



### 소비재, 두 가지 메가트렌드가 붙어온다.

소비재에도 올해 두 가지의 메가 트렌드가 붙어온다. ① TV, 라디오로 대중매체가 제한되었던 과거와 다르게 이제는 개인이 접할 수 있는 매체와 콘텐츠가 다양해지고 있다. 이를 통해 다양한 소비재들을 간접적으로 접하다보니 소비자의 취향도 파편화되었다. ② 내수 소비가 둔화되자 소비재는 돌파구를 찾기 위해 해외로 발을 돌렸다. 올해라면, 화장품, 의류 등 다양한 소비재가 미국에 진출하여 괄목할만한 성과를 거두었다.

### 화장품, 트렌드가 구조적 성장을 이끈다.

상술한 두 가지 메가트렌드로 화장품 산업에도 구조적인 성장이 이루어지고 있다. ① 소비재의 파편화로 수요가 다양해지고 공급이 쉬워지면서 Mass와 인디브랜드의 전성시대가 열렸다. ② 한류를 잇는 K-소비재의 열풍에 힘입어 K-화장품도 미국과 일본에 본격적으로 진출하기 시작하였다. K-화장품, 넓게 보면 글로벌 화장품 산업이 성장하고 있는 지금, 밸류체인에서 누가 제일 큰 수혜를 누릴 수 있는지 확인해보자.

### ODM, 성장의 수혜는 우리를 가르킨다.

모든 수혜를 누릴 수 있는 것은 ① 해외 인디브랜드 고객사를 신규로 확보하고 있으며, ② 미국과 일본에서 빠르게 성장하는 K-인디브랜드를 고객사로 기확보한 ODM/OEM 뿐이다. 인디브랜드와 ODM/OEM이 필수불가결한 존재임에도 불구하고, 인디브랜드가 계속 등장하는 미국과 중국에서는 ODM/OEM 생태계가 구축되어있지 않다. “고객사는 늘지만 경쟁사는 일정”하기에, 앞으로 수혜의 농도는 짙어질 것이다.

### 코스맥스, 가장 큰 수혜를 받을 ODM이다.

“소비재의 메가트렌드 → 화장품의 구조적 성장 → ODM의 수혜”라는 Top-Down 논리에서 가장 큰 수혜를 누리는 기업은, ① 신규 고객사들이 훗날만한 확실한 레퍼런스와 ② 신규 주문을 받기 위한 충분한 CAPA 여력을 지닌 동사이다. 전세계 ODM/OEM 1위 자리를 공고히 해온 동사는 인디브랜드가 가장 선호하는 OEM/ODM이다. 게다가, 동사는 이러한 폭발적 인기에도 대응할 정도의 생산능력을 갖추고 있다.

| 추정 손익계산서<br>(단위: 백만 원) | 2019      | 2020      | 2021      | 2022      | 1Q23    | 2Q23    | 3Q23    | 4Q23E    | 2023E     | 2024E     | 2025E     |
|------------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|---------|---------|---------|----------|-----------|-----------|-----------|
| 매출액                    | 1,330,653 | 1,382,881 | 1,591,488 | 1,600,126 | 403,261 | 479,266 | 458,267 | 451,732  | 1,770,336 | 2,083,279 | 2,215,556 |
| YoY(%)                 |           | 3.9%      | 15.1%     | 0.5%      |         |         |         |          | 10.6%     | 17.7%     | 6.3%      |
| 매출원가                   | 1,147,183 | 1,172,041 | 1,313,976 | 1,394,856 | 347,735 | 396,290 | 380,131 | 377,500  | 1,501,656 | 1,698,974 | 1,785,167 |
| 매출총이익                  | 183,470   | 210,839   | 277,511   | 205,270   | 55,526  | 82,975  | 78,136  | 74,231   | 268,680   | 384,305   | 430,388   |
| GPM(%)                 | 13.8%     | 15.2%     | 17.4%     | 12.8%     | 13.8%   | 17.3%   | 17.1%   | 16.4%    | 15.2%     | 18.4%     | 19.4%     |
| 판매비와관리비                | 129,475   | 144,198   | 154,911   | 152,169   | 41,714  | 36,928  | 44,832  | 54,469   | 177,943   | 203,812   | 220,289   |
| 영업이익                   | 53,995    | 66,641    | 122,600   | 53,101    | 13,812  | 46,047  | 33,305  | 19,762   | 90,737    | 180,492   | 210,099   |
| OPM(%)                 | 4.1%      | 4.8%      | 7.7%      | 3.3%      | 3.4%    | 9.6%    | 7.3%    | 4.4%     | 5.1%      | 8.7%      | 9.5%      |
| 금융손익                   | (18,531)  | (23,160)  | (8,477)   | (17,896)  | (1,708) | (6,223) | (4,658) | (8,200)  | (20,789)  | (24,984)  | (25,540)  |
| 기타손익                   | 520       | (43,243)  | (35,815)  | (29,050)  | (2,231) | (1,824) | (1,047) | 1,515    | (3,587)   | (1,635)   | (1,635)   |
| 지분법손익                  | (57)      | (126)     | (37)      | 14        | (41)    | (544)   | (762)   | (328)    | (1,675)   | 6,591     | 6,697     |
| 세전순이익                  | 35,927    | 113       | 78,270    | 6,170     | 9,831   | 37,457  | 26,838  | 12,749   | 64,686    | 160,464   | 189,621   |
| 법인세비용                  | 17,607    | 29,167    | 43,934    | 22,617    | 9,118   | 10,067  | 15,987  | (6,862)  | 28,310    | 40,263    | 47,665    |
| 당기순이익                  | 18,320    | (29,053)  | 34,336    | (16,447)  | 712     | 27,390  | 10,851  | 19,611   | 36,376    | 120,201   | 141,956   |
| NPM(%)                 | 1.4%      | -2.1%     | 2.2%      | -1.0%     | 0.2%    | 5.7%    | 2.4%    | 4.3%     | 2.1%      | 5.8%      | 6.4%      |
| 지배지분순이익                | 31,823    | 21,378    | 74,436    | 20,848    | 6,703   | 30,449  | 15,238  | 5,141    | 57,531    | 120,201   | 137,554   |
| 비지배지분순이익               | (13,503)  | (50,432)  | (40,099)  | (37,295)  | 5,990   | (3,058) | (4,387) | (19,700) | (21,155)  | -         | 4,402     |

Rating

**Buy**

24년 목표주가: 142,000 원

상승여력: 26%

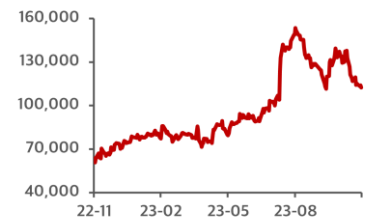
25년 목표주가: 181,400 원

상승여력: 61%

현재주가: 112,500 원

### 12M 추가추이

시가총액 1 조 2,786 억원



### B/S data (TTM)

|       |           |
|-------|-----------|
| 자산 총계 | 15,186 억원 |
| 부채 총계 | 11,431 억원 |
| 자본 총계 | 3,755 억원  |

### Earning data (TTM)

|     |         |
|-----|---------|
| PER | 36.31x  |
| EPS | 3,098 원 |
| ROE | 6.05%   |

### 주요 주주

|          |        |
|----------|--------|
| 코스맥스비티아이 | 25.85% |
| 국민연금공단   | 12.61% |

### SMIC 5 팀

- 팀장 47기 나현식
- 팀원 47기 류지혁
- 48기 김한솔
- 48기 심찬형

# CONTENTS

---

|                                      |    |
|--------------------------------------|----|
| 1. 소비재, 두 가지 메가트렌드가 붙어온다.            | 3  |
| 2. 화장품, 트렌드가 구조적 성장을 이끈다.            | 6  |
| 3. ODM, 성장의 수혜는 우리를 가르킨다.            | 9  |
| 4. 코스맥스, 가장 큰 수혜를 받을 ODM이다.          | 11 |
| 5. Valuation - Historical PER Method | 17 |
| 6. Appendix                          | 23 |

## 1. 소비재, 두 가지 메가트렌드가 불어온다.

기술의 변화로 Dynamic한 산업재와 달리, 소비재는 비교적 Static하다. 이러한 소비재에도 올해부터 두 가지 메가트렌드가 불어오기 시작하였다. ① 매체가 다양해지면서 **파편화되는 소비재**, ② 한류 열풍과 함께 **해외로 확장되는 K-소비재**. 트렌드를 제대로 탈 수 있는 소비재를 찾아보자.

### 1.1. 파편화되고 있는 소비재

소비자들의 취향  
파편화 되는 중

소비재의 핵심인 소비자의 소비 욕구는 어디서 기인하는가? 소비의 시작은 매체이다. “**좋아보이는 것**”, “**좋다고 들은 것**”을 소비하게 되는 것이 **인간의 원초적인 본능**이기 때문이다. TV, 라디오로 매체가 제한되었던 과거와는 달리, 최근에는 개인이 접할 수 있는 매체와 콘텐츠가 다양해지고 있다. 유튜브, 인스타그램, 페이스북, 그 속에서도 수많은 크레이터와 인플루언서들이 다양한 소비재를 뽑내고 자랑한다. 다양한 소비재를 자주 접하는 만큼, **소비자들의 취향 또한 파편화되고 세분화되고 있다.** 개성을 중시하고 자신의 취향을 드러내는 세대가 주요 소비층으로 부상하는 것도 큰 요인 중 하나다.

소비와 마찬가지로  
공급도 파편화 중

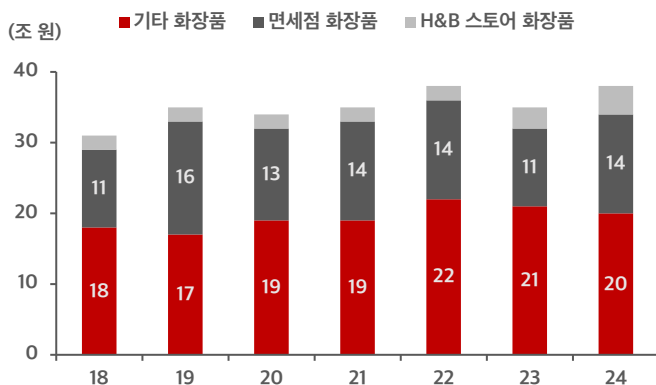
소비의 파편화에 맞춰 소비재의 **공급도 파편화**되고 있다. 다양한 매체의 등장으로 **낮아진 진입장벽**을 이용하여 **새로운 플레이어와 브랜드들이 계속해서 진입**하기 때문이다. TV와 라디오 같은 대중매체를 통해서만 제품을 홍보할 수 있었던 과거에는, 고액의 광고비를 감당해야만 했다. 홍보를 할 수 있는 판매자가 특정되다 보니 소비자들의 취향은 획일화 되었고, 이를 충족할만큼의 대량 생산이 가능한 **소수의 기업이 주도권**을 잡았다. 하지만 홍보 매체가 다양해지면서, 홍보비도 크게 줄었으며 소비하는 브랜드도 다양해져 예전만큼 대량생산을 하지 않아도 소비자 수요를 충족시킬 수 있다. **일반인 인플루언서도 옷, 화장품, 식품을 만들어 홍보 및 판매**할 수 있게 된 것이 오늘날의 소비 시장이다.

소비재의 파편화  
=구조적인 변화

소비와 공급 두 가지 측면에서 이루어지는 소비재의 파편화는 일시적인 현상이 아니라 **되돌릴 수 없는 구조적인 변화**이다. 2억명의 유료가입자로 세계를 정복한 넷플릭스는 약 8만개의 콘텐츠를 제공하고 있으며, 현재 한국에 시판되고 있는 라면 브랜드의 수는 400여가지에 달한다. **국내 화장품 판매업자 수는 약 28,000개로 16년 대비 4배 증가**하였고, 이제 패션 버티컬 플랫폼들의 거래액은 기성 브랜드의 자사몰 거래액을 뛰어넘기 시작하였다. **소비재 전 분야에서 파편화는 진행**되고 있다.

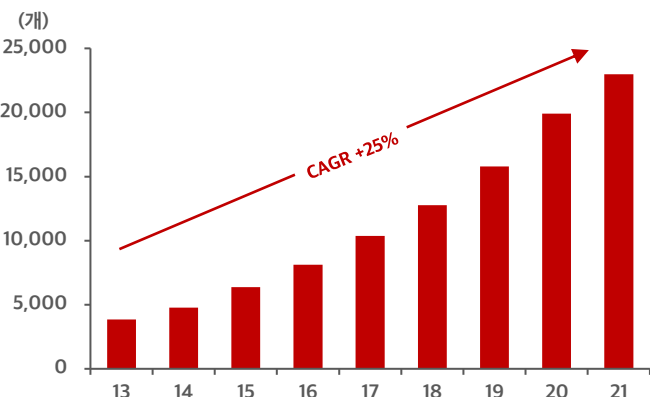
**트렌드의 변화에서 기회를 잡는 것이 소비재의 핵심**이다. 후술하겠지만 본 보고서는 “**화장품**”이 “**소비자의 파편화**”가 두드러지게 드러나는 소비재이며, “**코스맥스**”가 그 수혜를 누릴 기업이라 주장한다.

도표 1-1. 화장품 유통채널 사용량 추이



출처: 산업통상자원부, SMIC 5팀

도표 1-2. 국내 화장품 판매업자 수 추이



출처: 식품의약품안전처, SMIC 5팀

## 1.2. K-한류 있는 K-소비재

한국의 총 인구 감소 및 미국의 고금리 기조 확장으로 소비재는 내수 시장에서 한계를 맞닥뜨렸다. 내수 소비 모멘텀이 약화되자 소비재 기업들은 새로운 시장을 개척하기 위해서 해외로 나섰다.

소비재, 내수의 한계 수출로 극복하다

뜨거운 한류 열풍이 소비재 전반에 확산되면서 **화장품 및 식품 수출은 지속적으로 성장**하였다. 중국으로 수출국이 한정되어있었던 화장품 기업들은 미국과 일본으로 진출을 본격화하였고, 내수산업으로 분류되었던 식품업도 해외 사업 비중을 확대하고 있다. K-뷰티, K-푸드의 선전으로 **09년 11%까지 하락한 한국 소비재 수출 비중은 16%까지 증가**하며, 25년만에 자본재 수출 비중을 넘어섰다.

K-소비재 수출 신화 이제부터 시작이다

23년은 K-소비재가 해외에서 펼쳐나갈 **구조적 성장 스토리의 초입**에 불과하다. 20세기 원가경쟁력을 앞세워 소비재를 수출하던 시절과는 달리 지금의 K-소비재는 **그 자체로 해외에서 브랜드를 갖추고 있기 때문이다**. 21세기 한국은 전형적인 “개발도상국식 소비재 수출”을 하였다. 낮은 원가로 의류, 가발 등을 수출했으며, 외국인들은 어느 나라 제품인지도 모른채 저렴한 한국 제품을 골랐다. 하지만 “개발도상국식 소비재 수출”은 **경기에 민감하며, 경제발전으로 생산원가가 높아지면 경쟁력이 사라지므로 한계가 명확**하다. 21세기에는 동남아, 중국에서 이 방식으로 소비재를 수출하고 있다.

K-소비재, 그 자체로 브랜드 파워를 갖다

지금의 K-소비재는 **그 자체로 브랜드 파워**를 지닌다. 해외 소비자들은 불닭볶음면, 신라면, 리틀샷, 클리오처럼 특정 한국 브랜드를 “**찾아서**” 소비하고 있다. 따라서, 경기 변동성보다는 브랜드 확장성에 영향을 받는다. 올해 소비재 수출이 본격적으로 시작된만큼 K-소비재는 아직 해외에서 **침투율을 늘릴 여력이 충분**하며, **진출 국가 수도 아직 많지 않다**. K-소비재의 수출신화, 이제부터 시작이다.

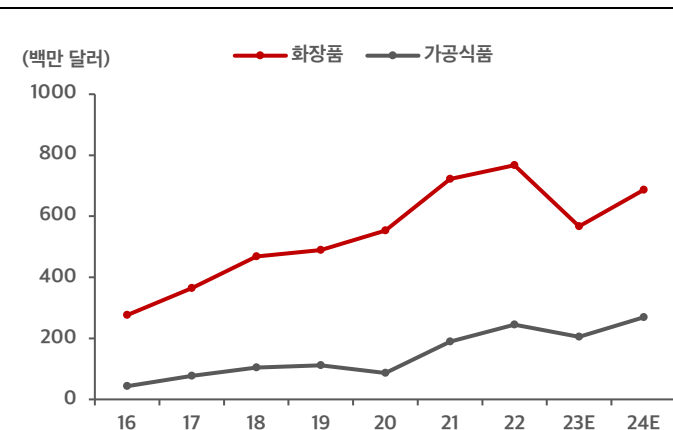
수출 잘 되는 소비재 시장도 높게 평가한다

시장도 해외에서 구조적인 성장을 이루어낼 것으로 기대되는 소비재에 대해서 **프리미엄을 부여**하고 있다. 식품은 해외에서 라면으로 폭발적 탑라인 증가세를 보여주는 **삼양식품과 농심**이, 화장품은 일본에서 판매량 순위권을 차지하고 있는 **브이티와 아이패밀리에스씨가**, 의류는 룰루레몬과 노스페이스向 OEM으로 미국 수출이 늘어난 **영원무역홀딩스**가 섹터 대비 Out-Perform하였다. 침체된 소비재 섹터의センチ먼트를 뚫고, 시장에서 멀티플 프리미엄을 받기 위해서는 **결국 수출이 늘어**야한다.

K-소비재, 그 중에서 주인공은 K-화장품

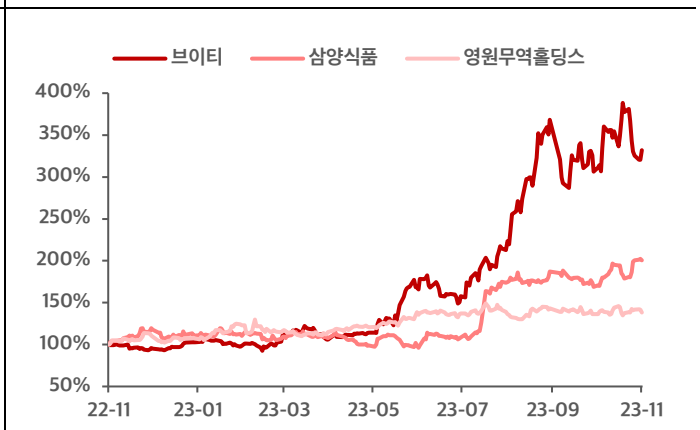
후술하겠지만, 본 보고서는 K-소비재 중에서도 **K-화장품의 수출 성장세가 가장 두드러질** 것으로 전망한다. 한국은 화장품 밸류체인이 완벽하게 구축되어있는 전세계 유일한 국가이며, 화장품 산업의 패러다임 변화에서 수혜를 크게 누릴 수 있는 국가이다. **K-소비재 수출 신화는 화장품이 이끈다!**

도표 1-3. 소비재 및 자본재 수출 추이



출처: 산업통상자원부, SMIC 5팀

도표 1-4. K-소비재 종목 주가 추이



출처: KRX, SMIC 5팀

## 2. 화장품, 트렌드가 구조적 성장을 이끈다.

본 보고서는 상술한 두 가지 메가트렌드가 가장 두드러질 소비재는 화장품이며, 화장품 산업은 두 가지 트렌드로 구조적으로 성장할 것이라 주장한다. 이제 화장품의 주요 분류와 산업의 밸류체인을 살펴본 후, 화장품에서의 파편화와 수출 확대가 어떠한 구조적 성장을 불러올 수 있을지 알아보자.

### 2.1. 화장품의 분류

화장품은 두 가지 기준인 (1) 사용 목적과 (2) 가격대로 구분될 수 있다. 사용목적에 따라서는 기초화장품과 색조화장품으로 분류되며, 가격대에 따라서는 Prestige와 Mass 화장품으로 분류된다.

사용 목적으로 분류  
→ 기초화장품

**기초화장품**은 유분 및 수분의 유지, 자외선으로의 보호 등 **피부의 고유 기능을 원활하게 하는 제품**이다. 에센스, 오일, 선크림이 대표적인 기초화장품이다. 화학성분을 줄이면서도 피부 관리 기능을 향상시키는 것이 핵심 경쟁력이며, 인체 효과가 더 인정되는 제품들은 판매를 위해 해당 국가의 식약처 인증이 필요할 수도 있다. 미국에서 선크림은 **의약품으로 분류되어 까다로운 FDA 기준을 적용**받는다.

사용 목적으로 분류  
→ 색조화장품

**색조화장품**은 기초 화장품을 먼저 사용한 후, **얼굴에 색을 입히고 강조하기 위해 사용되는 제품**이다. 파운데이션, 마스카라, 립스틱이 대표적인 색조화장품이다. 얼굴 전체의 색을 균일하게 정돈하는 **베이스 메이크업**과 특정 부위에 입체감 및 볼륨감을 살리는 **포인트 메이크업**으로 구분될 수 있으며, 색조 화장품은 각국의 소비자들이 선호하는 피부 톤에 맞게 다양한 제품을 개발하는 것이 핵심 경쟁력이다.

가격대로 분류  
→ Prestige 화장품

**Prestige 화장품**은 고급스러운 이미지를 연상시키는 **높은 가격대의 브랜드**이다. 화장품에 고액을 지불할 용의가 있는 높은 가처분 소득의 부유층을 고객으로 삼으며, 주로 **면세점과 백화점에서 판매**된다. LVMH, 로레알, 디올, 입생로랑, 에스티로더의 대표적인 Prestige 브랜드이며, 해당 브랜드들은 색조 화장품을 주력 라인업으로 가지고 있다. 현재 Prestige는 **전체 화장품 시장의 약 25%**를 차지하고 있다.

