

화장품

Overweight

한국 화장품 산업의 세 가지 확장



Contents

Summary	3
Part 1. 2025년 세가지 경계의 확장	4
1) 지역적 경계: 유럽! 일본을 넘다	4
2) 밸류체인 경계: 화장품 용기는 유리로 확장 중	8
3) 업의 경계: 집객만 가능하다면 화장품!	13
Part 2. 2025년 1분기 실적 전망	22
1) Top 4의 기세는 여전	22
2) 브랜드 업체: 중소형 브랜드는 하반기로	24
3) ODM/용기 업체: 톱티어 업체들로 집중	32
4) 유통벤더, 실리콘투: 미국 회복 긍정적	39
Part 3. 이슈 포커스	41
1) 대미 수출 관세 영향: 상호관세 25% 가정시	41
2) 올리브영: 향후 기업가치 제고는 해외사업으로 바통터치	43
Part 4. 투자전략: 관념이 바뀔 때 주가는 가장 오른다	45
1) 수익성보다는 외형 성장에 초점을 맞출 때	45
2) Top Picks: 아모레퍼시픽/에이피알	46
Part 5. 부록	49
기업분석	
아모레퍼시픽 (090430): 미국을 넘어 유럽과 중동으로	54
에이피알 (278470): 압도적인 기세	58
실리콘투 (257720): 이제 유럽으로 성장과 투자 포인트 전환	62



생활소비재 Analyst 박종대

02. 6454- 4892
jdpark@meritz.co.kr

Top Picks

종목	투자판단	적정주가
아모레퍼시픽 (090430)	Buy	158,000원
에이피알 (278470)	Buy	84,000원

관심종목

종목	투자판단	적정주가
실리콘투 (257720)	Buy	42,000원

Summary

2025년 한국 화장품 산업의 경계는 확장 중에 있다. 첫째, 지역적 경계를 유럽과 중동으로 빠르게 확장하고 있다. 유럽 수출은 곧 일본을 넘어설 태세다. 유럽 매출 비중이 큰 업체로 아모레퍼시픽, 에이피알, 실리콘투의 실적 모멘텀을 유심히 지켜볼 필요가 있다. 둘째, 용기의 경계가 유리로 확장하고 있다. 그동안 가격과 안정성 문제로 소외돼 왔던 유리 용기가 립스틱과 마스크라까지 카테고리를 넓히고 있다. 환경 요인에 더해 차별적 소구점을 찾기 위함이다. 유리 용기 업체는 세 개 밖에 남지 않았다. 에스엠씨지는 본격적인 투자 회수기로 접어들었다. 셋째, 많은 이종산업에서 화장품을 출시하고 있다. 제약사/미용 및 의료기기/연예기획사/마케팅/플랫폼 업체들의 화장품 사업 진출은 한국이 세계 최고의 화장품 제조 인프라를 갖추고 있기에 가능한 현상이다. ODM/용기 등 화장품 제조 업체들에게 우호적인 환경이다.

1분기 실적의 특징을 종합해보면, 첫째, 각 밸류체인별 대기업들의 실적 모멘텀이 좋다. 코스맥스/한국콜마/에이피알/펄텍코리아는 펀더멘탈 개선의 맨 앞에 있다. 둘째, 중저가 브랜드 업체들의 실적은 상저하고를 이룰 가능성이 크다. 브이티/클리오/아이패밀리에스씨 모두 미국과 유럽, 중국에서 새로운 성장 여력을 찾고 있는데, 실적 가시화 시기가 모두 하반기다. 셋째, ODM 업체들의 편차가 크다. Top 2 코스맥스/한국콜마의 확연한 펀더멘탈 개선세와 달리 상대적으로 코스메카코리아와 씨앤씨인터내셔널은 전년도 상반기 높은 베이스를 극복하지 못하는 분위기다. 이런 현상은 2분기까지 이어질 공산이 크다.

실적 모멘텀 Top 4 코스맥스/한국콜마/에이피알/펄텍코리아 주가가 추세적으로 하락 전환할 이유는 없다. 조정이 있을 때마다 비중을 늘리는 전략이 타당하다. 코스맥스와 한국콜마는 앞서거나 뒤처지거나하면서 한국 화장품 제조 클러스터를 이끌어가고 있는 글로벌 기업이다.

1분기 실적 발표 후에 가장 주가가 탄력적으로 움직일 수 있는 기업은 아모레퍼시픽과 실리콘투다. 두 회사의 투자 포인트가 달라질 가능성이 크기 때문이다. 아모레퍼시픽은 지난 1년 동안 코스알엑스가 핵심이었고, 실리콘투는 그동안 미국이 핵심이었다. 하지만, 아모레퍼시픽은 브랜드/카테고리/지역 포트폴리오를 맞추며 한국 최초의 브랜드 대기업으로서 길을 가는 중이고, 실리콘투는 여전히 한국 인디 브랜드 업체들의 최대 글로벌 파이프라인이다. 아모레퍼시픽은 '코스알엑스'가 아니고, 실리콘투는 '미국'이 아니다. 이런 기존 관념이 깨지게 된다면 투자 포인트가 달라지면서 주가 모멘텀을 크게 형성할 수 있다.

Part 2. 2025년 1분기 실적 전망

1. Top 4의 기세는 여전

K뷰티 글로벌 모멘텀
이어지고 있음

1분기 전반적인 실적 예상치는 애초 기대치를 조금씩 넘어서고 있다. K뷰티의 글로벌 모멘텀이 계속 이어지고 있음을 보여주는 것이다. 전년도 하반기부터 K뷰티의 글로벌 확산에 대해 수출 지표를 중심으로 의심의 목소리가 높았다. 1~2월 부진한 수출 실적은 더욱 우려를 키우기도 했다. 하지만, 월별 수출 실적은 일시적인 요인들로 늘 변동이 있다. 3월 수출 지표는 회복되었고, 4분기 어닝 쇼크 업체들의 실적도 정상화될 가능성이 커지고 있다.

