 | 40 | 46 | 50 | 55 |
| 비유동부채 | 596 | 307 | 456 | 451 | 446 |
| 장기금융부채 | 535 | 249 | 404 | 404 | 404 |
| 기타비유동부채 | 61 | 58 | 52 | 47 | 42 |
| **부채총계** | **1,464** | **1,591** | **1,873** | **1,915** | **1,961** |
| 지배주주지분 | 664 | 649 | 815 | 913 | 1,024 |
| 자본금 | 11 | 11 | 12 | 12 | 12 |
| 자본잉여금 | 264 | 262 | 294 | 294 | 294 |
| 이익잉여금 | 384 | 368 | 479 | 606 | 744 |
| 비지배주주지분(연결) | 805 | 770 | 706 | 706 | 706 |
| **자본총계** | **1,469** | **1,419** | **1,520** | **1,619** | **1,729** |

## 손익계산서

| (십억원) | 2022 | 2023 | 2024P | 2025E | 2026E |
|---|---|---|---|---|---|
| **매출액** | **1,866** | **2,156** | **2,452** | **2,686** | **2,942** |
| 매출원가 | 1,397 | 1,578 | 1,739 | 1,940 | 2,122 |
| **매출총이익** | **469** | **578** | **713** | **746** | **820** |
| 판매비 및 관리비 | 396 | 442 | 518 | 506 | 556 |
| **영업이익** | **73** | **136** | **196** | **240** | **264** |
| (EBITDA) | 149 | 230 | 291 | 341 | 371 |
| 금융손익 | -23 | -36 | -38 | -51 | -51 |
| 이자비용 | 33 | 45 | 50 | 58 | 58 |
| 관계기업등 투자손익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 기타영업외손익 | -33 | -66 | -14 | -24 | -14 |
| **세전계속사업이익** | **17** | **34** | **144** | **165** | **200** |
| 계속사업법인세비용 | 21 | 9 | 12 | 25 | 44 |
| 계속사업이익 | -4 | 25 | 132 | 141 | 156 |
| 중단사업이익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 당기순이익 | **-4** | **25** | **133** | **141** | **156** |
| 지배주주 | -22 | 5 | 98 | 113 | 125 |
| **총포괄이익** | **-3** | **28** | **133** | **141** | **156** |
| 매출총이익률 (%) | 25 | 27 | 29 | 28 | 28 |
| 영업이익률 (%) | 4 | 6 | 8 | 9 | 9 |
| EBITDA 마진률 (%) | 8 | 11 | 12 | 13 | 13 |
| 당기순이익률 (%) | -0.2 | 1.2 | 5.4 | 5.2 | 5.3 |
| ROA (%) | -0.8 | 0.2 | 3.9 | 4.0 | 4.2 |
| ROE (%) | -3.3 | 0.8 | 18.1 | 16.3 | 16.1 |
| ROIC (%) | -0.9 | 4.5 | 6.1 | 7.0 | 7.4 |

## 현금흐름표

| (십억원) | 2022 | 2023 | 2024P | 2025E | 2026E |
|---|---|---|---|---|---|
| **영업활동 현금흐름** | **91** | **112** | **323** | **273** | **313** |
| 당기순이익(손실) | -4 | 25 | 133 | 141 | 156 |
| 비현금수익비용가감 | 185 | 219 | 224 | 160 | 188 |
| 유형자산감가상각비 | 62 | 73 | 74 | 80 | 86 |
| 무형자산상각비 | 14 | 21 | 21 | 21 | 20 |
| 기타현금수익비용 | 100 | 110 | 129 | 59 | 81 |
| 영업활동 자산부채변동 | -32 | -76 | -34 | -28 | -30 |
| 매출채권 감소(증가) | -4 | -60 | -44 | -35 | -38 |
| 재고자산 감소(증가) | -10 | -41 | -38 | -30 | -33 |
| 매입채무 증가(감소) | -7 | 26 | 54 | 42 | 46 |
| 기타자산, 부채변동 | -12 | -2 | -6 | -5 | -5 |
| **투자활동 현금** | **-145** | **-156** | **-2** | **-114** | **-178** |
| 유형자산처분(취득) | -32 | -106 | -50 | -40 | -100 |
| 무형자산 감소(증가) | -17 | -16 | -17 | -12 | -12 |
| 투자자산 감소(증가) | 74 | -25 | 44 | -4 | -4 |
| 기타투자활동 | -169 | -9 | 20 | -58 | -62 |
| **재무활동 현금** | **82** | **-8** | **-96** | **-117** | **-91** |
| 차입금의 증가(감소) | 121 | 8 | -21 | 0 | 0 |
| 자본의 증가(감소) | -39 | -17 | -14 | -14 | -14 |
| 배당금의 지급 | 15 | 17 | 14 | 14 | 14 |
| 기타재무활동 | 0 | 1 | -62 | -103 | -77 |
| **현금의 증가** | **29** | **-49** | **224** | **41** | **44** |
| 기초현금 | 191 | 220 | 171 | 395 | 436 |
| 기말현금 | 220 | 171 | 395 | 436 | 480 |

## 주요 투자지표

| | 2022 | 2023 | 2024P | 2025E | 2026E |
|---|---|---|---|---|---|
| **투자지표 (x)** | | | | | |
| P/E | -44.3 | 236.2 | 14.5 | 12.6 | 11.4 |
| P/B | 1.5 | 1.9 | 1.7 | 1.6 | 1.4 |
| EV/EBITDA | 11.7 | 9.0 | 7.9 | 6.6 | 6.0 |
| P/CF | 5.4 | 5.0 | 4.0 | 4.7 | 4.1 |
| 배당수익률 (%) | 1.2 | 1.1 | 1.0 | 1.0 | 1.0 |
| **성장성 (%)** | | | | | |
| 매출액 | 17.6 | 15.5 | 13.7 | 9.5 | 9.5 |
| 영업이익 | -13.0 | 85.8 | 43.7 | 22.6 | 10.2 |
| 세전이익 | -74.5 | 102.3 | 319.2 | 14.9 | 20.9 |
| 당기순이익 | 적전 | 흑전 | 427.7 | 6.0 | 10.9 |
| EPS | 적전 | 흑전 | 1,720.4 | 15.4 | 10.9 |
| **안정성 (%)** | | | | | |
| 부채비율 | 99.6 | 112.1 | 123.2 | 118.3 | 113.4 |
| 유동비율 | 94.0 | 70.0 | 85.0 | 89.5 | 94.2 |
| 순차입금/자기자본(x) | 52.4 | 58.8 | 58.2 | 52.0 | 46.0 |
| 영업이익/금융비용(x) | 2.2 | 3.0 | 3.9 | 4.2 | 4.6 |
| 총차입금 (십억원) | 1,068 | 1,103 | 1,332 | 1,332 | 1,332 |
| 순차입금 (십억원) | 770 | 835 | 885 | 842 | 795 |
| **주당지표 (원)** | | | | | |
| EPS | -961 | 227 | 4,131 | 4,766 | 5,284 |
| BPS | 29,024 | 28,347 | 34,510 | 38,677 | 43,360 |
| CFPS | 7,905 | 10,688 | 15,108 | 12,748 | 14,548 |
| DPS | 500 | 600 | 600 | 600 | 600 |

자료: 한국콜마, LS 증권 리서치센터

LS증권 리서치센터

# LG 생활건강 (051900)

2025. 3. 5 | 화장품

## 최악은 지났다

Analyst 오린아
02-3779-0053
lina.oh@ls-sec.co.kr

### Whoo의 수요, 여전히 견고

LG생활건강의 K-IFRS 연결 기준 2024년 4분기 연결 매출액은 전년동기대비 2.7% 증가한 1조 6,099억원, 영업이익은 전년동기대비 20.7% 감소한 434억원으로 시장 기대치를 하회했다. 뷰티 부문은 매출액은 YoY 5.4% 증가했는데, 중국 시장 내 Whoo 브랜드 성장세가 양호해 긍정적이었다. 생활용품 부문은 내수 부진으로 매출액이 YoY 0.7% 감소했으나, 채널 믹스 개선과 해외 사업 효율화로 영업이익은 YoY 22% 증가했다. 음료 부문은 희망퇴직과 장기근속충당금 등 일회성 인건비(약 200억 원) 발생으로 영업이익이 -65.1% 감소했다.

**Hold (신규)**

| | |
|---|---|
| 목표주가 (신규) | 340,000 원 |
| 현재주가 | 319,500 원 |
| 상승여력 | 6.4 % |

**컨센서스 대비**

| 상회 | 부합 | 하회 |
|---|---|---|
| | | O |

### 2025년 북미 사업 레벨업 & 중국 회복 기대

2025년은 북미 사업 레벨업 및 중국 사업에서의 턴어라운드가 실적에 중요한 요소로 작용할 전망이다. 현재 북미 화장품 사업 중 실적의 70%는 인수 법인(Avon, 보인카, 크렘샵 등)이고 나머지 30%가 본사 자체 브랜드 실적이다. 2024년 연간으로 자체 브랜드들이 15% 성장했고, 특히 북미 아마존 사업은 2024년 연간 70% 성장했는데, 올해부터는 사업 구조를 기존 B2B에서 B2C로 전환하며 마케팅 및 가격 정책을 좀 더 정교하게 집행 가능할 것으로 전망한다. 중국 사업은 수익성 위주 기조가 이어질 전망이다. 올해 1분기에는 QoQ 수익성 개선을 목표로 하고 있고, 당국 정부의 경기 부양의지가 강한 상황이기에 내수 회복에 대한 신호만 나타난다면 LG생활건강은 화장품 업종 내 가장 턴어라운드가 강하게 나올 업체라는 판단이다.

**Stock Data**

| | | |
|---|---|---|
| KOSPI (3/4) | | 2,528.92 pt |
| 시가총액 | | 49,900 억원 |
| 발행주식수 | | 15,618 천주 |
| 52 주 최고가/최저가 | | 469,000 / 296,000 원 |
| 90 일 일평균거래대금 | | 140.14 억원 |
| 외국인 지분율 | | 28.2% |
| 배당수익률(25.12E) | | 1.1% |
| BPS(25.12E) | | 326,190 원 |
| KOSPI 대비 상대수익률 | 1 개월 | 6.0% |
| | 6 개월 | -3.6% |
| | 12 개월 | 4.8% |
| 주주구성 | LG(외 3 인) | 34.0% |
| | 국민연금공단(외 1 인) | 9.1% |

### 투자의견 Hold, 목표주가 340,000원으로 커버리지 재개

LG생활건강에 대해 투자의견 Hold, 목표주가 340,000원으로 커버리지를 재개한다. 목표주가의 산정은 12MF 예상 EPS에 Target multiple 20배를 적용해 산정했다. 최악은 지났고, 북미 성과와 중국 회복에 기대를 걸어볼 만 하다. 다양한 브랜드를 통해 미국 내 K-Beauty 수요를 흡수할 수 있는 포트폴리오를 갖추고 있으며, 특히 중국 내 브랜드 선호도가 급변하는 상황 속에서도 동사의 굳건한 Whoo 브랜드 포지셔닝이 돋보인다고 판단한다.