가격대로 분류  
→ Mass 화장품

**Mass 화장품**은 고급 이미지보다는 소비자의 취향을 중시하는 **중저가의 브랜드**이다. H&B 스토어, 온라인 커머스, 드럭스토어 등 다양한 유통 경로를 지니고 있어 **다양한 소비자층을 고객**으로 삼는다. 최근 화장품 시장의 파편화를 주도하는 **인디브랜드가 Mass 시장을 주도**하고 있다. 최근 소비자들의 지갑이 얇아지면서 합리적인 가격을 제시하는 Mass 화장품이 인기를 끌고 있으며, Prestige의 1/3 가격으로 제품을 판매하는 대표적인 **Mass 브랜드 ELF**는 미국 10대가 사랑하는 브랜드 1위에 등극하였다.

도표 2-1. 기초화장품, 색조화장품 제품 비교

|  |   |
|--|---|
|  <p>기능: 유분 및 수분의 유지<br/>자외선 보호</p> <p>핵심은 <b>화학성분 ↓</b><br/>피부관리 기능 ↑</p> |  <p>기능: 얼굴 전체 색 정돈 및<br/>특정 부위 입체감</p> <p><b>다양한 피부 톤에 맞는</b><br/>제품을 개발하는 것이 핵심</p> |
|--|---|

출처: SMIC 5팀

도표 2-2. Prestige 화장품, Mass 화장품 브랜드 비교

|  |  |
|--|--|
| <p>LVMH<br/>Dior L'ORÉAL</p> <p>백화점, 면세점에서<br/><b>부유층 고객 타겟</b></p> <p><b>색조화장품</b><br/>주력 상품으로 가지고 있음</p> | <p>elf numbu:z:n<br/>eyes lips face</p> <p>다양한 유통 경로로<br/><b>전체 소비자층 타겟</b></p> <p>가격 경쟁력을 통한<br/>점유율 확대</p> |
|--|--|

출처: SMIC 5팀

## 2.2. 화장품의 밸류체인

화장품 밸류체인은 크게 (1) 브랜드사, (2) ODM/OEM, (3) 원료, (4) 부자재 구분된다. 진입 장벽은 원료, 브랜드, 용기, ODM/OEM 순으로 높다. 후술하겠지만, **화장품 시장의 트렌드 변화는 밸류체인에 각기 다른 영향을 끼치므로, 화장품 산업의 구조적 성장세도 밸류체인마다 다르게 나타난다.**

### 브랜드사

**브랜드사는 개발 → 생산 → 판매를 전부 내재화한 대형 브랜드**, 후술할 ODM/OEM에 생산을 외주로 맡기고 개발과 판매에 집중하는 **인디브랜드**로 나뉜다. 대형 브랜드는 자체적인 대규모 생산시설, R&D센터, 특허, 유통망을 확보해야되기 때문에 **진입 장벽이 대단히 높지만**, 인디브랜드는 자본, 아이디어, ODM/OEM과 유통망을 확보할 네트워크만 있으면 **누구든 시장 진입이 가능하다**. 이전에는 높은 가격 자체가 브랜드 가치를 나타냈기에 Prestige 화장품을 주로 출시하는 대형 브랜드가 가치를 인정받았다. 하지만 최근 성분, 효능, 가성비, 개성을 중시하는 소비자가 늘면서, 화장품 시장은 세분화되고 파편화됐다 **“인디브랜드 전성 시대”가 펼쳐지기 적합한 환경이 조성된 것이다.**

### ODM/OEM

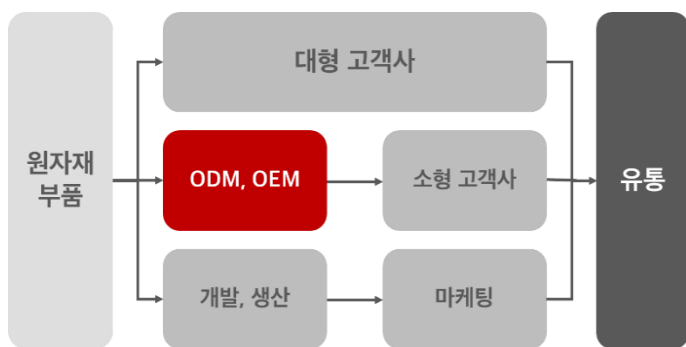
ODM/OEM사는 브랜드사에서 직접 제품을 생산하지 않을 때, **생산을 위탁하는 업체**를 의미한다. OEM은 제품의 생산만을 담당하며, ODM은 생산과 더불어 제품의 기획/설계/브랜드까지 담당한다. 전자는 처방권 권리를 브랜드 업체가 가지고 있지만, 후자는 처방권 권리를 ODM이 지니고 있어 다른 ODM으로 교체가 불가능하다. 따라서, **ODM까지 가능한 업체가 실적이 안정적이고, 마진도 높다.** ODM까지 가능하려면 대규모 생산 시설과 함께 개발 역량까지 뒷받침 되어야 하기 때문에 현재 ODM/OEM 시장은 **코스맥스, 한국콜마, 코스메카코리아, 씨앤씨인터내셔널 4개사가 주도하고 있다.** 대형 브랜드는 비주력 제품만 OEM으로 위탁하고 주력 제품은 자체 생산하며, 생산 시설이 없는 인디 브랜드는 ODM/OEM 업체 없이 제품 생산이 불가능하기 때문에 **대부분 제품을 ODM으로 위탁한다.**

### 원료 및 부자재

**원료 및 부자재**는 밸류체인에서 생산을 맡는 대형브랜드, ODM/OEM사의 앞단에 위치한다. 원료는 대체재가 많고 종류가 다양하다보니, 화장품 생산업체는 **에이전트를 통해서 원료를 매입**한다. 계면활성제, 에탄올 같은 일반 원료는 글로벌 화학사가 공급하며, 하이엔드 원료는 소수 프랑스/일본 업체들이 납품한다. 부자재의 경우 용기의 비중이 가장 크며, 용기는 개별 화장품마다 커스터마이징 되어야하기 때문에 **고객사와의 긴밀한 협조가 선제되어야한다.** 펴텍코리아와 연우가 대표적인 국내 용기 업체이다.

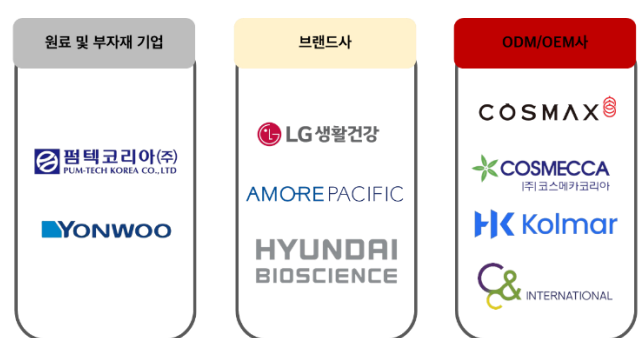
이전 화장품 산업의 Up-Cycle에서는 대형 브랜드가 Spotlight를 독차지하였다. 하지만 상술한 소비자의 두 가지 메가트렌드와 함께 다가오는 **이번 Up-Cycle의 주인공은 인디브랜드와 ODM/OEM사**이다.

도표 2-3. 화장품 밸류체인



출처: SMIC 5팀

도표 2-4. 밸류체인별 주요 Player



출처: SMIC 5팀

### 2.3. 소비자 메가트렌드 → 화장품 구조적 성장

화장품 업종의 성장을 견인하는 Key Factor는 ① 대형브랜드의 Prestige 화장품과 ② 중국이었다. 하지만 상술한 “소비자의 두 가지 메가트렌드”로 두 Factor는 각각 ① 인디브랜드의 Mass 화장품과 ② 미국/일본으로 변화했다. 화장품의 패러다임 Shift가 어떻게 찾아왔는지 살펴보자.

#### (1) 소비자의 파편화 → Mass와 인디브랜드 전성시대

Mass와 인디브랜드 ↑  
폭발적인 Q 성장으로

지금 화장품 산업은 바야흐로 “Mass”와 “인디브랜드”의 시대이다. “사기 쉬워지고”, “팔기 쉬워지면서” 화장품 산업의 Q는 폭발적으로 성장하고 있다. 이렇게 다양한 종류와 가격의 제품이 등장할 수 있었던 것은 수요 측면에서의 변화 두 가지와 공급 측면에서의 변화 두 가지가 동시에 이루어졌기 때문이다.

수요에서의 변화 ①  
→ Trading-Down

수요 ① : 23년 경기 불확실성 속에서 소비자들의 Trading-Down 현상으로 인해서 고가의 Prestige 제품에서 가성비 중저가 Mass 제품으로 수요가 이동하고 있다. 브랜드력으로는 대형브랜드를 이길 수 없지만 가격경쟁력과 제품력은 자신있는 인디브랜드들에게 유리한 환경이 조성되었으며, 높은 가격만으로 Prestige 제품들의 독보적인 브랜드력을 유지하던 대형브랜드의 전략은 효과를 잃게 되었다.

수요에서의 변화 ②  
→ 취향의 파편화

수요 ② : 소비자들은 화장품의 성분, 원료, 가격, 지속가능성, 이미지 등 다양한 요소를 고려하기 시작하였다. 제품의 브랜드와 가격처럼 제한된 정보에만 노출되어있던 과거와는 달리, 이제 소비자들이 SNS와 동영상 플랫폼을 통해 특정 제품에 대한 자세한 후기를 간접적으로 경험할 수 있기 때문이다. 이에 발 맞추어, 인디브랜드사도 다양해진 소비자의 취향에 맞게 신제품들을 출시 및 판매하고 있다.

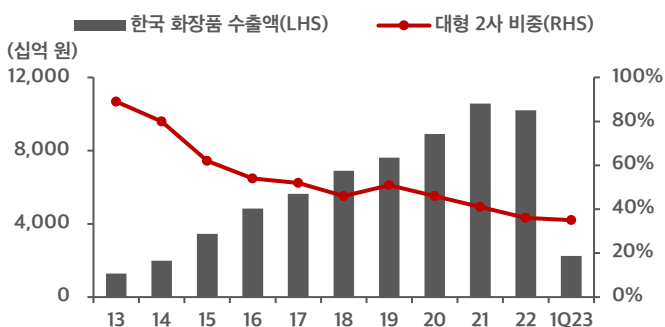
공급에서의 변화 ①  
→ 쉬워진 마케팅

공급 ① : 뉴미디어를 통한 마케팅이 가능해지면서 인디브랜드도 소비자들에게 적극적으로 제품을 홍보할 수 있게 되었다. TV, 라디오로 홍보가 이루어지던 과거에는 높은 광고비 때문에 인디브랜드는 제품 홍보조차 하기 어려웠다. 하지만 소비자들이 대중매체에서 뉴미디어로 이동하면서, 인디브랜드는 비교적 저렴한 광고비로 파급력이 큰 유튜브 채널, 인플루언서를 통해 제품을 홍보할 수 있게 되었다.

공급에서의 변화 ②  
→ 다양해진 유통망

공급 ② : 인디브랜드의 제품이 전세계 소비자들에게 유통될 수 있는 온라인/오프라인 유통망이 형성되었다. 이전에 화장품의 유통망은 백화점과 면세점으로 제한되었는데, 해당 유통망은 높은 입점 비용으로 대형 브랜드만의 전유물로 여기어졌다. 하지만 H&B 스토어와 드럭스토어로 화장품 유통망이 확대되면서 인디브랜드에게도 기회가 생겼다. 아마존(미국), 티몰(중국)과 같은 온라인 커머스 플랫폼의 발전으로 인디브랜드는 적은 비용으로도 해외 소비자들에게 제품을 판매 및 수출할 수 있게 되었다.

도표 2-5. 화장품 ASP 변화 추이



출처: KITA, SMIC 5팀

도표 2-6. 화장품 유통채널 분류



출처: SMIC 5팀

## (2) 한류 있는 K-소비재 → 미국, 일본에서 핫한 K-화장품

중국이 이끌었던 과거  
K-화장품 전성기

14~16년 K-화장품 전성기의 중심은 중국이었다. 별에서 온 그대, 태양의 후예 등 K-드라마의 수출이 중국의 경제 성장과 맞물리면서, 중국의 K-화장품 수입액은 급증하였다. 한국의 중국 인바운드 규모도 3~4배 성장하면서, 면세점 화장품 매출도 급격히 성장하였다. 덕분에, 국내 대형브랜드 LG생활건강과 아모레퍼시픽은 해당기간 엄청난 주가 및 실적 상승을 이루어낸다. 아모레퍼시픽의 경우 17년 중국 색조 시장에서 글로벌 Prestige 기업 로레알과 LVMH에 이어 점유율 3위에 올랐으며, 고마진의 면세점 매출 덕분에 16년 영업이익은 13년 대비 두배 이상 증가하였다.

사드 보복조치로  
중국 로컬업체 성장

하지만 17년 사드 보복조치로 중국 유통로가 막히자 K-화장품은 다시 포화된 내수 시장 안에서만 머물러야 했다. 20년 코로나19까지 겹치면서 상황은 악화되었다. 20~21년 중국 티몰 광군절 상위 10위 안에 자리매김했던 LG생활건강의 대표 브랜드 후와 아모레퍼시픽의 대표 브랜드 설화수는 22년과 23년 현재 10위 내에서 찾아볼 수 없다. 그 사이 중국 화장품 업체들은 제품 성능 면에서 국내 기업들을 턱 밑까지 쫓아왔으며, 현재 티몰의 Prestige 브랜드 포지션에서는 중국 현지 업체 점유율이 48%, Mass 브랜드 포지션에서는 현지 업체 점유율이 76%까지 올라왔다.

중국에서 미국으로  
주력 시장 변하는 중

최근 한국 화장품 성장을 견인하는 주력 지역이 바뀌고 있다. 화장품 수출 비중 내 중국의 비중은 30%로 50%를 넘어서던 지난 20~21년 대비 줄어들었다. 반면, 8% 수준에 머물던 미국의 비중은 23년 10월 기준 14%까지 확대되며 성장하고 있다. 일본 및 동남아로의 수출도 증가하면서, 22년부터는 중국 외 수출액 성장률이 전체 화장품 수출액 성장율을 Out-Perform하고 있다.

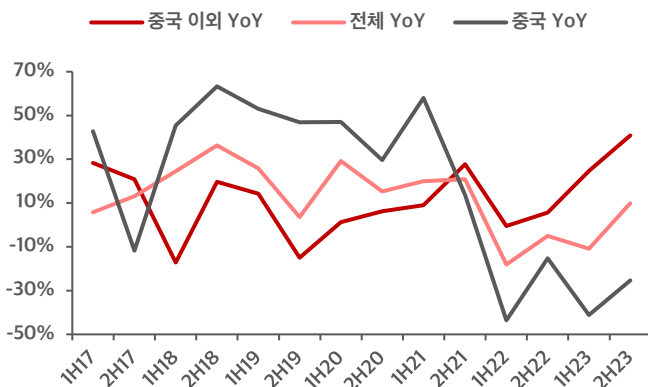
미국에서 K-화장품  
산업 지형을 흔들다

미국에서 K-화장품은 괄목할만한 성장세를 보여주고 있다. 23년 10월 누계 기준 미국의 한국 화장품 수입액은 전년동기 대비 약 25% 성장하였다. 이로서 한국은 미국 화장품 수입액의 15.8%를 차지하게 되었고, 미국 화장품 수입 국가 중 2등 국가로 자리매김하였다. 특히, 최근 10년 간 부동의 미국 화장품 수입국 1~2위인 프랑스, 캐나다를 위협하고 있다는 사실은 K-화장품의 성장세가 미국 화장품 산업의 지형을 뒤흔들만큼 폭발적이고 구조적임을 시사한다.

K-화장품 일본에서  
1위 수입국으로 등극

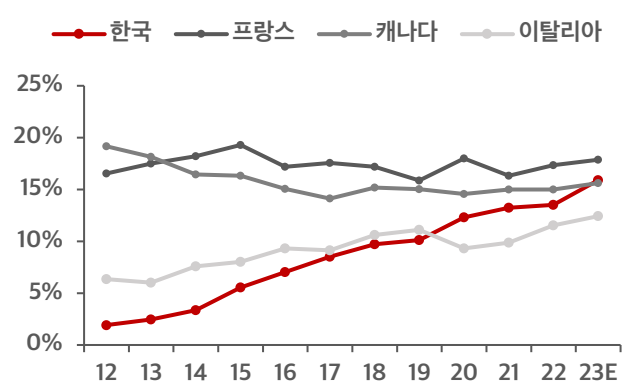
일본의 한국 화장품 수입 비중도 15년부터 꾸준히 증가하고 있으며, 22년에는 부동의 일본 화장품 수입국 1위 프랑스를 제치고 처음으로 1위 수입국으로 등극하였다. 일본은 잃어버린 30년으로 젊은 세대가 오히려 구매력이 낮아 인디브랜드들이 많이 탄생하지 못하였는데, 상술한 화장품 소비의 파편화로 성장한 국내 인디브랜드들이 ODM/OEM과 이 빈틈을 노려 일본 시장에서 점유율을 늘려나갔다.

도표 2-7. 중국 외 지역 화장품 수출액 성장률



출처: TRASS, SMIC 5팀

도표 2-8. 미국 화장품 수입액 국가 비중 추이



출처: KITA, SMIC 5팀

### 3. ODM, 성장의 수혜는 우리를 가르킨다.

상기의 논의를 종합하면, ① 글로벌 화장품 산업은 “인디브랜드 전성시대”를 겪으며 Q가 폭발적으로 성장하며, 그 중 ② K-인디브랜드는 미국과 일본 시장이 더해지면서 엄청난 외형 성장을 이루어내고 있다. 모든 수혜를 누릴 수 있는 것은 ① 해외 인디브랜드 고객사를 신규로 확보하고 있으며, ② 미국과 일본에서 빠르게 성장하는 K-인디브랜드를 고객사로 기확보한 ODM/OEM 뿐이다.

#### 3.1. 인디브랜드, ODM/OEM 없이는 못살아~

인디브랜드 성장은 OEM/ODM 수혜로

인디브랜드의 경우 생산은 ODM/OEM에 위탁하고 마케팅에만 집중한다. 따라서, 인디브랜드 매출이 늘어나면, ODM/OEM 수주도 그에 따라 증가한다. 개발부터 제조까지 내재화되어있는 대형 브랜드 중심의 지난 Up-Cycle과 달리 이번 화장품 Up-Cycle은 인디브랜드의 무대다. 각 개별 인디브랜드사가 누리는 수혜를 모두 모아, 밸류체인 밑단에서 받아 먹는 것이 ODM/OEM이다.

제조업체당 판매업체 꾸준히 증가한다

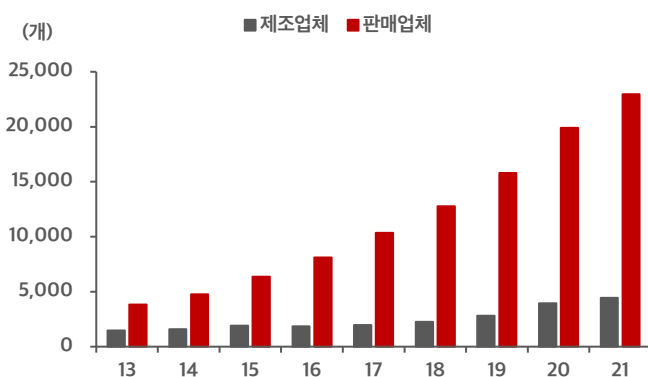
앞으로, 밸류체인 특성상 ODM/OEM이 누리는 수혜의 크기는 브랜드사보다 훨씬 큰 폭으로 증가할 것이다. 상술했듯, ODM/OEM은 생산 시설과 개발 능력이라는 높은 진입장벽 때문에 신규 플레이어 진입이 어렵다. 하지만 이러한 ODM/OEM이 생산을 담당해주기 때문에 아이디어만 있다면 브랜드를 쉽게 만들 수 있게 되었다. ODM/OEM의 수는 일정하지만, 인디브랜드 수는 계속 증가하는 것이다. 실제로 화장품 책임 판매업체는 인디뷰티 브랜드가 급격하게 증가한 20년~22년 동안 42% 증가하였지만, 이들의 생산을 담당하는 제조업체수는 같은 기간 동안 12%만 증가하였다. 제조업체당 책임판매업체수는 20년 4.9개에서 22년 6.2개까지 늘어났다. “고객사는 늘지만 경쟁사는 일정”한 ODM/OEM의 고유 특성 때문에 앞으로 수혜의 농도는 더 짙어질 것이다.

K-ODM/OEM은 전세계에서 알아준다

해외 인디브랜드도 국내 ODM/OEM을 찾을 수 밖에 없다. 해외 화장품 시장에서는 제조와 판매가 구분되어 있지 않아, ODM/OEM 생태계가 발달되어있지 않기 때문이다. 게다가, 국내 ODM/OEM은 로레알, 랑콤 같은 글로벌 브랜드사를 이미 고객사로 확보한 레퍼런스가 있어, 기술력과 성능 면에서는 이미 검증은 마쳤다. 동사, 한국콜마, 코스메카코리아는 해외 공장도 보유하고 있다.

