

# 화장품

## K-Beauty 업종 주가 하락 점검

### K-Beauty 업종 주가 부진 요인

최근 K-뷰티 업종은 글로벌 수출 호조와 내수 회복에도 불구하고 주가가 하락하는 이례적인 상황에 직면했다. 이러한 현상은 기업 실적과 매크로 경제 환경, 주요 시장 성장 둔화 등 복합적 요인에 기인한다.

2024년 3분기 화장품 기업들의 실적은 시장 기대치를 약간 하회했으나, 주가는 이를 과도하게 반영하며 하락했다. 이는 높은 시장 기대치에 대한 실망감과 관세 인상 우려가 복합적으로 작용한 결과다. 특히 트럼프의 10% 관세 공약은 K-뷰티의 마진 축소로 이어질 가능성이 있다.

3분기 미국 시장 매출 성장 둔화는 선케어 제품의 계절적 수요 감소와 ODM 업체의 비수기 영향이 주원인이다. 이러한 둔화는 계절적 패턴으로 볼 수 있으나, 시장은 이를 성장 정체의 신호로 과도하게 해석했다.

한국 화장품 수출은 북미와 유럽에서 성장세를 보이고 있으나, 환율 변동과 수출 채널별 수익성 차이로 인해 기업의 영업이익 증가로 이어지지 못하고 있다. 특히 대형주인 아모레퍼시픽과 LG생활건강은 각각 중국 시장 구조조정과 고가 화장품 판매 부진으로 실적 부진을 경험하고 있다.

### 2025년 성장 가능성과 투자 기회

화장품 업종의 현재 밸류에이션은 글로벌 동종 업계 대비 저평가된 상태로, 장기 투자자에게 매수 기회가 될 수 있다. ODM사의 2025년 예상 성장률은 20% 이상으로 전망되며, 유통망 확대와 SKU 증가 전략이 매출 다각화에 기여하고 있다.

한국 화장품은 글로벌 플랫폼과 새로운 수출 루트를 통해 시장을 확대하고 있다. 특히 ODM 시장의 연평균 20% 성장이 예상되며, 글로벌 대형사의 ODM 비중 확대는 코스맥스 등 주요 ODM 기업의 장기적 성장에 긍정적 영향을 미칠 전망이다.

미국에서 고품질 K-선케어 제품의 수요가 증가하고 있으며, 이는 코스맥스와 같은 ODM 기업의 글로벌 경쟁력을 강화할 것으로 보인다. 결론은 화장품 업종은 단기적인 시장 불확실성에도 불구하고, 장기적으로 높은 성장 잠재력을 보여줄 것으로 기대된다는 것이다. 글로벌 시장에서의 지속적인 확장과 제품 다각화 전략은 K-뷰티의 미래 성장을 뒷받침할 핵심 요소가 될 것이다.



이승은 화장품/유통  
seungeun.lee@yuantakorea.com

종목	투자의견	목표주가 (원)
실리콘트	매수 (M)	60,000 (M)
코스맥스	매수 (M)	185,000 (M)





I. 업황이 이렇게 좋은데 주가는 왜 우울한가요?	04
II. K-뷰티 업황 점검	10
III. 2025년 화장품 성장 의심의 여지가 없다	13
IV. 기업분석	19

## I. 업황이 이렇게 좋은데 주가는 왜 우울한가요?

최근 화장품 업종은 글로벌 수출 호조와 더불어 내수 회복까지 긍정적인 업황을 보이고 있음에도 불구하고, 주가는 시장의 기대에 미치지 못하고 있다. 이러한 현상은 수출 실적, 기업의 실적 발표, 매크로 경제 환경, 대형주 실적 부진 등 복합적인 요인에 기인한다.

### 1. 시장기대치 대비 실적 하회가 크지 않음에도 주가 하락

2024년 3분기 주요 화장품 기업들의 실적은 대체로 시장 기대치를 약간 하회하는 수준이다.

매출액과 영업이익 모두 0~20% 내외의 하회 수준이지만, 주가는 이를 과도하게 반영하여 하락했다. 이는 화장품 업종이 높은 기대치를 선반영한 업종이라는 점에서 시장의 실망감이 더 크게 작용한 것으로 보인다.

[Fig. 1] 국내 화장품사 Peer Valuation

(단위: 억원, %, 배)

			상장 시장	시가 총액	주가수익률		매출액		영업이익		
					1W	3Q24	컨센서스	YoY(%)	3Q24	컨센서스	YoY(%)
대형사	A090430	아모레퍼시픽	KS	63,231	-12	9,772	9,810	0	652	429	52
대형사	A051900	LG생활건강	KS	52,790	-3	17,136	17,173	0	1,061	1,423	-25
대형사	A002790	아모레G	KS	18,306	-7	10,681	12,424	-14	750	780	-4
의료/미용/화장품	A214450	파마리서치	KQ	23,016	0	892	884	1	349	331	5
화장품/미용기기	A278470	에이피알	KS	16,370	-13	1,741	1,655	5	272	314	-13
중소형사	A018290	브이티	KQ	11,079	-11	1,041	1,056	-1	308	312	-1
중소형사	A018250	애경산업	KS	3,724	-8	1,653	1,866	-11	96	174	-45
중소형사	A237880	클리오	KQ	3,110	-20	876	988	-11	64	116	-45
중소형사	A114840	아이파밀리에스씨	KQ	3,066	-6	501	516	-3	91	98	-7
중소형사	A439090	마녀공장	KQ	2,737	-20	288	318	-9	26	57	-54
중소형사	A092730	네오팜	KQ	1,073	-7	262	273	-4	51	55	-7
중소형사	A214420	토니모리	KS	1,434	-17	450	480	-6	38	49	-22
화장품/ODM	A123330	제닉	KQ	1,379	-15	151	165	-8	21	26	-19
화장품 유통	A257720	실리콘투	KQ	17,075	-32	1,867	2,049	-9	426	446	-4
화장품 유통	A031430	신세계인터내셔널	KS	3,784	-16	2,960	3,103	-5	21	66	-68
ODM	A161890	한국콜마	KS	12,818	-11	6,265	6,238	0	545	576	-5
ODM	A192820	코스맥스	KS	15,367	-12	5,298	5,236	1	434	434	0
ODM	A241710	코스메카코리아	KQ	6,419	-25	1,266	1,393	-9	152	187	-19
ODM	A352480	씨앤파인더내셔널	KQ	3,956	-36	741	852	-13	72	131	-45
용기	A251970	펌텍코리아	KQ	4,563	-8	852	837	2	124	120	3

자료: Bloomberg, 유인타증권 리서치센터

## 2. 관세 영향: 트럼프 정권 관세 인상 시 화장품 마진 변화 우려

화장품 업종은 글로벌 공급망에 크게 의존하고 있어, 관세 변화에 민감할 수밖에 없다. 트럼프 당선인은 모든 수입품에 10% 관세를 추가로 부과하겠다는 보편적 기본관세 도입을 공약으로 내세웠다.

이 공약이 현실화되면 가성비를 강점으로 해 온 K-뷰티의 마진율 하락이 불가피할 것으로 전망된다.

화장품의 가격 구조는 제품에 따라 다소 차이가 있지만, 일반적으로 원가, 물류 및 유통비용, 마케팅 및 영업비용, 기타비용으로 구성된다. 다음은 국내 및 해외 화장품 업계에서 흔히 사용되는 비율을 참고한 평균적인 예시다.

[Fig. 2] 화장품 가격 구조와 주요 구성 요소 비율

구성 요소	비율(%)	설명
① 원가(COGS: Cost of Goods Sold)	15%~40%	
원재료비	10%~20%	화장품 제조에 사용되는 기초 성분(예: 보습제, 향신화제) 및 포장재 비용
제조비용	5%~20%	생산 과정에서 발생하는 가공비, 인건비, 공정 비용 등
② 물류 및 유통 비용	5%~20%	
관세 및 통관료	2%~10%	수출입 시 부과되는 관세 및 통관 비용
운반비	3%~10%	항공, 해상 운송비 및 국내 물류비용
③ 마케팅 및 영업비용	15%~40%	
광고, 홍보, 판촉비	10%~30%	브랜드 인지도 상승을 위한 비용. (TV 광고, SNS 마케팅, 샘플 제작 등)
영업비용	5%~10%	유통망 관리, 판촉 인력 비용 등
④ 기타 비용	8%~20%	
R&D 비용(연구개발)	5%~15%	신규 제품 개발 및 기존 제품 개선을 위한 비용
기타 행정비용	3%~5%	관리비, 사무실 운영비 등
=유통 마진(100%-①-②-③-④)	적자~50%	유통사(백화점, 면세점, 드럭스토어, 온라인 플랫폼 등)에서 발생하는 마진
오프라인 유통망	적자~20%	
온라인 플랫폼	10%~30%	
해외	적자~50%	

자료: 유인타증권 리서치센터

[Fig. 3] 화장품 비용 구조 특이사항

	설명
고가 브랜드(럭셔리 화장품)	마케팅과 유통 마진이 높은 비율을 차지
중저가 브랜드(ex. 로드샵, 올리브영)	원가와 물류 비용 비중이 상대적으로 높음
ODM 생산 제품	원가 비중이 높고, 브랜드 자체 마케팅 비용은 낮은 편

자료: 유인타증권 리서치센터

### 3. 미국향 매출액 성장률 둔화

한국 화장품 산업에 있어 미국 시장은 중요한 수출 시장으로 자리매김하고 있다. 그러나 2024년 3분기 미국 시장의 매출 성장률은 전분기 대비 둔화되는 경향을 보였습니다. 이는 다음과 같은 계절적 요인에 기인한다.

첫째, 선케어 제품의 계절적 특성이다. 2분기가 성수기인 선케어 제품은 3분기에 접어들면서 상대적으로 매출이 감소하는 경향을 보인다. 이는 3분기의 계절적 특성으로 인해 선케어 제품의 수요가 감소하기 때문이다.