**Stock Price**




**Financial Data**

| (십억원) | 매출액 | 영업이익 | 세전이익 | 순이익 | EPS (원) | 증감률 (%) | EBITDA | PER (배) | EV/EBITDA (배) | PBR (배) | ROE (%) |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 2022 | 7,186 | 711 | 418 | 258 | 15,558 | -72.2 | 999 | 46.4 | 11.9 | 2.4 | 4.4 |
| 2023 | 6,805 | 487 | 276 | 164 | 9,230 | -40.7 | 757 | 38.5 | 7.3 | 1.2 | 2.7 |
| 2024P | 6,812 | 459 | 312 | 199 | 11,286 | 22.3 | 719 | 28.3 | 5.6 | 1.0 | 3.7 |
| 2025E | 6,949 | 484 | 490 | 289 | 16,503 | 46.2 | 745 | 19.4 | 5.0 | 1.0 | 5.1 |
| 2026E | 7,150 | 513 | 508 | 300 | 17,128 | 3.8 | 774 | 18.7 | 4.5 | 0.9 | 5.1 |

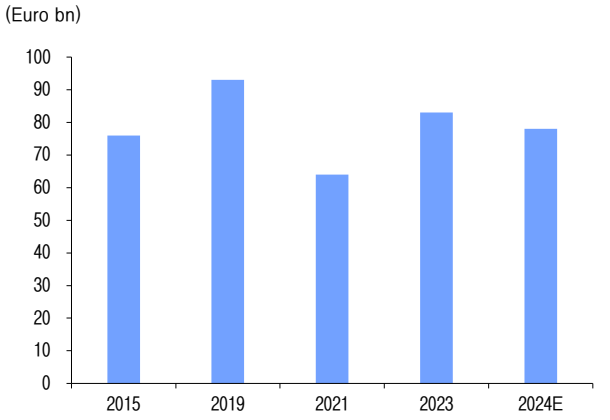
자료: LG생활건강, LS증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

표23 LG 생활건강 분기/연간 실적 추이 및 전망

| (억원) | 1Q24 | 2Q24 | 3Q24 | 4Q24P | 1Q25E | 2Q25E | 3Q25E | 4Q25E | 2023 | 2024P | 2025E |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 추정 실적 | | | | | | | | | | | |
| 매출액 | 17,287 | 17,597 | 17,136 | 16,099 | 17,588 | 17,877 | 17,445 | 16,578 | 68,048 | 68,119 | 69,487 |
| 화장품 | 7,409 | 7,596 | 6,506 | 6,994 | 7,565 | 7,771 | 6,643 | 7,351 | 28,157 | 28,505 | 29,329 |
| 생활용품 | 5,534 | 5,215 | 5,626 | 4,995 | 5,584 | 5,272 | 5,688 | 5,080 | 21,821 | 21,370 | 21,624 |
| 음료 | 4,344 | 4,786 | 5,004 | 4,110 | 4,440 | 4,834 | 5,114 | 4,147 | 18,070 | 18,244 | 18,535 |
| 영업이익 | 1,510 | 1,585 | 1,061 | 434 | 1,433 | 1,533 | 1,153 | 719 | 4,869 | 4,590 | 4,838 |
| 화장품 | 631 | 728 | 114 | 110 | 537 | 668 | 179 | 243 | 1,465 | 1,583 | 1,627 |
| 생활용품 | 354 | 339 | 412 | 222 | 363 | 343 | 421 | 203 | 1,252 | 1,327 | 1,330 |
| 음료 | 525 | 518 | 535 | 102 | 533 | 522 | 552 | 274 | 2,152 | 1,680 | 1,881 |
| 성장률 | | | | | | | | | | | |
| 매출액 | 2.7% | -2.7% | -1.9% | 2.7% | 1.7% | 1.6% | 1.8% | 3.0% | -5.3% | 0.1% | 2.0% |
| 화장품 | 5.6% | -2.7% | -2.9% | 5.4% | 2.1% | 2.3% | 2.1% | 5.1% | -12.3% | 1.2% | 2.9% |
| 생활용품 | -1.7% | -4.5% | -1.3% | -0.7% | 0.9% | 1.1% | 1.1% | 1.7% | -1.3% | -2.1% | 1.2% |
| 음료 | 3.6% | -0.5% | -1.1% | 2.6% | 2.2% | 1.0% | 2.2% | 0.9% | 2.4% | 2.4% | 2.4% |
| 영업이익 | 3.5% | 0.4% | -17.4% | -20.7% | -5.1% | -3.3% | 8.6% | 65.8% | -31.5% | -5.7% | 5.4% |
| 화장품 | 3.1% | 4.0% | 42.5% | 50.7% | -14.9% | -8.2% | 57.3% | 120.5% | -52.6% | 8.1% | 2.8% |
| 생활용품 | 8.3% | 22.8% | -11.8% | 22.0% | 2.5% | 1.1% | 2.2% | -8.5% | -34.0% | 6.0% | 0.2% |
| 음료 | 1.0% | -14.0% | -27.5% | -65.1% | 1.5% | 0.8% | 3.2% | 168.3% | 1.4% | -21.9% | 12.0% |
| 수익성 | | | | | | | | | | | |
| 영업이익 | 8.7% | 9.0% | 6.2% | 2.7% | 25.7% | 29.1% | 20.3% | 14.2% | 7.2% | 6.7% | 7.0% |
| 화장품 | 8.5% | 9.6% | 1.8% | 1.6% | 7.1% | 8.6% | 2.7% | 3.3% | 5.2% | 5.6% | 5.5% |
| 생활용품 | 6.4% | 6.5% | 7.3% | 4.4% | 6.5% | 6.5% | 7.4% | 4.0% | 5.7% | 6.2% | 6.1% |
| 음료 | 12.1% | 10.8% | 10.7% | 2.5% | 12.0% | 10.8% | 10.8% | 6.6% | 11.9% | 9.2% | 10.1% |

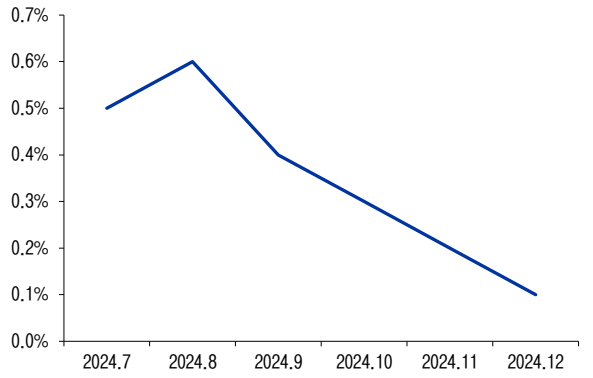
자료: LG생활건강, LS증권 리서치센터

그림84 중국 연간 명품 소비금액 추이 및 전망




자료: Bain & Company, LS증권 리서치센터

그림85 중국 소비자 물가 상승률 추이




자료: 国家统计局 , LS증권 리서치센터

표24 LG 생활건강 Valuation

| 항목 | 내용 |
|---|---|
| 12MF EPS (원) | 16,971 |
| Target multiple (x) | 20 |
| 적정주가 (원) | 340,000 |
| 현재주가 (원) | 319,500 |
| 상승여력 | 6.4% |

자료: LS증권 리서치센터

LS 증권 리서치센터

LS 증권 리서치센터

# LG 생활건강 (051900)

## 재무상태표

| (십억원) | 2022 | 2023 | 2024P | 2025E | 2026E |
|---|---|---|---|---|---|
| 유동자산 | 2,284 | 2,430 | 2,743 | 3,024 | 3,314 |
| 현금 및 현금성자산 | 655 | 910 | 1,222 | 1,474 | 1,721 |
| 매출채권 및 기타채권 | 604 | 571 | 572 | 584 | 601 |
| 재고자산 | 955 | 885 | 886 | 903 | 929 |
| 기타유동자산 | 70 | 63 | 63 | 63 | 63 |
| 비유동자산 | 5,019 | 4,791 | 4,680 | 4,610 | 4,553 |
| 관계기업투자등 | 120 | 139 | 144 | 150 | 156 |
| 유형자산 | 2,384 | 2,307 | 2,094 | 2,074 | 2,053 |
| 무형자산 | 2,101 | 2,008 | 2,289 | 2,449 | 2,621 |
| **자산총계** | **7,303** | **7,220** | **7,423** | **7,635** | **7,867** |
| 유동부채 | 1,163 | 1,090 | 1,189 | 1,206 | 1,232 |
| 매입채무 및 기타재무 | 693 | 749 | 750 | 765 | 787 |
| 단기금융부채 | 282 | 222 | 320 | 320 | 320 |
| 기타유동부채 | 188 | 119 | 119 | 121 | 125 |
| 비유동부채 | 671 | 582 | 546 | 522 | 501 |
| 장기금융부채 | 389 | 319 | 310 | 310 | 310 |
| 기타비유동부채 | 282 | 263 | 236 | 213 | 191 |
| **부채총계** | **1,834** | **1,671** | **1,735** | **1,729** | **1,733** |
| 지배주주지분 | 5,339 | 5,433 | 5,562 | 5,779 | 6,008 |
| 자본금 | 89 | 89 | 89 | 89 | 89 |
| 자본잉여금 | 97 | 97 | 97 | 97 | 97 |
| 이익잉여금 | 5,542 | 5,604 | 5,852 | 6,188 | 6,533 |
| 비지배주주지분(연결) | 130 | 115 | 127 | 127 | 127 |
| **자본총계** | **5,469** | **5,549** | **5,689** | **5,907** | **6,135** |

## 손익계산서

| (십억원) | 2022 | 2023 | 2024P | 2025E | 2026E |
|---|---|---|---|---|---|
| **매출액** | **7,186** | **6,805** | **6,812** | **6,949** | **7,150** |
| 매출원가 | 3,169 | 3,178 | 3,251 | 3,304 | 3,406 |
| **매출총이익** | **4,017** | **3,627** | **3,561** | **3,645** | **3,743** |
| 판매비 및 관리비 | 3,306 | 3,140 | 3,102 | 3,161 | 3,291 |
| **영업이익** | **711** | **487** | **459** | **484** | **513** |
| (EBITDA) | 999 | 757 | 719 | 745 | 774 |
| 금융손익 | -15 | 6 | 17 | 29 | 31 |
| 이자비용 | 15 | 19 | 18 | 19 | 19 |
| 관계기업등 투자손익 | 7 | 10 | 5 | 1 | 1 |
| 기타영업외손익 | -286 | -226 | -165 | -23 | -35 |
| **세전계속사업이익** | **418** | **276** | **312** | **490** | **508** |
| 계속사업법인세비용 | 159 | 113 | 113 | 200 | 208 |
| 계속사업이익 | 258 | 164 | 199 | 289 | 300 |
| 중단사업이익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| **당기순이익** | **258** | **164** | **204** | **290** | **301** |
| 지배주주 | 237 | 143 | 189 | 277 | 287 |
| **총포괄이익** | **240** | **150** | **204** | **290** | **301** |
| 매출총이익률 (%) | 56 | 53 | 52 | 52 | 52 |
| 영업이익률 (%) | 10 | 7.2 | 6.7 | 7.0 | 7.2 |
| EBITDA 마진률 (%) | 14 | 11 | 11 | 11 | 11 |
| 당기순이익률 (%) | 3.6 | 2.4 | 3.0 | 4.2 | 4.2 |
| ROA (%) | 3.2 | 2.0 | 2.7 | 3.8 | 3.8 |
| ROE (%) | 4.4 | 2.7 | 3.7 | 5.1 | 5.1 |
| ROIC (%) | 8.3 | 5.6 | 6.7 | 6.9 | 7.0 |