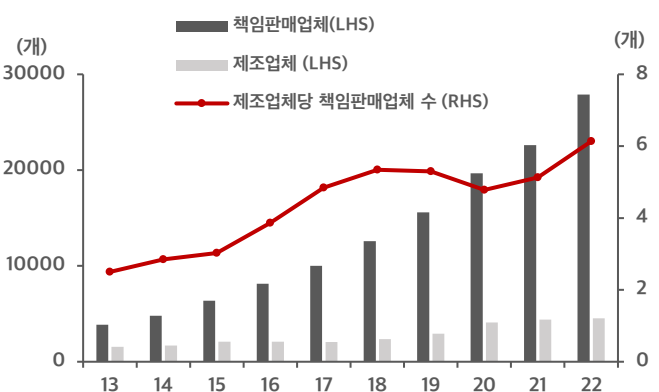
결국, 국내와 해외 불문하고 “인디브랜드의 전성시대”가 계속되면, “ODM/OEM의 수혜”도 계속된다. 이를 증명하기 위해서 ① 국가별로 인디브랜드의 전성시대가 계속 될 수 밖에 없는 이유와 ② 국내 ODM/OEM이 해당 인디브랜드들의 수주를 받을 수 밖에 없는 이유를 파헤쳐보겠다.

도표 3-1. 화장품 책임 판매업체 추이



출처: 식품의약품안전처, SMIC 5팀

도표 3-2. 제조업체당 화장품 판매업체 추이



출처: 통계청, SMIC 5팀

### 3.2. 화장품판 삼국지 : 미국, 중국, 일본

인디브랜드 전성시대는 세 국가에서 펼쳐진다. 인디브랜드의 본고장 “미국”, 대형브랜드에서 인디브랜드로 패러다임 전환 중인 “중국”, 인디브랜드의 불모지 “일본”. 화장품판 삼국지가 시작된다.

#### (1) 미국, 인디브랜드의 본고장

미국은 인디브랜드 생태계 구축 완료

미국은 인디브랜드 생태계가 가장 잘 구축되어있는 국가이다. 다인종 국가인만큼 소비자들의 피부 타입이 다양하여, 화장품의 제품 스펙트럼도 넓어질 수 밖에 없기 때문이다. 인디브랜드는 이렇게 넓은 스펙트럼에서 특정 영역을 타겟하여 화장품 시장을 파고들었다. 현재 미국의 화장품 시장은 ELF, TARTE, Anasztasia Beverly Hills 등의 인디브랜드가 Estee Lauder, 로레알 만큼의 영향력을 지니고 있다. ELF는 미국 10~30대 여성들이 제일 좋아하는 화장품 브랜드이기도 하다.

얼타뷰티의 등장으로 이커머스 레벨업

가성비를 내세우며 시장에서 위치를 공고히 한 인디브랜드들은 “화장품 유통채널의 변화”로 성장세를 이어나가고 있다. 미국은 H&B와 이커머스의 점유율 각 20%대로, 인디브랜드가 영업하기 유리한 유통채널이 갖추고 있었다. 하지만 최근 “얼타뷰티”의 등장은 이커머스 시장의 점유율을 10%가량 레벨업 시켰다. 미국의 온라인 올리브영으로 불리는 얼타뷰티는 현재 미국 화장품 온라인 점유율 40%를 차지하고 있다. 온라인 유통채널의 성장으로 더 많은 인디브랜드가 시장에 진입할 수 있게 되었는데, 최근에는 셀럽들이 만든 개인브랜드까지 등장하며 인기를 끌고 있다. 셀레나 고메즈의 레어뷰티, 리한나의 펜티뷰티, 카일리 제너의 카일리코스메틱이 대표적이다.

미국 ODM/OEM은 한국에 뒤쳐진다

이러한 인디브랜드의 폭발적인 성장세에도 불구하고 아직 미국 ODM/OEM은 국내 ODM/OEM 대비 설비, 연구능력, 원료 면에서 뒤쳐져있다. 국내 ODM/OEM이 해외 인디브랜드 고객사를 확보하면서 현지 영업력 과 레퍼런스를 갖춰나간다면, “미국 인디브랜드 성장”의 수혜는 오직 국내 ODM/OEM의 몫이 될 수 있다.

미국에 들어오는 기초화장품 열풍

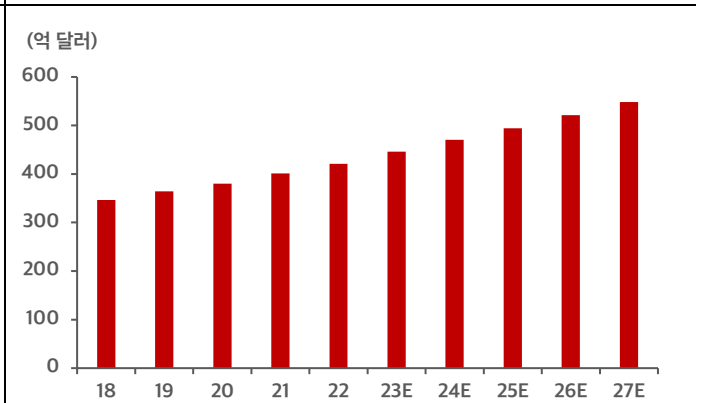
기초화장품에 대한 수요 증가도 국내 ODM/OEM가 수혜를 누릴 수 있는 “미국 화장품 산업의 트렌드” 중 하나다. 기초화장품 중에서도 클린 뷰티, 비건 화장품, 선크림에 대한 관심이 증가하고 있는데, 미국에서는 해당 제품은 의약품으로 분류되기 때문에 까다로운 FDA(식약처) 인증을 받아야한다. 또한 미국 화장품은 지금껏 색조화장품에 집중되어 있었기 때문에 기초화장품 개발 및 생산 능력이 떨어진다. 미국 브랜드의 이런 빈틈을 노린 국내 인디브랜드는 기초화장품 제품들을 미국에 출시하고 있으며, 이는 국내 ODM/OEM 탐라인 증가로 이어진다. 폭발적 인기를 끌고 있는 조선미녀도 쌀 추출물, 한방 화장품으로 클린 뷰티를 원하는 특정 소비층을 타겟하였다.

도표 3-3. 미국 10~30대 선호 화장품 브랜드

| 순위 | 2H21         | 1H22         | 2H22         | 1H23         |
|----|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 1  | Tarte        | Tarte        | Maybeline    | e.l.f.       |
| 2  | e.l.f.       | e.l.f.       | e.l.f.       | Maybeline    |
| 3  | Maybeline    | Maybeline    | Tarte        | Tarte        |
| 4  | Morphe       | L'Oreal      | L'Oreal      | L'Oreal      |
| 5  | Too Faced    | Too Faced    | Too Faced    | Morphe       |
| 6  | MAC          | Morphe       | Morphe       | Fenty Beauty |
| 7  | L'Oreal      | MAC          | CoverGirl    | Sephora      |
| 8  | Fenty Beauty | Glossier     | MAC          | Too Faced    |
| 9  | Sephora      | Fenty Beauty | Fenty Beauty | MAC          |
| 10 | Glossier     | Benefit      | Sephora      | CoverGirl    |

출처: Piper Sandler, SMIC 5팀

도표 3-4. 글로벌 클린뷰티 시장 규모 전망



출처: Statista, SMIC 5팀

## (2) 중국, 인디브랜드로 패러다임 전환 중

중국 로컬브랜드  
반기는 ODM/OEM

현재 시장은 중국 노출도가 높은 화장품 업체들에게 미국 노출도가 높은 업체만큼 멀티플을 부여하고 있지 않다. 하지만 중국 Demerit은 브랜드사에게 한정된 이야기이며, Demerit의 원인을 자세히 뜯어보면, 오히려 국내 ODM/OEM은 중국 화장품 산업의 트렌드 변화에 수혜를 받는다. 중국에 수출하는 브랜드 업체가 Demerit을 받는 이유는 현재 중국 현지 인디브랜드의 선전 때문이다. 하지만 국내 ODM/OEM 업체 입장에서는, 중국 인디브랜드를 고객사로 확보할 수 있다면, 중국에서 현지 인디브랜드와 국내 인디브랜드 중 누가 잘 팔려도 Q 폭발의 수혜를 누린다.

중국 인디브랜드로  
패러다임 변화 중

지금까지는 중국 로컬 브랜드가 “대형 브랜드에서 인디브랜드”로의 패러다임 전환을 이끌고 있다. 중국 인디브랜드 프로야는 23년 로레알과 에스티로더가 줄곧 지켜오던 “티몰 광군절 판매 1위”의 자리를 차지했다. 17년 사드 보복조치, 18년 미중 무역전쟁부터 시작된 화장품 제품에 대한 귀차오(애국소비)가 계속된다면, 중국의 현지 인디브랜드 성장세는 계속 될 수 밖에 없다.

중국도 미국처럼  
ODM/OEM 볼모지

대형고객사 중심의 산업 구조를 지녀왔기 때문에, 중국도 미국처럼 ODM/OEM이 발달되어 있지 않다. 따라서, 제조 기술력이 뛰어난 국내 ODM/OEM에 대한 중국 로컬 브랜드의 인디 의존도가 커질 수 밖에 없다. 유명 로컬 브랜드인, 자연당, 상하이자화, 하보리스트, 프로야 모두 한국콜마와 동사에게 생산을 위탁하고 있으며, 동사 중국 법인은 300여개의 현지 고객사를 확보하였다.

## (3) 일본, 인디브랜드의 볼모지

일본, 경제불황으로  
인디브랜드 매우 적음

상술했듯, 잃어버린 30년으로 젊은 세대가 오히려 구매력이 낮아 인디브랜드들이 많이 탄생하지 못하였다. 따라서, 일본 로컬 인디브랜드로부터의 수주는 기대하기 어렵다. 하지만 최근 국내 인디브랜드들이 “인디브랜드가 약한 일본 화장품 시장의 빈틈”을 파고들기 시작한만큼, 국내 ODM/OEM 업체는 일본 수출 잠재력이 높은 국내 인디브랜드사를 고객사로 확보하면 된다. 결국 일본도 미국과 한국처럼, 소비재 메가트렌드에 따른 화장품 소비 파편화로 “인디브랜드 전성시대”가 열릴 것이다. 게다가, 일본 화장품 산업은 이미 온라인 커머스(라쿠텐/아마존/큐텐), 드럭스토어(마트모토키요시/웰시아) 중심으로 유통 채널이 구축되어있기 때문에, 국내 인디브랜드가 침투하기 적합하다.

일본, 인디브랜드도  
ODM/OEM도 볼모지

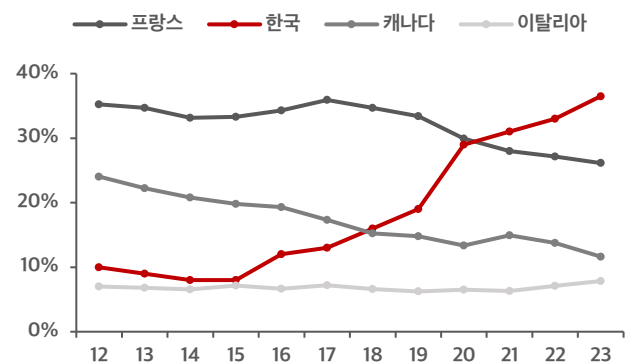
인디브랜드 생태계가 아직 개화하지 않았기 때문에, 일본도 미국과 중국처럼 ODM/OEM이 발달되어있지 않다. “인디브랜드의 볼모지인 일본”을 국내 인디브랜드들이 개척해나가는 흐름 속에서, 국내 인디브랜드의 늘어나는 화장품 생산량은 국내 ODM/OEM 업체가 담당할 수 밖에 없다.

도표 3-5. 중국 티몰 화장품 브랜드 연도별 순위

| 순위 | 2020  | 2021      | 2022      | 2023          |
|----|-------|-----------|-----------|---------------|
| 1  | 에스티로더 | 에스티로더     | 로레알       | 프로야           |
| 2  | 로레알   | 로레알       | 에스티로더     | 로레알           |
| 3  | 랑콤    | 랑콤        | 랑콤        | 랑콤            |
| 4  | 더후    | 더후        | 올레이       | 에스티로더         |
| 5  | 올레이   | 시세이도      | 프로야       | 위노나           |
| 6  | SK-II | 위노나       | 위노나       | 라메르           |
| 7  | 설화수   | 올레이       | 라메르       | 올레이           |
| 8  | 시세이도  | SK-II     | SK-II     | SkinCeuticals |
| 9  | 위노나   | 라메르       | 헬레나 루빈스타인 | 헬레나 루빈스타인     |
| 10 | 라메르   | 헬레나 루빈스타인 | 시세이도      | 겔랑            |

출처: ebrun, SMIC 5팀

도표 3-6. 일본 화장품 수입액 국가 비중 추이



출처: KITA, SMIC 5팀

## 4. 코스맥스, 가장 큰 수혜를 받을 ODM이다.

지금까지 “소비재의 메가트렌드 → 화장품의 구조적 성장 → ODM의 수혜”라는 Top-Down 논리로 국내 ODM에 주목해야하는 당위성을 증명하였다. Top-Down 논리의 가장 큰 수혜를 받는 “ODM의 왕”이 되기 위해서는 ① 신규 고객사들이 **확실한 레퍼런스**와 ② 신규 주문을 받기 위한 **충분한 CAPA** 여력을 지녀야한다. 본 보고서의 Top Pick “코스맥스”, 왕이 될 상인가?

### 4.1. 코스맥스, 너는 누구인가?

전세계 1위  
ODM/OEM

1992년 화장품 연구개발 및 생산 전문 기업으로 설립된 동사는 ODM/OEM 매출을 기준으로 세계에서 가장 큰 기업이며, 국내외 600여개의 브랜드에化妆품을 공급하고 있다. 해외 고객사로는 로레알, 네오라, 시세이도, Perfect Diary가 있으며, 국내 고객사로는 미샤, 클리오, 토니모리, 조선미녀가 있다.

균형잡힌 동사의  
매출 포트폴리오

동사 매출 중 색조 화장품의 비중은 41%, 기초 화장품의 비중은 51%이다. Peer 중 가장 균형 있는 포트폴리오를 구축하고 있는데, 한국콜마와 코스메카코리아는 기초 화장품 비중이 70%에 달하며, 씨앤씨인터내셔널은 색조 화장품만을 생산한다. 지역별 매출 비중을 살펴보면, 동사는 한국(내수) 43%, 한국(수출) 11%, 미국 11%, 중국 35%로 매출이 구성되어있다. 한국콜마는 한국(내수) 비중이 72%로 가장 높고, 코스메카코리아(잉글우드랩)와 씨앤씨인터내셔널은 미국 비중이 각각 36%, 23%로 Peer 대비 중국 Exposure가 낮고, 미국 Exposure가 높다.

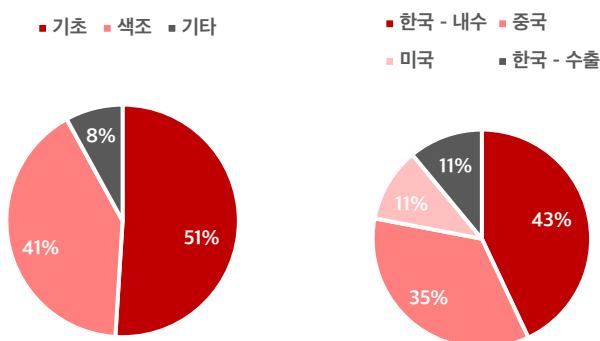
한국/중국/미국/동남아  
법인 및 공장 보유 중

세계 1위 OEM/ODM인만큼 동사는 해외에 법인 및 공장을 두어 글로벌 고객사 주문에 대응하고 있다. 코스맥스 국내법인을 통해서 화성공장을 운영하고 있으며, 코스맥스이스트(썬)를 통해 상해와 광저우공장을 운영하고 있다. 코스맥스웨스트(썬)를 통해서 뉴저지공장을 운영한다. 이외에도 인도네시아, 태국에도 공장을 보유하고 있다. 이 중 중국법인의 생산능력이 9억 9,800만개로 가장 크다.

동사 주가가 갖게된  
새로운 상승 모멘텀

중국 매출 비중이 Peer 대비 높기 때문에 동사 주가는 중국의 영향을 많이 받는다. 14~16년은 별그대와 같은 K-드라마의 흥행으로 대형브랜드사의 중국 수출이 늘었는데, 그 수혜를 받으면서 주가는 급증하였다. 17년부터는 사드 배치에 대한 보복으로 한국 화장품 수입이 금지되면서 이전의 상승분을 전부 반납해야만했다. 최근에는 중국 리오프닝에 대한 기대감으로 주가가 상승국면에 진입하였다. 지금까지는 중국의 영향을 많이 받았지만, 최근 K-화장품의 주력시장이 미국과 일본으로 바뀌고 있으며, 전례 없는 “인디브랜드” 전성시대가 펼쳐지고 있는 만큼 동사 주가도 새로운 상승 모멘텀을 갖게 될 것이다.

도표 4-1. 동사 제품별, 지역별 매출 비중



출처: DART, SMIC 5팀

도표 4-2. 동사 주가 추이



출처: KRX, SMIC 5팀

## 4.2. 동사, 수혜 받을 준비 완료!

ODM/OEM의 핵심경쟁력은 레퍼런스와 생산능력이다. 화장품 산업의 구조적 성장으로 ODM/OEM의 신규 고객사가 늘어난다면, 그 중 가장 레퍼런스가 좋고 생산능력이 큰 ODM/OEM이 신규 고객을 많이 확보하여 가장 큰 수혜를 누리게 될 것이다. 지금까지는 동사가 그 ODM/OEM이다.

### (1) 동사, 레퍼런스로 ODM/OEM 중 1등

대형브랜드와 계약 +  
인디브랜드와 히트작

신규 인디브랜드사는 대형브랜드사와 계약을 맺고 있거나, 인디브랜드와 함께 히트 상품을 만들어낸 이력이 있는 OEM/ODM을 선택한다. 동사는 글로벌 브랜드 로레알, 랑콤, 에스티로더를 고객사로 확보하였으며 중국 대표 로컬 브랜드 퍼펙트 다이어리도 고객사로 확보하고 있다. 협상력 높은 브랜드사의 선택을 받았던 이력은 인디브랜드사에게는 OEM/ODM의 품질을 보증해준다.

동사, 기초 및 색조  
레퍼런스 모두 보유

유수의 글로벌 브랜드와의 계약을 통한 레퍼런스 뿐만 아니라, 동사는 기초화장품, 색조화장품 모두 우수한 레퍼런스를 지닌 유일한 OEM/ODM이다. 매출비중에서 확인할 수 있듯이 한국콜마와 코스메카코리아는 기초화장품에 레퍼런스가 집중되어 있으며, 씨앤씨인터내셔널은 색조화장품에 레퍼런스가 집중되어있다. 특히, 기초화장품의 경우 의약품으로 취급받는 제품군에 대해서 각국 식약처의 인증이 필요하기 때문에 긍정적인 레퍼런스를 갖고 있는 Peer는 많지 않다. “색조 인디브랜드의 증가”와 “클린 뷰티를 표방한 기초화장품에 대한 수요 증가”, 두 가지 트렌드가 중첩되어 다가오는 만큼 양쪽에서 레퍼런스 갖춘 동사가 더 많은 수주를 받을 수 밖에 없다.

동사, 인디브랜드  
사이에서 인기 만점

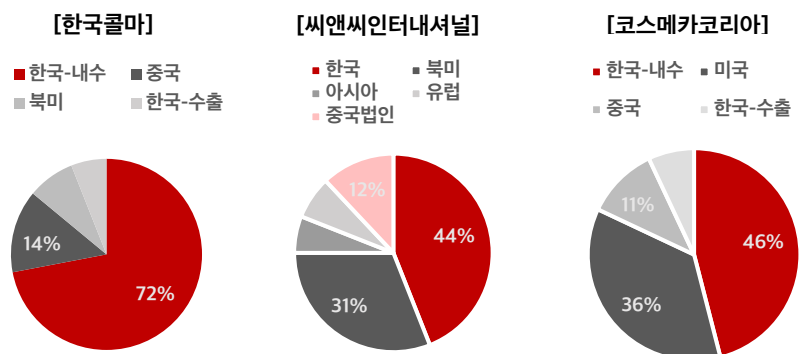
동사는 전체 고객사 중 약 70% 이상이 인디브랜드사일 정도로 인디브랜드 내에서 레퍼런스가 우수하다. 이는 동사가 신규 인디브랜드 시장 진입 시 리스크로 여길 만한 점들을 잘 파악하여 서비스를 제공하고 있기 때문이다. 동사는 인디브랜드가 재고 발생 없이 다양한 제품을 소량생산할 수 있도록 최소주문수량(MOQ)를 철폐하였으며, 인디브랜드가 마케팅 및 브랜딩에만 집중할 수 있도록 R&D, 생산, 유통까지의 서비스를 Turn-Key로 제공하고 있다. 최근 인디브랜드 열풍의 중심에 서 있는 조선미녀와 마녀공장의 생산을 동사가 일부 위탁하였다는 점도 새로 진입하는 인디 브랜드들에게 동사가 매력적인 선택지로 다가오는 이유 중 하나일 것이다.

긴 시간동안 세계 1위 화장품 OEM/ODM의 지위를 공고히 한 만큼, 화장품을 누구보다 “빠르고, 많이, 잘” 만든다는 동사의 레퍼런스 또한 Peer들이 넘볼 수 없을 정도로 굳건해졌다. 굳건해진 레퍼런스로 이제 OEM/ODM을 찾는 인디브랜드들은 동사를 찾을 수 밖에 없을 것이다.