둘째, ODM(Original Development Manufacturing) 업체와 미국 수출 브랜드사의 성수기 시점이 다르다는 점이다. ODM 업체는 주로 화장품 제조를 담당하며, 성수기가 2분기부터 시작해 3분기, 4분기, 1분기 순으로 이어진다. 반면, 미국으로 화장품을 직접 수출하는 브랜드사들은 성수기가 4분기부터 시작해 2분기, 3분기, 1분기 순으로 나타난다.

즉, ODM 업체는 2분기와 3분기 매출이 상대적으로 높지만, 미국향 수출 브랜드사의 경우 3분기는 성수기가 아닌 시기다. 이러한 성수기 차이로 인해 3분기에는 양측 모두 매출 성장세가 둔화되는 경향을 보일 수 있다.

이처럼 3분기 매출 둔화는 계절적 요인에 따른 전형적인 시즌성 패턴으로 해석될 수 있다. 그럼에도 불구하고 주식 시장은 신규 시장(미국, 유럽)에서의 성장 둔화를 Peak-out의 신호로 받아들이는 경향을 보였다. 이는 시장의 과도한 반응으로 판단되며, 향후 계절적 요인을 배제한 성장 추이를 면밀히 분석할 필요가 있다.

[Fig. 4] 국내 화장품사 북미향 실적 비교

(단위: 억원, %)

			상장 시장	시가 총액	사업부 명칭	미국향 매출액					주가수익률
						3Q23	2Q24	3Q24	YoY(%)	QoQ(%)	
대형사	A090430	아모레퍼시픽	KS	63,231	미주	707	1,218	1,466	107	20	-12
대형사	A051900	LG생활건강	KS	52,790	북미	1,491	1,316	1,253	-16	-5	-3
화장품/미용기기	A278470	에이피알	KS	16,370	미국	177	249	396	123	59	-13
중소형사	A018290	브이티	KQ	11,079	북미	1	11	59	5,800	436	-11
중소형사	A237880	클리오	KQ	3,110	미국	89	90	65	-27	-28	-20
중소형사	A114840	아이파밀리에스씨	KQ	3,066	미주권	미집계	25	18	-	-28	-6
중소형사	A439090	마녀공장	KQ	2,737	미국	18	54	19	4	-65	-20
중소형사	A092730	네오팜	KQ	1,073	USA	9	9	8	-11	-4	-7
중소형사	A214420	토니모리	KS	1,434	미국	38	43	30	-21	-30	-17
화장품 유통	A257720	실리콘투	KQ	17,075	United States	365	578	599	64	4	-32
ODM	A161890	한국콜마	KS	12,818	미국	113	134	175	55	31	-11
					캐나다	105	126	192	83	52	-11
ODM	A192820	코스맥스	KS	15,367	Cosmax USA	369	360	325	-12	-10	-12
ODM	A241710	코스메카코리아	KQ	6,419	미국법인	544	460	411	-24	-11	-25
ODM	A352480	씨엔씨인터내셔널	KQ	3,956	북미	169	160	221	31	38	-36
용기	A251970	펌텍코리아	KQ	4,563	해외	116	137	158	35	15	-8

자료: Bloomberg, 유인티증권 리서치센터

## 4. 화장품 수출액과 실적의 고리

최근 한국 화장품의 수출액은 지속적으로 증가하고 있다. 북미, 유럽 등 주요 시장에서 두드러진 성장세를 보이고 있으며, 이는 전반적인 업황 개선으로 이어지고 있다.

그러나 이러한 수출 성장이 개별 기업의 실적과 반드시 일치하지는 않다.

- 수출은 증가했지만 환율 변동과 수출 채널별 수익성 차이로 인해 영업이익 개선폭이 기대보다 낮은 경우가 많다.
- 지역별 수출 비중이 증가하더라도, 신(新) 성장 시장(미국, 유럽)의 성장이 정체되면 이익 증가로 이어지기 어렵다.

[Fig. 5] 국내 화장품 수출액 추이

(단위: 백만달러, %)

	전체	YoY	중국	YoY	홍콩	YoY	일본	YoY	미국	YoY	네덜란드	YoY
2021	8,928	21.3	4,732	28.3	565	-19.4	785	21.7	824	33.4	35	57.6
2022	7,690	-13.9	3,451	-27.1	387	-31.5	735	-6.4	826	0.3	34	-1.9
2023	8,142	5.9	2,618	-24.2	492	27.2	793	7.8	1,185	43.4	70	105.6
2024/01	769	69.4	240	83.3	40	64.0	70	32.7	115	78.4	7	78.0
2024/02	689	10.4	165	-21.5	37	-9.4	81	27.6	118	54.2	6	60.6
2024/03	741	-1.3	179	-35.1	43	3.4	84	6.4	127	39.2	8	101.3
2024/04	816	24.9	189	-20.8	51	50.5	84	45.5	163	84.6	6	55.9
2024/05	841	13.3	225	-20.4	44	-22.0	78	23.0	162	70.2	7	43.6
2024/06	744	4.1	152	-28.3	40	-21.8	71	-1.4	148	33.7	8	32.7
2024/07	799	29.2	159	-10.8	45	37.6	77	33.0	169	74.2	11	48.1
2024/08	807	20.3	149	-22.8	38	-3.5	90	22.7	187	76.4	13	21.4
2024/09	883	12.1	238	-13.5	44	-4.1	93	28.8	178	38.5	7	28.1
2024/10	994	37.4	325	31.6	56	25.4	105	57.9	158	62.2	8	7.0

자료: 한국무역통계진흥원, 유안타증권 리서치센터

## 5. 대형주 실적 부진

아모레퍼시픽과 LG생활건강은 국내 화장품 업종의 대표 대형주로, 시장에서 중요한 비중을 차지하고 있다. 그러나 두 기업 모두 최근 몇 분기 동안 매출 성장 둔화와 수익성 악화를 경험하고 있다.

- 중국 시장 구조 조정 중인 아모레퍼시픽은 중국 적자 누적으로 인해 영업이익 성장이 정체되고 있다.
- LG생활건강은 고가 화장품 라인의 판매 부진과 음료 부문 실적 부진이 복합적으로 작용하며, 전반적인 실적 하락세를 보였다.

## II. K-뷰티 업황 점검

화장품 업종의 현재 밸류에이션은 12M Fwd PER 기준으로 대형사 19배, 중소형사 8배, ODM사 11배, 실리콘투 10배 수준에 머물고 있다. 이는 글로벌 동종 업계 대비 저평 가된 수준이다.

[Fig. 6] 국내 화장품사 Peer Valuation

(단위: 억원, %, 배)

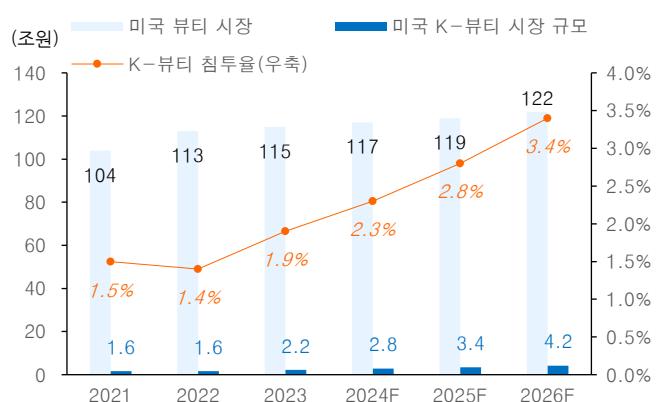
		상장 시장	시가 총액	매출액		영업이익		PER	ROE	주가 수익률(%)		주간 순매수 대금	
			2025E	Y/Y(%)	2025E	Y/Y(%)	12MFW	2025E	1W	3M	기관	외국인	
대형사	A090430	아모레퍼시픽	KS 63,231	43,226	13	4,284	91	20	6	-12	-8	74	-373
대형사	A051900	LG생활건강	KS 52,790	70,291	3	5,459	12	18	6	-3	0	-63	158
대형사	A002790	아모레G	KS 18,306	47,825	9	4,702	72	9	6	-7	-11	2	-6
의료/미용/화장품	A214450	파마리서치	KQ 23,016	4,228	24	1,608	27	18	22	0	19	45	44
화장품/미용기기	A278470	에이피알	KS 16,370	8,416	23	1,617	30	13	34	-13	-16	-23	56
중소형사	A018290	브이티	KQ 11,079	4,801	11	1,557	37	10	43	-11	2	-2	-55
중소형사	A018250	애경산업	KS 3,724	7,713	8	698	12	7	12	-8	-20	3	-9
중소형사	A237880	클리오	KQ 3,110	4,214	13	434	22	9	14	-20	-46	-31	-8
중소형사	A114840	아이파밀리에스씨	KQ 3,066	2,537	19	507	32	8	34	-6	-29	-20	1
중소형사	A439090	마녀공장	KQ 2,737	1,633	21	308	23	12	-	-20	-25	1	-16
중소형사	A092730	네오팜	KQ 1,073	1,340	12	315	20	7	-	-7	19	-3	-2
중소형사	A214420	토니모리	KS 1,434	2,338	20	280	54	7	17	-17	-31	-11	17
화장품/ODM	A123330	제닉	KQ 1,379	1,267	154	333	429	5	88	-15	367	40	1
화장품 유통	A257720	실리콘투	KQ 17,075	10,664	47	2,364	53	10	52	-32	-31	-466	212
화장품 유통	A031430	신세계인터내셔널	KS 3,784	14,206	7	600	33	7	6	-16	-23	-11	-13
ODM	A161890	한국콜마	KS 12,818	27,489	11	2,597	23	11	10	-11	-14	-128	78
ODM	A192820	코스맥스	KS 15,367	24,301	14	2,118	22	12	24	-12	9	-85	-5
ODM	A241710	코스메카코리아	KQ 6,419	6,357	17	847	28	12	20	-25	-19	4	-34
ODM	A352480	씨엔씨인터내셔널	KQ 3,956	3,624	20	510	27	8	20	-36	-61	-189	120
용기	A251970	펌텍코리아	KQ 4,563	3,810	15	554	17	11	13	-8	-4	38	-19
원료	A453860	에이에스텍	KQ 1,168	721	47	146	46	10	20	-15	-26	2	-3

자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

## 1. 2025년 K-Beauty 예상 성장 대비 과도한 매도 구간

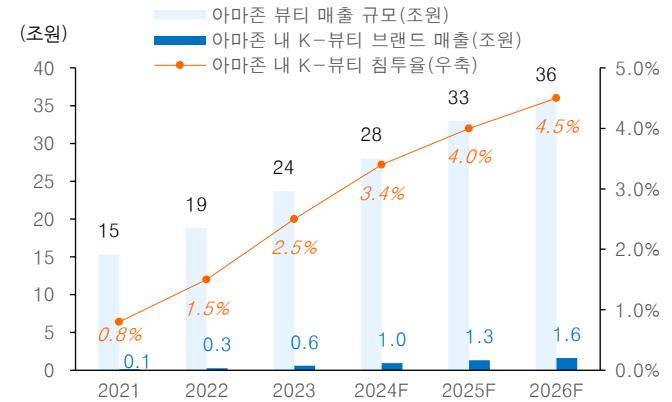
화장품 ODM사 일부 2025년 예상 성장률은 20% 이상으로 전망된다. 그러나 주가는 단기적인 실적 우려와 외부 변동성에 의해 과도하게 하락한 상태다. 이는 장기 투자자에게 매우 기회로 평가될 수 있다.