## 현금흐름표

| (십억원) | 2022 | 2023 | 2024P | 2025E | 2026E |
|---|---|---|---|---|---|
| **영업활동 현금흐름** | **497** | **659** | **554** | **330** | **398** |
| 당기순이익(손실) | 258 | 164 | 204 | 290 | 301 |
| 비현금수익비용가감 | 679 | 536 | 377 | 77 | 139 |
| 유형자산감가상각비 | 247 | 232 | 223 | 223 | 224 |
| 무형자산상각비 | 41 | 38 | 37 | 37 | 37 |
| 기타현금수익비용 | 391 | 266 | 117 | -184 | -122 |
| 영업활동 자산부채변동 | -200 | 113 | -27 | -38 | -42 |
| 매출채권 감소(증가) | 13 | 24 | -1 | -11 | -17 |
| 재고자산 감소(증가) | 62 | 75 | -1 | -18 | -26 |
| 매입채무 증가(감소) | -65 | 39 | 1 | 15 | 22 |
| 기타자산, 부채변동 | -209 | -25 | -26 | -24 | -21 |
| **투자활동 현금** | **-197** | **-141** | **-278** | **-106** | **-111** |
| 유형자산처분(취득) | -123 | -130 | -10 | -10 | -10 |
| 무형자산 감소(증가) | -5 | -10 | -14 | -16 | -17 |
| 투자자산 감소(증가) | 76 | 9 | -388 | -22 | -23 |
| 기타투자활동 | -146 | -9 | 134 | -58 | -62 |
| **재무활동 현금** | **-374** | **-268** | **37** | **27** | **-40** |
| 차입금의 증가(감소) | -161 | -171 | 54 | 0 | 0 |
| 자본의 증가(감소) | -201 | -97 | -59 | -59 | -59 |
| 배당금의 지급 | 201 | 97 | 59 | 59 | 59 |
| 기타재무활동 | -12 | 0 | 42 | 86 | 19 |
| **현금의 증가** | **-79** | **255** | **312** | **251** | **247** |
| 기초현금 | 735 | 655 | 910 | 1,222 | 1,474 |
| 기말현금 | 655 | 910 | 1,222 | 1,474 | 1,721 |

## 주요 투자지표

| | 2022 | 2023 | 2024P | 2025E | 2026E |
|---|---|---|---|---|---|
| **투자지표 (x)** | | | | | |
| P/E | 46.4 | 38.5 | 28.3 | 19.4 | 18.7 |
| P/B | 2.4 | 1.2 | 1.0 | 0.98 | 0.9 |
| EV/EBITDA | 11.9 | 7.3 | 5.6 | 5.0 | 4.5 |
| P/CF | 13.7 | 9.0 | 9.7 | 15.4 | 12.8 |
| 배당수익률 (%) | 0.6 | 1.0 | 1.1 | 1.1 | 1.1 |
| **성장성 (%)** | | | | | |
| 매출액 | -11.2 | -5.3 | 0.1 | 2.0 | 2.9 |
| 영업이익 | -44.9 | -31.5 | -5.7 | 5.4 | 6.0 |
| 세전이익 | -64.8 | -33.8 | -5.0 | 3.5 | 3.9 |
| 당기순이익 | -70.0 | -36.7 | 206.0 | 65.1 | 6.8 |
| EPS | -72.2 | -40.7 | 22.3 | 46.2 | 3.8 |
| **안정성 (%)** | | | | | |
| 부채비율 | 33.5 | 30.1 | 30.5 | 29.3 | 28.2 |
| 유동비율 | 196.5 | 223.0 | 230.8 | 250.8 | 269.1 |
| 순차입금/자기자본(x) | -0.1 | -7.0 | -17.5 | -21.4 | -24.9 |
| 영업이익/금융비용(x) | 47.9 | 25.1 | 25.8 | 25.3 | 26.8 |
| 총차입금 (십억원) | 671 | 541 | 630 | 630 | 630 |
| 순차입금 (십억원) | -7 | -387 | -998 | -1,266 | -1,530 |
| **주당지표 (원)** | | | | | |
| EPS | 15,558 | 9,230 | 11,286 | 16,503 | 17,128 |
| BPS | 301,350 | 306,665 | 313,899 | 326,190 | 339,063 |
| CFPS | 52,891 | 39,496 | 32,789 | 20,749 | 24,866 |
| DPS | 4,000 | 3,500 | 3,510 | 3,520 | 3,530 |

자료: LG 생활건강, LS 증권 리서치센터

LS증권 리서치센터

# Intercos (IM: ICOS)

2025. 3. 5 화장품

Analyst 오린아
02-3779-0053
lina.oh@ls-sec.co.kr

## 조용해진 글로벌 ODM 강자

### 조용해진 글로벌 ODM 강자

인터코스는 글로벌 화장품 ODM 기업으로, 1972년 이탈리아에서 설립된 이후 색조 화장품을 중심으로 스킨케어, 헤어케어 등 다양한 카테고리를 생산/개발하고 있다. 고객사는 L'Oréal, Estée Lauder, Shiseido, P&G 등으로, 고급 색조 화장품 포뮬레이션 및 텍스처 개발에 강점을 가진 회사다. 2023년 연간 매출액은 전년대비 18.3% 증가한 9.9억유로(약 1조 4,112억원), 영업이익은 23.3% 증가한 0.9억유로(약 1,300억원)을 기록했다. 2024년 3분기 누적 매출액은 YoY 6% 증가한 7.7억유로, EBITDA는 0.9% 증가한 1.0억유로를 기록했다. 고객사별로는 올해 3분기 누적으로 Multinationals향 매출액은 YoY 4% 감소한 반면, Emerging Brand향 매출액은 YoY 23% 성장해 실적을 견인하고 있다.

### 중국과 미국의 회복을 기다린다

회사는 2024년 3분기 실적을 발표하면서, 미국 뷰티 시장이 여전히 정체 상태이고, 판매량 감소가 지속되고 있다 밝혔다. 미주 지역 3Q24 매출액은 0.8억유로로, YoY 3.2% 감소했다. 코로나 이후 가속화된 뷰티 산업의 성장 추세가 대체로 마무리되고, 시장은 2024~2025년까지 코로나 이전의 성장률로 회귀하는 모습이 나타날 것으로 전망한다. 다만, 동사의 프레스티지 메이크업 카테고리에서는 긍정적인 신호가 일부 나타나, 2025년 시장 반등을 뒷받침할 가능성이 있는 상황으로 보인다. 또한, 중국 로컬 브랜드들의 시장 점유율 확대도 동사 실적에 영향을 주고 있다.

### 프레스티지 브랜드 풀서비스 매출 증가 추세

동사는 4분기 매출 성장률 가이던스를 10~13%로 제시했다. Multinationals 매출 비중이 46% 수준이기 때문에, 한국 ODM 업체 대비는 다소 성장세가 강하지 않은 모습이다. 또한 인터코스의 영업이익률은 최근 수년간 8~9% 수준이었는데, 이번 4분기 프레스티지 고객들의 풀서비스 매출액(인터코스가 패키징까지 제공하는 주문)이 추세가 이어지면서 마진에 일부 영향을 줄 것으로 예상된다.

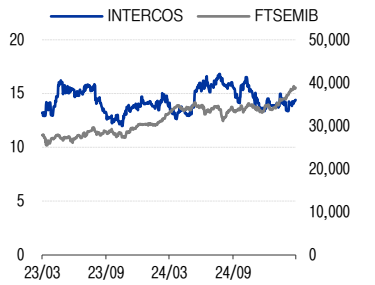
**Not Rated**

| | |
|---|---|
| 목표주가 | Not Rated |
| 현재주가 | EUR 14.32 |
| 블룸버그 컨센서스 목표주가 | EUR 17.74 |
| 투자의견 | 매수 87.5% / 매도 12.5% |

**Stock Data**

| | | |
|---|---|---|
| 거래소 | | 보르사 이탈리아나 |
| FTSEMIB (3/3) | | 39,069.4 pt |
| 시가총액 | | EUR 14 억 |
| 발행주식수 | | 96,258 천주 |
| 52 주 최고가/최저가 | | EUR 16.92/12.76 |
| 90 일 일평균거래대금 | | EUR 113 만 |
| 기관투자가 유통주식 | | 78.14 % |
| 배당수익률(23.12) | | 1.31 % |
| FSTEMIB 대비 상대수익률 | 1 개월 | -1.1 % |
| | 6 개월 | -20.6 % |
| | 12 개월 | -15.5 % |
| 주주구성 | DAFE 4000 SRL | 23.7 % |
| | CP7 BEAUTY LUXCO SAR | 13.4 % |
| | DAFE 5000 SRL | 8.3 % |

**Stock Price**

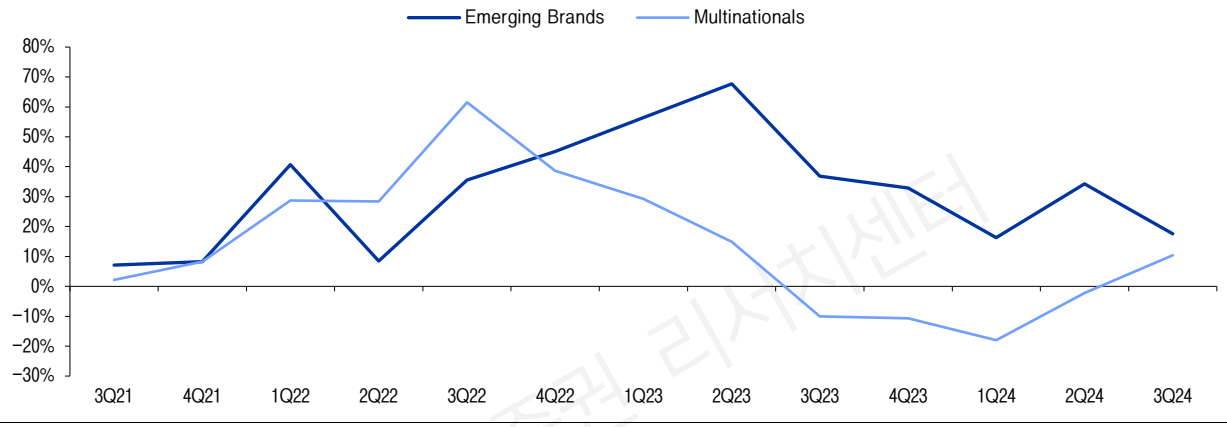



**Financial Data**

| (백만유로) | 매출액 | 영업이익 | 세전이익 | 순이익 | EPS (원) | 증감률 (%) | EBITDA | PER (배) | EV/EBITDA (배) | PBR (배) | ROE (%) |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 2019 | 713 | 71 | 59 | 43 | n/a | -7.8 | 110 | n/a | n/a | n/a | 19.8 |
| 2020 | 607 | 46 | 46 | 38 | 0.4 | -12.8 | 84 | n/a | n/a | n/a | 15.2 |
| 2021 | 674 | 43 | 40 | 27 | 0.3 | -29.3 | 83 | 48.5 | 18.8 | 3.8 | 8.6 |
| 2022 | 836 | 71 | 67 | 45 | 0.5 | 62.1 | 113 | 27.0 | 12.0 | 2.9 | 11.6 |
| 2023 | 988 | 86 | 72 | 52 | 0.5 | 15.7 | 131 | 26.3 | 11.8 | 3.1 | 12.1 |