도표 4-3. 동사 주요 글로벌 고객사



도표 4-4. Peer 지역별 매출 비중



출처: SMIC 5팀

출처: DART, SMIC 5팀

## (2) 동사, 생산능력으로도 ODM/OEM 중 1등!

좋은 레퍼런스의 근간은 결국 뛰어난 생산능력이다. 그렇다면, 동사는 어떠한 능력치들을 갖추었길래 앞으로도 인디브랜드들의 선택을 받을 수 있는 것일까? 요약하자면, 동사는 Peer들 보다 화장품을 “① 빠르게(짧은 리드타임), ② 많이(충분한 생산여력)” 만들 수 있다.

브랜드간 경쟁으로 부각되는 리드타임

동사는 3개월이라는 짧은 리드타임을 자랑한다. 게다가, 동남아/미국/중국에 공장을 보유하고 있어 현지 고객사들에게도 빠르게 납품할 수 있다. 최근 신규 인디브랜드들이 많이 생기면서 브랜드사간의 경쟁이 치열해졌고, 짧은 리드타임에 대한 중요성이 부각되었다. 치열한 경쟁으로 히트 상품의 교체 주기는 단축되었고, 신제품 출시간의 시간 간격도 짧아졌다. 이 경쟁에서 뒤쳐지지 않기 위해서 브랜드들은 신제품을 빠르게 개발하고 생산해줄 수 있는 동사를 찾아가야 한다.

Peer 대비 압도적인 동사의 생산능력

많은 인디브랜드들이 동사를 찾아오더라도, 동사에게 신규 고객사의 주문을 소화할 생산여력이 있는지가 중요하다. 결론부터 말하자면, 동사는 Peer들 중 압도적 생산능력을 지니고 있다. 동사의 총 생산능력은 약 18억개로, 한국콜마와 코스메카코리아의 약 두 배이며, 씨앤씨인터내셔널의 10배에 달한다. 동사의 총 생산능력 18억개 중 중 국내 공장 생산능력이 6억개, 중국 공장 생산능력이 10억개, 미국 공장 생산 능력이 1억개, 동남아 공장 생산 능력이 1억개를 차지한다.

국내 2공장으로 24년 생산능력 2억개 증가

국내 공장의 경우 K-인디브랜드의 성공적인 미국/일본 진출에 힘입어 50%대에 머물던 가동률이 23년 70% 수준까지 올라왔다. 앞으로 K-인디브랜드의 계속될 구조적 성장에 대비해 동사는 23년말 평창 국내 2공장을 완공하여, 내년부터 가동할 예정이다. 2공장의 생산능력은 약 2억개로 추정되며, 생산능력 증가로 내년부터 신규 인디 고객사를 추가적으로 확보할 수 있을 것이다.

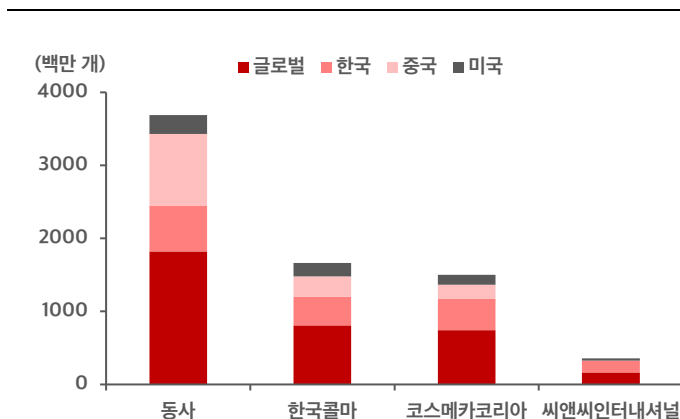
소비심리 살아나면 중국도 문제없다!

중국 공장의 경우 중국 경기 악화 및 소비 심리 위축으로 인해 가동률이 40%로 대폭 감소하였다. 하지만 이는 매크로 요인으로 인한 일시적 현상이며, “화장품 소비의 파편화”와 “대형브랜드에서 인디브랜드로의 패러다임 변화”라는 산업의 큰 흐름은 변함 없다. 중국 정부의 적극적인 경기 부양책과 함께 소비 심리가 되살아난다면, 중국 인디브랜드의 주문이 동사 수주 잔고에 쌓일 것이다.

미국 공장 준비완료

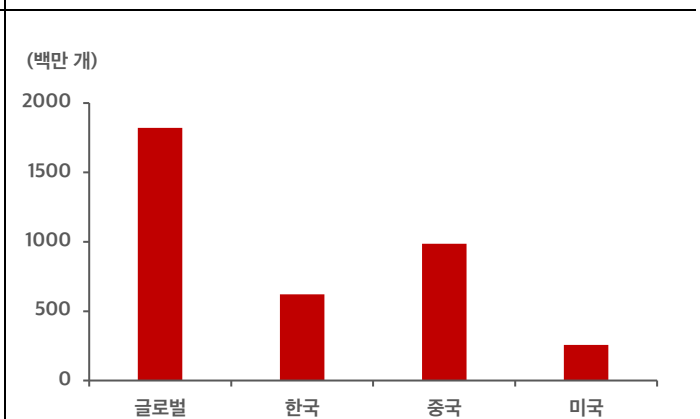
미국 공장의 경우 고정비 감축 및 비용 구조 개선을 위해 오하이오와 뉴저지에 있는 공장을 통합하였다. 현지 인디브랜드 주문이 증가하고, 동사의 계획대로 미국 법인 비용 구조 개선에 성공한다면, 현재 동사를 저평가의 굴레에 가두고 있는 미국 법인 적자폭도 빠르게 감소할 것이다.

도표 4-5. Peer 대비 동사 생산 능력



출처: DART, SMIC 5팀

도표 4-6. 동사 국가별 생산 능력



출처: DART, SMIC 5팀

## 5. Valuation

### 5.1. 매출추정

| 매출 Table                  |           |           |           |           |          |          |          |          |           |           |           |
|---------------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|----------|----------|----------|----------|-----------|-----------|-----------|
| (단위 : 원, 천 개, 백만 원)       | 2019      | 2020      | 2021      | 2022      | 1Q23     | 2Q23     | 3Q23     | 4Q23E    | 2023E     | 2024E     | 2025E     |
| 매출액                       | 1,330,653 | 1,382,881 | 1,591,488 | 1,600,126 | 403,261  | 479,266  | 458,267  | 451,732  | 1,770,336 | 2,083,279 | 2,215,556 |
| YoY(%)                    | -         | 3.9%      | 15.1%     | 0.5%      | -        | -        | -        | -        | 10.6%     | 17.7%     | 6.3%      |
| 코스맥스㈜                     | 739,011   | 765,400   | 853,145   | 853,980   | 243,374  | 278,289  | 288,007  | 268,758  | 1,078,428 | 1,299,899 | 1,340,927 |
| % of Sales                | 55.5%     | 55.3%     | 53.6%     | 53.4%     | 60.4%    | 58.1%    | 62.8%    | 59.5%    | 60.9%     | 62.4%     | 60.5%     |
| 코스맥스 중국법인                 | 481,806   | 467,714   | 649,934   | 550,502   | 121,239  | 151,881  | 122,385  | 137,694  | 533,199   | 608,745   | 684,176   |
| % of Sales                | 36.2%     | 33.8%     | 40.8%     | 34.4%     | 30.1%    | 31.7%    | 26.7%    | 30.5%    | 30.1%     | 29.2%     | 30.9%     |
| 코스맥스 미국법인                 | 159,268   | 149,041   | 128,180   | 167,616   | 27,082   | 38,123   | 36,861   | 43,189   | 145,255   | 158,803   | 173,614   |
| % of Sales                | 12.0%     | 10.8%     | 8.1%      | 10.5%     | 6.7%     | 8.0%     | 8.0%     | 9.6%     | 8.2%      | 7.6%      | 7.8%      |
| COSMAX Thailand Co., Ltd. | 17,875    | 20,135    | 19,935    | 19,409    | 5,055    | 6,829    | 6,563    | 4,430    | 22,877    | 26,921    | 28,631    |
| % of Sales                | 1.3%      | 1.5%      | 1.3%      | 1.2%      | 1.3%     | 1.4%     | 1.4%     | 1.0%     | 1.3%      | 1.3%      | 1.3%      |
| 인도네시아                     | 39,359    | 30,398    | 39,000    | 66,698    | 19,093   | 20,631   | 23,279   | 21,710   | 84,828    | 99,823    | 106,162   |
| % of Sales                | 3.0%      | 2.2%      | 2.5%      | 4.2%      | 4.7%     | 4.3%     | 5.1%     | 4.8%     | 4.8%      | 4.8%      | 4.8%      |
| 기타 법인 매출                  | 73,838    | 77,225    | 71,698    | 137,380   | 32,281   | 41,693   | 62,152   | 27,422   | 107,467   | 126,464   | 134,493   |
| % of Sales                | 5.5%      | 5.6%      | 4.5%      | 8.6%      | 8.0%     | 8.7%     | 13.6%    | 6.1%     | 6.1%      | 6.1%      | 6.1%      |
| 연결 조정                     | (180,505) | (127,033) | (170,406) | (195,457) | (44,863) | (58,181) | (80,979) | (51,472) | (201,718) | (237,375) | (252,447) |

본 매출추정은 동사의 주요 생산법인인 (1) 코스맥스 국내 법인, (2) 코스맥스 중국 법인, (3) 코스맥스 미국 법인, (4) 코스맥스 동남아 법인 별 매출 추정을 통해 진행된다. 각 법인별로 생산 능력 및 제품 평균 단가와 생산 시설 가동률 등에 대한 가정을 통해 법인별 매출을 추정하였다.

우선, 동사의 제품은 크게 색조, 기초 및 기타 제품으로 구분된다. 동사 사업보고서에 따르면 동사는 제품 생산 시 매출처의 요구에 따라 부재료 및 원재료를 직접 구매하거나 매출처에서 일괄 구매 후 무상으로 공급받는 2가지 방법을 함께 사용 중에 있으며 이로 인해 동사 제품의 가격은 제품별, 시기별, 법인별로 매우 상이하다. 이에 후술할 매출 추정에서는 각 법인별 평균 제품 단가를 각 연도별 기초 및 색조 제품 단가의 평균으로 가정하고 이후 추정을 진행하였다.

#### (1) 국내 법인

| 코스맥스㈜ 매출 추정         |         |         |         |         |         |         |         |         |           |           |           |
|---------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|-----------|-----------|-----------|
| (단위 : 원, 천 개, 백만 원) | 2019    | 2020    | 2021    | 2022    | 1Q23    | 2Q23    | 3Q23    | 4Q23E   | 2023E     | 2024E     | 2025E     |
| 코스맥스㈜ 매출 추정         | 739,011 | 765,400 | 853,145 | 853,980 | 243,374 | 278,289 | 288,007 | 268,758 | 1,078,428 | 1,299,899 | 1,340,927 |
| YoY(%)              | -       | 3.6%    | 11.5%   | 0.1%    | -       | -       | -       | -       | 26.3%     | 20.5%     | 3.2%      |
| 판매량                 | 349,249 | 358,166 | 364,436 | 353,688 | 113,886 | 118,876 | 119,282 | 117,348 | 469,392   | 552,913   | 569,557   |
| ASP                 | 2,116   | 2,137   | 2,341   | 2,415   | 2,137   | 2,341   | 2,415   | 2,290   | 2,298     | 2,351     | 2,354     |
| 생산 능력               | 596,090 | 622,361 | 621,951 | 617,339 | 154,335 | 154,335 | 154,335 | 154,335 | 617,339   | 864,275   | 864,275   |
| 가동률(%)              | 58.6%   | 57.5%   | 58.6%   | 57.3%   | 73.8%   | 77.0%   | 77.3%   | 76.0%   | 76.0%     | 64.0%     | 65.9%     |

동사 국내 법인의 경우 생산 능력 확장을 위한 평택 2공장의 건설이 23년 중 완료됐다. 동사 발표 자료에 따르면 평택 공장 가동으로 인한 국내 법인의 생산 능력이 24년부터 약 40% 증가할 것으로 전망된다. 이에 해당 수치를 23년 생산 능력에 반영해 24~25년 생산 능력을 추정했다. 국내 법인의 제품 평균 단가의 경우, 연도별, 고객별로 생산되는 제품의 종류와 원료 구성이 상이하므로 합리적인 추정이 불가능하다고 판단하여 과거 3개 연도의 평균을 사용하여 추정하였다.

24년 국내 화장품 내수 시장의 성장은 중국 인바운드 수요가 이끌 것이다. 국가별 비패키지 부문에서 빠른 회복률을 보이던 중국인 관광객 수는 24년부터 비자 발급, 항공편 등 병목 요인이 해소되어 패키지 부문으로 확장될 것이다. 다른 국가의 관광객 수요 역시 견조한 바, 동사의 가동률에 있어 기존의 성장세를 반영하기 위해 24, 25년에 각각 과거 3개년의 평균을 사용하였다.

## (2) 중국 법인

| 코스맥스 중국 법인 매출 추정          |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |
|---------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| (단위: 원, 천 개, 백만 원)        | 2019    | 2020    | 2021    | 2022    | 1Q23    | 2Q23    | 3Q23    | 4Q23E   | 2023E   | 2024E   | 2025E   |
| 코스맥스 중국 법인 매출             | 481,806 | 467,714 | 649,934 | 550,502 | 121,239 | 151,881 | 122,385 | 137,694 | 533,199 | 608,745 | 684,176 |
| YoY(%)                    | -       | -2.9%   | 39.0%   | -15.3%  |         |         |         |         | -3.1%   | 14.2%   | 12.4%   |
| COSMAX China, Inc. 매출     | 371,823 | 339,272 | 509,297 | 432,202 | 91,538  | 111,874 | 85,477  | 101,766 | 390,655 | 465,914 | 539,029 |
| 판매량                       | 308,823 | 376,969 | 488,300 | 365,808 | 101,709 | 107,262 | 72,346  | 93,772  | 375,089 | 427,967 | 488,300 |
| ASP                       | 1,204   | 900     | 1,043   | 1,182   | 900     | 1,043   | 1,182   | 1,085   | 1,042   | 1,089   | 1,104   |
| 생산 능력                     | 692,000 | 692,000 | 692,000 | 692,000 | 173,000 | 173,000 | 173,000 | 173,000 | 692,000 | 692,000 | 692,000 |
| 가동률(%)                    | 44.6%   | 54.5%   | 70.6%   | 52.9%   | 58.8%   | 62.0%   | 41.8%   | 54.2%   | 54.2%   | 61.8%   | 70.6%   |
| COSMAX Guangzhou, Inc. 매출 | 109,984 | 128,442 | 140,637 | 118,300 | 29,701  | 40,008  | 36,908  | 35,928  | 142,544 | 142,831 | 145,147 |
| 판매량                       | 96,689  | 114,273 | 130,461 | 99,370  | 26,425  | 37,113  | 31,002  | 31,724  | 126,052 | 126,052 | 126,052 |
| ASP                       | 1,138   | 1,124   | 1,078   | 1,191   | 1,124   | 1,078   | 1,191   | 1,133   | 1,131   | 1,133   | 1,151   |
| 생산 능력                     | 306,000 | 306,000 | 306,000 | 306,000 | 76,500  | 76,500  | 76,500  | 76,500  | 306,000 | 306,000 | 306,000 |
| 가동률(%)                    | 31.6%   | 37.3%   | 42.6%   | 32.5%   | 34.5%   | 48.5%   | 40.5%   | 41.5%   | 41.2%   | 41.2%   | 41.2%   |

중국 법인의 경우, 상하이(COSMAX China, Inc.)와 광저우(COSMAX Guangzhou, Inc.)에 위치한 각 생산 법인별 매출 합계를 통해 매출을 추정하였다. 두 법인 모두 구체적인 생산 시설 확충 계획이 발표되지 않았기에 24~25년 생산 능력을 23년의 수치로 Flat 처리하였다. 중국 법인의 제품 평균 단가 역시 한국 법인과 동일한 이유로 합리적인 추정이 불가능하다고 판단, 이전 3개 연도 평균 단가를 활용해 추정하였다.

동사 상하이 법인은 중국의 경기침체 및 수요 저하로 인해 23년 상반기에 예년 수치를 하회하는 가동률을 보였다. 그러나 4Q23 중국 '광군제'의 수요 촉진 효과로 늘려있던 수요가 폭발적으로 증가하며 동사 실적은 높은 가동률을 보일 것이라 예상된다. 이에 과거 보복 소비가 폭발하며 최대 생산을 기록했던 21년의 가동률을 사용해 24, 25년의 가동률을 추정하였다

광저우 공장의 경우 3Q23부터 가동을 시작한 중국 이센그룹과의 JV 공장으로 이관되는 물량을 고려해 가동률을 추정했다. 현재 광저우 공장에서 생산이 예정됐던 물량 중 40%가 3Q23 기준으로 JV 공장에 이관됐으며 24년 상반기 중으로 100% 이관이 예정돼있다. 이에 물량 이전에 따른 가동률 하락을 고려하되, 물량 이전과 매출 인식 간의 시차와, 온라인 중심의 광저우 화장품 시장 내 중국 인디브랜드의 ODM 수요 증가 효과를 고려해 23~25년 광저우 공장 가동률은 1Q23~3Q23 가동률의 평균으로 Flat 처리하였다.

## (3) 미국 법인

| 코스맥스 미국 법인 매출 추정           |         |         |         |         |        |        |        |        |         |         |         |
|----------------------------|---------|---------|---------|---------|--------|--------|--------|--------|---------|---------|---------|
| (단위: 원, 천 개, 백만 원)         | 2019    | 2020    | 2021    | 2022    | 1Q23   | 2Q23   | 3Q23   | 4Q23E  | 2023E   | 2024E   | 2025E   |
| 코스맥스 미국 법인 매출              | 159,268 | 149,041 | 128,180 | 167,616 | 27,082 | 38,123 | 36,861 | 43,189 | 145,255 | 158,803 | 173,614 |
| YoY(%)                     | -       | -6.4%   | -14.0%  | 30.8%   |        |        |        |        | -13.3%  | 9.3%    | 9.3%    |
| COSMAX USA, Corporation 매출 | 82,551  | 78,240  | 63,276  | 84,552  | 27,082 | 38,123 | 36,861 | 43,189 | 145,255 | 158,803 | 173,614 |
| 판매량                        | 40,626  | 39,356  | 43,103  | 42,424  | 13,623 | 25,969 | 18,495 | 21,884 | 79,971  | 82,661  | 85,440  |
| ASP                        | 2,032   | 1,988   | 1,468   | 1,993   | 1,988  | 1,468  | 1,993  | 1,974  | 1,816   | 1,921   | 2,032   |
| 생산 능력                      | 94,770  | 94,770  | 106,800 | 106,800 | 24,700 | 24,700 | 24,700 | 24,700 | 106,800 | 106,800 | 106,800 |
| 가동률(%)                     | 42.9%   | 41.5%   | 40.4%   | 39.7%   | 55.2%  | 105.1% | 74.9%  | 88.6%  | 74.9%   | 77.4%   | 80.0%   |
| NU-WORLD Corporation 매출    | 76,717  | 70,801  | 64,905  | 83,064  | -      | -      | -      | -      | -       | -       | -       |
| 판매량                        | 37,259  | 25,418  | 46,778  | 41,846  | -      | -      | -      | -      | -       | -       | -       |
| ASP                        | 2,059   | 4,188   | 1,549   | 2,038   | -      | -      | -      | -      | -       | -       | -       |
| 생산 능력                      | 115,560 | 115,560 | 115,560 | 115,560 | -      | -      | -      | -      | -       | -       | -       |
| 가동률(%)                     | 32.2%   | 22.0%   | 40.5%   | 36.2%   | 0.0%   | 0.0%   | 0.0%   | 0.0%   | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    |

동사의 미국 법인은 22년까지 오하이오주의 COSMAX USA, Corporation과 뉴저지주의 NU-WORLD Corporation의 생산 시설을 운영했다. 하지만 23년 1분기부터 공정 효율화를 위해 오하이오주 공장의 운영을 중단하고 COSMAX USA가 NU-WORLD를 인수함에 따라 현재는 뉴저지 공장을 활용한 COSMAX USA의 생산 실적만 기록되고 있다.

미국 시장의 경우 생산 시설 가동률과 제품 평균 단가의 공동 상승이 발생할 것이다. 미국 화장품 제조 시장은 대형 화장품사를 중심으로 한 OEM 사업이 주로 영위된다. 하지만 동사는 23년부터 OEM이 아닌 ODM 물량 확보에 집중하고 있다. 동사의 ODM 주요 고객사가 위치한 동부 인근(뉴저지)로 생산 시설을 통합하였으며, 인디브랜드가 밀집해있는 서부 캘리포니아에 ODM 거점 사무소를 개소하는 등의 노력을 통해 동사 주문 물량의 약 75%가량을 ODM 물량으로 확보한 상태이다. 통상적으로 OEM에 비해 높은 판매단가로 거래되는 ODM 사업의 특성을 고려, 23년 제품 평균 단가는 1Q23~3Q23의 평균 가격으로, 25년 제품 평균 단가는 과거 4년 내 최고액인 2,032원으로 추정 후 점진적 증가를 가정했다.

상술했듯이, 동사는 24년부터 동부 지역에서의 기존 주요 고객사뿐 아니라 서부 지역 사무소 신설을 통해 신규 ODM 고객사를 다수 확보할 전망이다. 여기에 더해 기존의 오하이오 공장에서 생산이 예정되어 있던 물량을 23년 1분기부터 점진적으로 뉴저지 공장에서 소화 중에 있다. 이에 24~25년 미국 법인의 가동률 증가를 가정하되 23년의 경우 NU-WORLD 보유 재고의 과도한 재고 판매가 진행된 2Q23이 아닌 3Q23의 가동률을 Flat으로 적용하였으며 이후 25년 경 약 80% 수준의 가동률을 가정하여 추정하였다.