[Fig. 7] 미국 뷰티 시장 내 K-뷰티 점유율



자료: 아마존 K-뷰티 컨퍼런스(2024.06.27), 유인타증권 리서치센터

[Fig. 8] 미국 Amazon 뷰티 시장 내 K-뷰티 점유율



자료: 아마존 K-뷰티 컨퍼런스(2024.06.27), 유인타증권 리서치센터

## 2. 유통망 확장과 SKU 증가

화장품 기업들은 유통망 확대와 SKU 증가를 통해 매출 다각화를 이루고 있다.

- 신규 시장 진입 및 온라인 채널 확대를 통해 글로벌 유통망을 강화하고 있다.
- 다양한 SKU(제품 종류) 증가는 소비자 니즈를 충족시키며 매출 볼륨 증가로 이어지고 있다.

## ※ 화장품 주가에 영향을 미치는 주요 변수

### ① 글로벌 경제 상황

주요 시장(중국, 미국, 유럽 등)의 경제 성장률  
환율 변동(달러화, 위안화 등)

### ② 정책 및 규제

중국의 경기 부양책 및 소비 촉진 정책  
미국의 금리 정책 및 보호무역 강화(관세, 무역 규제 등)  
수출국의 화장품 관련 규제 변화

### ③ 소비 트렌드 변화

친환경 및 비건 화장품에 대한 수요 증가  
K-뷰티 트렌드의 지속 여부

### ④ 물류 및 공급망

글로벌 물류 비용 및 운송 차질(항만 파업, 물동량 증가 등)  
원자료 수급 및 가격 변동

### ⑤ 경쟁사 실적

국내 및 해외 화장품 회사들의 실적 발표 및 시장 점유율 변화  
중국, 미국, 유럽 화장품 업체들과의 경쟁 심화

### ⑥ 수출입 데이터

주요 수출국으로의 화장품 수출액 및 성장률  
특정 지역(미국, 중국 등)의 수입 감소 및 수출 제한

### ⑦ 외부 요인

전염병 확산, 지정학적 리스크(전쟁, 무역 분쟁 등)  
글로벌 이벤트(올림픽, 국제 박람회 등)로 인한 소비 증감

## III. 2025년 화장품 성장 의심의 여지가 없다

### 1. ODM 기업의 매출 성장과 고객사 교체 현상

K-Beauty의 미국 시장에서 브랜드 간 선호도가 빠르게 변화하며, 이로 인해 ODM(Original Design Manufacturing) 기업의 고객사 구성에도 큰 변화가 나타나고 있다.

#### ① 상위 브랜드 교체 현상:

K-Beauty ODM 고객사들 중 매출 상위를 차지하는 브랜드의 구성이 매년 바뀌고 있는 추세다. 이는 단일 브랜드에 의존하지 않고 다양한 신규 브랜드가 시장에 진입하면서 경쟁이 치열해지고 있음을 보여준다. 이러한 현상은 미국 내 K-Beauty 시장의 성장 가능성을 나타낼 뿐만 아니라, ODM 기업들의 수익 구조 다변화와 탑라인 성장을 견인하는 중요한 요소로 작용하고 있다.

#### ② 신규 브랜드의 적극적인 시장 진입:

실리콘트 IR 자료에 따르면, 다수의 신규 브랜드가 미국 시장에서 적극적으로 입지를 넓히고 있다.

[Fig. 9] 실리콘트 브랜드별 매출비중

(단위: %)	2023년	2024.1Q	2024.2Q	2024.3Q
조선미녀	25	24	26	25
아누아	3	10	11	11
COSRX	14	11	9	8
라운드랩	3	4	5	4
토코보	3	3	4	4
스킨천사	2	3	4	4
티르티르				3
편강을	5	4	3	3
헤이미쉬	4	3	3	3
믹순		5	4	2
룸앤	3		2	
넘버즈인		2		
SOME BY MI	4			
마리앤메이				
Top 10 고객 비중	66	69	71	67

자료: 실리콘트 홈페이지, 유인티증권 리서치센터

[Fig. 10] 실리콘트 국가별 3 분기 누적 매출액

(단위: %)	2024.3Q	2023.3Q	YoY(%)	24.3Q 비중
United States	1,712	800	114	33%
Poland	496	52	857	10%
Korea	337	229	48	7%
UAE	251	26	854	5%
Netherlands	223	92	143	4%
Indonesia	195	130	51	4%
Malaysia	213	113	89	4%
Australia	157	104	51	3%
Canada	130	64	104	3%
기타 해외국가	1,464	762	92	28%
합계	5,180	2,372	118	100%

자료: DART, 유인티증권 리서치센터

[Fig. 11] 국내 중소형 브랜드 2023년 실적

(단위: 억원, %)

## [ 매출액 1,000억원 넘는 메가 브랜드 ]

	회사명	대표 브랜드	매출액	영업이익	OPM	비고
A090430	아모레퍼시픽	CosRX	4,862	1,612	33	
A018290	브이티	VT cosmetics	2,955	456	15	
A278470	에이피알 달바 글로벌	메디큐브, 에이프릴 스킨 d'Alba	5,238 2,008	1,042 345	20 17	
A114840	고운세상코스메틱 아이에밀리에스씨 더 파운더즈 구다이글로벌 IIICOMBINED 서린컴퍼니 비나우 A439090	Dr.G rom&nd, nuse ANUA 조선미녀 탬버린즈(TAMBURINS), 썸바이미(SOME BY ME) 라운드 랩(ROUND LAB) 뛰(fwee), 넘버즈인(numbuz:n) 등 마녀공장	1,984 1,442 1,432 1,396 6,083/1,174* 1,156 1,145 1,050	293 248 400 689 1,511/ *	15 17 28 49 25	*전체/화장품 매출액

## [ 미래 메가 브랜드 ]

	회사명	대표 브랜드	매출액	영업이익	OPM	비고
	구다이글로벌	스킨천사	798	107	13	
	스킨아이데아	메디필	741	194	26	
	와이어트	닥터포헤어, 어노브	740	82	11	
	정샘물뷰티	정샘물뷰티	707	153	22	
	토리든	토리든	673	99	15	
	포컴퍼니	아비브	602	83	14	
A214450	파마리서치 메디테라피	리쥬란 메디테라피	2,610/600	923/*	35	전체/화장품 매출액
			589	45	8	

A031430	올리브인터내셔널 뷰티셀렉션 신세계인터내셔날 브랜드501 랩앤컴퍼니 A123690	밀크터치, 성분에디터 바이오던스 어뮤즈 닥터멜락신 스킨앤랩 더샘 엑시스와이	487 416 368 287 273 787/236 232	10 -47 18 6 27 31/* 135	2 -11 5 2 10 4	전체/수출 매출액
A227610	세모컴퍼니 아우딘퓨처스 원앤드 픽톤 A018250	휩드 네오젠, ODM 헤이미쉬 토코보 Age20s', 루나	174 327/151 142 117 *6,689/2,324/96	37 2 24 13 619/*	21 1 17 11 9	전체/수출 매출액

A092730	네오팜	아토팜, 리얼베리어	971/140/30	253/*	26	전체/수출/미국 매출액
---------	-----	------------	------------	-------	----	--------------

주: 매출액이 1천억 넘는 메가브랜드는 2024년 10월 16일에 열린 2024 Yuanta K-Beauty Forum에서 안지영 연사가 발표한 [K-Beauty's third wave, What's next?] 강의 내용을 일부 인용함

자료: DART, 유안타증권 리서치센터

## 2. K-뷰티의 글로벌 성공과 새로운 수출 패턴: A 브랜드 사례 분석

한때 한국 화장품은 국내 유통 플랫폼인 올리브영과 같은 채널을 통해 글로벌 시장에 진출하는 것이 일반적이었다. 이러한 방식은 K-뷰티가 세계적으로 알려지는 데 중요한 역할을 했다. 그러나 최근에는 해외에서 먼저 인기를 얻은 뒤, 다시 국내로 수입되는 새로운 수출 경로가 주목받고 있다. 특히 동남아시아(태국, 말레이시아 등)를 거쳐 미국으로 이어지는 패턴이 점차 확산되고 있다.

### ① A 브랜드의 성공 스토리

대표적인 사례로 A 브랜드를 들 수 있다. A 브랜드는 처음부터 국내보다는 해외에서 더 큰 주목을 받았다. 특히 태국에서 먼저 인기를 얻은 뒤, 미국으로 진출하여 성공한 경우다.

#### - 태국에서의 성공 요인:

A 브랜드가 태국 시장에서 주목받은 결정적인 이유는 유명 아이돌 그룹을 광고 모델로 발탁했기 때문이다. 이 아이돌 그룹은 태국에서 큰 팬덤을 보유하고 있었고, 이로 인해 A 브랜드의 인지도가 빠르게 상승했다.