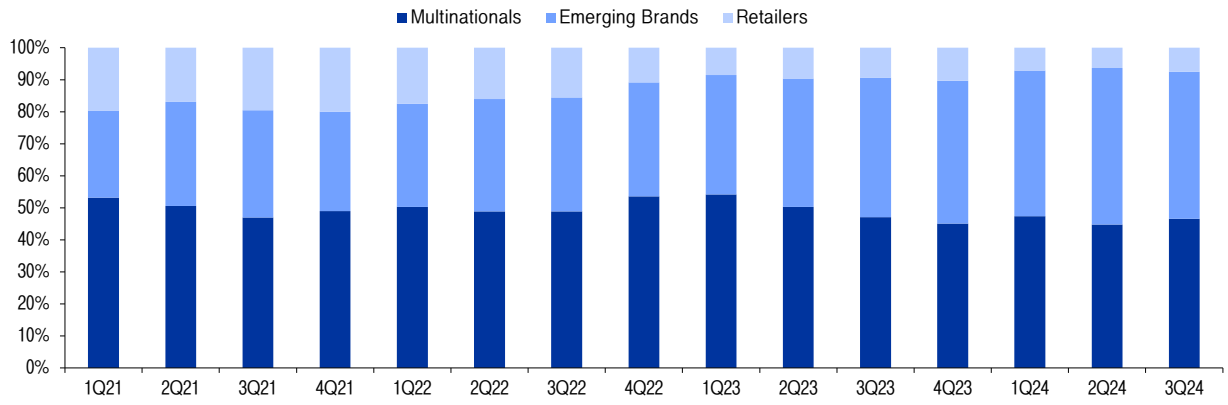
자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터 / 주: FY기준

그림86 **인터코스 고객사별 매출액 성장률 추이**



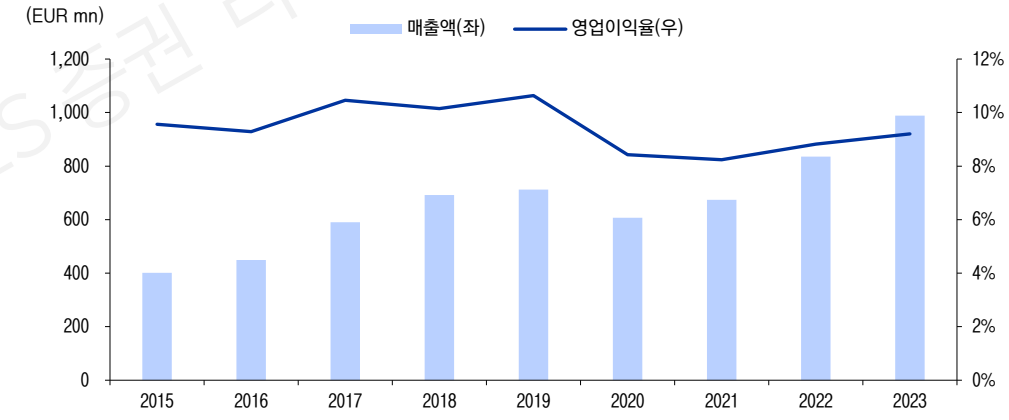

자료: Intercos, LS증권 리서치센터

그림87 **인터코스 고객사별 매출액 비중 추이**




자료: Intercos, LS증권 리서치센터

그림88 **인터코스 실적 추이**




자료: Intercos, LS증권 리서치센터

LS 증권 리서치센터

# Intercos (IM: ICOS)

## 재무상태표

| (백만유로) | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 |
|---|---|---|---|---|---|
| 유동자산 | 350 | 458 | 495 | 560 | 513 |
| 현금 및 현금성자산 | 92 | 225 | 207 | 194 | 158 |
| 매출채권 및 기타채권 | 126 | 103 | 120 | 141 | 168 |
| 재고자산 | 115 | 110 | 143 | 194 | 169 |
| 기타유동자산 | 2 | 2 | 4 | 5 | 4 |
| 비유동자산 | 364 | 414 | 418 | 425 | 468 |
| 관계기업투자 등 | 3 | 2 | 2 | 1 | 2 |
| 유형자산 | 190 | 210 | 211 | 214 | 239 |
| 무형자산 및 기타 | 170 | 202 | 205 | 210 | 227 |
| **자산총계** | **714** | **871** | **913** | **985** | **981** |
| 유동부채 | 320 | 304 | 277 | 334 | 461 |
| 매입채무 및 기타재무 | 161 | 146 | 179 | 236 | 229 |
| 단기금융부채 | 146 | 140 | 79 | 78 | 210 |
| 기타유동부채 | 14 | 18 | 18 | 19 | 22 |
| 비유동부채 | 151 | 298 | 278 | 234 | 70 |
| 장기금융부채 | 129 | 277 | 254 | 207 | 48 |
| 기타비유동부채 | 22 | 21 | 24 | 27 | 22 |
| **부채총계** | **471** | **602** | **555** | **567** | **531** |
| 지배주주지분 | 239 | 268 | 356 | 416 | 448 |
| 자본금 및 주식발행초과금 | 77 | 77 | 120 | 120 | 120 |
| 이익잉여금 | 162 | 191 | 236 | 296 | 328 |
| 비지배주주지분(연결) | 4 | 2 | 2 | 2 | 2 |
| **자본총계** | **243** | **270** | **358** | **418** | **450** |

## 손익계산서

| (백만유로) | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 |
|---|---|---|---|---|---|
| **매출액** | **713** | **607** | **674** | **836** | **988** |
| 매출원가 | 543 | 482 | 529 | 657 | 789 |
| **매출총이익** | **170** | **124** | **145** | **179** | **199** |
| 판매비 및 관리비 | 55 | 48 | 52 | 69 | 71 |
| **영업이익** | **71** | **46** | **43** | **71** | **86** |
| (EBITDA) | 110 | 84 | 83 | 113 | 131 |
| **세전계속사업이익** | **59** | **46** | **40** | **67** | **72** |
| **당기순이익** | **43** | **38** | **27** | **45** | **52** |
| 매출총이익률 (%) | 23.8 | 20.5 | 21.5 | 21.4 | 20.2 |
| 영업이익률 (%) | 10.0 | 7.6 | 6.4 | 8.5 | 8.7 |
| EBITDA 마진률 (%) | 15.4 | 13.9 | 12.3 | 13.6 | 13.3 |
| 당기순이익률 (%) | 6.5 | 7.0 | 5.4 | 5.8 | 5.7 |
| ROA (%) | 6.1 | 4.8 | 3.0 | 4.7 | 5.3 |
| ROE (%) | 19.8 | 15.2 | 8.6 | 11.6 | 12.1 |

## 현금흐름표

| (백만유로) | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 |
|---|---|---|---|---|---|
| **영업활동 현금흐름** | **77** | **84** | **59** | **74** | **98** |
| 당기순이익(손실) | 43 | 38 | 27 | 45 | 52 |
| 감가상각&무형자산상각 | 38 | 39 | 40 | 42 | 45 |
| 기타비현금항목조정 | 8 | -10 | 9 | 9 | 5 |
| 운전자본 변동 | -12 | 17 | -17 | -21 | -5 |
| **투자활동 현금** | **n/a** | **-55** | **-40** | **-48** | **-54** |
| 고정&무형자산 변동 | -43 | -40 | -38 | -49 | -54 |
| 장기투자순변동 | 3 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 인수 등으로 인한 순현금 | 0 | -15 | -2 | 1 | 0 |
| 기타투자활동 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| **재무활동 현금** | **n/a** | **107** | **-43** | **-50** | **-73** |
| 배당금의 지급 | 0 | 0 | 0 | 0 | -16 |
| 차입금의 증가(감소) | -40 | 107 | -86 | -50 | -48 |
| 자본의 증가(감소) | 0 | 0 | 43 | 0 | 0 |
| 기타재무활동 | 0 | 0 | 0 | 0 | -9 |
| 중단사업 현금흐름 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |

## 주요 투자지표

| | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 |
|---|---|---|---|---|---|
| **투자지표 (x)** | | | | | |
| P/E | n/a | n/a | 48.5 | 27.0 | 26.3 |
| P/B | n/a | n/a | 3.8 | 2.9 | 3.1 |
| EV/EBITDA | n/a | n/a | 18.8 | 12.0 | 11.8 |
| 배당수익률 (%) | n/a | n/a | n/a | n/a | 1.2 |
| **성장성 (%)** | | | | | |
| 매출액 | n/a | -14.9 | 11.1 | 24.0 | 18.3 |
| 영업이익 | 3.4 | -35.8 | -6.5 | 65.5 | 20.6 |
| 세전이익 | -1.9 | -22.5 | -13.5 | 68.1 | 8.6 |
| 당기순이익 | -4.1 | -8.6 | -13.9 | 34.0 | 15.4 |
| EPS | -7.8 | -12.8 | -29.3 | 62.1 | 15.7 |
| **주당지표 (EUR)** | | | | | |
| EPS | n/a | 0.4 | 0.3 | 0.5 | 0.5 |
| BPS | 2.6 | 2.9 | 3.7 | 4.3 | 4.6 |
| DPS | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.2 | 0.2 |

자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터,

주: FY기준

LS증권 리서치센터

# e.l.f. Beauty (US: ELF)

2025. 3. 5 | 화장품

## 매스 뷰티 경쟁 격화

Analyst 오린아
02-3779-0053
lina.oh@ls-sec.co.kr

### 미국의 초저가 대표 브랜드

미국의 중저가 화장품 업체 e.l.f. Beauty는 Gen Z 사이에서 인기를 끌며 급성장한 회사다. 제품의 평균 가격은 6.5달러 수준이고, 흔히 저렴이로 불리는 Dupe 트렌드를 타고 실적이 급증했다. 이에 주가는 2019년부터 2024년까지 1,295% 상승했었으나 지난 2월초 FY2025 3분기 실적 발표 이후 큰 폭으로 하락했다. FY2025년 3분기 (2024년 9월~2024년 12월) 매출액은 전년동기대비 31% 증가한 3.553억달러를 기록했고, 조정 EPS는 0.74달러로 전년동기 수준이었음에도 회사가 가이던스를 하향하면서 실망감이 반영됐다. 실제로 2025년 초 소비는 예상을 밑돌며 다소 부진한 모습이다. 올해 1월 동사는 매출액이 전년동월대비 5% 감소했다 밝혔다. 이는 12월 연말 특수에 따른 일시적 소비 감소, LA 산불 및 틱톡 관련 불확실성으로 인해 소셜 미디어 내 뷰티 관련 언급량이 20% 줄어든 영향 등이 복합적으로 작용했기 때문으로 분석된다.

### e.l.f.도 목마른 뉴니스

올해 초 부진을 일시적이라 보더라도, e.l.f.의 새로움(newness) 부재에 대한 우려도 일부 있는 것으로 파악된다. 동사가 2025년 봄 시즌을 겨냥해 내놓은 신제품들의 초기 판매 지표가 예상보다 저조하다고 밝혔기 때문이다. 더불어 FY2024 4분기에 런칭된 글로벌 베스트셀러 Glow Reviver 립오일이 2024년 최대 규모의 신제품 출시로 큰 매출 상승을 이끌었지만, 올해 초에는 기저효과로 인해 오히려 매출 증가세가 둔화되어 다소 부담이다. 이에 e.l.f.는 4분기(2025년 1월~3월) 매출액 성장률을 YoY -1% ~ +2% 사이로 전망했다.

### 미국 회사도 머리 아픈 트럼프發 관세

미국 회사인 e.l.f. Beauty의 가장 큰 리스크 중 하나는 의외로 트럼프 대통령의 관세 정책인데, 중국 생산 비중이 과거 대비 낮아졌음에도 불구하고 80% 수준이기 때문이다. 2019년 중국산 화장품 관세가 25% 수준으로 인상되었던 시기 동사는 공급업체 협상을 통한 비용절감과 일부 제품 인상 및 유리했던 환율 효과 등을 활용해 대응한 바 있다. 금번 실적 발표에서는 회사가 아직은 가격인상을 고려하고 있지 않다고 밝혔지만, 향후 중저가 업체들의 가격 인상은 한국 브랜드들에게 유리하게 작용할 수 있다고 판단한다.