#### (4) 동남아시아 법인

| 코스맥스 동남아 법인 매출 추정<br>(단위 : 백만 원) | 2019   | 2020   | 2021   | 2022   | 1Q23   | 2Q23   | 3Q23   | 4Q23E  | 2023E   | 2024E   | 2025E   |
|----------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|---------|---------|
| 코스맥스 동남아 법인 매출 추정                | 57,234 | 50,533 | 58,936 | 86,106 | 24,148 | 27,461 | 29,842 | 26,140 | 107,706 | 126,745 | 134,792 |
| YoY(%)                           | -      | -11.7% | 16.6%  | 46.1%  |        |        |        |        | 25.1%   | 17.7%   | 6.3%    |
| COSMAX Thailand Co., Ltd.        | 17,875 | 20,135 | 19,935 | 19,409 | 5,055  | 6,829  | 6,563  | 4,430  | 22,877  | 26,921  | 28,631  |
| 한국, 미국, 중국 법인 총합 대비 비율(%)        | 1.3%   | 1.5%   | 1.2%   | 1.2%   | 1.3%   | 1.5%   | 1.5%   | 1.0%   | 1.3%    | 1.3%    | 1.3%    |
| PT. COSMAX Indonesia             | 39,359 | 30,398 | 39,000 | 66,698 | 19,093 | 20,631 | 23,279 | 21,710 | 84,828  | 99,823  | 106,162 |
| 한국, 미국, 중국 법인 총합 대비 비율(%)        | 2.9%   | 2.2%   | 2.4%   | 4.2%   | 4.9%   | 4.4%   | 5.2%   | 4.8%   | 4.8%    | 4.8%    | 4.8%    |

동사의 동남아시아 법인은 태국의 COSMAX Thailand Co, Ltd와 PT.COSMAX Indonesia로 구성되어 있다. 두 법인의 생산 매출은 주요 생산 법인인 한국, 미국, 중국 법인의 매출 총합 대비 약 1~4% 내외의 적은 비중을 지속적으로 차지해왔다. 이에 두 법인의 23~25년 매출 추정에는 한국, 미국, 중국 법인 매출 총합 대비 각 법인별 매출 총합 비율의 과거 기록을 활용하였다.

#### (5) 최종 매출 추정

| 코스맥스 연결 매출 추정<br>(단위 : 백만 원) | 2019      | 2020      | 2021      | 2022      | 1Q23    | 2Q23    | 3Q23    | 4Q23E   | 2023E     | 2024E     | 2025E     |
|------------------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|---------|---------|---------|---------|-----------|-----------|-----------|
| 코스맥스 연결 매출                   | 1,330,653 | 1,382,881 | 1,591,488 | 1,600,126 | 403,261 | 479,266 | 458,267 | 451,732 | 1,770,336 | 2,083,279 | 2,215,556 |
| YoY(%)                       | -         | 3.9%      | 15.1%     | 0.5%      |         |         |         |         | 10.6%     | 17.7%     | 6.3%      |
| 연결 법인 매출 총합                  | 1,511,158 | 1,509,914 | 1,761,893 | 1,795,583 | 448,124 | 537,446 | 539,246 | 503,204 | 1,972,054 | 2,320,655 | 2,468,003 |
| 주요 생산 법인 매출 총합               | 1,437,320 | 1,432,689 | 1,690,195 | 1,658,203 | 415,843 | 495,754 | 477,095 | 475,782 | 1,864,587 | 2,194,191 | 2,333,509 |
| 기타 연결 법인 매출 총합               | 73,838    | 77,225    | 71,698    | 137,380   | 32,281  | 41,693  | 62,152  | 27,422  | 107,467   | 126,464   | 134,493   |
| 생산 법인 대비 기타 법인 매출 비율(%)      | 5.1%      | 5.4%      | 4.2%      | 8.3%      | 7.8%    | 8.4%    | 13.0%   | 5.8%    | 5.8%      | 5.8%      | 5.8%      |
| 연결 법인 총합 대비 연결 실제 매출 비율(%)   | 88.1%     | 91.6%     | 90.3%     | 89.1%     | 90.0%   | 89.2%   | 85.0%   | 89.8%   | 89.8%     | 89.8%     | 89.8%     |

마지막으로 동사는 주요 생산 법인 외에도 유통 등을 담당하는 기타 법인들을 연결대상으로 보유하고 있다. 23~25년 기타 법인 매출의 경우 과거 4년 간 생산 법인 매출 총합 대비 기타 법인 매출 총합 비율이 5% 내외로 일정했다는 점을 고려, 해당 수치의 과거 4년 간 평균을 Flat으로 적용하여 추정하였다. 또한, 연결 실제 매출 추정을 위한 연결 조정 역시 진행했다. 과거 4년 간 동사의 연결 법인 매출 총합 대비 연결 실제 매출 비율 역시 과거 4년 간 89% 수준으로 일정했다. 이에 해당 비율의 과거 4년 평균을 Flat으로 적용해 23~25년 동사 최종 매출을 추정했다.

## 5.2. 비용 추정

## (1) 매출원가 및 판매비와관리비 추정

| 매출원가 및 판매비와관리비 추정 |           |           |           |           |         |         |         |         |           |           |           |
|-------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|---------|---------|---------|---------|-----------|-----------|-----------|
| (단위: 백만 원)        | 2019      | 2020      | 2021      | 2022      | 1Q23    | 2Q23    | 3Q23    | 4Q23E   | 2023E     | 2024E     | 2025E     |
| 매출액               | 1,330,653 | 1,382,881 | 1,591,488 | 1,600,126 | 403,261 | 479,266 | 458,267 | 451,732 | 1,770,336 | 2,083,279 | 2,215,556 |
| YoY(%)            | 0.0%      | 3.9%      | 15.1%     | 0.5%      | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    | 10.6%     | 17.7%     | 6.3%      |
| 매출원가              | 1,147,183 | 1,172,041 | 1,313,976 | 1,394,856 | 347,735 | 396,290 | 380,131 | 377,500 | 1,501,656 | 1,698,974 | 1,785,167 |
| 매출원가율(%)          | 86.2%     | 84.8%     | 82.6%     | 87.2%     | 86.2%   | 82.7%   | 82.9%   | 83.6%   | 84.8%     | 81.6%     | 80.6%     |
| GPM(%)            | 13.8%     | 15.2%     | 17.4%     | 12.8%     | 13.8%   | 17.3%   | 17.1%   | 16.4%   | 15.2%     | 18.4%     | 19.4%     |
| 원재료비              | 763,980   | 716,840   | 805,665   | 832,066   | 212,806 | 244,253 | 218,785 | 252,352 | 928,196   | 1,092,463 | 1,154,739 |
| % of sales        | 57.4%     | 51.8%     | 50.6%     | 52.0%     | 52.8%   | 51.0%   | 47.7%   | 55.9%   | 52.4%     | 52.4%     | 52.1%     |
| 종업원 급여            | 160,547   | 192,519   | 235,121   | 229,094   | 52,837  | 60,428  | 56,553  | 81,764  | 251,582   | 273,198   | 296,671   |
| % of sales        | 12.1%     | 13.9%     | 14.8%     | 14.3%     | 13.1%   | 12.6%   | 12.3%   | 18.1%   | 14.2%     | 13.1%     | 13.4%     |
| 유형자산 감가상각비        | 32,443    | 39,194    | 43,246    | 47,502    | 11,225  | 11,578  | 11,927  | 21,597  | 56,327    | 67,763    | 68,208    |
| % of sales        | 2.4%      | 2.8%      | 2.7%      | 3.0%      | 2.8%    | 2.4%    | 2.6%    | 4.8%    | 3.2%      | 3.3%      | 3.1%      |
| 기타                | 190,213   | 223,488   | 229,944   | 286,194   | 70,866  | 80,031  | 92,866  | 21,788  | 265,550   | 265,550   | 265,550   |
| % of sales        | 14.3%     | 16.2%     | 14.4%     | 17.9%     | 17.6%   | 16.7%   | 20.3%   | 4.8%    | 15.0%     | 12.7%     | 12.0%     |
| 판매비와관리비           | 129,475   | 144,198   | 154,911   | 152,169   | 41,714  | 36,928  | 44,832  | 54,469  | 177,943   | 203,812   | 220,289   |
| 판매비율(%)           | 9.7%      | 10.4%     | 9.7%      | 9.5%      | 10.3%   | 7.7%    | 9.8%    | 12.1%   | 10.1%     | 9.8%      | 9.9%      |
| OPM(%)            | 4.1%      | 4.8%      | 7.7%      | 3.3%      | 3.4%    | 9.6%    | 7.3%    | 4.4%    | 5.1%      | 8.7%      | 9.5%      |
| 종업원 급여            | 40,917    | 46,634    | 58,590    | 61,284    | 16,501  | 18,916  | 18,121  | 10,208  | 63,746    | 69,223    | 75,170    |
| % of sales        | 3.1%      | 3.4%      | 3.7%      | 3.8%      | 4.1%    | 3.9%    | 4.0%    | 2.3%    | 3.6%      | 3.3%      | 3.4%      |
| 지급수수료             | 38,520    | 46,667    | 46,574    | 50,107    | 11,242  | 11,319  | 12,142  | 19,856  | 54,559    | 64,203    | 69,790    |
| % of sales        | 2.9%      | 3.4%      | 2.9%      | 3.1%      | 2.8%    | 2.4%    | 2.6%    | 4.4%    | 3.1%      | 3.1%      | 3.1%      |
| 대손상각비             | 17,303    | 14,211    | 17,163    | 7,306     | 3,782   | (2,157) | 5,004   | 10,468  | 17,097    | 20,119    | 22,156    |
| % of sales        | 1.3%      | 1.0%      | 1.1%      | 0.5%      | 0.9%    | -0.5%   | 1.1%    | 2.3%    | 1.0%      | 1.0%      | 1.0%      |
| 유형자산 감가상각비        | 3,892     | 4,434     | 5,296     | 7,413     | 2,388   | 2,437   | 2,065   | 940     | 7,830     | 9,420     | 9,482     |
| % of sales        | 0.3%      | 0.3%      | 0.3%      | 0.5%      | 0.6%    | 0.5%    | 0.5%    | 0.2%    | 0.4%      | 0.5%      | 0.4%      |
| 기타                | 28,842    | 32,252    | 27,288    | 26,059    | 7,801   | 6,414   | 7,500   | 0       | 34,711    | 40,847    | 44,311    |
| % of sales        | 2.2%      | 2.3%      | 1.7%      | 1.6%      | 1.9%    | 1.3%    | 1.6%    | 0.0%    | 2.0%      | 2.0%      | 2.0%      |

금액적 중요성을 보이는 ① 원재료비, ② 급여, ③ 감가상각비를 중심으로 엄밀히 추정하였다. 대손상각비와 정확한 비용구성의 파악이 불가한 기타항목은 0, Flat, AVG Flat 처리하였다.

| 원재료비 추정    |           |           |           |           |         |         |         |         |           |           |           |
|------------|-----------|-----------|-----------|-----------|---------|---------|---------|---------|-----------|-----------|-----------|
| (단위: 백만 원) | 2019      | 2020      | 2021      | 2022      | 1Q23    | 2Q23    | 3Q23    | 4Q23E   | 2023E     | 2024E     | 2025E     |
| 연결기준 매출    | 1,330,653 | 1,382,881 | 1,591,488 | 1,600,126 | 403,261 | 479,266 | 458,267 | 451,732 | 1,770,336 | 2,083,279 | 2,215,556 |
| 연결기준 원재료비  | 763,980   | 716,840   | 805,665   | 832,066   | 212,806 | 244,253 | 218,785 | 252,352 | 928,196   | 1,092,463 | 1,154,739 |
| % of sales | 57.4%     | 51.8%     | 50.6%     | 52.0%     | 52.8%   | 51.0%   | 47.7%   | 55.9%   | 52.4%     | 52.4%     | 52.1%     |
| 별도기준 매출    | 739,011   | 765,400   | 853,145   | 853,980   | 243,374 | 278,289 | 288,007 | 268,758 | 1,078,428 | 1,299,899 | 1,340,927 |
| 별도기준 원재료비  | 406,007   | 409,145   | 454,432   | 487,155   | 135,677 | 157,674 | 158,359 | 136,988 | 588,698   | 709,596   | 731,993   |
| % of sales | 54.9%     | 53.5%     | 53.3%     | 57.0%     | 55.7%   | 56.7%   | 55.0%   | 51.0%   | 54.6%     | 54.6%     | 54.6%     |
| 원료 매입액     | 155,899   | 148,590   | 172,889   | 174,724   | 52,355  | 56,581  | 54,960  | 55,115  | 219,012   | 263,989   | 272,321   |
| % of sales | 21.1%     | 19.4%     | 20.3%     | 20.5%     | 21.5%   | 20.3%   | 19.1%   |         | 20.3%     | 20.3%     | 20.3%     |
| 부자재 매입액    | 250,108   | 260,555   | 281,543   | 312,432   | 83,322  | 101,093 | 103,399 | 81,873  | 369,687   | 445,607   | 459,672   |
| % of sales | 33.8%     | 34.0%     | 33.0%     | 36.6%     | 34.2%   | 36.3%   | 35.9%   |         | 34%       | 34%       | 34%       |
| 연결자회사 매출   | 772,147   | 780,166   | 923,636   | 944,800   | 219,489 | 244,419 | 251,240 | 178,479 | 893,626   | 1,020,756 | 1,127,076 |
| 연결자회사 원재료비 | 357,973   | 307,695   | 351,234   | 344,911   | 77,130  | 86,579  | 60,426  | 115,364 | 339,498   | 382,867   | 422,746   |
| % of sales | 46.4%     | 39.4%     | 38.0%     | 36.5%     | 35.1%   | 35.4%   | 24.1%   | 64.6%   | 38%       | 38%       | 38%       |
| 원료 매입액     | 161,114   | 131,242   | 174,791   | 161,443   | 34,804  | 40,054  | 42,083  | 40,439  | 157,380   | 179,769   | 198,494   |
| % of sales | 20.9%     | 16.8%     | 18.9%     | 17.1%     | 15.9%   | 16.4%   | 16.8%   | 22.7%   | 17.6%     | 17.6%     | 17.6%     |
| 부자재 매입액    | 145,455   | 118,855   | 158,155   | 145,707   | 31,831  | 35,946  | 37,270  | 77,071  | 182,118   | 203,098   | 224,252   |
| % of sales | 18.8%     | 15.2%     | 17.1%     | 15.4%     | 14.5%   | 14.7%   | 14.8%   | 43.2%   | 20.4%     | 19.9%     | 25.1%     |

① 동사의 원재료비의 경우, 국내제조법인과 해외제조법인의 원재료비 비중에 차이가 있으므로 국내 제조법인 본사, 코스맥스(주)의 원재료비와 그 이외의 자회사 원재료비를 구분하여 추정하였다. 동사를 포함한 화장품 ODM/OEM의 원재료는 내용물을 구성하는 원료와 포장에 필요한 부자재로 구분된다. 그러나 제조하는 화장품 품목에 따라 사용되는 원료와 부자재 구성이 제각기 상이하므로 원료와 부자재별 비용추정은 불가하다. 따라서 원재료비 20년부터 본사와 자회사 제조법인 모두 원재료비 비율이 안정화된 이후, 원재료비 변동에 따른 이익 변동성이 크지 않다고 판단하여 지난 3개년 원재료 비율의 평균을 Flat 적용하였다.

| 종업원 급여 추정       |                |                |                |                |               |               |               |               |                |                |                |
|-----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|----------------|----------------|----------------|
| (단위: 백만 원)      | 2019           | 2020           | 2021           | 2022           | 1Q23          | 2Q23          | 3Q23          | 4Q23E         | 2023E          | 2024E          | 2025E          |
| <b>총 종업원 급여</b> | <b>201,465</b> | <b>239,153</b> | <b>293,712</b> | <b>290,379</b> | <b>69,338</b> | <b>79,344</b> | <b>74,674</b> | <b>91,972</b> | <b>315,328</b> | <b>342,421</b> | <b>371,841</b> |
| 국내 종업원 급여(백만 원) | 54,681         | 61,176         | 68,724         | 74,688         | 21,566        | 32,838        | 7,940         | 18,761        | 81,105         | 88,074         | 95,641         |
| 국내 직원 수(명)      | 1,022          | 1,058          | 1,164          | 1,194          | 1,222         | 1,265         | 1,297         | 1,244         | 1,244          | 1,297          | 1,351          |
| 국내 1인당 급여(천 원)  | 53,504         | 57,822         | 59,041         | 62,553         | 17,648        | 25,959        | 6,122         | 15,456        | 65,185         | 67,927         | 70,785         |
| 해외 종업원 급여(백만 원) | 146,784        | 177,977        | 224,988        | 215,691        | 47,772        | 46,506        | 66,734        | 73,211        | 234,222        | 254,347        | 276,200        |
| 해외 직원 수(명)      |                | 5,302          | 5,535          | 4,188          | 4,232         | 4,276         | 4,320         | 4,364         | 4,364          | 4,548          | 4,739          |
| 1인당 급여(천 원)     |                | 33,568         | 40,648         | 51,502         | 11,288        | 10,876        | 15,447        | 16,775        | 53,669         | 55,927         | 58,280         |
| <b>매출원가 급여</b>  | <b>160,547</b> | <b>192,519</b> | <b>235,121</b> | <b>229,094</b> | <b>52,837</b> | <b>60,428</b> | <b>56,553</b> | <b>81,764</b> | <b>251,582</b> | <b>273,198</b> | <b>296,671</b> |
| 안분비율(%)         | 80%            | 81%            | 80%            | 79%            | 76%           | 76%           | 76%           | 89%           | 80%            | 80%            | 80%            |
| <b>판매비 급여</b>   | <b>40,917</b>  | <b>46,634</b>  | <b>58,590</b>  | <b>61,284</b>  | <b>16,501</b> | <b>18,916</b> | <b>18,121</b> | <b>10,208</b> | <b>63,746</b>  | <b>69,223</b>  | <b>75,170</b>  |
| 안분비율(%)         | 20%            | 19%            | 20%            | 21%            | 24%           | 24%           | 24%           | 11%           | 20%            | 20%            | 20%            |

② 동사의 종업원 급여의 경우, 국내와 해외를 구분하여 추정하였다. 사업보고서에 공시된 국내 본사 1인당 급여, 직원 수를 통해 해외법인의 1인당 급여와 직원 수를 역산하였다. 국내의 경우 직원 수와 급여 모두 지속적으로 증가하고 있으며, 이에 직전 3개년의 연간증가율 각 4.2%와 5.6%를 23년 이후 급여추정에 적용하였다. 해외 법인의 급여는 22년 미국법인의 구조조정으로 대규모 인원감축이 이루어지면서 감소하였다. 23년 구조조정이 마무리되면서 더 이상의 인원감축이 없음을 확인하였기에, 향후 직원 수와 1인당 급여 모두 지속 증가할 것으로 가정, 국내와 같은 수치의 연간증가율을 23년 이후 급여추정에 적용하였다.

③ 감가상각비의 경우, 동사 CapEx에 영향을 받는다. 19년부터 지속적으로 이루어진 대규모 CapEx투자로 한국, 중국, 미국의 CAPA증설이 모두 마무리됨에 따라, 24년에는 추가적인 대규모 CapEx 집행이 없을 것으로 가정하여 추정에 반영하였다. ODM 사업의 특성상 지속적인 CAPA 증설이 필요하기에 25년부터 추가적인 CapEx를 전망하였다. 추정된 감가상각비는 안분비율을 구하여 매출원가와 판매관리비에 안분하였다. 자세한 추정 Table은 [Appendix 7.3]에 수록했다.

## (2) 영업외손익 추정

| 영업외손익 추정      |                 |                 |                 |                 |                |                |                |                |                 |                 |                 |
|---------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| (단위: 백만 원)    | 2019            | 2020            | 2021            | 2022            | 1Q23           | 2Q23           | 3Q23           | 4Q23E          | 2023E           | 2024E           | 2025E           |
| <b>금융손익</b>   | <b>(18,531)</b> | <b>(23,160)</b> | <b>(8,477)</b>  | <b>(17,896)</b> | <b>(1,708)</b> | <b>(6,223)</b> | <b>(4,658)</b> | <b>(8,200)</b> | <b>(20,789)</b> | <b>(24,984)</b> | <b>(25,540)</b> |
| <b>기타손익</b>   | <b>520</b>      | <b>(43,243)</b> | <b>(35,815)</b> | <b>(29,050)</b> | <b>(2,231)</b> | <b>(1,824)</b> | <b>(1,047)</b> | <b>1,515</b>   | <b>(3,587)</b>  | <b>(1,635)</b>  | <b>(1,635)</b>  |
| 기타수익          | 4,122           | 5,024           | 5,950           | 4,695           | 877            | 3,992          | 2,759          | 1,592          | 9,220           | 6,424           | 6,424           |
| 기타비용          | 3,603           | 48,266          | 41,765          | 33,745          | 3,109          | 5,816          | 3,806          | 77             | 12,807          | 8,059           | 8,059           |
| 무형자산손상차손      | 192             | 44,627          | 15,896          | 715             | -              | 66             | -              | -              | 66              | -               | -               |
| 매각예정자산손상차손    | -               | -               | -               | 27,094          | -              | (668)          | 668            | -              | -               | -               | -               |
| 유형자산처분손실      | 418             | 334             | 3,345           | 520             | 127            | 386            | 77             | 77             | 667             | 1,057           | 1,057           |
| 무형자산처분손실      | 6               | -               | 87              | 2               | -              | -              | -              | -              | -               | -               | -               |
| 외환차손          | 4               | 99              | 10              | -               | -              | -              | -              | -              | -               | -               | -               |
| 외화환산손실        | 9               | 7               | 0               | -               | -              | -              | -              | -              | -               | -               | -               |
| 투자자산처분손실      | 2               | 5               | 52              | 21              | -              | 0              | -              | -              | 0               | -               | -               |
| 기타의대손상각비      | -               | 2,114           | 2,671           | 1,142           | 492            | (296)          | (151)          | -              | 45              | -               | -               |
| 기타            | 2,973           | 1,080           | 19,703          | 4,251           | 2,490          | 6,327          | 3,212          | -              | 12,029          | 7,002           | 7,002           |
| <b>지분법 손익</b> | <b>(56)</b>     | <b>(126)</b>    | <b>(37)</b>     | <b>14</b>       | <b>(41)</b>    | <b>(544)</b>   | <b>(762)</b>   | <b>(328)</b>   | <b>(1,675)</b>  | <b>6,591</b>    | <b>6,697</b>    |

금융손익은 합리적 추정이 불가능한 계정의 경우 0 또는 AVG Flat처리하였다. 동사의 경우 해외영업비중이 크기에 외환관련 손익이 꾸준히 발생하는데, 24년 미국 연준의 금리 인하를 전제로 추정하였다. 이자수익/이자비용의 경우 별도 추정하였다.