#### - 미국 시장 진출과 성장:

태국에서의 성공을 발판 삼아, A 브랜드는 미국으로 수출되었다. 특히 미국의 최대 전자상거래 플랫폼인 아마존(Amazon)에서 큰 반향을 일으켰다. A 브랜드는 아마존의 뷰티 카테고리에서 Top 10 인기 브랜드에 오르는 성과를 거두며 K-뷰티의 저력을 보여주었다.

### ② 새로운 역수입 패턴

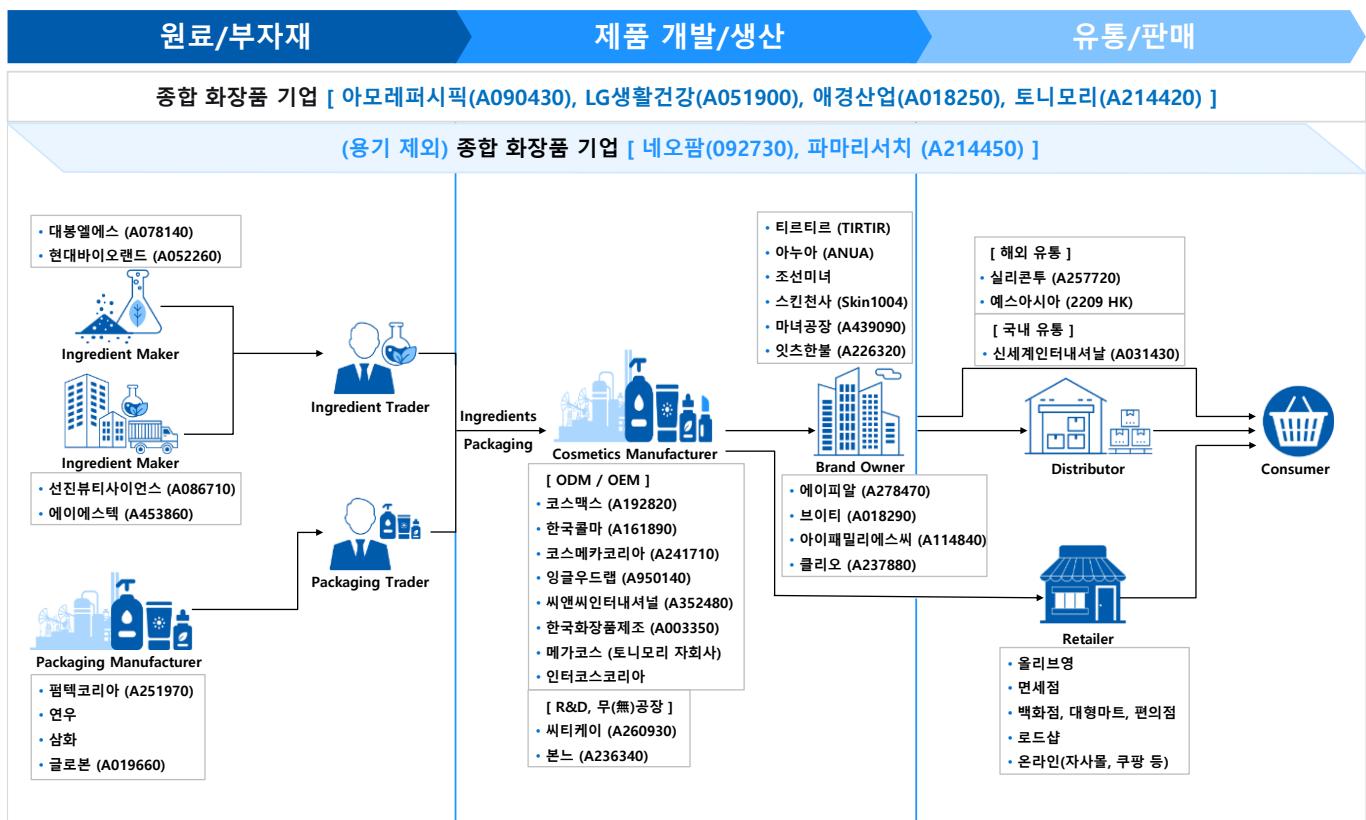
A 브랜드의 이러한 성공은 단순히 해외에서의 성과로 그치지 않았다. 아마존에서의 높은 인지도와 매출을 바탕으로, A 브랜드는 다시 한국으로 역수입되었다. 이제는 올리브영과 같은 국내 유통망에서도 A 브랜드를 쉽게 찾아볼 수 있게 되었다.

이 사례는 K-뷰티가 단순히 국내에서 해외로 나가는 전통적인 수출 방식에 머물지 않고, 해외 시장에서 성공한 후 국내로 재진입하는 새로운 전략으로도 충분히 성공할 수 있음을 보여준다. 특히, 동남아시아→미국→한국으로 이어지는 새로운 루트는 앞으로 더 많은 K-뷰티 브랜드에 기회가 될 것으로 보인다.

### 3. 글로벌 대형사의 ODM 비중 확대(하청업체에서 협력관계로)

2025년까지 ODM 시장은 연평균 20% 성장이 예상된다. 글로벌 대형사는 ODM(Original Design Manufacturer) 비중을 확대하고 있다고 밝혔다. 이는 ODM 시장의 성장 가능성을 의미하며, 코스맥스와 같은 주요 ODM 기업들의 장기 성장에 긍정적인 영향을 미칠 것으로 예상된다.

[Fig. 12] K-Beauty Value Chain



자료: 유안타증권 리서치센터

[Fig. 13] 국내 및 해외 화장품 ODM 회사

회사명	소재지	매출액 (억원)	기준 년도	연간 생산 CAPA (억개) (추정치는 추정근거)	주요 특징
1 KDC/One	미국	24,681	2021	25.0 생산 시설 1개당 1억개 추정	북미 최대 ODM 기업 프레스티지 브랜드 주력, 유럽, 아시아 확장 중
2 COSMAX	한국	17,775	2023	22.8	
3 BPI	프랑스	12,829	2019	16.0	유럽, 아시아, 북미에 스킨케어 제조 시설
4 Intercos	이태리	13,964	2023	16.0 생산 시설 1개당 1억개 추정	색조화장품 특화 럭셔리 브랜드 파트너십 강점, 첨단 R&D 센터 보유
5 Nox Bellcow Cosmetics	중국	3,633	2023	9.0 분야당 3억개 추정	중국 화장품 ODM 시장 1위 기업
6 Cosmecca	한국	4,707	2023	7.8	
7 Kolmar Korea	한국	10,983	2023	7.6 HK 이노엔, 연우 제외	기초화장품 기술력 우수 기술 특화, 중국, 북미 생산기지 확보
8 Chromavis	이태리	898	2021	4.0 생산시설 1개당 0.5억개 추정	색조화장품 유럽 럭셔리 브랜드 파트너
9 B.Kolor	이태리	1,196	2022	3.0	트렌디 컬러 개발 유럽 인증 보유, 소량 프리미엄 생산 커스텀 패키징
10 C&C International	한국	2,203	2023	3.0	
11 Bawei	중국	865	2023	2.0 각 분야당 0.3억개 추정	바이오 기술 결합 첨단 R&D 센터, 중국 인증 다수 보유 스마트 공장
12 Cohere Beauty	미국	—	—	2.0	천연 원료 전문성 유기농 인증 다수, 친환경 생산 시설, 소량 생산 가능
13 Jiangsu Meiaisi Cosme	중국	—	—	2.0	마스크팩 전문 대량생산 시스템
14 Mana Products	미국	—	—	2.0 생산 시설 개당 1억개 추정	프리미엄 메이크업 특화, 친환경 개발 유기농 인증 획득, 클린뷰티 선도
15 Oxygen Development	미국	2,000	2023	2.0	스킨케어 전문, 유기농 제품 특화
16 Ancorotti	이태리	1,631	2023	1.5	메이크업 특화 이탈리아 명품 브랜드 공급, 혁신적 제형 개발 맞춤형
17 Global Cosmetics	홍콩	—	—	1.5	스킨케어/메이크업 통합 생산, 아시아 시장 중심
18 HCP Packaging	중국	—	—	1.0 생산 시설 1개당 0.1억개 추정	포장 솔루션을 전문
19 Megacos Co., Ltd	한국	424	2023	0.8	토니모리 자회사, 토니모리 브랜드 생산량 30%, 소량주문 빠른 개발
20 Cosmewax	스페인	331	2019	0.7 7천톤을 개당 100g으로 추정	바디케어 제품 특화, 유럽 시장 중심
21 Bath Concept	중국	—	—	0.5	스킨케어/바디케어 전문, 중국 로컬 브랜드 강세
22 Maqpro	프랑스	—	—	0.5	전문 메이크업 제품 개발에 초점을 맞춘 ODM 제조업체, 고품질

주: 한국콜마 매출액은 연우, HK 이노엔 제외 매출액

자료: DART, Bloomberg, 유인티증권 리서치센터

[Fig. 14] 미국 인디 브랜드 생산 현황

	Category	Make up	Skin care
Prestige	Base Make up, Point Make up	USA, ITALY	USA, CANADA, SWITZERLAND
Masstige	Base Make up	USA, CANADA, KOREA	
	Point Make up, Emulsion	ITALY, USA, KOREA, CHINA, MALAYSIA	USA, CANADA, KOREA
	Powder	ITALY, CHINA, USA	
Mass		CHINA, TAIWAN, MALAYSIA	USA

주: "안지영, [K-Beauty's third wave, What's next?], 2024 Yuanta K-Beauty Forum, 2024년 10월 16일, p.11."인용

자료: 유인티증권 리서치센터

[Fig. 15] 미국 ODM 사 생산 현황

	Make up	Skin care
Prestige	ITALY	SWITZERLAND
Masstige	CHINA: Point make up, Powder KOREA: Emulsion Base make up, Foundation, BB, CC	KOREA
Mass	CHINA, TAIWAN (Base & Point make up)	USA
*비고	Made in US: 매스 메이크업 시장 모든 카테고리에서 적용 일본에서 생산된 제품은 프레스티지 레벨로 간주됨	