**Not Rated**

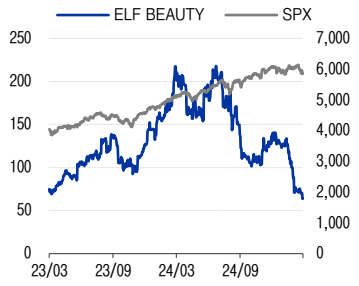
| | |
|---|---|
| 목표주가 | Not Rated |
| 현재주가 | USD 63.81 |
| 블룸버그 컨센서스 목표주가 | USD 103.73 |

투자의견: 매수 65% | 보유 30% | 매도 5%

**Stock Data**

| | | |
|---|---|---|
| 거래소 | | 뉴욕거래소 |
| SPX (3/3) | | 5,849.7 pt |
| 시가총액 | | USD 36 억 |
| 발행주식수 | | 56,399 천주 |
| 52 주 최고가/최저가 | | USD 221.8/63.5 |
| 90 일 일평균거래대금 | | USD 24,421 만 |
| 기관투자가 유통주식 | | 117.17 % |
| 배당수익률(23.12) | | 0.0 % |
| SPX 대비 상대수익률 | 1 개월 | -30.0 % |
| | 6 개월 | -57.0 % |
| | 12 개월 | -74.2 % |
| 주주구성 | BAILLIE GIFFORD | 14.2 % |
| | VANGUARD GROUP | 9.8 % |
| | 블랙록 | 9.5 % |

**Stock Price**

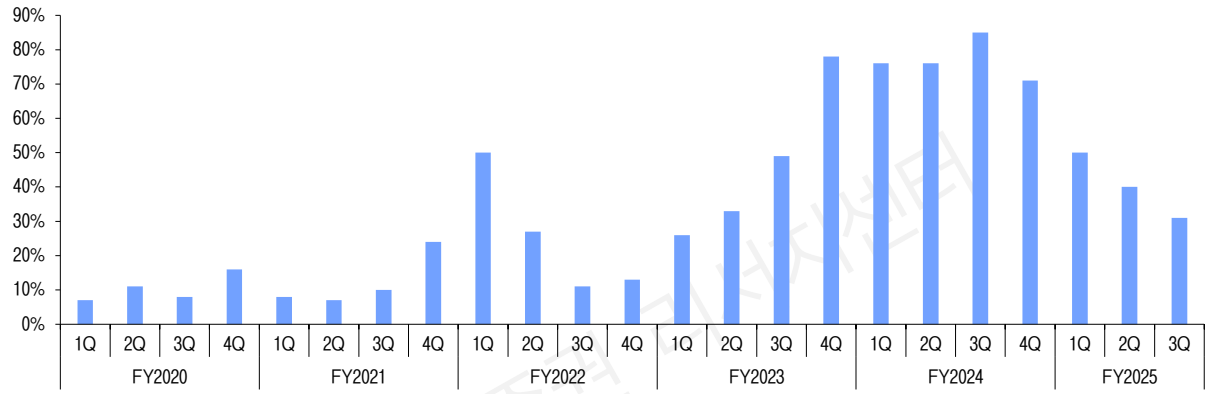



**Financial Data**

| (백만달러) | 매출액 | 영업이익 | 세전이익 | 순이익 | EPS (원) | 증감률 (%) | EBITDA | PER (배) | EV/EBITDA (배) | PBR (배) | ROE (%) |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 2020 | 283 | 30 | 24 | 18 | 0.4 | n/a | 56 | 55.2 | 11.1 | 2.0 | 7.8 |
| 2021 | 318 | 9 | 4 | 6 | 0.1 | -64.9 | 39 | 89.7 | 42.0 | 5.1 | 2.4 |
| 2022 | 392 | 30 | 25 | 22 | 0.4 | 230.8 | 61 | 56.6 | 24.6 | 4.3 | 7.5 |
| 2023 | 579 | 68 | 64 | 62 | 1.2 | 172.1 | 95 | 74.0 | 47.0 | 10.5 | 17.0 |
| 2024 | 1,024 | 150 | 141 | 128 | 2.3 | 99.1 | 193 | 82.7 | 59.5 | 17.0 | 24.2 |

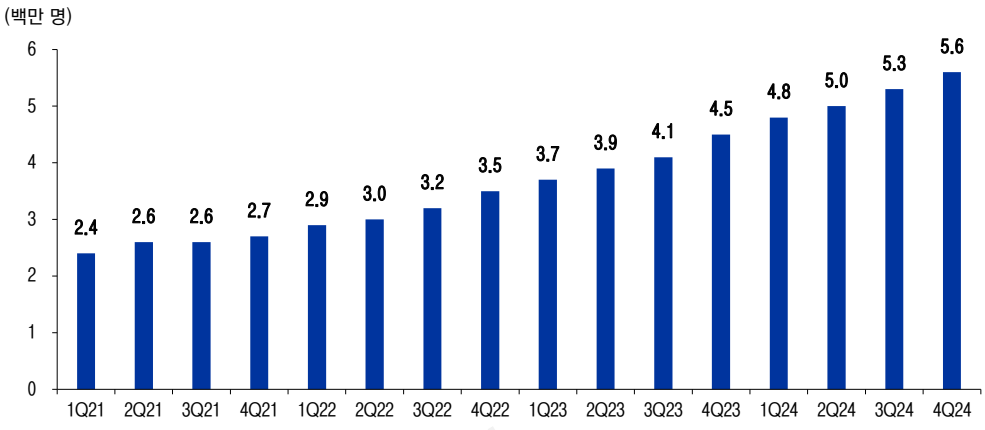
자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터 / 주: FY 기준, 3월 결산

그림89 Net Sales YoY Growth(%)



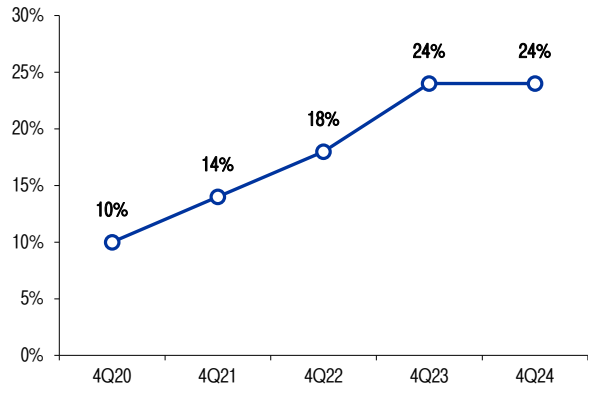

자료: e.l.f. Beauty, LS증권 리서치센터

그림90 Beauty Squad 멤버십 추이



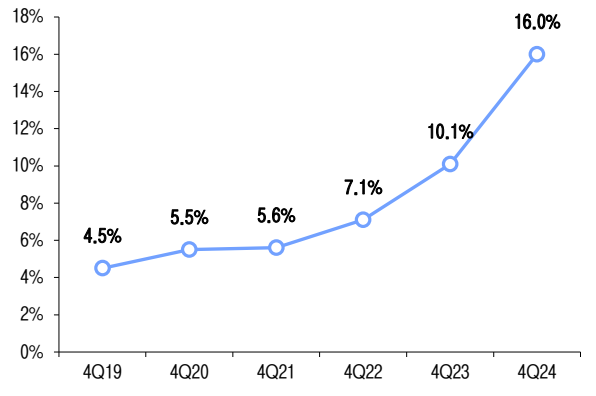

자료: e.l.f. Beauty, LS증권 리서치센터

그림91 e.l.f. Beauty Digital 매출 침투율



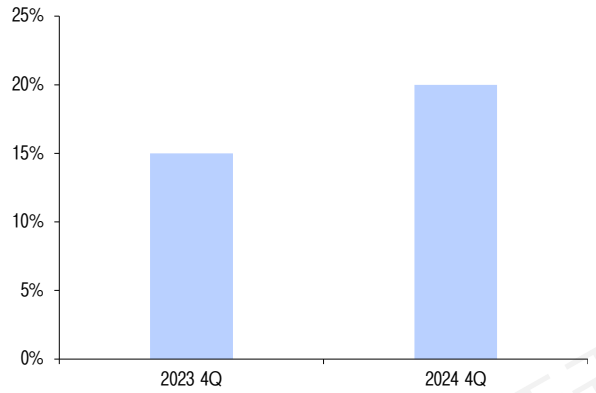

자료: e.l.f. Beauty, LS증권 리서치센터

그림92 e.l.f. Beauty Share of Mass Cosmetics



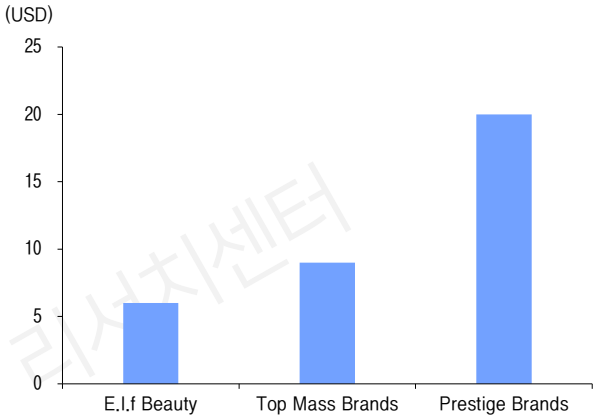

자료: e.l.f. Beauty, LS증권 리서치센터

그림93 해외 사업 비중 상승




자료: e.l.f. Beauty, LS증권 리서치센터

그림94 e.l.f. Beauty AUR




자료: e.l.f. Beauty, LS증권 리서치센터

LS 증권 리서치센터

LS 증권 리서치센터

# e.l.f. Beauty (US: ELF)

## 재무상태표

| (백만달러) | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 |
|---|---|---|---|---|---|
| 유동자산 | 132 | 170 | 193 | 303 | 477 |
| 현금 및 현금성자산 | 46 | 58 | 43 | 121 | 108 |
| 매출채권 및 기타채권 | 30 | 40 | 46 | 68 | 124 |
| 재고자산 | 46 | 57 | 84 | 81 | 191 |
| 기타유동자산 | 10 | 15 | 20 | 33 | 54 |
| 비유동자산 | 321 | 317 | 302 | 292 | 652 |
| 관계기업투자 등 | 3 | 3 | 3 | 3 | 0 |
| 유형자산 | 17 | 36 | 29 | 22 | 41 |
| 무형자산 및 기타 | 301 | 278 | 270 | 267 | 611 |
| **자산총계** | **453** | **487** | **495** | **596** | **1,129** |
| 유동부채 | 51 | 73 | 65 | 108 | 299 |
| 매입채무 및 기타재무 | 35 | 53 | 55 | 98 | 192 |
| 단기금융부채 | 16 | 21 | 10 | 10 | 107 |
| 기타유동부채 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 비유동부채 | 160 | 144 | 117 | 77 | 188 |
| 장기금융부채 | 137 | 130 | 107 | 72 | 183 |
| 기타비유동부채 | 22 | 14 | 10 | 5 | 4 |
| **부채총계** | **211** | **218** | **182** | **185** | **487** |
| 지배주주지분 | 242 | 270 | 312 | 411 | 643 |
| 자본금 및 주식발행초과금 | 754 | 775 | 796 | 833 | 937 |
| 이익잉여금 | -512 | -505 | -484 | -422 | -294 |
| 비지배주주지분(연결) | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| **자본총계** | **242** | **270** | **312** | **411** | **643** |