기타손익은 합리적 추정이 불가능한 계정의 경우 0 또는 AVG Flat처리하였다. 지난 3년간 동사의 기타비용이 크게 증가하였다. 이는 미국, 인도네시아 자회사의 손실로 인한 영업권손상차손 또는 매각예정자산손상차손 등의 일회성 비용으로, 23년말 자회사의 구조조정이 마무리되면서 향후 무형자산손상차손 등의 대규모 기타비용은 발생하지 않을 것으로 추정하였다.

지분법손익은 이전까지 금액적 중요성을 가지지 않았으나, 3Q23부터 중국 화장품브랜드 잇센과의 합작법인 공장이 본격적으로 가동됨에 따라 24년 이후부터의 이익기여분을 반영하였다. 자세한 추정Table은 [Appendix 7.6.]에 수록하였다.

### (3) 법인세비용 및 비지배지분 순이익추정

| 법인세비용 추정     |               |               |               |               |              |               |               |                |               |               |               |
|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|--------------|---------------|---------------|----------------|---------------|---------------|---------------|
| (단위: 백만 원)   | 2019          | 2020          | 2021          | 2022          | 1Q23         | 2Q23          | 3Q23          | 4Q23E          | 2023E         | 2024E         | 2025E         |
| 미국 제외 세전순이익  | 69,102        | 141,627       | 151,814       | 89,205        | 22,990       | 47,932        | 39,309        | 12,035         | 112,826       | 160,464       | 179,604       |
| 연결 세전순이익     | 35,927        | 113           | 78,270        | 6,170         | 9,831        | 37,457        | 26,838        |                | 64,686        | 160,464       | 189,621       |
| 미국 세전순이익     | (33,175)      | (141,514)     | (73,544)      | (83,036)      | (13,159)     | (10,476)      | (12,471)      | (12,035)       | (48,140)      | -             | 10,017        |
| <b>법인세비용</b> | <b>17,607</b> | <b>29,167</b> | <b>43,934</b> | <b>22,617</b> | <b>9,118</b> | <b>10,067</b> | <b>15,987</b> | <b>(6,862)</b> | <b>28,310</b> | <b>40,263</b> | <b>47,665</b> |
| 미국 제외 유효법인세율 | 25.5%         | 20.6%         | 28.9%         | 25.4%         | 39.7%        | 21.0%         | 40.7%         | -57.0%         | 25.1%         | 25.1%         | 25.1%         |

| 지배지분 순이익 안분  |               |                 |               |                 |            |               |               |               |               |                |                |
|--------------|---------------|-----------------|---------------|-----------------|------------|---------------|---------------|---------------|---------------|----------------|----------------|
| (단위: 백만 원)   | 2019          | 2020            | 2021          | 2022            | 1Q23       | 2Q23          | 3Q23          | 4Q23E         | 2023E         | 2024E          | 2025E          |
| <b>당기순이익</b> | <b>18,320</b> | <b>(29,053)</b> | <b>34,336</b> | <b>(16,447)</b> | <b>712</b> | <b>27,390</b> | <b>10,851</b> | <b>19,611</b> | <b>36,376</b> | <b>120,201</b> | <b>141,956</b> |
| 지배지분순이익      | 31,823        | 21,378          | 74,436        | 20,848          | 6,703      | 30,449        | 15,238        | 5,141         | 57,531        | 120,201        | 137,554        |
| 비지배지분순이익     | (13,503)      | (50,432)        | (40,099)      | (37,295)        | 5,990      | (3,058)       | (4,387)       | (19,700)      | (21,155)      | -              | 4,402          |
| 지배지분순이익 비율   | 174%          | -74%            | 217%          | -127%           | 941%       | 111%          | 140%          | 26%           | 158%          | 100%           | 97%            |
| 비지배지분순이익 비율  | -74%          | 174%            | -117%         | 227%            | 841%       | -11%          | -40%          | -100%         | -58%          | 0%             | 3%             |

여러 국가에서 사업을 영위하는 동사의 특성상, 국내 법인세 세율체계를 그대로 반영하기에는 어렵다 판단하여, 직전 4개년 유효법인세율의 평균을 23년 이후 법인세율에 반영하였다. 동사의 경우, 연결기준 포괄손익계산서상의 세전순이익과 법인세비용을 단순 계산할 경우, 미국 자회사의 대규모 적자로 인해 법인세율이 왜곡되는 문제가 발생한다. 따라서, 미국 자회사를 제외한 세전순이익을 통해 과거 유효법인세율을 계산하였다. 지배지분순이익은 미국법인의 지속된 적자로, 단순계산으로는 안분비율을 도출하기 어렵다 판단하여, 비지배지분순이익이 미국법인에서만 발생한다고 가정, 해당비율을 역산해 23년 이후에 적용해 주었다.

### (4) 최종 추정 손익계산서 Table

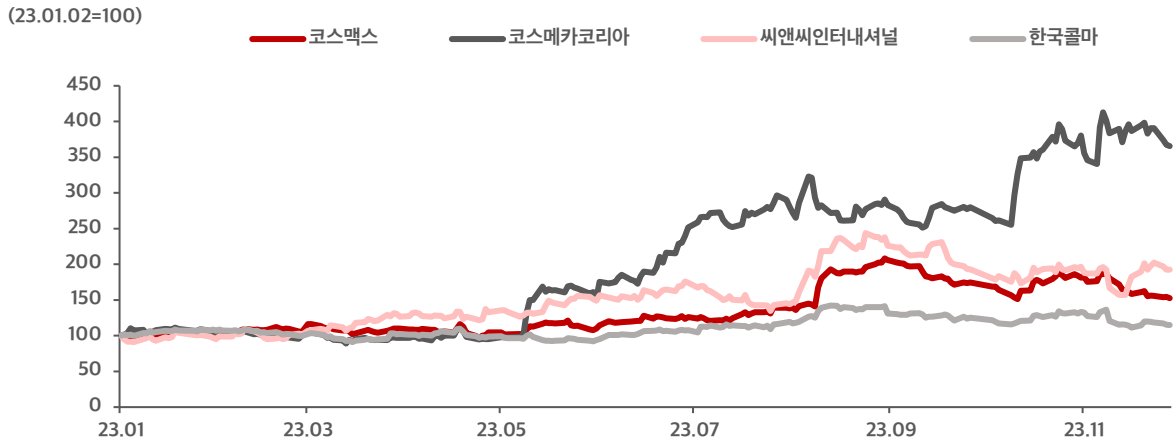
| 추정 손익계산서     |                  |                  |                  |                  |                |                |                |                |                  |                  |                  |
|--------------|------------------|------------------|------------------|------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|------------------|------------------|------------------|
| (단위: 백만 원)   | 2019             | 2020             | 2021             | 2022             | 1Q23           | 2Q23           | 3Q23           | 4Q23E          | 2023E            | 2024E            | 2025E            |
| <b>매출액</b>   | <b>1,330,653</b> | <b>1,382,881</b> | <b>1,591,488</b> | <b>1,600,126</b> | <b>403,261</b> | <b>479,266</b> | <b>458,267</b> | <b>451,732</b> | <b>1,770,336</b> | <b>2,083,279</b> | <b>2,215,556</b> |
| YoY(%)       |                  | 3.9%             | 15.1%            | 0.5%             |                |                |                |                | 10.6%            | 17.7%            | 6.3%             |
| 매출원가         | 1,147,183        | 1,172,041        | 1,313,976        | 1,394,856        | 347,735        | 396,290        | 380,131        | 377,500        | 1,501,656        | 1,698,974        | 1,785,167        |
| 매출총이익        | 183,470          | 210,839          | 277,511          | 205,270          | 55,526         | 82,975         | 78,136         | 74,231         | 268,680          | 384,305          | 430,388          |
| GPM(%)       | 13.8%            | 15.2%            | 17.4%            | 12.8%            | 13.8%          | 17.3%          | 17.1%          | 16.4%          | 15.2%            | 18.4%            | 19.4%            |
| 판매비와관리비      | 129,475          | 144,198          | 154,911          | 152,169          | 41,714         | 36,928         | 44,832         | 54,469         | 177,943          | 203,812          | 220,289          |
| <b>영업이익</b>  | <b>53,995</b>    | <b>66,641</b>    | <b>122,600</b>   | <b>53,101</b>    | <b>13,812</b>  | <b>46,047</b>  | <b>33,305</b>  | <b>19,762</b>  | <b>90,737</b>    | <b>180,492</b>   | <b>210,099</b>   |
| OPM(%)       | 4.1%             | 4.8%             | 7.7%             | 3.3%             | 3.4%           | 9.6%           | 7.3%           | 4.4%           | 5.1%             | 8.7%             | 9.5%             |
| 금융손익         | (18,531)         | (23,160)         | (8,477)          | (17,896)         | (1,708)        | (6,223)        | (4,658)        | (8,200)        | (20,789)         | (24,984)         | (25,540)         |
| 금융수익         | 8,734            | 10,050           | 15,312           | 18,557           | 8,954          | 4,016          | 4,508          | 1,734          | 19,212           | 14,017           | 11,741           |
| 금융비용         | 27,265           | 33,209           | 23,789           | 36,453           | 10,662         | 10,238         | 9,166          | 9,934          | 40,000           | 39,001           | 37,281           |
| 기타손익         | 520              | (43,243)         | (35,815)         | (29,050)         | (2,231)        | (1,824)        | (1,047)        | 1,515          | (3,587)          | (1,635)          | (1,635)          |
| 기타수익         | 4,122            | 5,024            | 5,950            | 4,695            | 877            | 3,992          | 2,759          | 1,592          | 9,220            | 6,424            | 6,424            |
| 기타비용         | 3,603            | 48,266           | 41,765           | 33,745           | 3,109          | 5,816          | 3,806          | 77             | 12,807           | 8,059            | 8,059            |
| 지분법손익        | (57)             | (126)            | (37)             | 14               | (41)           | (544)          | (762)          | (328)          | (1,675)          | 6,591            | 6,697            |
| 세전순이익        | 35,927           | 113              | 78,270           | 6,170            | 9,831          | 37,457         | 26,838         | 12,749         | 64,686           | 160,464          | 189,621          |
| 법인세비용        | 17,607           | 29,167           | 43,934           | 22,617           | 9,118          | 10,067         | 15,987         | (6,862)        | 28,310           | 40,263           | 47,665           |
| <b>당기순이익</b> | <b>18,320</b>    | <b>(29,053)</b>  | <b>34,336</b>    | <b>(16,447)</b>  | <b>712</b>     | <b>27,390</b>  | <b>10,851</b>  | <b>19,611</b>  | <b>36,376</b>    | <b>120,201</b>   | <b>141,956</b>   |
| NPM(%)       | 1.4%             | -2.1%            | 2.2%             | -1.0%            | 0.2%           | 5.7%           | 2.4%           | 4.3%           | 2.1%             | 5.8%             | 6.4%             |
| 지배지분순이익      | 31,823           | 21,378           | 74,436           | 20,848           | 6,703          | 30,449         | 15,238         | 5,141          | 57,531           | 120,201          | 137,554          |
| 비지배지분순이익     | (13,503)         | (50,432)         | (40,099)         | (37,295)         | 5,990          | (3,058)        | (4,387)        | (19,700)       | (21,155)         | -                | 4,402            |

## 5.3. Valuation - PER Method

## (1) Why 저평가

동사는 글로벌 화장품 OEM/ODM 1위 업체로서, 전방시장의 성장과 증가하는 고객사들의 생산수요에 대응가능한 가장 많은 CAPA를 보유하고 있다. 그러나 23년 초를 기준으로 동사는 화장품 ODM 업체의 평균 보다 부진한 주가흐름을 보이고 있다. 24년 Fwd PER 컨센서스 역시 경쟁사 대비 낮은 PER을 부여받으며 시장은 동사에 대한 기대감을 비교적 낮게 유지하고 있다. Peer 대비 동사의 주가 흐름이 부진한 이유는 실적과 기대감의 함수로 설명된다.

도표 6-1. 화장품 ODM/OEM 업체별 주가 추이



출처: KRX, SMIC 5팀

## ① 경쟁사 대비 낮은 미국 시장 익스포저 → 낮은 기대감

부진한 중국 내수소비로 인해 동사를 포함한 국내 화장품 ODM 업체들의 새로운 성장동력은 이제 중국 외의 시장에 있다. 미국, 일본 등 비중국 해외시장이 국내 화장품 ODM이 타겟하는 시장이며, 해당 시장에 대한 익스포저가 곧 주가에 대한 기대감으로 이어진다. 동사는 경쟁사 평균 대비 낮은 미국 익스포저로 경쟁사 대비 낮은 PER 멀티플을 부여받고 있다.

## ② 경쟁사 대비 높은 비용 구조 → 더딘 실적 개선세

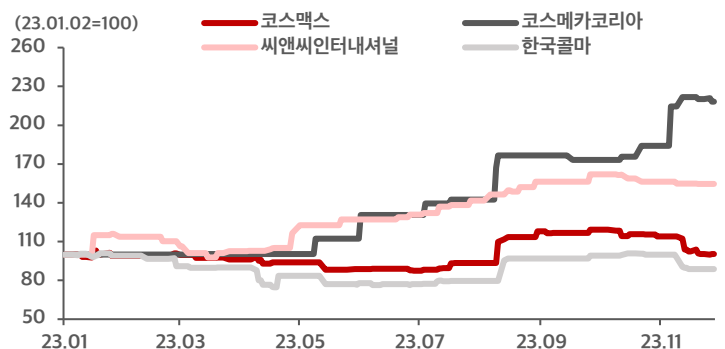
높은 비용구조로 인한 더딘 실적개선세가 부진한 주가 흐름에 일조하고 있다. 현지에 직접 진출한 제조법인이 많아 고정비 비중이 높은 동사는 경쟁사가 매출증대에 따라 수익성을 빠르게 높이는 데에 반해 더딘 EPS 개선세를 보여왔다.

도표 6-2. 국내 화장품 ODM 업체 비교

| ODM 업체   | 12MF PER | 북미 매출비중 | OPM(%) |
|----------|----------|---------|--------|
| 코스맥스     | 11.27    | 11%     | 3.3%   |
| 코스메카코리아  | 12.58    | 36%     | 2.6%   |
| 씨앤씨인터내셔널 | 16.01    | 23%     | 13.4%  |
| 한국콜마     | 11.62    | 8%      | 3.9%   |
| 경쟁사 AVG. | 13.40    | 22.3%   | 6.6%   |

출처: Quantwise, SMIC 5팀

도표 6-3. 화장품 ODM/OEM 업체별 12MF EPS 추이



출처: Quantwise, SMIC 5팀

**(2) Peer PER Method -2024E**

본 보고서의 논리에 따르면 동사는 **화장품 중소형 인디브랜드의 성장과 K-뷰티 트렌드에 올라타** 앞으로 구조적 수혜를 받는 기업이다. 이미 23년 중국법인을 제외하고 전지역 뚜렷한 매출성장을 시연하며 **화장품 ODM을 향한 수혜를 실적으로 증명**해보였다. 본 보고서는 지금이 화장품 ODM 구조적 성장기의 초입이며, **동사의 성장 모멘텀이 장기적으로 지속될 것으로 판단**한다.

국내외를 가리지 않고, 파편화되는 소비취향과 Mass 시장을 타겟하는 인디브랜드를 필두로 **전방의 구조적 성장이라는 방향성**은 명확하다. **매출 성장은 물론이고, 23년말을 끝으로 지금껏 연간 5~800억원의 대규모 적자를 발생시키던 미국 법인의 구조조정 마무리됨에 따라 수익성 개선이 예상**된다. 따라서, 이러한 실적 개선세를 반영하기 위한 PER Method가 적합할 것으로 판단한다.

현재는 Peer 평균 대비 낮은 PER Multiple을 부여받는 동사는, 저평가 요인들이 해소되었을 시 경쟁업체 대비 할인없이 적정한 기업가치를 평가받을 수 있을 것으로 판단한다. 이에 동사의 목표주가로 **24년 추정EPS 10,594원에 국내 중대형 화장품 OEM 업체 3개사의 12MF PER의 평균 값인 13.40x**을 곱한, **목표주가 142,000원** 투자의견 **BUY**를 제시한다.

**(3) Historical PER Method - 2025E**

투자포인트에서 제시한 화장품 인디브랜드의 성장과 K-뷰티 트렌드가 단기간의 유행에 그치지 않을 것이라는 전망을 바탕으로, 동사의 성장세는 25년에도 지속될 것이다. 향후 화장품 업종의 헤게모니는 ODM 업체에 있다. 다양한 인디브랜드의 등장으로 파편화된 시장에서 인디브랜드 시장의 경쟁은 심화될 수 밖에 없는 구조이다. 브랜드업체의 경쟁 심화에 따라 생산수요의 증가와 협상력의 상승을 고려하면 **ODM 업체의 성장성과 수익성의 개선은 장기화될** 트렌드이다.