주: "안지영, [K-Beauty's third wave, What's next?], 2024 Yuanta K-Beauty Forum, 2024년 10월 16일, p.11."인용, 자료: 유인티증권 리서치센터

[Fig. 16] 미국 다국적기업 생산 현황

Production	Prestige	Mass
In-House	O	O
ODM	Mainly Make up	Mainly Make up
	USA	USA
	ITALY	CHINA
지역	KOREA	TAIWAN
	CHINA	MALAYSIA

주: "안지영, [K-Beauty's third wave, What's next?], 2024 Yuanta K-Beauty Forum, 2024년 10월 16일, p.11."인용, 자료: 유인티증권 리서치센터

## 4. K-Sun 케어 제품 성장 가속화<sup>1</sup>

최근 미국 시장에서 고품질 선케어 제품에 대한 수요가 급증하며, 한국 화장품 ODM 기업들이 글로벌 경쟁력을 강화할 기회를 맞이하고 있다. 특히 코스맥스, 한국 콜마, 코스메카코리아와 같은 주요 제조사들은 미국 FDA의 GMP(우수 제조 기준) 인증을 확보하기 위해 철저히 준비하고 있다. FDA의 GMP 인증은 미국 시장뿐 아니라 캐나다, 호주 등 글로벌 시장에서도 추가 인증 없이 수출할 수 있는 기반이 된다.

### ① OTC 제품의 미국 시장 진출

미국에서는 자외선차단제, 발한억제제, 비듬방지 화장품, 여드름용 제품 등이 OTC(Over The Counter) 제품으로 분류된다. 한국에서 일반 화장품으로 취급되는 자외선차단제 역시 OTC로 포함되기 때문에, 미국 수출을 희망하는 기업들은 반드시 FDA의 OTC 규정을 준수해야 한다. 국내 ODM사 전문가는 OTC 시설 준비를 소홀히 하면 수년간 수출이 중단될 수 있다고 강조했다.

### ② FDA 실사와 기업들의 대응

FDA는 코로나 팬데믹 이후 OTC 제조시설에 대한 현장 실사를 재개했다. 2024년 9월부터 10월 사이, 코스맥스, 한국콜마, 코스메카코리아가 실사를 받았으며, 11월에는 한국화장품 등이 실사 대상에 포함되었다. 실사는 5일 동안 하루 8시간씩 시설과 문서를 철저히 점검하는 방식으로 진행된다. 실사 이후 FDA는 적합(NAI), 조건부 적합(VAI), 부적합(OAI) 등급 중 하나를 부여한다.

### ③ 중소형 제조사의 도전과 과제

대형 제조사들은 철저한 준비로 실사에 성공적으로 대응하고 있으나, 중소형 제조사들은 상대적으로 더 큰 어려움을 겪고 있다. GMP 기준을 충족하지 못해 Warning Letter를 받으면, 수출이 중단되고 기존 제품도 세관에서 샘플링 검사를 받는 등 제약이 발생할 수 있다.

<sup>1</sup> 박수연 기자, 2024년 11월 13일, 약업신문, "OTC 제조시설 GMP 인증, 수출 전에 미리 대비해야"를 인용함

# 실리콘투 (257720)

## 성장 둔화인가 새로운 도약인가

### 미국 시장 성장률 둔화의 이면

실리콘투는 2024년 3분기 실적 발표 이후 시장의 예상을 뒤엎고 주가가 급락하는 사태를 맞이했다. 3분기 매출액은 1,867억원(+84.9 YoY), 영업이익은 426억원(+181.5% YoY)이라는 나쁘지 않은 실적에도 불구하고 미국 시장 성장 둔화에 대한 우려가 투자 심리를 위축시킨 것이다.

① 아마존 비즈니스 전략적 축소: 실리콘투는 수익성이 낮은 아마존 플필먼트 서비스 비중을 축소하고, 고수익 CA 사업에 집중하는 전략을 취하고 있다. 3분기 아마존 매출액은 59억원으로 전년 동기 대비 38% 감소했다. 아마존과 CA 사업부의 영업이익률 차이는 10%p 이상으로 파악된다. 이는 전사 매출액 성장률은 둔화되었으나, 영업이익률은 전분기 대비 +1.3%p 상승한 이유이기도 하다.

② iHerb 매출의 특수성: 동사 CA 고객 1위인 iHerb, Inc 매출액은 213억원으로 전분기 218억원 대비 소폭 감소했다. iHerb는 미국 기업이지만 매출의 95%가 해외에서 발생하며, 주요 고객은 해외 직구족이다. iHerb 전체 트래픽은 국가별로 미국 15%, 사우디아라비아 12%, 일본 5%, 영국 5%, 한국 5%의 비중을 차지하고 있다. 따라서 iHerb 매출 감소를 미국 내 K-뷰티 수요 감소로 해석하는 것은 무리가 있다. 오히려 해외 소비자들의 구매 플랫폼 변화, 즉 아시아 국가의 온라인 쇼핑몰 이용 증가가 iHerb 매출 감소에 영향을 미쳤을 가능성이 높다.

### 유럽, 아시아 시장 확대 및 브랜드 다변화

동사에 대해 투자의견 Buy, 목표주가 60,000원을 유지한다. 특정 지역 및 브랜드에 대한 매출 의존도가 높아지면 해당 지역의 경제 상황, 정치적 변화, 규제 변화 등 다양한 요인에 의해 기업 실적이 큰 영향을 받을 수 있다. 실제로 과거 중국 화장품 시장에서 이러한 현상이 두드러지게 나타났다. 그러나 실리콘투는 특정 지역에 대한 의존도를 낮추고, 글로벌 시장으로 사업 영역을 확장하고 있음을 보여주었다. 특히 동사는 유럽과 아시아 시장 확대를 통해 성장 동력을 확보하고 있다. 3분기 누적으로 동사는 UAE에서 +854% YoY라는 높은 성장률을 기록했으며, 유럽(폴란드+네덜란드)에서도 +401% YoY 성장세를 보였다. 동사 Top 10 브랜드 비중 역시 2분기 71%에서 3분기는 67%로 4%p 하락했다. 매 분기 신규 브랜드가 Top 10 포트폴리오에 진입하고 있다. 3분기에는 티르티르가 새롭게 Top 10 브랜드에 진입했다.

#### Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

결산 (12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	(억원, 원, %, 배)
매출액	1,653	3,429	7,250	10,500	
영업이익	142	478	1,560	2,290	
지배순이익	112	380	1,289	1,831	
PER	15.3	9.6	13.2	9.3	
PBR	1.8	2.7	6.5	3.8	
EV/EBITDA	8.7	7.7	10.7	7.2	
ROE	12.2	32.9	64.6	51.5	

자료: 유안타증권



이승은 화장품/유통  
seungeun.lee@yuantakorea.com

BUY (M)

목표주가 60,000원 (M)

현재주가 (11/15) 28,050원

상승여력 114%

시가총액 17,075억원

총발행주식수 60,873,234주

60일 평균 거래대금 741억원

60일 평균 거래량 1,829,743주

52주 고/저 52,800원 / 7,500원

외인지분율 8.74%

배당수익률 0.00%

주요주주 김성운 외 6 인

주가수익률 (%) 1개월 3개월 12개월

절대 (32.8) (30.6) 223.5

상대 (24.2) (21.3) 282.0

절대 (달러환산) (34.6) (32.5) 200.9

## 실리콘투(257720)

(단위: 억원, %)										
	1Q.23	2Q.23	3Q.23	4Q.23	2023	1Q.24	2Q.24	3Q.24P	4Q.24E	2024E
<b>매출액</b>	580	782	1,010	1,057	3,429	1,499	1,814	1,867	2,070	7,250
<i>YoY</i>	64.4	109.9	119.0	126.7	107.5	158.4	131.9	84.9	95.9	111.5
[법인별 매출액]										
실리콘투[별도]	520	803	968	1,025	3,315	1,209	1,899	1,625	1,800	6,533
StyleKorean Inc.	164	233	344	369	1,109	498	535	568	600	2,200
STYLEKOREAN MY SDN, BHD	17	27	35	48	127	63	62	65	50	240
STYLEKOREAN EU B.V.	0	2	40	42	84	99	125	16	50	291
SKO Sp. z o.o.			0	4	4	4	116	215	250	585
연결조정	-121	-282	-377	-427	-1,207	-371	-923	-622	-680	-2,599
[사업부분별 매출액]										
CA(Corporate Account)	456	613	793	858	2,720	1,257	1,542	1,663	1,850	6,312
iHerb, Inc	49	67	117	106	339	169	218	213	240	840
PT. Style Korean Indonesia	20	36	61	38	155	82	19	124	110	335
PA(Personal Account)	41	46	55	33	175	49	57	61	40	207
스타일코리아 US	31	35	33	39	139	42	53	54	35	184
풀필먼트	83	123	161	166	532	193	215	137	130	675
Amazon.com	48	65	95	124	332	133	96	59	60	348
임대매출 등	0	0	1	0	1	1	0	5	1	7
<b>영업이익</b>	74	104	151	149	478	294	389	426	450	1,560
<i>YoY</i>	222.5	316.0	204.7	232.4	235.8	297.1	275.1	181.5	202.4	226.3
<b>영업이익률</b>	12.8	13.3	15.0	14.1	13.9	19.6	21.5	22.8	21.7	21.5

자료: DART, 유안타증권 리서치센터

[Fig. 18] 실리콘투 브랜드별 매출비중

(단위: %)	2023년	2024.1Q	2024.2Q	2024.3Q
조선미녀	25	24	26	25
아누아	3	10	11	11
COSRX	14	11	9	8
라운드랩	3	4	5	4
토코보	3	3	4	4
스킨천사	2	3	4	4
티르티르				3
편강을	5	4	3	3
헤이미쉬	4	3	3	3
믹순		5	4	2
룸앤	3		2	
넘버즈인		2		
SOME BY MI	4			
마리앤메이				
<b>Top 10 고객 비중</b>	66	69	71	67