## 손익계산서

| (백만달러) | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 |
|---|---|---|---|---|---|
| **매출액** | **283** | **318** | **392** | **579** | **1,024** |
| 매출원가 | 102 | 112 | 140 | 188 | 300 |
| **매출총이익** | **181** | **206** | **252** | **390** | **724** |
| 판매비 및 관리비 | 157 | 194 | 222 | 322 | 574 |
| **영업이익** | **30** | **9** | **30** | **68** | **150** |
| (EBITDA) | 56 | 39 | 61 | 95 | 193 |
| **세전계속사업이익** | **24** | **4** | **25** | **64** | **141** |
| **당기순이익** | **18** | **6** | **22** | **62** | **128** |
| 매출총이익률 (%) | 64.0 | 64.8 | 64.2 | 67.4 | 70.7 |
| 영업이익률 (%) | 10.6 | 3.0 | 7.5 | 11.8 | 14.6 |
| EBITDA 마진률 (%) | 19.7 | 12.4 | 15.6 | 16.4 | 18.8 |
| 당기순이익률 (%) | 3.2 | 4.9 | 6.2 | 10.7 | 13.4 |
| ROA (%) | 4.0 | 1.3 | 4.4 | 11.3 | 14.8 |
| ROE (%) | 7.8 | 2.4 | 7.5 | 17.0 | 24.2 |

## 현금흐름표

| (백만달러) | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 |
|---|---|---|---|---|---|
| **영업활동 현금흐름** | **44** | **29** | **20** | **102** | **71** |
| 당기순이익(손실) | 18 | 6 | 22 | 62 | 128 |
| 감가상각&무형자산상각 | 23 | 25 | 27 | 22 | 36 |
| 기타비현금항목조정 | 2 | 12 | 13 | 19 | 25 |
| 운전자본 변동 | 2 | -14 | -42 | -1 | -117 |
| **투자활동 현금** | **-35** | **-6** | **-5** | **-2** | **-285** |
| 고정&무형자산 변동 | -9 | -6 | -5 | -2 | -9 |
| 장기투자순변동 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 인수 등으로 인한 순현금 | -26 | 0 | 0 | 0 | -275 |
| 기타투자활동 | 0 | 0 | 0 | 0 | -1 |
| **재무활동 현금** | **-17** | **-11** | **-29** | **-23** | **201** |
| 배당금의 지급 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 차입금의 증가(감소) | -9 | -12 | -29 | -30 | 197 |
| 자본의 증가(감소) | -6 | 2 | 2 | 8 | 6 |
| 기타재무활동 | -1 | -1 | -2 | -1 | -1 |
| 중단사업 현금흐름 | n/a | 0 | 0 | 0 | 0 |

## 주요 투자지표

| | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 |
|---|---|---|---|---|---|
| **투자지표 (x)** | | | | | |
| P/E | 55.2 | 89.7 | 56.6 | 74.0 | 82.7 |
| P/B | 2.0 | 5.1 | 4.3 | 10.5 | 17.0 |
| EV/EBITDA | 11.1 | 42.0 | 24.6 | 47.0 | 59.5 |
| 배당수익률 (%) | n/a | n/a | n/a | n/a | n/a |
| **성장성 (%)** | | | | | |
| 매출액 | n/a | 12.5 | 23.3 | 47.6 | 76.9 |
| 영업이익 | n/a | -68.6 | 211.8 | 132.5 | 119.7 |
| 세전이익 | n/a | -84.7 | 589.2 | 152.0 | 120.0 |
| 당기순이익 | n/a | 69.7 | 56.0 | 154.4 | 121.9 |
| EPS | n/a | -64.9 | 230.8 | 172.1 | 99.1 |
| **주당지표 (USD)** | | | | | |
| EPS | 0 | 0 | 0 | 1 | 2 |
| BPS | 5 | 5 | 6 | 8 | 12 |
| DPS | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |

자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

주: FY기준, 3월 결산

LS증권 리서치센터

# Ulta Beauty (US: ULTA)

2025. 3. 5 | 화장품

## 미국 뷰티 시장 경쟁이 느껴진다

Analyst 오린아
02-3779-0053
lina.oh@ls-sec.co.kr

### 미국 뷰티 시장 경쟁 영향 받는 중

얼타는 1,437여개 점포를 운영하고 있는 미국 최대 뷰티 전문 리테일러다. 2022~2023년 탑라인 성장률이 각각 40%, 18%에 달하면서 실적 상승세를 보였으나, 2024년 들어 성장세가 둔화하며 주가는 2024년 초 대비 25% 하락한 상태다. 가장 최근 실적인 FY2024 3Q(2024년 8~10월) 매출액은 전년동기대비 1.7% 증가한 25.3억달러, EPS는 전년동기대비 1.4% 증가한 5.14달러로 예상치를 상회해 양호했지만, 미국 내 경쟁 심화에 따른 우려가 반영되고 있다. 코로나 이후 급성장했던 미국 뷰티 소비가 정상화 국면에 돌입하고 있고, 경쟁사 세포라가 유통업체 Kohl's에 입점해 1,000여개 매장을 늘리면서 프레스티지 뷰티 부문의 경쟁도 격화하고 있다. 얼타는 FY2024 4Q 기존점 신장률 가이던스를 상향했지만(기존 LSD 역신장 추정) 이마저도 플랫 수준이다(FY 2024 3Q Comp sales +0.6%: 객수 0.5%, 객단가 0.1% 상승).

동사 매출액 중 향수를 제외하면 매출액의 절반 이상이 매스 뷰티에서 발생하는데, 매스 시장은 2023년 6.5% 신장했지만 2024년 하반기부터 1~2% 수준으로 성장률이 둔화했다. 이에 얼타는 매장 리모델링 및 Target 입점 시작, 이커머스 부문 강화를 위해 노력 중이고, 매스 부문에서 상대적으로 양호한 성장을 보이고 있는 스킨케어 부문에 집중하고 있다.

### 소비자들은 가격 중시, 브랜드는 오프라인 입점 가속

소비자들이 점차 가격에 민감해지면서 화장품 소비 또한 기존 오프라인 채널에서 아마존이나 월마트 같은 대형 유통업체로 이동하고 있다. 브랜드 또한 자체 이커머스 부문 강화 및 대형 유통업체로의 입점을 가속화 하는 상황이다. 일례로 에스티로더의 9개 브랜드가 아마존 프리미엄 뷰티 스토어에 입점을 시작했다. 이처럼 소비 정상화와 심화하는 경쟁 구도가 프로모션 비용 및 상품 마진에 부정적인 영향을 줄 것으로 전망된다. 신규 매장 오픈 또한 단기간 일정 부분 비용 부담이 있겠다. 오는 3월 13일(현지 시각) FY2024 4Q 실적 발표가 예정되어 있어 가이던스 및 경쟁 상황에 대해 확인할 필요가 있겠다.

**Not Rated**

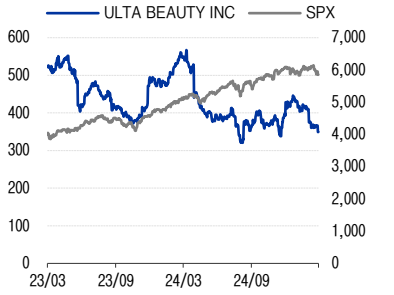
| | |
|---|---|
| 목표주가 | Not Rated |
| 현재주가 | USD 348.86 |
| 블룸버그 컨센서스 목표주가 | USD 460.01 |

투자의견: 매수 47% | 보유 47% | 매도 6%

**Stock Data**

| | | |
|---|---|---|
| 거래소 | | NASDAQ |
| SPX (3/3) | | 5,849.7 pt |
| 시가총액 | | USD 162 억 |
| 발행주식수 | | 46,373 천주 |
| 52 주 최고가/최저가 | | USD 574.8/318.2 |
| 90 일 일평균거래대금 | | USD 38,294 만 |
| 기관투자가 유통주식 | | 106.31 % |
| 배당수익률(23.12) | | 0.0 % |
| KOSPI 대비 상대수익률 | 1 개월 | -12.4 % |
| | 6 개월 | -8.1 % |
| | 12 개월 | -44.3 % |
| 주주구성 | VANGUARD GROUP | 11.8 % |
| | 블랙록 | 9.3 % |
| | 스테이트 스트 | 5.1 % |

**Stock Price**

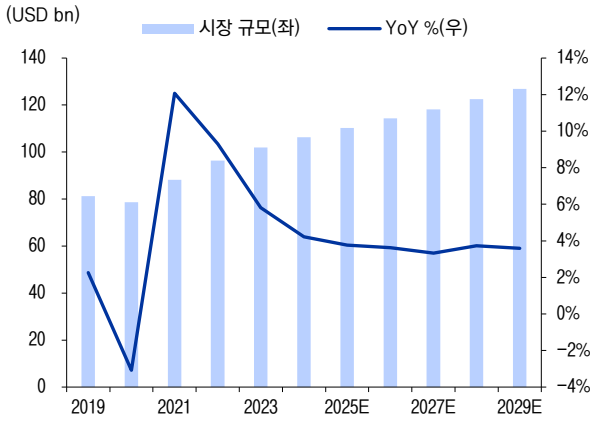



**Financial Data**

| (백만달러) | 매출액 | 영업이익 | 세전이익 | 순이익 | EPS (원) | 증감률 (%) | EBITDA | PER (배) | EV/EBITDA (배) | PBR (배) | ROE (%) |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 2019 | 7,398 | 901 | 906 | 706 | 12.2 | 11.0 | 1,485 | 21.9 | 12.3 | 8.0 | 37.9 |
| 2020 | 6,152 | 237 | 231 | 176 | 3.1 | -74.4 | 839 | 58.3 | 27.5 | 7.9 | 9.0 |
| 2021 | 8,631 | 1,297 | 1,296 | 986 | 18.1 | 479.8 | 1,877 | 19.9 | 11.7 | 12.2 | 55.8 |
| 2022 | 10,209 | 1,639 | 1,644 | 1,242 | 24.2 | 33.6 | 2,200 | 21.0 | 13.2 | 13.0 | 71.1 |
| 2023 | 11,207 | 1,678 | 1,696 | 1,291 | 26.2 | 8.3 | 2,265 | 19.3 | 12.3 | 10.7 | 60.9 |

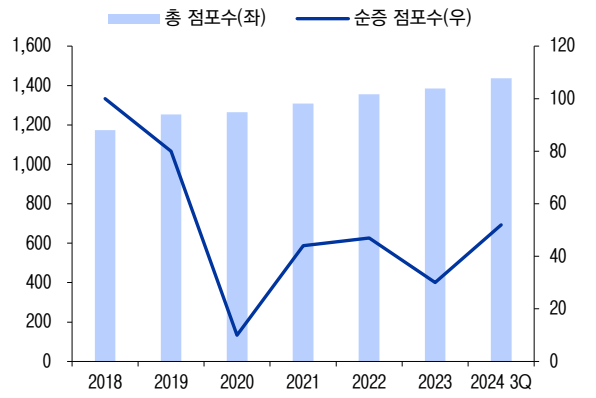
자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터 / 주: FY 기준, 1월 결산