Historical PER Method를 통해 25년초를 실현시점으로, 25년 추정 EPS 12,124원에 **동사 3Q21의 PER 14.95x**을 반영한 **목표주가 181,300원**을 추가로 산정한다. 팬데믹 이후 1H21에 중국 화장품 시장이 빠르게 반등하면서, 시장 대응을 위한 **브랜드업체들이 다수 등장**하였다. 당시에 여러 브랜드 업체의 등장 이후 **ODM의 반사수혜**가 이어졌다. 3Q21은 1H21의 빠른 성장 이후에도 글로벌 Top ODM으로서 기술력과 생산능력을 인정받으며 **동사에게 중장기적인 성장 기대감이 남아있던 시기**이다. “브랜드업체의 등장→ ODM업체의 수혜→ Top-ODM 업체의 지속성장 기대감”이 24-25년에도 반복될 것임을 고려, 3Q21이 25년초와 가장 유사한 시점이라 판단한다.

| Valuation- PER Method(2024E) |                |
|------------------------------|----------------|
| 지배지분 당기순이익(백만 원)             | 120,201        |
| 유통가능주식수 (주)                  | 11,345,662     |
| <b>2024E EPS (원)</b>         | <b>10,594</b>  |
| Target PER Multiple          | 13.40x         |
| <b>목표주가 (원)</b>              | <b>142,000</b> |
| 현재주가 (원)                     | 112,500        |
| <b>상승여력</b>                  | <b>26.2%</b>   |

| Valuation - PER Method(2025E) |                |
|-------------------------------|----------------|
| 지배지분 당기순이익(백만 원)              | 137,554        |
| 유통가능주식수 (주)                   | 11,345,662     |
| <b>2025E EPS (원)</b>          | <b>12,124</b>  |
| Target PER Multiple           | 14.95x         |
| <b>목표주가 (원)</b>               | <b>181,300</b> |
| 현재주가 (원)                      | 112,500        |
| <b>상승여력</b>                   | <b>61.2%</b>   |

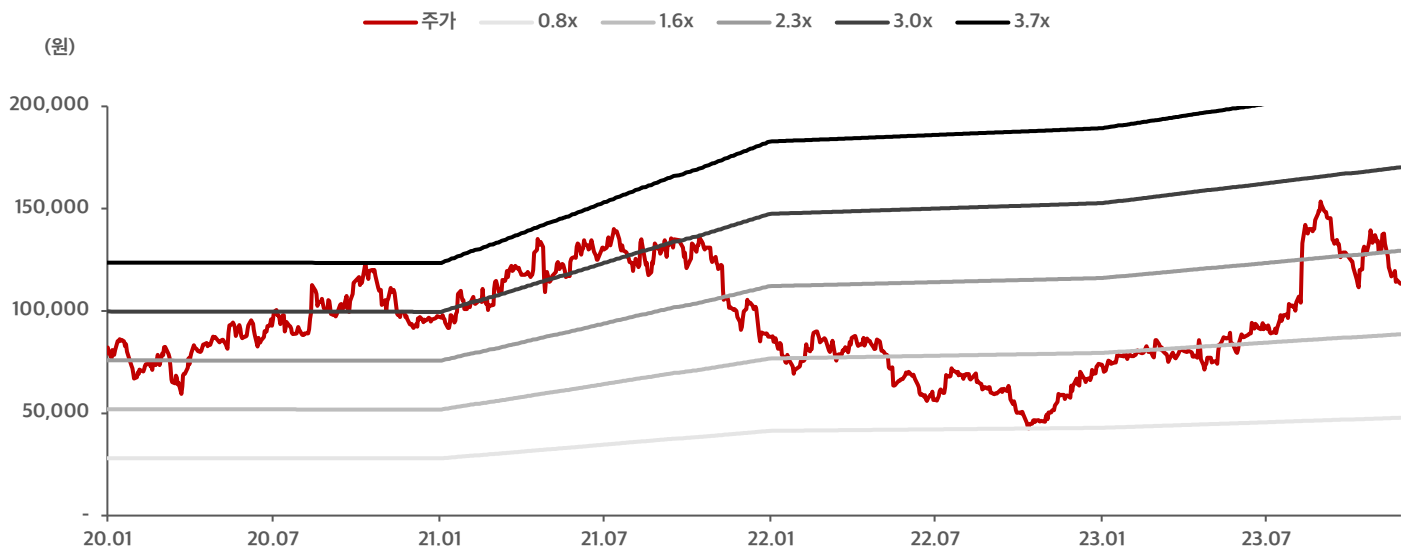
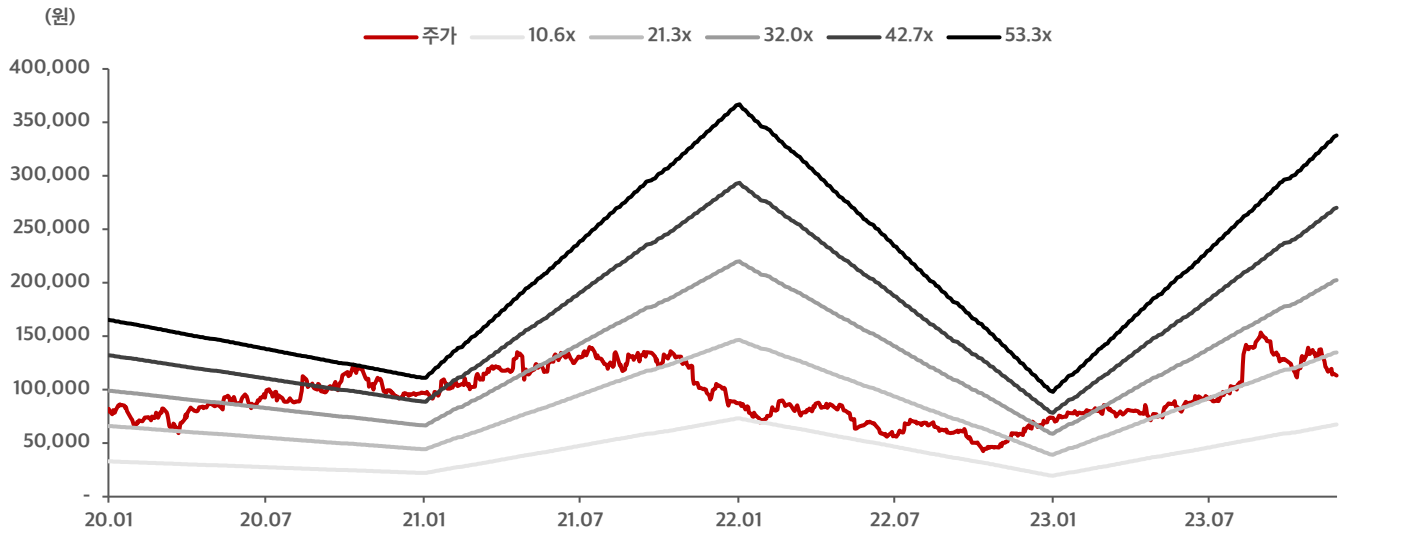
종합하여, **2024년초를 실현시점으로, 2024E EPS 10,594원에 Target Multiple PER 13.30x를 적용한 목표주가 142,000원, 상승여력 26.2%의 투자의견 Buy,**

**2025년초를 실현시점으로, 2025E EPS 12,124원에 Target Multiple PER 14.96x를 적용한 목표주가 181,300원, 상승여력 61.2% 투자의견 Buy를 제시한다.**

거버넌스 관련 내용은 인트라넷 별첨

## 6. Appendix

### 6.1. PER, PBR(TTM) Band



## 6.2. 동사 연결재무상태표 및 연결현금흐름표

| 연결재무상태표        |                  |                  |                  |                  |
|----------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| (단위: 백만 원)     | 2020             | 2021             | 2022             | 3Q23             |
| <b>자산</b>      | <b>1,189,043</b> | <b>1,411,929</b> | <b>1,396,451</b> | <b>1,518,664</b> |
| 유동자산           | 622,617          | 792,235          | 737,153          | 797,271          |
| 현금및현금성자산       | 102,514          | 99,834           | 169,116          | 126,828          |
| 매출채권           | 297,645          | 349,980          | 302,757          | 365,550          |
| 단기금융자산         | 12,872           | 100,004          | 31,114           | 55,357           |
| 재고자산           | 193,315          | 223,572          | 202,278          | 208,329          |
| 기타유동자산         | 16,270           | 18,845           | 31,887           | 41,207           |
| 비유동자산          | 566,426          | 619,694          | 659,298          | 721,393          |
| 유형자산           | 437,112          | 471,228          | 490,557          | 525,067          |
| 무형자산           | 56,813           | 50,312           | 49,587           | 54,899           |
| 투자자산           | 30,059           | 53,237           | 69,671           | 97,272           |
| 기타비유동자산        | 42,442           | 44,918           | 49,482           | 44,155           |
| <b>부채</b>      | <b>917,143</b>   | <b>946,544</b>   | <b>952,204</b>   | <b>1,143,150</b> |
| 유동부채           | 718,088          | 787,664          | 811,975          | 842,079          |
| 매입채무           | 142,889          | 186,694          | 175,822          | 199,383          |
| 단기금융부채         | 517,072          | 509,802          | 568,970          | 556,538          |
| 기타유동부채         | 58,127           | 91,168           | 67,183           | 86,158           |
| 비유동부채          | 199,055          | 158,881          | 140,229          | 301,071          |
| 장기금융부채         | 160,482          | 116,294          | 95,754           | 136,876          |
| 기타비유동 부채       | 38,573           | 42,587           | 44,475           | 164,195          |
| <b>자본</b>      | <b>271,900</b>   | <b>465,385</b>   | <b>444,247</b>   | <b>375,515</b>   |
| 지배지분           | 342,874          | 561,311          | 581,125          | 580,109          |
| 자본금            | 5,025            | 5,675            | 5,675            | 5,675            |
| 자본잉여금          | 182,113          | 292,482          | 286,767          | 214,699          |
| 기타자본           | (300)            | (300)            | (300)            | (300)            |
| 기타포괄손익누계액      | (17,719)         | 15,367           | 21,440           | 40,249           |
| 이익잉여금          | 173,755          | 248,088          | 267,544          | 319,787          |
| 비지배지분          | (70,974)         | (95,926)         | (136,879)        | (204,595)        |
| <b>부채및자본총계</b> | <b>1,189,043</b> | <b>1,411,929</b> | <b>1,396,451</b> | <b>1,518,664</b> |

| 연결현금흐름표             |                 |                  |                 |                  |
|---------------------|-----------------|------------------|-----------------|------------------|
| (단위: 백만 원)          | 2020            | 2021             | 2022            | 3Q23             |
| <b>영업활동현금흐름</b>     | <b>41,460</b>   | <b>100,046</b>   | <b>102,531</b>  | <b>76,738</b>    |
| 당기손익(손실)            | (29,053)        | 34,336           | (16,447)        | 38,953           |
| 영업활동으로인한 자산·부채의변동   | (21,455)        | (40,839)         | 28,212          | (24,772)         |
| 매출채권의 감소(증가)        | (48,207)        | (53,105)         | 39,566          | (62,023)         |
| 단기금융자산의 감소(증가)      | 15,607          | 8,444            | 40,279          | 24,919           |
| 기타유동자산의 감소(증가)      | (1,328)         | 1,196            | 2,915           | (2,517)          |
| 기타비유동자산의 감소(증가)     | 1,171           | (1,135)          | 23              | (176)            |
| 반환재고회수권의 감소(증가)     | -               | -                | (799)           | 36               |
| 재고자산의 감소(증가)        | 12,115          | (15,572)         | 23,243          | (1,946)          |
| 매입채무의 증가(감소)        | (3,814)         | 29,851           | (11,370)        | 15,495           |
| 단기금융부채의 증가(감소)      | (4,647)         | (6,673)          | (53,860)        | (10,527)         |
| 기타유동부채의 증가(감소)      | 10,653          | 1,842            | (8,695)         | 15,881           |
| 퇴직금의 지급등            | (3,004)         | (5,686)          | (3,099)         | (3,990)          |
| 기타비유동부채의 증가(감소)     | -               | -                | 9               | 76               |
| 이자수취                | 1,809           | 3,227            | 3,447           | 3,996            |
| 이자지급                | (20,662)        | (19,195)         | (18,440)        | (21,259)         |
| 법인세납부               | (55,073)        | (32,390)         | (44,555)        | (26,465)         |
| 배당금수취(영업)           | -               | -                | 46              | 34               |
| <b>투자활동현금흐름</b>     | <b>(64,606)</b> | <b>(143,689)</b> | <b>(31,252)</b> | <b>(104,366)</b> |
| 단기대여금의 감소           | 875             | 500              | -               | 994              |
| 단기매매금융자산의 처분        | 179             | 2                | 2               | 3                |
| 금융상품의 처분            | 11,949          | -                | 429             | 1,115            |
| 장기대여금의 감소           | 425             | 7,701            | 555             | 201              |
| 기타포괄손익              | 500             | 450              | 515             | -                |
| 당기손익-공정가치측정금융자산의 처분 | -               | 502              | 264,253         | 74,457           |
| 유형자산의 처분            | 4,843           | 1,673            | 1,598           | 3,192            |
| 무형자산의 처분            | 500             | 1                | 103             | 17               |
| 임차보증금등의 감소          | 139             | 1,347            | 520             | 486              |
| 정부보증금의 수취           | 296             | 532              | 866             | 376              |
| 리스채권의 감소            | -               | -                | -               | 80               |
| 기타투자자산 등의 감소        | 62              | 90               | -               | -                |
| 단기매매금융자산의 취득        | (184)           | (2)              | (2)             | (4)              |
| 금융상품의 취득            | (11,777)        | (1,815)          | (3,084)         | (306)            |
| 단기대여금의 증가           | (4,335)         | -                | -               | (3,054)          |
| 장기대여금의 증가           | -               | (8,557)          | (2,582)         | (20,753)         |
| 기타포괄손익-공정가치측정금융자산   | (2,061)         | (2,160)          | (100)           | (50)             |
| 당기손익-공정가치측정금융자산     | (611)           | (83,396)         | (187,106)       | (97,617)         |
| 관계기업및공동기업투자자산의 취득   | (3,856)         | (14,126)         | (19,983)        | (37)             |
| 연결실체의 변동            | -               | (989)            | -               | -                |
| 기타비유동자산의 증가         | -               | -                | (838)           | (488)            |
| 기타투자자산등의 증가         | -               | (58)             | -               | -                |
| 유형자산의 취득            | (58,959)        | (40,752)         | (84,166)        | (52,176)         |
| 무형자산의 취득            | (1,447)         | (1,356)          | (199)           | (2,578)          |
| 임차보증금의 증가           | (842)           | (2,788)          | (1,458)         | (8,045)          |
| 정부보증금의 사용           | (303)           | (488)            | (575)           | (181)            |
| <b>재무활동현금흐름</b>     | <b>50,675</b>   | <b>32,505</b>    | <b>3,472</b>    | <b>(18,221)</b>  |
| 단기차입금의 증가           | 419,864         | 311,235          | 336,845         | 340,302          |
| 장기차입금의 증가           | 59,098          | 5,104            | 231,424         | 24,692           |
| 사채의 증가              | 35,000          | 16,725           | 20,000          | 27,500           |
| 보증금의 증가             | 82              | 1,145            | 549             | 4,913            |
| 상환전환우선수의 발행         | -               | -                | -               | 114,300          |
| 유상증자 및 관련 환입        | -               | 132,162          | 3               | 36               |
| 유상감자                | -               | -                | -               | (114,886)        |
| 자기주식의 처분            | 946             | -                | -               | -                |
| 단기차입금의 상환           | (392,490)       | (345,704)        | (258,544)       | (346,587)        |
| 유동성장기차입금의 상환        | (51,770)        | (73,752)         | (303,607)       | (16,092)         |
| 유동성리스부채의 감소         | (9,972)         | (13,965)         | (16,552)        | (12,816)         |
| 유동성사채의 감소           | -               | -                | -               | (35,000)         |
| 보증금의 감소             | (134)           | (446)            | (381)           | (4,582)          |
| 배당금지급               | (9,041)         | -                | (6,264)         | -                |
| 자기주식의 취득            | (1,013)         | -                | -               | -                |
| 자본잉여금의 변동           | 106             | -                | -               | -                |
| 현금및현금성자산의 환율변동효과    | (1,581)         | 8,459            | (5,178)         | 3,756            |
| 현금및현금성자산의 순증감       | 25,948          | (2,680)          | 69,573          | (42,092)         |
| 기초현금및현금성자산          | 76,566          | 102,514          | 99,834          | 169,407          |
| 기말현금및현금성자산          | 102,514         | 99,834           | 169,407         | 127,314          |

## 6.3. 감가상각비 추정

| 유형자산 감가상각비 - CapEx 반영 전 |               |               |               |               |               |               |
|-------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| (단위: 백만 원)              | 2023E         | 2024E         | 2025E         | 2026E         | 2027E         | 2028E         |
| 건물                      | 6,707         | 6,707         | 6,707         | 6,707         | 6,707         | 6,707         |
| 구축물                     | 1,184         | 1,184         | 1,184         | 1,184         | 1,184         | 1,184         |
| 기계장치                    | 19,891        | 19,891        | 19,891        | -             | -             | -             |
| 차량운반구                   | 471           | 471           | 471           | -             | -             | -             |
| 공구기구와부품                 | 3,599         | 3,599         | 3,599         | -             | -             | -             |
| 시설장치                    | 3,372         | 3,372         | 3,372         | 3,372         | 3,372         | 3,372         |
| 금형                      | 287           | 287           | -             | -             | -             | -             |
| 사용권자산                   | 12,944        | 12,944        | 12,944        | -             | -             | -             |
| <b>합계</b>               | <b>48,456</b> | <b>48,456</b> | <b>48,169</b> | <b>11,263</b> | <b>11,263</b> | <b>11,263</b> |

\*장부가와 상각비를 고려한 잔여내용연수 산출, 신규 CapEx 투자를 가정하여 상각비 추정함

| 내용연수 가정 |      |        |
|---------|------|--------|
| 구분      | 내용연수 | 평균내용연수 |
| 건물      | 40년  | 30년    |
| 구축물     | 20년  | 20년    |
| 기계장치    | 8년   | 8년     |
| 기타 유형자산 | 5년   | 5년     |
| 사용권 자산  | 2~3년 | 2.5년   |

| CapEx 추정   |        |        |        |        |        |        |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| (단위: 백만 원) | 2023E  | 2024E  | 2025E  | 2026E  | 2027E  | 2028E  |
| 건물         | 1,077  | 1,077  | 1,077  | 1,077  | 1,077  | 1,077  |
| 구축물        | 953    | 953    | 953    | 953    | 953    | 953    |
| 기계장치       | 8,108  | 8,108  | 8,108  | 8,108  | 8,108  | 8,108  |
| 차량운반구      | 357    | 357    | 357    | 357    | 357    | 357    |
| 공구기구와부품    | 3,380  | 3,380  | 3,380  | 3,380  | 3,380  | 3,380  |
| 시설장치       | 773    | 773    | 773    | 773    | 773    | 773    |
| 금형         | 292    | 292    | 292    | 292    | 292    | 292    |
| 건설중인자산     | 43,991 | 3,251  | 43,991 | 43,991 | 43,991 | 43,991 |
| 사용권자산      | 22,270 | 22,270 | 22,270 | 22,270 | 22,270 | 22,270 |

\* 19년 이후 지속적인 대규모 CAPA 증설. 23년 한국(평택), 중국(광저우합작법인), 미국(NU-WORLD)이 모두 마무리 됨에 따라. 23년 대규모 CAPA 증설은 없을 예정

\* 25년 이후 건설중인자산 CapEX 집행 재개 가정.

| 건설중인자산 기계장치/시설장치 기타증감(대체) 추정 |               |               |               |               |               |               |               |               |               |               |
|------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| (단위: 백만 원)                   | 2023E         | 2024E         | 2025E         | 2026E         | 2027E         | 2028E         | 2029E         | 2030E         | 2031E         | 2032E         |
| 기초                           | 44,000        | 35,196        | 15,379        | 23,748        | 27,095        | 28,434        | 28,970        | 29,184        | 29,270        | 29,304        |
| 취득                           | 43,991        | 3,251         | 43,991        | 43,991        | 43,991        | 43,991        | 43,991        | 43,991        | 43,991        | 43,991        |
| <b>기타증감</b>                  | <b>52,794</b> | <b>23,068</b> | <b>35,622</b> | <b>40,643</b> | <b>42,652</b> | <b>43,455</b> | <b>43,776</b> | <b>43,905</b> | <b>43,956</b> | <b>43,977</b> |
| 기계장치                         | 21,118        | 9,227         | 14,249        | 16,257        | 17,061        | 17,382        | 17,511        | 17,562        | 17,583        | 17,591        |
| 시설장치                         | 10,559        | 4,614         | 7,124         | 8,129         | 8,530         | 8,691         | 8,755         | 8,781         | 8,791         | 8,795         |
| 기말                           | 35,196        | 15,379        | 23,748        | 27,095        | 28,434        | 28,970        | 29,184        | 29,270        | 29,304        | 29,318        |

| 유형자산 감가상각비 - CapEx 반영 후 |               |               |               |               |               |               |
|-------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| (단위: 백만 원)              | 2023E         | 2024E         | 2025E         | 2026E         | 2027E         | 2028E         |
| 건물                      | 6,743         | 6,779         | 6,814         | 6,850         | 6,886         | 6,922         |
| 구축물                     | 1,216         | 1,248         | 1,280         | 1,312         | 1,343         | 1,375         |
| 기계장치                    | 23,545        | 25,712        | 28,506        | 11,661        | 14,807        | 17,993        |
| 차량운반구                   | 542           | 614           | 685           | 285           | 357           | 357           |
| 공구기구와부품                 | 4,275         | 4,951         | 5,627         | 2,704         | 3,380         | 3,380         |
| 시설장치                    | 5,639         | 6,716         | 8,296         | 10,076        | 11,937        | 11,718        |
| 금형                      | 346           | 404           | 175           | 234           | 292           | 292           |
| 사용권자산                   | 21,852        | 30,760        | 26,306        | 13,362        | 13,362        | 13,362        |
| <b>합계</b>               | <b>64,157</b> | <b>77,183</b> | <b>77,689</b> | <b>46,484</b> | <b>52,364</b> | <b>55,399</b> |

| 감가상각비 안분        |               |               |               |               |               |               |               |
|-----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| (단위: 백만 원)      | 2019          | 2020          | 2021          | 2022          | 2023E         | 2024E         | 2025E         |
| 매출원가            | 32,443        | 39,194        | 43,246        | 47,502        | 56,327        | 67,763        | 68,208        |
| <b>안분비율 (%)</b> | <b>89%</b>    | <b>90%</b>    | <b>89%</b>    | <b>87%</b>    | <b>88%</b>    | <b>88%</b>    | <b>88%</b>    |
| 판관비             | 3,892         | 4,434         | 5,296         | 7,413         | 7,830         | 9,420         | 9,482         |
| <b>안분비율 (%)</b> | <b>11%</b>    | <b>10%</b>    | <b>11%</b>    | <b>13%</b>    | <b>12%</b>    | <b>12%</b>    | <b>12%</b>    |
| <b>합계</b>       | <b>36,335</b> | <b>43,629</b> | <b>48,543</b> | <b>54,914</b> | <b>64,157</b> | <b>77,183</b> | <b>77,689</b> |

## 6.4. 기타손익 추정

| 기타손익 추정     |              |                 |                 |                 |                |                |                |              |                |                |                |
|-------------|--------------|-----------------|-----------------|-----------------|----------------|----------------|----------------|--------------|----------------|----------------|----------------|
| (단위: 백만 원)  | 2019         | 2020            | 2021            | 2022            | 1Q23           | 2Q23           | 3Q23           | 4Q23E        | 2023E          | 2024E          | 2025E          |
| <b>기타손익</b> | <b>520</b>   | <b>(43,243)</b> | <b>(35,815)</b> | <b>(29,050)</b> | <b>(2,231)</b> | <b>(1,824)</b> | <b>(1,047)</b> | <b>1,515</b> | <b>(3,587)</b> | <b>(1,635)</b> | <b>(1,635)</b> |
| <b>기타수익</b> | <b>4,122</b> | <b>5,024</b>    | <b>5,950</b>    | <b>4,695</b>    | <b>877</b>     | <b>3,992</b>   | <b>2,759</b>   | <b>1,592</b> | <b>9,220</b>   | <b>6,424</b>   | <b>6,424</b>   |
| 외환차익        | 4            | 39              | 20              | -               | -              | -              | -              | -            | -              | -              | -              |
| 외화환산이익      | -            | 4               | 7               | -               | -              | -              | -              | -            | -              | -              | -              |
| 유형자산처분이익    | 126          | 160             | 631             | 70              | 24             | 1,506          | 437            | -            | 1,966          | 247            | 247            |
| 무형자산처분이익    | 44           | 1               | 0               | 1               | -              | -              | -              | -            | -              | -              | -              |
| 무형자산손상차손환입  | 161          | 92              | 166             | 5               | -              | 5              | -              | -            | 5              | -              | -              |
| 투자자산처분이익    | -            | -               | 108             | 23              | -              | -              | -              | -            | -              | -              | -              |
| 수입수수료       | 132          | 164             | 531             | 2,468           | 182            | 915            | 401            | 970          | 2,468          | 2,468          | 2,468          |
| 임대료         | 1,987        | 2,744           | 2,543           | 1,817           | 544            | 566            | 542            | 622          | 2,273          | 2,273          | 2,273          |
| 기타          | 1,668        | 1,820           | 1,943           | 312             | 128            | 1,000          | 1,380          | -            | 2,508          | 1,436          | 1,436          |
| <b>기타비용</b> | <b>3,603</b> | <b>48,266</b>   | <b>41,765</b>   | <b>33,745</b>   | <b>3,109</b>   | <b>5,816</b>   | <b>3,806</b>   | <b>77</b>    | <b>12,807</b>  | <b>8,059</b>   | <b>8,059</b>   |
| 외환차손        | 4            | 99              | 10              | -               | -              | -              | -              | -            | -              | -              | -              |
| 외화환산손실      | 9            | 7               | 0               | -               | -              | -              | -              | -            | -              | -              | -              |
| 유형자산처분손실    | 418          | 334             | 3,345           | 520             | 127            | 386            | 77             | 77           | 667            | 1,057          | 1,057          |
| 무형자산처분손실    | 6            | -               | 87              | 2               | -              | -              | -              | -            | -              | -              | -              |
| 무형자산손상차손    | 192          | 44,627          | 15,896          | 715             | -              | 66             | -              | -            | 66             | -              | -              |
| 매각예정자산손상차손  | -            | -               | -               | 27,094          | -              | (668)          | 668            | -            | -              | -              | -              |
| 투자자산처분손실    | 2            | 5               | 52              | 21              | -              | 0              | -              | -            | 0              | -              | -              |
| 기타의대손상각비    | -            | 2,114           | 2,671           | 1,142           | 492            | (296)          | (151)          | -            | 45             | -              | -              |
| 기타          | 2,973        | 1,080           | 19,703          | 4,251           | 2,490          | 6,327          | 3,212          | -            | 12,029         | 7,002          | 7,002          |

\* 20~21년 무형자산손상차손은 17년 인수한 미국 제조사 누월드 영업권 손상으로 발생 / 22년 무형자산손상차손은 21년 동남아 기반 소셜미디어 이커머스 플랫폼을 운영하는 매드스퀘어 영업권 손상으로 발생.