자료: 실리콘투 홈페이지, 유안타증권 리서치센터

[Fig. 19] 실리콘투 국가별 3분기 누적 매출액

(단위: %)	2024.3Q	2023.3Q	YoY(%)	24.3Q 비중
United States	1,712	800	114	33%
Poland	496	52	857	10%
Korea	337	229	48	7%
UAE	251	26	854	5%
Netherlands	223	92	143	4%
Indonesia	195	130	51	4%
Malaysia	213	113	89	4%
Australia	157	104	51	3%
Canada	130	64	104	3%
기타 해외국가	1,464	762	92	28%
<b>합계</b>	5,180	2,372	118	100%

자료: DART, 유안타증권 리서치센터

## 실리콘루 (257720) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

순익계산서		(단위: 억원)				
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F	
매출액	1,653	3,429	7,250	10,500	13,800	
매출원가	1,125	2,278	4,800	6,900	9,000	
매출총이익	528	1,151	2,450	3,600	4,800	
판관비	385	673	890	1,310	1,750	
영업이익	142	478	1,560	2,290	3,050	
EBITDA	169	515	1,597	2,327	3,087	
영업외손익	0	3	40	60	71	
외환관련손익	-11	-7	0	0	0	
이자순익	5	0	2	9	18	
관계기업관련손익	4	15	26	56	58	
기타	2	-5	12	-5	-5	
법인세비용차감전순손익	143	481	1,600	2,350	3,121	
법인세비용	31	101	310	520	740	
계속사업순손익	112	380	1,289	1,831	2,381	
중단사업순손익	0	0	0	0	0	
당기순이익	112	380	1,289	1,831	2,381	
지배지분순이익	112	380	1,289	1,831	2,381	
포괄순이익	116	381	1,291	1,832	2,383	
지배지분포괄이익	116	381	1,291	1,832	2,383	

주: 영업이익 산출 기준은 기준 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판관비만 차감

현금흐름표		(단위: 억원)				
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F	
영업활동 현금흐름	98	-185	837	919	1,470	
당기순이익	112	380	1,289	1,831	2,381	
감가상각비	26	37	37	37	37	
외환손익	15	13	0	0	0	
증속, 관계기업관련손익	-4	-15	-26	-56	-58	
자산부채의 증감	-77	-670	-484	-916	-910	
기타현금흐름	26	70	22	24	21	
투자활동 현금흐름	-201	-184	-754	-737	-1,363	
투자자산	-56	-47	-195	-176	-172	
유형자산 증가 (CAPEX)	-228	-183	-300	-490	-700	
유형자산 감소	1	55	15	14	13	
기타현금흐름	82	-9	-274	-85	-505	
재무활동 현금흐름	156	329	451	-355	-201	
단기차입금	187	367	530	-274	-123	
사채 및 장기차입금	-4	20	0	0	0	
자본	20	7	0	0	0	
현금배당	0	0	0	0	0	
기타현금흐름	-48	-64	-79	-81	-78	
연결범위변동 등 기타	-2	0	75	142	114	
현금의 증감	51	-40	610	-32	21	
기초 현금	161	212	172	782	751	
기말 현금	212	172	782	751	771	
NOPLAT	142	478	1,560	2,290	3,050	
FCF	-129	-368	537	429	770	

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임

2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임

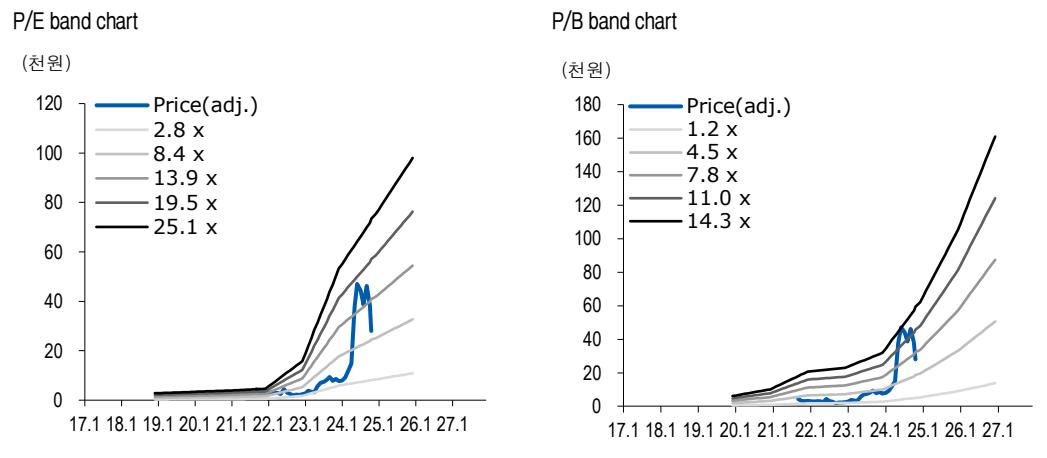
3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표		(단위: 억원)				
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F	
유동자산	732	1,364	2,793	3,814	5,303	
현금및현금성자산	212	172	782	751	771	
매출채권 및 기타채권	77	233	343	395	441	
재고자산	286	785	1,200	2,100	3,000	
비유동자산	560	789	1,232	1,848	2,669	
유형자산	428	541	790	1,229	1,879	
관계기업등 지분관련자산	104	162	343	497	653	
기타투자자산	10	13	27	50	66	
자산총계	1,292	2,153	4,025	5,662	7,973	
유동부채	286	742	1,321	1,125	1,051	
매입채무 및 기타채무	31	30	63	91	90	
단기차입금	200	550	1,050	750	650	
유동성장기부채	1	1	1	1	1	
비유동부채	42	61	63	65	67	
장기차입금	37	36	36	36	36	
사채	0	0	0	0	0	
부채총계	328	803	1,385	1,190	1,118	
지배지분	964	1,350	2,640	4,472	6,855	
자본금	302	303	303	303	303	
자본잉여금	296	302	302	302	302	
이익잉여금	328	708	1,997	3,828	6,209	
비지배지분	0	0	0	0	0	
자본총계	964	1,350	2,640	4,472	6,855	
순차입금	-113	315	-34	-357	-1,000	
총차입금	251	638	1,168	894	771	

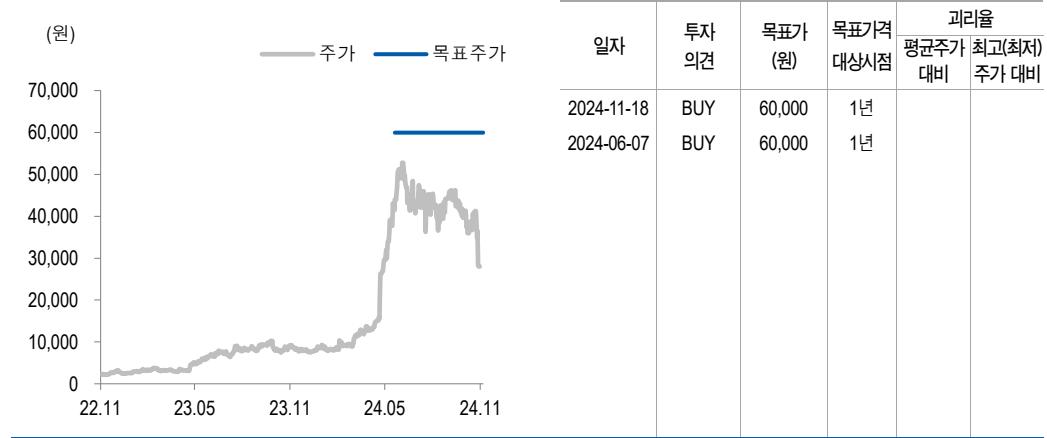
Valuation 지표		(단위: 원, 배, %)				
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F	
EPS	185	631	2,125	3,007	3,912	
BPS	1,602	2,235	4,337	7,346	11,260	
EBITDAPS	281	854	2,633	3,823	5,071	
SPS	2,737	5,687	11,951	17,249	22,670	
DPS	0	0	0	0	0	
PER	15.3	9.6	13.2	9.3	7.2	
PBR	1.8	2.7	6.5	3.8	2.5	
EV/EBITDA	8.7	7.7	10.7	7.2	5.2	
PSR	1.0	1.1	2.3	1.6	1.2	

재무비율		(단위: 배, %)				
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F	
매출액 증가율 (%)	26.2	107.5	111.5	44.8	31.4	
영업이익 증가율 (%)	62.6	235.8	226.3	46.8	33.2	
지배순이익 증가율 (%)	35.2	240.8	239.2	42.0	30.1	
매출총이익률 (%)	31.9	33.6	33.8	34.3	34.8	
영업이익률 (%)	8.6	13.9	21.5	21.8	22.1	
지배순이익률 (%)	6.7	11.1	17.8	17.4	17.3	
EBITDA 마진 (%)	10.3	15.0	22.0	22.2	22.4	
ROIC	19.0	35.2	69.9	62.8	54.2	
ROA	9.8	22.1	41.7	37.8	34.9	
ROE	12.2	32.9	64.6	51.5	42.0	
부채비율 (%)	34.1	59.5	52.4	26.6	16.3	
순차입금/자기자본 (%)	-11.7	23.3	-1.3	-8.0	-14.6	
영업이익/금융비용 (배)	49.8	67.2	108.0	138.8	229.0	

## 실리콘투(257720)



### 실리콘투 (257720) 투자등급 및 목표주가 추이



자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가<sup>\*</sup> - 목표주가) / 목표주가 X 100

\* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	87.9
Hold(중립)	12.1
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2024-11-18

※해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : 이승은)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: +30%이상 Buy: 15%이상, Hold: -15% 미만 ~ +15% 미만, Sell: -15%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.