그림95 미국 화장품 시장 규모 추이 및 전망



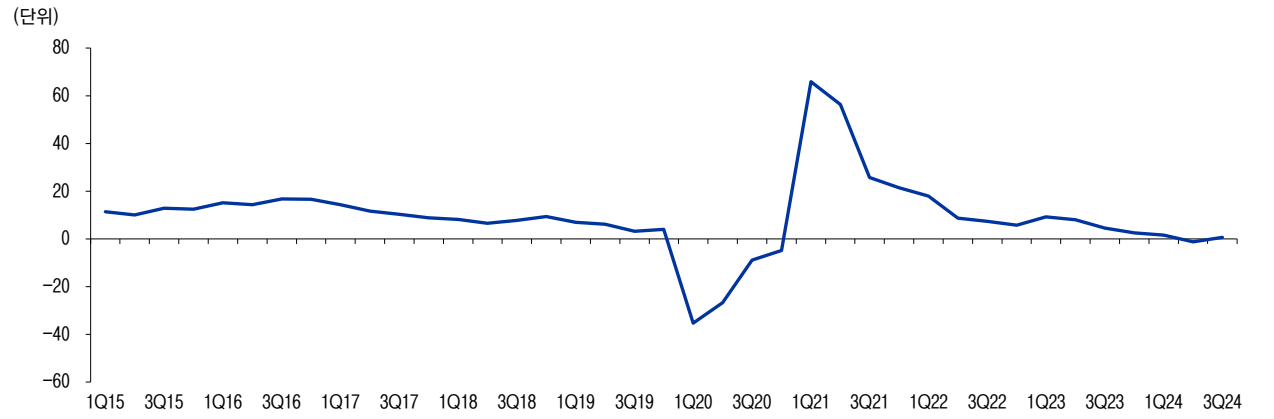

자료: CORESIGHT, LS증권 리서치센터

그림96 Ulta Beauty 연간 점포수 추이



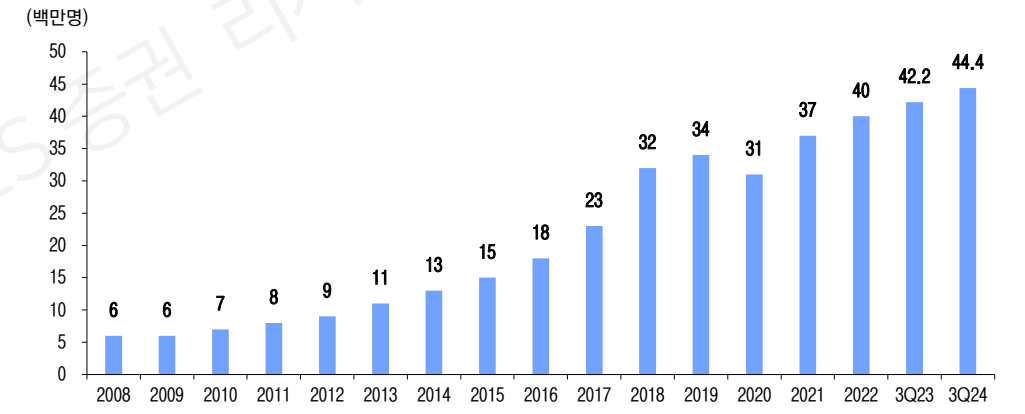

자료: Ulta Beauty, LS증권 리서치센터

그림97 Ulta Beauty Comp Sales Growth(%)



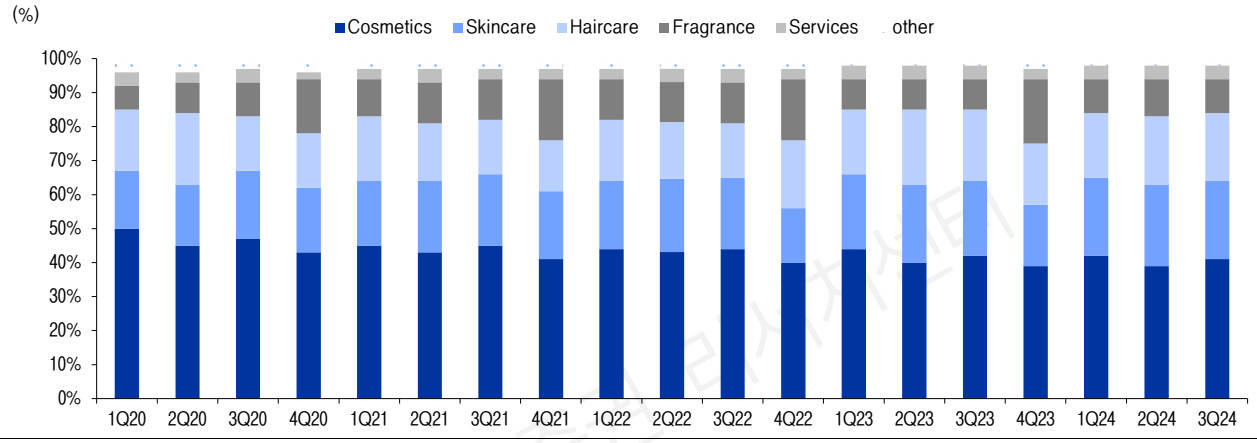

자료: Ulta Beauty, LS증권 리서치센터

그림98 Ulta Beauty Active Rewards Members




자료: Ulta Beauty, LS증권 리서치센터

그림99 Ulta Beauty 부문별 매출 비중




자료: Ulta Beauty, LS증권 리서치센터

표25 2024 년 월별 Top10 Beauty Brands(USA)

| 순위 | 1 월 | 3 월 | 5 월 | 7 월 | 9 월 | 11 월 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 1 | Sephora | Kylie Cosmetics | Sephora | Sephora | Sephora | Sephora |
| 2 | Skkn | Sephora | L'Oreal Paris | Kylie Cosmetics | L'Oreal Paris | r.e.m. Beauty |
| 3 | Rare Beauty | Rare Beauty | Rare Beauty | Rare Beauty | Ulta Beauty | Ulta Beauty |
| 4 | Drunk Elephant | Skkn | Kylie Cosmetics | r.e.m. Beauty | YSL | Rare Beauty |
| 5 | Kylie Cosmetics | L'Oreal Paris | Ulta Beauty | Fenty Beauty | Rare Beauty | L'Oreal Paris |
| 6 | Dyson | Fenty Beauty | Jlo Beauty | L'Oreal Paris | Huda Beauty | Kylie Cosmetics |
| 7 | e.l.f. | CECRED | Charlotte Tilbury | Rhode Skin | Pat McGrath | Skkn |
| 8 | L'Oreal Paris | Tarte | Fenty Beauty | CeraVe | Charlotte Tilbury | Fenty Beauty |
| 9 | Milk Makeup | Makeup by Mario | YSL | YSL | Dior | Colourpop |
| 10 | Charlotte Tilbury | Ulta Beauty | Dior | Makeup by Mario | Armani | Maybelline |

자료: Traackr, LS증권 리서치센터

LS 증권 리서치센터

# Ulta Beauty (US: ULTA)

## 재무상태표

| (백만달러) | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 |
|---|---|---|---|---|---|
| 유동자산 | 2,055 | 2,515 | 2,281 | 2,709 | 2,837 |
| 현금 및 현금성자산 | 502 | 1,046 | 432 | 738 | 767 |
| 매출채권 및 기타채권 | 139 | 193 | 234 | 199 | 208 |
| 재고자산 | 1,294 | 1,168 | 1,499 | 1,603 | 1,742 |
| 기타유동자산 | 104 | 107 | 111 | 130 | 116 |
| 비유동자산 | 2,809 | 2,575 | 2,483 | 2,661 | 2,870 |
| 관계기업투자 등 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 유형자산 | 2,743 | 2,500 | 2,397 | 2,571 | 2,757 |
| 무형자산 및 기타 | 65 | 75 | 86 | 91 | 114 |
| **자산총계** | **4,864** | **5,090** | **4,764** | **5,370** | **5,707** |
| 유동부채 | 1,137 | 1,344 | 1,558 | 1,682 | 1,658 |
| 매입채무 및 기타재무 | 660 | 816 | 930 | 1,004 | 938 |
| 단기금융부채 | 240 | 253 | 274 | 283 | 284 |
| 기타유동부채 | 238 | 274 | 354 | 395 | 437 |
| 비유동부채 | 1,825 | 1,747 | 1,671 | 1,729 | 1,769 |
| 장기금융부채 | 1,699 | 1,643 | 1,573 | 1,620 | 1,627 |
| 기타비유동부채 | 126 | 103 | 98 | 109 | 142 |
| **부채총계** | **2,962** | **3,090** | **3,229** | **3,411** | **3,428** |
| 지배주주지분 | 1,902 | 2,000 | 1,535 | 1,960 | 2,279 |
| 자본금 및 주식발행초과금 | 808 | 848 | 935 | 1,025 | 1,076 |
| 이익잉여금 | 1,128 | 1,189 | 653 | 996 | 1,287 |
| 비지배주주지분(연결) | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| **자본총계** | **1,902** | **2,000** | **1,535** | **1,960** | **2,279** |

## 손익계산서

| (백만달러) | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 |
|---|---|---|---|---|---|
| **매출액** | **7,398** | **6,152** | **8,631** | **10,209** | **11,207** |
| 매출원가 | 4,717 | 4,203 | 5,262 | 6,164 | 6,826 |
| **매출총이익** | **2,681** | **1,949** | **3,369** | **4,045** | **4,381** |
| 판매비 및 관리비 | 1,761 | 1,583 | 2,062 | 2,395 | 2,695 |
| **영업이익** | **901** | **237** | **1,297** | **1,639** | **1,678** |
| (EBITDA) | 1,485 | 839 | 1,877 | 2,200 | 2,265 |
| **세전계속사업이익** | **906** | **231** | **1,296** | **1,644** | **1,696** |
| **당기순이익** | **706** | **176** | **986** | **1,242** | **1,291** |
| 매출총이익률 (%) | 36.2 | 31.7 | 39.0 | 39.6 | 39.1 |
| 영업이익률 (%) | 12.2 | 3.8 | 15.0 | 16.1 | 15.0 |
| EBITDA 마진률 (%) | 20.1 | 13.6 | 21.7 | 21.6 | 20.2 |
| 당기순이익률 (%) | 9.6 | 4.4 | 11.5 | 12.2 | 11.6 |
| ROA (%) | 17.5 | 3.5 | 20.0 | 24.5 | 23.3 |
| ROE (%) | 37.9 | 9.0 | 55.8 | 71.1 | 60.9 |

## 현금흐름표

| (백만달러) | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 |
|---|---|---|---|---|---|
| **영업활동 현금흐름** | **1,101** | **810** | **1,059** | **1,482** | **1,476** |
| 당기순이익(손실) | 706 | 176 | 986 | 1,242 | 1,291 |
| 감가상각&무형자산상각 | 296 | 298 | 268 | 241 | 244 |
| 기타비현금항목조정 | 113 | 53 | 12 | 35 | 70 |
| 운전자본 변동 | -13 | 284 | -207 | -37 | -128 |
| **투자활동 현금** | **-471** | **-49** | **-176** | **-315** | **-441** |
| 고정&무형자산 변동 | -299 | -152 | -172 | -312 | -435 |
| 장기투자순변동 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 인수 등으로 인한 순현금 | 0 | -1 | 0 | 0 | 0 |
| 기타투자활동 | -173 | 104 | -4 | -2 | -6 |
| **재무활동 현금** | **-647** | **-108** | **-1,497** | **-861** | **-1,006** |
| 배당금의 지급 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 차입금의 증가(감소) | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 자본의 증가(감소) | -647 | -106 | -1,497 | -861 | -1,006 |
| 기타재무활동 | 0 | -2 | 0 | 0 | 0 |
| 중단사업 현금흐름 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |

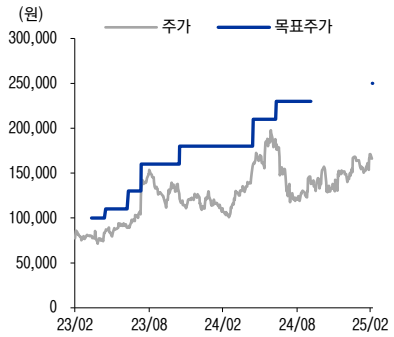
## 주요 투자지표

| | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 |
|---|---|---|---|---|---|
| **투자지표 (x)** | | | | | |
| P/E | 21.9 | 58.3 | 19.9 | 21.0 | 19.3 |
| P/B | 8.0 | 7.9 | 12.2 | 13.0 | 10.7 |
| EV/EBITDA | 12.3 | 27.5 | 11.7 | 13.2 | 12.3 |
| 배당수익률 (%) | n/a | n/a | n/a | n/a | n/a |
| **성장성 (%)** | | | | | |
| 매출액 | 10.1 | -16.8 | 40.3 | 18.3 | 9.8 |
| 영업이익 | 5.5 | -73.7 | 447.9 | 26.3 | 2.4 |
| 세전이익 | 5.5 | -74.5 | 460.8 | 26.8 | 3.2 |
| 당기순이익 | 7.5 | -61.8 | 264.6 | 26.0 | 4.2 |
| EPS | 11.0 | -74.4 | 479.8 | 33.6 | 8.3 |
| **주당지표 (USD)** | | | | | |
| EPS | 12 | 3 | 18 | 24 | 26 |
| BPS | 34 | 36 | 29 | 39 | 47 |
| DPS | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |

자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

주: FY 기준, 1월 결산

## 코스맥스 목표주가 추이

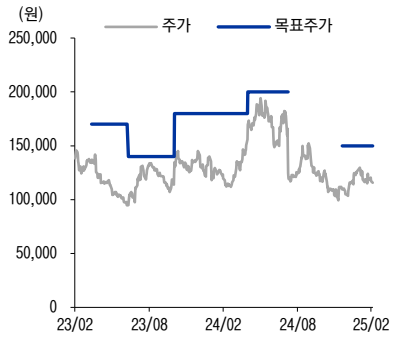



## 투자의견 변동내역

| 일시 | 투자의견 | 목표가격 | 괴리율(%) 최고대비 | 괴리율(%) 최저대비 | 괴리율(%) 평균대비 |
|---|---|---|---|---|---|
| 2023.04.10 | Buy | 100,000 원 | -14.3 | | -22.2 |
| 2023.05.15 | Buy | 110,000 원 | -14.4 | | -19.5 |
| 2023.07.10 | Buy | 130,000 원 | -4.8 | | -23.5 |
| 2023.08.11 | Buy | 160,000 원 | -4.1 | | -15.7 |
| 2023.11.14 | Buy | 180,000 원 | -12.4 | | -33.4 |
| 2024.05.14 | Buy | 210,000 원 | -5.8 | | -16.6 |
| 2024.07.10 | Buy | 230,000 원 | -20.7 | | -40.0 |
| 2024.10.04 | | 커버리지 제외 | | | |
| 2025.03.05 | 신규 | 오린아 | | | |
| 2025.03.05 | Buy | 250,000 원 | | | |

| 일시 | 투자의견 | 목표가격 | 괴리율(%) 최고대비 | 괴리율(%) 최저대비 | 괴리율(%) 평균대비 |
|---|---|---|---|---|---|

## 아모레퍼시픽 목표주가 추이

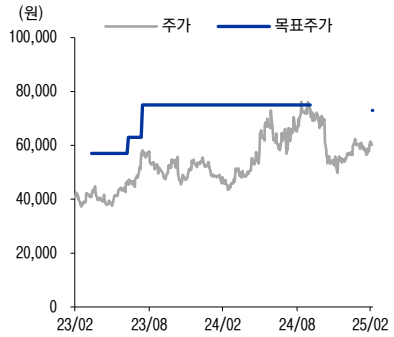



## 투자의견 변동내역

| 일시 | 투자의견 | 목표가격 | 괴리율(%) 최고대비 | 괴리율(%) 최저대비 | 괴리율(%) 평균대비 |
|---|---|---|---|---|---|
| 2015.02.10 | 신규 | 오린아 | | | |
| 2023.04.10 | Buy | 170,000 원 | -16.5 | | -33.3 |
| 2023.07.10 | Buy | 140,000 원 | -4.4 | | -15.3 |
| 2023.11.01 | Buy | 180,000 원 | -13.4 | | -27.8 |
| 2024.04.30 | Buy | 200,000 원 | -2.9 | | -21.0 |
| 2024.10.04 | | 커버리지 제외 | | | |
| 2024.12.19 | 신규 | 오린아 | | | |
| 2024.12.19 | Buy | 150,000 원 | | | |

| 일시 | 투자의견 | 목표가격 | 괴리율(%) 최고대비 | 괴리율(%) 최저대비 | 괴리율(%) 평균대비 |
|---|---|---|---|---|---|

## 한국콜마 목표주가 추이

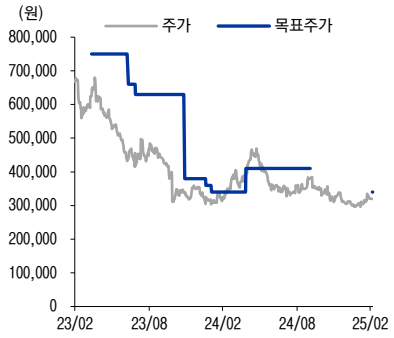



## 투자의견 변동내역

| 일시 | 투자의견 | 목표가격 | 괴리율(%) 최고대비 | 괴리율(%) 최저대비 | 괴리율(%) 평균대비 |
|---|---|---|---|---|---|
| 2023.04.10 | Buy | 57,000 원 | -18.1 | | -27.3 |
| 2023.07.10 | Buy | 63,000 원 | -9.8 | | -23.6 |
| 2023.08.14 | Buy | 75,000 원 | 1.6 | | -25.9 |
| 2024.10.04 | | 커버리지 제외 | | | |
| 2025.03.05 | 신규 | 오린아 | | | |
| 2025.03.05 | Buy | 73,000 원 | | | |

| 일시 | 투자의견 | 목표가격 | 괴리율(%) 최고대비 | 괴리율(%) 최저대비 | 괴리율(%) 평균대비 |
|---|---|---|---|---|---|

## LG 생활건강 목표주가 추이



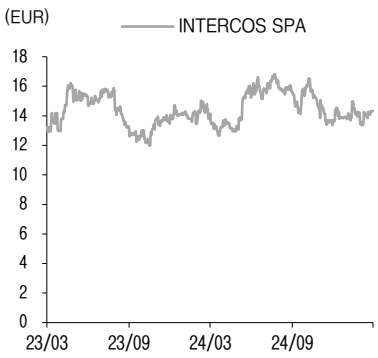

## 투자의견 변동내역

| 일시 | 투자의견 | 목표가격 | 괴리율(%) 최고대비 | 괴리율(%) 최저대비 | 괴리율(%) 평균대비 |
|---|---|---|---|---|---|
| 2023.04.10 | Buy | 750,000 원 | -9.3 | | -25.9 |
| 2023.07.10 | Buy | 660,000 원 | -28.9 | | -32.0 |
| 2023.07.28 | Buy | 630,000 원 | -21.0 | | -34.1 |
| 2023.11.27 | Hold | 380,000 원 | -5.7 | | -11.7 |
| 2024.01.18 | Hold | 360,000 원 | -9.6 | | -12.1 |
| 2024.02.01 | Hold | 340,000 원 | 19.1 | | 3.4 |
| 2024.04.26 | Hold | 410,000 원 | 14.4 | | -3.7 |
| 2024.07.29 | Buy | 410,000 원 | -6.5 | | -14.6 |
| 2024.10.04 | | 커버리지 제외 | | | |
| 2025.03.05 | 신규 | 오린아 | | | |
| 2025.03.05 | Hold | 340,000 원 | | | |

| 일시 | 투자의견 | 목표가격 | 괴리율(%) 최고대비 | 괴리율(%) 최저대비 | 괴리율(%) 평균대비 |
|---|---|---|---|---|---|

LS증권 리서치센터

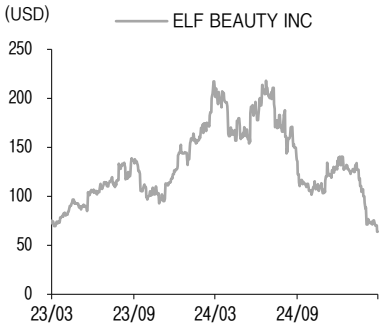
## Intercos 목표주가 추이




## 투자의견 변동내역

| 일시 | 투자 의견 | 목표 가격 | 괴리율(%) 최고 대비 | 괴리율(%) 최저 대비 | 괴리율(%) 평균 대비 | 일시 | 투자 의견 | 목표 가격 | 괴리율(%) 최고 대비 | 괴리율(%) 최저 대비 | 괴리율(%) 평균 대비 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 2025.03.05 | 변경 | 오른아 | | | | | | | | | |
| 2025.03.05 | NR | NR | | | | | | | | | |

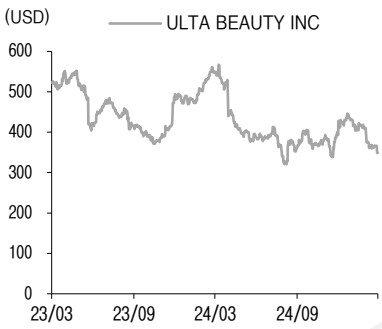
## e.l.f. Beauty 목표주가 추이




## 투자의견 변동내역

| 일시 | 투자 의견 | 목표 가격 | 괴리율(%) 최고 대비 | 괴리율(%) 최저 대비 | 괴리율(%) 평균 대비 | 일시 | 투자 의견 | 목표 가격 | 괴리율(%) 최고 대비 | 괴리율(%) 최저 대비 | 괴리율(%) 평균 대비 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 2025.03.05 | 변경 | 오른아 | | | | | | | | | |
| 2025.03.05 | NR | NR | | | | | | | | | |

## Ulta Beauty 목표주가 추이




## 투자의견 변동내역

| 일시 | 투자 의견 | 목표 가격 | 괴리율(%) 최고 대비 | 괴리율(%) 최저 대비 | 괴리율(%) 평균 대비 | 일시 | 투자 의견 | 목표 가격 | 괴리율(%) 최고 대비 | 괴리율(%) 최저 대비 | 괴리율(%) 평균 대비 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 2025.03.05 | 변경 | 오른아 | | | | | | | | | |
| 2025.03.05 | NR | NR | | | | | | | | | |

LS증권 리서치센터

LS 증권 리서치센터

**Compliance Notice**

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 오린아).

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다.
따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

_ 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.

_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.

_ 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

**투자등급 및 적용 기준**

| 구분 | 투자등급 guide line<br>(투자기간 6~12 개월) | 투자등급 | 적용기준<br>(향후 12 개월) | 투자의견<br>비율 | 비고 |
|---|---|---|---|---|---|
| Sector<br>(업종) | 시가총액 대비<br>업종 비중 기준<br>투자등급 3 단계 | Overweight (비중확대)<br>Neutral (중립)<br>Underweight (비중축소) | | | |
| Company<br>(기업) | 절대수익률 기준<br>투자등급 3 단계 | Buy (매수) | +15% 이상 기대 | 92.4% | 2018 년 10 월 25 일부터 당사 투자등급 적용기준이 기존 ±15%로 변경 |
| | | Hold (보유) | -15% ~ +15% | 7.6% | |
| | | Sell (매도) | -15% 이하 기대 | | |
| | | 합계 | | 100.0% | 투자의견 비율은 2024. 1. 1 ~ 2024. 12. 31 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1 년간 누적 기준. 분기별 갱신) |