\* 22년 매각예정자산손상차손은 미국 연결회사 COSMAX USA, Corp의 구조조정시 유형자산을 매각함에 따라 공정가치 재평가 과정에서 발생.

\* 현재 무형자산, 영업권 내용 고려 & 미국 회사사 구조조정의 이루어짐에 따라, 향후 대규모 무형자산손상차손은 발생하지 않음.

## 6.5. 금융손익 추정

| 금융손익 추정     |                 |                 |                |                 |                |                |                |                |                 |                 |                 |
|-------------|-----------------|-----------------|----------------|-----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| (단위: 백만 원)  | 2019            | 2020            | 2021           | 2022            | 1Q23           | 2Q23           | 3Q23           | 4Q23E          | 2023E           | 2024E           | 2025E           |
| <b>금융손익</b> | <b>(18,531)</b> | <b>(23,160)</b> | <b>(8,477)</b> | <b>(17,896)</b> | <b>(1,708)</b> | <b>(6,223)</b> | <b>(4,658)</b> | <b>(8,200)</b> | <b>(20,789)</b> | <b>(24,984)</b> | <b>(25,540)</b> |
| <b>금융수익</b> | <b>8,734</b>    | <b>10,050</b>   | <b>15,312</b>  | <b>18,557</b>   | <b>8,954</b>   | <b>4,016</b>   | <b>4,508</b>   | <b>1,734</b>   | <b>19,212</b>   | <b>14,017</b>   | <b>11,741</b>   |
| 이자수익        | 731             | 1,321           | 3,957          | 2,436           | 1,618          | 1,840          | 1,459          | 354            | 5,271           | 4,230           | 3,084           |
| 배당금수익       | -               | 20              | 9              | 46              | 34             | -              | -              | -              | 34              | 27              | 27              |
| 외환차익        | 3,963           | 3,686           | 5,754          | 8,774           | 1,606          | 2,265          | 1,000          | 2,289          | 7,159           | 5,544           | 4,468           |
| 외화환산이익      | 3,444           | 4,756           | 4,286          | 4,378           | 4,613          | (456)          | 1,049          | (908)          | 4,297           | 4,216           | 4,162           |
| 파생상품거래이익    | -               | -               | 1,146          | 243             | -              | -              | -              | -              | -               | -               | -               |
| 파생상품평가이익    | 596             | -               | -              | -               | 858            | 61             | (59)           | -              | 860             | -               | -               |
| 금융자산 평가이익   | -               | -               | 53             | 1,868           | 219            | 306            | 954            | -              | 1,479           | -               | -               |
| 금융자산 처분이익   | -               | -               | 2              | 748             | 5              | -              | 105            | -              | 110             | -               | -               |
| 기타금융수익      | -               | 11              | -              | -               | -              | -              | -              | -              | -               | -               | -               |
| 금융보증비용환입    | -               | 257             | 106            | 65              | -              | -              | -              | -              | -               | -               | -               |
| <b>금융비용</b> | <b>27,265</b>   | <b>33,209</b>   | <b>23,789</b>  | <b>36,453</b>   | <b>10,662</b>  | <b>10,238</b>  | <b>9,166</b>   | <b>9,934</b>   | <b>40,000</b>   | <b>39,001</b>   | <b>37,281</b>   |
| 이자비용        | 22,640          | 20,045          | 17,507         | 20,970          | 6,985          | 7,638          | 7,837          | 5,880          | 28,341          | 30,092          | 30,092          |
| 외환차손        | 2,648           | 5,113           | 2,549          | 4,531           | 2,119          | 1,461          | 1,075          | (534)          | 4,121           | 3,710           | 3,437           |
| 외화환산손실      | 1,978           | 6,091           | 3,187          | 9,538           | 1,259          | 1,119          | 403            | 4,588          | 7,368           | 5,199           | 3,752           |
| 파생상품평가손실    | -               | 1,047           | 348            | 135             | -              | -              | -              | -              | -               | -               | -               |
| 금융자산 평가손실   | -               | -               | 156            | 997             | 0              | 20             | -              | -              | 21              | -               | -               |
| 기타금융비용      | -               | 570             | -              | 240             | 300            | -              | (150)          | -              | 150             | -               | -               |
| 금융보증비용      | -               | 343             | 42             | 42              | -              | -              | -              | -              | -               | -               | -               |

| 이자수익 추정     |            |              |              |              |              |              |              |            |              |              |              |
|-------------|------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|------------|--------------|--------------|--------------|
| (단위: 백만 원)  | 2019       | 2020         | 2021         | 2022         | 1Q23         | 2Q23         | 3Q23         | 4Q23E      | 2023E        | 2024E        | 2025E        |
| 기말 이자부자산    | 122,454    | 140,404      | 232,871      | 231,676      | 284,938      | 257,523      | 242,068      | 242,068    | 242,068      | 252,926      | 264,271      |
| 평균 이자부자산    | 122,454    | 131,429      | 186,637      | 232,273      | 258,307      | 271,231      | 249,796      | 242,068    | 236,872      | 247,497      | 258,599      |
| <b>이자수익</b> | <b>731</b> | <b>1,321</b> | <b>3,957</b> | <b>2,436</b> | <b>1,618</b> | <b>1,840</b> | <b>1,459</b> | <b>354</b> | <b>5,271</b> | <b>4,230</b> | <b>3,084</b> |
| 유효이자율(%)    | 0.6%       | 1.0%         | 2.1%         | 1.0%         | 0.6%         | 0.7%         | 0.6%         | 0.6%       | 2.2%         | 1.7%         | 1.2%         |

| 이자부자산        |                |                |                |                |                |                |                |                |                |                |                |
|--------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| (단위: 백만 원)   | 2019           | 2020           | 2021           | 2022           | 1Q23           | 2Q23           | 3Q23           | 4Q23E          | 2023E          | 2024E          | 2025E          |
| <b>유동자산</b>  | <b>97,437</b>  | <b>115,386</b> | <b>199,838</b> | <b>200,230</b> | <b>251,127</b> | <b>224,578</b> | <b>182,185</b> | <b>182,185</b> | <b>182,185</b> | <b>182,185</b> | <b>182,185</b> |
| 현금및현금성자산     | 76,558         | 102,514        | 99,834         | 169,116        | 226,851        | 181,746        | 126,828        | 126,828        | 126,828        | 126,828        | 126,828        |
| 단기금융자산       | 20,878         | 12,872         | 100,004        | 31,114         | 24,276         | 42,832         | 55,357         | 55,357         | 55,357         | 55,357         | 55,357         |
| <b>비유동자산</b> | <b>25,017</b>  | <b>25,017</b>  | <b>33,033</b>  | <b>31,446</b>  | <b>33,811</b>  | <b>32,945</b>  | <b>59,883</b>  | <b>59,883</b>  | <b>59,883</b>  | <b>59,883</b>  | <b>59,883</b>  |
| 장기금융자산       | 25,017         | 25,017         | 33,033         | 31,446         | 33,811         | 32,945         | 59,883         | 59,883         | 59,883         | 59,883         | 59,883         |
| <b>합계</b>    | <b>122,454</b> | <b>140,404</b> | <b>232,871</b> | <b>231,676</b> | <b>284,938</b> | <b>257,523</b> | <b>242,068</b> | <b>242,068</b> | <b>242,068</b> | <b>242,068</b> | <b>242,068</b> |

| 이자비용 추정     |               |               |               |               |              |              |              |              |               |               |               |
|-------------|---------------|---------------|---------------|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|---------------|---------------|
| (단위: 백만 원)  | 2019          | 2020          | 2021          | 2022          | 1Q23         | 2Q23         | 3Q23         | 4Q23E        | 2023E         | 2024E         | 2025E         |
| 기말 이자부부채    | 622,272       | 677,554       | 626,096       | 664,724       | 698,629      | 680,704      | 752,308      | 752,308      | 752,308       | 752,308       | 752,308       |
| 평균 이자부부채    | 622,272       | 649,913       | 651,825       | 645,410       | 681,677      | 689,667      | 716,506      | 752,308      | 708,516       | 752,308       | 752,308       |
| <b>이자비용</b> | <b>22,640</b> | <b>20,045</b> | <b>17,507</b> | <b>20,970</b> | <b>6,985</b> | <b>7,638</b> | <b>7,837</b> | <b>5,880</b> | <b>28,341</b> | <b>30,092</b> | <b>30,092</b> |
| 유효이자율(%)    | 3.6%          | 3.1%          | 2.7%          | 3.2%          | 1.0%         | 1.1%         | 1.1%         | 1.1%         | 4.0%          | 4.0%          | 4.0%          |

| 이자부부채<br>(단위: 백만 원) | 2019           | 2020           | 2021           | 2022           | 1Q23           | 2Q23           | 3Q23           | 4Q23E          | 2023E          | 2024E | 2025E |
|---------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|-------|-------|
| <b>유동부채</b>         | <b>480,671</b> | <b>517,072</b> | <b>509,802</b> | <b>568,970</b> | <b>585,372</b> | <b>540,056</b> | <b>556,538</b> | <b>556,538</b> | <b>556,538</b> |       |       |
| 단기금융부채              | 480,671        | 517,072        | 509,802        | 568,970        | 585,372        | 540,056        | 556,538        | 556,538        | 556,538        |       |       |
| <b>비유동부채</b>        | <b>141,600</b> | <b>160,482</b> | <b>116,294</b> | <b>95,754</b>  | <b>113,257</b> | <b>140,648</b> | <b>195,770</b> | <b>195,770</b> | <b>195,770</b> |       |       |
| 장기금융부채              | 141,600        | 160,482        | 116,294        | 95,754         | 113,257        | 140,648        | 136,876        | 136,876        | 136,876        |       |       |
| 상환전환우선주부채           | -              | -              | -              | -              | -              | -              | 58,895         | 58,895         | 58,895         |       |       |
| <b>합계</b>           | <b>622,272</b> | <b>677,554</b> | <b>626,096</b> | <b>664,724</b> | <b>698,629</b> | <b>680,704</b> | <b>752,308</b> | <b>752,308</b> | <b>752,308</b> |       |       |

## 6.6. 지분법 손익 추정

| 지분법 손익<br>(단위: 백만 원) | 2019        | 2020         | 2021        | 2022         | 1Q23         | 2Q23           | 3Q23           | 4Q23E        | 2023E          | 2024E         | 2025E         | 지분율    |
|----------------------|-------------|--------------|-------------|--------------|--------------|----------------|----------------|--------------|----------------|---------------|---------------|--------|
| <b>자회사 당기순이익</b>     | <b>(57)</b> | <b>(400)</b> | <b>110</b>  | <b>(105)</b> | <b>(121)</b> | <b>(1,014)</b> | <b>(1,547)</b> | -            | <b>(3,283)</b> | <b>12,925</b> | <b>13,135</b> |        |
| 웰스킨                  | 73          | 61           | 171         | (255)        | (103)        | -              | -              | -            | 12             | 12            | 12            | 27.06% |
| 레드컴                  | (130)       | (358)        | -           | -            | -            | -              | -              | -            | -              | -             | -             | 청산     |
| 알코스타비랩 주식회사          | -           | -            | (2)         | (22)         | 13           | -              | -              | -            | (6)            | (6)           | (6)           | 21%    |
| 일선생물과기(광주)유한공        | -           | (102)        | 79          | 23           | (32)         | (1,014)        | (1,547)        | -            | (3,289)        | 12,919        | 13,128        | 51%    |
| 완미일기화장품(광주)유한        | -           | (1)          | (138)       | 150          | 0            | 0              | (0)            | -            | -              | -             | -             | 51%    |
| <b>지분법관련 손익</b>      | <b>(56)</b> | <b>(126)</b> | <b>(37)</b> | <b>14</b>    | <b>(41)</b>  | <b>(544)</b>   | <b>(762)</b>   | <b>(328)</b> | <b>(1,675)</b> | <b>6,591</b>  | <b>6,697</b>  |        |
| 웰스킨                  | (20)        | 16           | 46          | (69)         | (28)         | 0              | -              | 31           | 3              | 3             | 3             |        |
| 레드컴                  | (37)        | (89)         | (53)        | -            | -            | -              | -              | -            | -              | -             | -             |        |
| 알코스타비랩 주식회사          | -           | -            | (0)         | (5)          | 3            | (0)            | -              | (4)          | (1)            | (1)           | (1)           |        |
| 일선생물과기(광주)유한공        | -           | (52)         | 40          | 11           | (17)         | (544)          | (762)          | (355)        | (1,677)        | 6,589         | 6,695         |        |
| 완미일기화장품(광주)유한        | -           | (1)          | (70)        | 76           | 0            | 0              | (0)            | (0)          | -              | -             | -             |        |

| 일선생물과기(광주)유한공사 당기순이익 추정<br>(단위: 백만 원) | 2019     | 2020         | 2021      | 2022      | 1Q23        | 2Q23           | 3Q23           | 4Q23E        | 2023E          | 2024E         | 2025E         |
|---------------------------------------|----------|--------------|-----------|-----------|-------------|----------------|----------------|--------------|----------------|---------------|---------------|
| 매출                                    |          | -            | 4,433     | 26,218    | 6,169       | 16,953         | 24,353         | 10,958       | 58,433         | 112,597       | 114,422       |
| <b>당기순이익</b>                          | <b>-</b> | <b>(102)</b> | <b>79</b> | <b>23</b> | <b>(32)</b> | <b>(1,014)</b> | <b>(1,547)</b> | <b>(696)</b> | <b>(3,289)</b> | <b>12,919</b> | <b>13,128</b> |
| NPM(%)                                |          |              | 2%        | 0%        | -1%         | -6%            | -6%            | -6%          | -6%            | 11%           | 11%           |

\* 기존 광저우법인 판매량의 40% 가량이 잇센의 물량

\* 해당 분량은 이관 작업 진행 속도에 따라 매출 반영

\* 1H24 잇센JV로 이관 작업 마무리되면서, 기존 광저우 법인의 NPM(%)를 차용하여 당기순이익 추정

잇센 JV 100% 이관 작업은 1H24 마무리될 것으로 잇센 산하 브랜드 제조 실적 2024년 연결될것으로 판단

## 6.7. 추정 손익계산서 및 EBITDA / NOPLAT

| 추정 손익계산서 및 EBITDA<br>(단위: 백만 원) | 2019             | 2020             | 2021             | 2022             | 1Q23           | 2Q23           | 3Q23           | 4Q23E          | 2023E            | 2024E            | 2025E            |
|---------------------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|------------------|------------------|------------------|
| <b>매출액</b>                      | <b>1,330,653</b> | <b>1,382,881</b> | <b>1,591,488</b> | <b>1,600,126</b> | <b>403,261</b> | <b>479,266</b> | <b>458,267</b> | <b>451,732</b> | <b>1,770,336</b> | <b>2,083,279</b> | <b>2,215,556</b> |
| <b>YoY(%)</b>                   |                  | <b>3.9%</b>      | <b>15.1%</b>     | <b>0.5%</b>      |                |                |                |                | <b>10.6%</b>     | <b>17.7%</b>     | <b>6.3%</b>      |
| 매출원가                            | 1,147,183        | 1,172,041        | 1,313,976        | 1,394,856        | 347,735        | 396,290        | 380,131        | 377,500        | 1,501,656        | 1,698,974        | 1,785,167        |
| 매출총이익                           | 183,470          | 210,839          | 277,511          | 205,270          | 55,526         | 82,975         | 78,136         | 74,231         | 268,680          | 384,305          | 430,388          |
| <b>GPM(%)</b>                   | <b>13.8%</b>     | <b>15.2%</b>     | <b>17.4%</b>     | <b>12.8%</b>     | <b>13.8%</b>   | <b>17.3%</b>   | <b>17.1%</b>   | <b>16.4%</b>   | <b>15.2%</b>     | <b>18.4%</b>     | <b>19.4%</b>     |
| 판매비와관리비                         | 129,475          | 144,198          | 154,911          | 152,169          | 41,714         | 36,928         | 44,832         | 54,469         | 177,943          | 203,812          | 220,289          |
| <b>영업이익(EBIT)</b>               | <b>53,995</b>    | <b>66,641</b>    | <b>122,600</b>   | <b>53,101</b>    | <b>13,812</b>  | <b>46,047</b>  | <b>33,305</b>  | <b>19,762</b>  | <b>90,737</b>    | <b>180,492</b>   | <b>210,099</b>   |
| <b>OPM(%)</b>                   | <b>4.1%</b>      | <b>4.8%</b>      | <b>7.7%</b>      | <b>3.3%</b>      | <b>3.4%</b>    | <b>9.6%</b>    | <b>7.3%</b>    | <b>4.4%</b>    | <b>5.1%</b>      | <b>8.7%</b>      | <b>9.5%</b>      |
| D&A                             | 37,972           | 45,613           | 51,503           | 58,632           | 14,529         | 14,903         | 14,856         | 22,537         | 64,157           | 77,183           | 77,689           |
| <b>EBITDA</b>                   | <b>91,967</b>    | <b>112,254</b>   | <b>174,103</b>   | <b>111,733</b>   | <b>28,340</b>  | <b>60,950</b>  | <b>48,160</b>  | <b>42,300</b>  | <b>154,894</b>   | <b>257,675</b>   | <b>287,788</b>   |
| <b>EBITDA Margin(%)</b>         | <b>6.9%</b>      | <b>8.1%</b>      | <b>10.9%</b>     | <b>7.0%</b>      | <b>7.0%</b>    | <b>12.7%</b>   | <b>10.5%</b>   | <b>9.4%</b>    | <b>8.7%</b>      | <b>12.4%</b>     | <b>13.0%</b>     |
| <b>NOPLAT</b>                   | <b>40,237</b>    | <b>52,917</b>    | <b>87,120</b>    | <b>39,638</b>    | <b>8,334</b>   | <b>36,376</b>  | <b>19,759</b>  | <b>31,030</b>  | <b>67,970</b>    | <b>135,204</b>   | <b>157,287</b>   |
| <b>1-유효법인세율(%)</b>              | <b>74.5%</b>     | <b>79.4%</b>     | <b>71.1%</b>     | <b>74.6%</b>     | <b>60.3%</b>   | <b>79.0%</b>   | <b>59.3%</b>   | <b>157.0%</b>  | <b>74.9%</b>     | <b>74.9%</b>     | <b>74.9%</b>     |

## Notice.

본 보고서는 서울대 투자연구회의 리서치 결과를 토대로 한 분석 보고서입니다. 보고서에 사용된 자료들은 서울대 투자연구회가 신뢰할 수 있는 출처 및 정보로부터 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임 하에 종목 선택이나 투자 시기에 대한 최종 결정을 내리시기 바랍니다. 따라서, 이 분석보고서는 어떠한 경우에도 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한, 이 분석보고서의 지적재산권은 서울대 투자연구회에 있음을 알립니다.