# 코스맥스 (192820)

## NDR 후기: 과도한 주가 하락은 기회

### 긍정적인 업황! 2025년 국내 법인 매출 성장 23% 추정

당사는 11월 14일부터 15일까지 코스맥스 NDR을 진행했다. 동사는 3분기 시장 기대치에 부합하는 실적을 발표했지만, 주가는 지난 한 주간 12% 하락하며 시장의 과도한 우려를 반영했다. 동사 편더멘탈은 여전히 견고하다. 당사는 코스맥스 국내 법인 매출액 성장률을 4분기 +34% YoY, 2025년 +23% YoY로 추정했다. ①75%의 리오더율과 ②50%까지 낮아진 Top 10 고객사 비중, ③CAPA 증설은 탄탄한 성장 동력을 시사한다. 시장에서 가장 우려했던 국내법인 대손상각비는 3분기 2억원으로 감소했다. 회사 측은 철저한 채권 관리 강화를 통해 리스크를 해소하고자 하는 입장이다.

### 4Q24 & 2025년 전망: 시장의 우려 속에 숨겨진 투자 기회

코스맥스에 대해 투자의견 Buy, 목표주가 185,000원을 유지한다. 코스맥스의 4분기 및 내년 전망은 지역별로 상이한 흐름을 보일 것으로 예상된다. 국내 법인은 올해 4분기 +30% YoY 이상의 높은 성장률이 기대된다. 2023년 4분기의 낮은 기저 효과도 있지만, 전반적인 업황이 긍정적으로 작용하고 있다. 2025년에도 성장은 긍정적으로 전망된다. 내년에도 CAPEX 증설 계획을 통해 생산 역량을 강화하고, 지속적인 성장을 도모할 예정이다.

중국 법인은 4분기에는 지역별로 상반된 결과가 예상된다. 상하이에서는 15~20%의 역성장이 예상되지만, 광저우(잇센 JV 제외)는 10%의 성장이 기대된다. 그러나 전체적으로는 역성장이 지속될 전망이다. 내년에는 중국 법인의 불확실성이 더욱 커질 것으로 보인다. 온라인 고객사의 부진이 이어질 것으로 예상되며, 이를 상쇄하기 위해 동사는 오프라인 및 수출 고객사를 확보하는 데 주력할 계획이다. 미국 법인은 올해 4분기에 낮은 10%대에서 높은 10%대 수준의 역성장이 예상된다. 이는 글로벌 경제 상황과 신규 고객사 확보 지연에 따른 영향으로 분석된다. 내년 상반기까지는 회복세가 더딜 것으로 보인다. 동남아 시장은 빠른 성장세를 보이고 있다. 인도네시아와 태국 법인은 4분기 각각 +25% YoY, +40% YoY 이상의 높은 성장률이 예상되며, 동남아시아 시장의 견조한 수요가 이를 뒷받침하고 있다. 내년에도 동남아 시장은 높은 성장세를 유지할 것으로 보인다.

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)				
결산 (12월)	2022A	2023A	2024F	2025F
매출액	16,001	17,775	20,683	23,800
영업이익	531	1,157	1,722	2,000
지배순이익	208	571	869	1,180
PER	37.2	20.1	17.7	13.0
PBR	1.3	3.2	3.5	2.9
EV/EBITDA	9.5	8.9	8.2	6.9
ROE	3.6	12.1	21.8	24.2

자료: 유안타증권



이승은 화장품/유통  
seungeun.lee@yuantakorea.com

BUY (M)

목표주가 185,000원 (M)

현재주가 (11/15) 135,400원

상승여력 37%

시가총액	15,367억원
총발행주식수	11,349,509주
60일 평균 거래대금	232억원
60일 평균 거래량	172,235주
52주 고/저	197,800원 / 100,800원
외인지분율	32.49%
배당수익률	0.40%
주요주주	코스맥스비티아이 외 12인

주가수익률 (%)	1개월	3개월	12개월
절대	0.9	8.9	12.5
상대	9.9	19.2	15.7
절대 (달러환산)	(1.8)	6.0	4.6

[Fig. 20] 코스맥스 실적 추이 및 전망

(단위: 억원, %)

	1Q.23	2Q.23	3Q.23	4Q.23	2023	1Q.24	2Q.24	3Q.24P	4Q.24E	2024E
매출액	4,033	4,793	4,583	4,367	17,775	5,268	5,515	5,298	4,602	20,683
코스맥스[별도]	2,434	2,783	2,880	2,479	10,576	3,154	3,482	3,478	3,322	13,436
코스맥스 이스트	1,224	1,538	1,237	1,475	5,474	1,692	1,476	1,144	1,188	5,500
상하이 법인	915	1,119	855	1,108	3,997	1,076	975	720	890	3,661
광저우 법인	297	400	369	340	1,406	496	495	397	350	1,738
코스맥스 웨스트	271	381	369	378	1,399	388	360	325	330	1,403
코스맥스 인도네시아	192	207	234	225	858	239	254	323	287	1,103
코스맥스 타일랜드	51	68	66	71	256	95	103	111	109	418
YoY	1	18	15	9	11	31	15	16	5	16
코스맥스[별도]	19	23	39	14	24	30	25	21	34	27
코스맥스 이스트	-18	12	-8	8	-2	38	-4	-8	-19	0
상하이 법인	-29	-2	-20	11	-11	18	-13	-16	-20	-8
광저우 법인	27	11	18	23	19	67	24	8	3	24
코스맥스 웨스트	-39	0	-18	3	-15	43	-6	-12	-13	0
코스맥스 인도네시아	34	41	26	14	27	25	23	38	27	29
코스맥스 타일랜드	82	100	-3	9	31	86	51	70	54	63
영업이익	138	460	333	225	1,157	455	467	434	366	1,722
코스맥스[별도]	130	304	258	175	868	301	345	395	245	1,286
해외 및 기타	8	156	75	50	289	154	122	39	74	386
영업이익률	3	10	7	5	7	9	8	8	8	8
코스맥스[별도]	5	11	9	7	8	10	10	11	7	10

자료: 코스맥스, 유인타증권 리서치센터

[Fig. 21] 코스맥스 2024년 3분기 주요 제품



자료: 코스맥스, 유인타증권 리서치센터

## 코스맥스 NDR 주요 내용 정리

### 1. 3분기 실적 리뷰

연결 기준 매출액 5,298억원 (YoY +16%), 영업이익 434억원 (YoY +30%)으로 시장 컨센서스 부합

- 국내 제품 카테고리: 스킨케어, 색조 균형 (5:5),
- 법인별 가동률: 한국 70% 초반, 상해/광저우 30%대, 인도네시아 55~60%, 태국 45~50%, 미국 25~30%
- CAPEX: 국내 투자 확대 (평택 1,2공장 확장, 자동화 설비 교체), 올해 연결 기준 1,500억~2,000억원 예상
- 해외 법인 투자: 일본 (인수 검토), 남미 (TF 운영, 시장 조사 단계)
- RCPS 비용: 분기별 35억원, 연간 140억원, 배당금 2%, 부채 밸런스 조정, 구조 개선 검토 중
- 배당 정책: 별도 순이익 기준 30% 유지
- R&D 인력: 글로벌 940명 (한국 450명)
- 영업이익률 마진 개선 요인: 매출 레버리지, 제품 구성, 턴키/논턴키 방식, 부자재 조달 등 다양한 요인 영향
- 인디 브랜드: 낮은 MOQ, 짧은 리드 타임, 마케팅 지원, 가격 협상 유리
- 브랜드 부침 심화: 아마존 판매, 미투 제품 출시 등, 코스맥스는 유연하게 대응 가능
- **국내: 매출액 3,478억원 (YoY +21%), 영업이익 395억원 (YoY +53%)**
- 탑10 고객사 비중 55% → 50% 초반대로 감소 (고객 다변화)
- 주요 품목 성장률: 파운데이션, 립, 자외선 차단제, 크림 30% 이상.
- 수출 비중: 20%
- CAPA 확장: 2025년 1월 +20% 증가, 추가로 2025년 말까지 +30% 확장.

- **중국: 매출액 1,144억원 (YoY -8%)**
  - 상해: 매출액 720억원 (YoY -16%), 순손실 31억원 (적자 전환), 온라인 고객사 부진
  - 광저우: 매출액 397억원 (YoY +8%), 순이익 31억원
  - 온라인 채널 비중: 60~70%
  - 시장 상황: 온라인 채널 부진, 오프라인 채널 상대적 강세, 왕홍 마케팅 부진, 품질 문제 이슈
  - 중국 사업 리스크: 가격 경쟁 심화, 기술 유출, 미중 무역 분쟁 영향
  - 코스맥스 차이나 상장: 2026년 상장 목표, 내년부터 준비 필요
- **미국: 매출액 325억원 (YoY -12%), 순손실 92억원**
  - 캘리포니아 오피스 개소, 신규 고객 15곳 확보
  - 고객사별 실적 양극화: 중소형 브랜드 성장 vs. 대형 브랜드 부진
  - 미국 사업 전망: OEM → ODM 비중 전환 (75% 목표), 인디 브랜드 고객 유치, 서부 지역 확장
  - 미국 시장: ODM 콘셉트 도입 초기 단계, 온라인 채널 비중 낮음, 긴 리드 타임
- **동남아: 인도네시아 323억원 (YoY +38%), 태국 111억원 (YoY +70%)**
  - 인도네시아: 순이익률 30%, 온라인 시장 발달
  - 태국: 순이익률 24%, 저가 제품, 파우치형 제품 수요
  - 태국 공장 증설: 2026년 6월 완공 목표, 투자 규모 370억~380억원
  - 인도네시아 공장 확장 가능 (현재 60% 가동, 추가 확장 여지 충분)
  - 성장 전략: 낮은 인건비, 경쟁 부재, 할랄 인증 강점 활용, 인도네시아&태국 거점으로 아세안 시장 확대, 중국 공장 활용

## 2. 주요 이슈 및 질의응답

- **대손상각비:**

- 2분기 특수관계사 대손상각비 97억원 발생, 3분기 대손상각비 2억원 (충당금 환입 영향)
- 미국 법인 매출채권 손상차익 30억원 인식, 관계사 부도 20억원 비용 발생
- 특수관계사 채권 관리 강화, 4분기 이후 1분기까지 안정적, 이후 데이터 기반 계획 필요

- **미국 법인:**

- 미국 법인 대여금: 잔액 1,800억원, 총 4,600억원 지원, 충당금 2,800억원
- 대여금 손상처리: 올해 발생 없음, 감사인 판단에 따라 손상 처리

## 3. 4분기 및 내년 전망

- **국내:**

- 4분기: 30% 이상 성장 전망, 작년 4분기 낮은 기저 효과
- 내년: 피크 아웃 우려는 아직 이르다고 판단, CAPEX 증설 계획, 긍정적 전망

- **중국:**

- 4분기: 상해 -15~20%, 광저우 +10~15% 예상, 전체적으로 역성장 지속 전망
- 내년: 온라인 고객사 부진 지속, 오프라인/수출 고객사 확보 노력, 불확실성 높음

- **미국:**

- 4분기: 낮은 10%대에서 높은 10%대 역성장 전망
- 내년: 신규 고객사 매출 발생까지 시간 소요, 하반기부터 개선 기대

- **동남아:**

- 4분기: 인도네시아 25% 이상, 태국 40% 이상 성장 전망
- 내년: 사업 계획 확정 전, 높은 성장세 유지 기대, 아세안 시장 확대

## 코스맥스 (192820) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

순익계산서		(단위: 억원)				
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F	
매출액	16,001	17,775	20,683	23,800	26,000	
매출원가	13,949	14,838	16,570	19,010	20,500	
매출총이익	2,053	2,936	4,113	4,790	5,500	
판관비	1,522	1,780	2,391	2,790	3,200	
영업이익	531	1,157	1,722	2,000	2,300	
EBITDA	1,119	1,751	2,248	2,465	2,712	
영업외순익	-469	-315	-512	-410	-400	
외환관련손익	-9	-11	0	0	0	
이자순익	-185	-256	-253	-224	-188	
관계기업관련손익	0	-19	19	19	19	
기타	-275	-29	-278	-205	-231	
법인세비용차감전순손익	62	842	1,210	1,590	1,900	
법인세비용	226	464	400	480	561	
계속사업순손익	-164	378	809	1,110	1,340	
중단사업순손익	0	0	0	0	0	
당기순이익	-164	378	809	1,110	1,340	
지배지분순이익	208	571	869	1,180	1,400	
포괄순이익	-149	292	723	1,024	1,253	
지배지분포괄이익	318	514	1,275	1,805	2,210	

주: 영업이익 산출 기준은 기준 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판관비만 차감

현금흐름표		(단위: 억원)				
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F	
영업활동 현금흐름	1,025	2,310	1,428	1,639	1,943	
당기순이익	-164	378	809	1,110	1,340	
감가상각비	549	557	494	439	390	
외환손익	52	18	0	0	0	
증속, 관계기업관련손익	0	19	-19	-19	-19	
자산부채의 증감	282	788	-155	-185	-56	
기타현금흐름	307	551	298	293	289	
투자활동 현금흐름	-313	-1,045	-112	-123	-78	
투자자산	576	-203	-117	-126	-89	
유형자산 증가 (CAPEX)	-842	-863	0	0	0	
유형자산 감소	16	49	0	0	0	
기타현금흐름	-63	-28	5	3	11	
재무활동 현금흐름	35	-392	1,113	1,115	1,106	
단기차입금	706	-281	27	29	20	
사채 및 장기차입금	-263	1,328	0	0	0	
자본	-57	-2,582	0	0	0	
현금배당	-63	0	-57	-57	-57	
기타현금흐름	-289	1,143	1,143	1,143	1,143	
연결범위변동 등 기타	-52	4	-1,437	-1,391	-1,499	
현금의 증감	696	877	992	1,240	1,473	
기초 현금	998	1,694	2,571	3,563	4,803	
기말 현금	1,694	2,571	3,563	4,803	6,276	
NOPLAT	531	1,157	1,722	2,000	2,300	
FCF	184	1,447	1,428	1,639	1,943	

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임

2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임

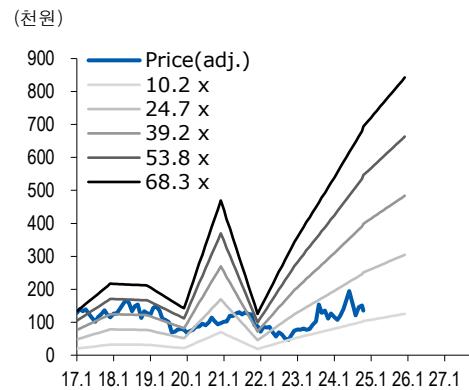
3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표		(단위: 억원)				
결산(12월)		2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산		7,372	8,216	10,113	12,300	14,442
현금및현금성자산		1,691	2,569	3,563	4,803	6,276
매출채권 및 기타채권		3,178	2,827	3,312	3,811	4,163
재고자산		2,023	2,184	2,541	2,924	3,195
비유동자산		6,593	7,354	6,946	6,606	6,283
유형자산		4,906	5,468	4,973	4,534	4,144
관계기업등 지분관련자산		382	362	421	485	529
기타투자자산		314	455	513	576	620
자산총계		13,965	15,571	17,059	18,907	20,725
유동부채		8,120	8,738	9,452	10,218	10,758
매입채무 및 기타채무		2,574	3,646	4,242	4,881	5,333
단기차입금		4,340	4,027	4,027	4,027	4,027
유동성장기부채		698	347	347	347	347
비유동부채		1,402	3,247	3,355	3,470	3,552
장기차입금		208	585	585	585	585
사채		365	475	475	475	475
부채총계		9,522	11,985	12,807	13,688	14,310
지배지분		5,811	3,625	4,351	5,388	6,645
자본금		57	57	57	57	57
자본잉여금		2,868	285	285	285	285
이익잉여금		2,675	3,131	3,943	5,066	6,410
비지배지분		-1,369	-40	-99	-169	-230
자본총계		4,442	3,586	4,252	5,219	6,415
순차입금		4,226	4,152	3,162	1,926	456
총차입금		6,079	7,126	7,153	7,181	7,202

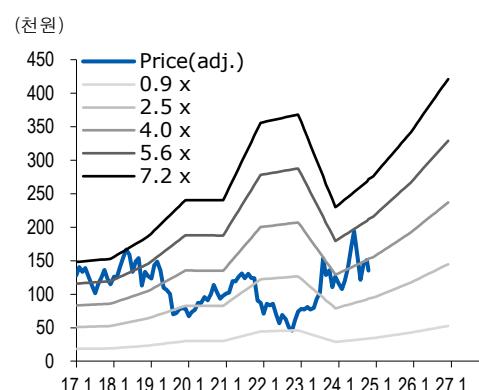
Valuation 지표		(단위: 원, 배, %)				
결산(12월)		2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS		1,837	5,034	7,659	10,396	12,335
BPS		51,220	31,952	38,353	47,491	58,570
EBITDAPS		9,860	15,430	19,806	21,723	23,896
SPS		140,986	156,614	182,237	209,701	229,085
DPS		0	500	500	500	500
PER		37.2	20.1	17.7	13.0	11.0
PBR		1.3	3.2	3.5	2.9	2.3
EV/EBITDA		9.5	8.9	8.2	6.9	5.7
PSR		0.5	0.6	0.7	0.6	0.6

재무비율		(단위: 배, %)				
결산(12월)		2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액 증가율 (%)		0.5	11.1	16.4	15.1	9.2
영업이익 증가율 (%)		-56.7	117.9	48.9	16.1	15.0
지배순이익 증가율 (%)		-72.0	174.1	52.1	35.7	18.6
매출총이익률 (%)		12.8	16.5	19.9	20.1	21.2
영업이익률 (%)		3.3	6.5	8.3	8.4	8.8
지배순이익률 (%)		1.3	3.2	4.2	5.0	5.4
EBITDA 마진 (%)		7.0	9.9	10.9	10.4	10.4
ROIC		-17.9	6.9	16.7	21.2	25.8
ROA		1.5	3.9	5.3	6.6	7.1
ROE		3.6	12.1	21.8	24.2	23.3
부채비율 (%)		214.3	334.3	301.2	262.3	223.0
순차입금/자기자본 (%)		72.7	114.5	72.7	35.8	6.9
영업이익/금융비용 (배)		2.5	3.6	5.0	5.7	6.6

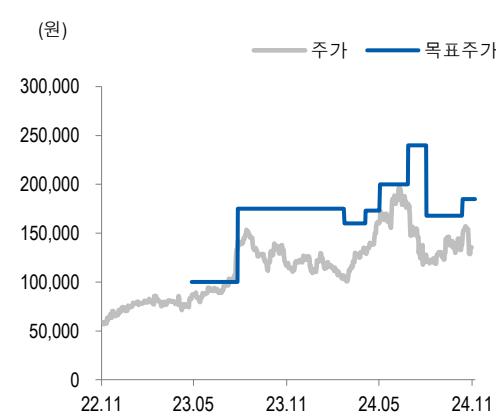
P/E band chart



P/B band chart



코스맥스 (192820) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2024-11-18	BUY	185,000	1년		
2024-10-30	BUY	185,000	1년		
2024-08-20	BUY	168,000	1년	-22.00	-12.92
2024-07-15	BUY	240,000	1년	-39.63	-25.63
2024-05-20	BUY	200,000	1년	-11.55	-1.10
2024-04-22	BUY	173,000	1년	-17.23	-6.71
2024-03-11	BUY	160,000	1년	-25.01	-15.44
2023-08-14	BUY	175,000	1년	-28.85	-12.29
2023-05-15	BUY	100,000	1년	-6.47	33.10

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가<sup>\*</sup> - 목표주가) / 목표주가 X 100

\* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분

투자의견 비율(%)

Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	87.9
Hold(중립)	12.1
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2024-11-18

※해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : 이승은)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: +30%이상 Buy: 15%이상, Hold: -15% 미만 ~ +15% 미만, Sell: -15%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.