1분기 실적의 특징을 종합해보면 다음과 같다.

밸류체인별 대기업
실적 모멘텀 좋음

첫째, 각 밸류체인별 대기업들의 실적 모멘텀이 좋다. 코스맥스/한국콜마/에이피알/펄텍코리아는 가장 펀더멘탈과 실적 모멘텀이 좋은 업체들로 여전히 톱 수준에 있다. 다만, 코스맥스에 대한 시장 기대치가 너무 높아서 부담이다. 애초 코스맥스는 1분기 실적 개선 폭은 전년도 중국 베이스가 너무 높기 때문에 부담이 컸다. 작년 1분기 중국이 이상하리만치 좋았다. LG생활건강/애경산업/코스메카코리아/클리오도 그랬다. 이들 대부분 업체들은 1분기 감익 가능성이 크다. 코스맥스도 그럴 수 있다.

중저가 브랜드는 상저하고

둘째, 중저가 브랜드 업체들의 실적은 상저하고를 이룰 가능성이 크다. 브이티/클리오/아이패밀리에스씨 모두 국내 매출은 어느정도 한계에 다다른 상황이다. 일본에서도 가파른 성장을 기대하기에는 이제 무리가 있다. 이들 업체들은 이제 미국과 유럽, 중국에서 새로운 성장 여력을 찾고 있는데, 대부분 의미 있는 실적이 가시화되는 시기가 모두 하반기다. 엘타뷰티와 코스트코 등 오프라인 유통업체 입점은 매대 위치와 크기, VMD 제작 등 고려할 사항이 더 많은 것도 론칭이 늦어지는 이유다. 하지만 가시성은 높다. 국내와 일본 등에서 이미 제품력이 검증된 상태이기 때문이다.

ODM 업체간 편차 큼

셋째, ODM 업체들의 편차가 크다. Top 2 코스맥스/한국콜마의 확연한 펀더멘탈 개선세와 달리 상대적으로 코스메카코리아와 씨앤씨인터내셔널은 전년도 상반기 높은 베이스를 극복하지 못하는 분위기다. 수주의 분산 효과가 사라지면서 매출 성장세가 둔화되고, 1분기 감익이 불가피해 보이는데, 이런 현상은 2분기까지 이어질 공산이 크다.

표6 주요 화장품 업체별 1분기 실적 전망 및 컨센서스 비교

(십억원, %)	항목	1Q24	1Q25E	YoY(%)	2024	2025E	YoY(%)	컨센서스	
								1Q25	2025
아모레퍼시픽 (090430)	매출	911.5	1,030.6	13.1	3,885.1	4,392.0	13.0	1,033.0	4,297.4
	영업이익	72.7	96.6	32.9	220.5	426.2	93.3	99.5	402.6
	순이익	78.6	79.0	0.5	601.0	346.4	-42.4	85.5	333.8
	OPM(%)	8.0	9.4	-	5.7	9.7	-	9.6	9.4
LG생활건강 (051900)	매출	1,728.7	1,744.1	0.9	6,811.9	7,079.8	3.9	1,733.0	6,904.2
	영업이익	151.0	131.9	-12.7	459.0	521.0	13.5	134.8	483.8
	순이익	106.6	80.7	-24.3	189.1	263.6	39.4	89.6	273.4
	OPM(%)	8.7	7.6	-	6.7	7.4	-	7.8	7.0
코스맥스 (192820)	매출	526.8	567.3	7.7	2,166.1	2,499.3	15.4	581.1	2,505.5
	영업이익	45.5	46.1	1.5	175.4	222.9	27.1	48.4	220.6
	순이익	19.2	21.9	13.8	85.8	112.9	31.5	27.7	129.1
	OPM(%)	8.6	8.1	-	8.1	8.9	-	8.3	8.8
한국콜마 (161890)	매출	574.8	625.2	8.8	2,452.1	2,700.8	10.1	635.9	2,730.9
	영업이익	32.4	47.3	45.8	195.6	229.7	17.5	50.0	246.3
	순이익	6.3	24.0	278.8	97.4	130.0	33.4	21.1	116.7
	OPM(%)	5.6	7.6	-	8.0	8.5	-	7.9	9.0
펄텍코리아 (251970)	매출	76.9	89.4	16.3	337.5	388.7	15.2	88.4	382.4
	영업이익	10.2	12.9	26.3	48.4	56.7	17.1	12.4	56.1
	순이익	7.5	9.1	20.4	32.7	39.6	21.1	8.5	39.5
	OPM(%)	13.3	14.5	-	14.3	14.6	-	14.0	14.7
실리콘투 (257720)	매출	149.9	190.2	26.9	691.5	811.9	17.4	195.7	887.6
	영업이익	29.5	40.1	36.1	137.0	166.4	21.5	38.8	168.9
	순이익	25.5	33.8	32.4	122.7	143.2	16.7	31.5	135.1
	OPM(%)	19.6	21.1	-	19.8	20.5	-	19.8	19.0
브이티 (018290)	매출	101.8	106.3	4.5	431.7	486.6	12.7	106.9	494.6
	영업이익	24.0	25.5	6.6	110.9	120.6	8.7	25.6	135.3
	순이익	16.0	22.2	38.1	96.6	99.6	3.1	19.7	98.9
	OPM(%)	23.5	24.0	-	25.7	24.8	-	23.9	27.4
아이패밀리에스씨 (114840)	매출	57.4	54.3	-5.4	204.9	256.4	25.1	58.0	242.0
	영업이익	11.8	7.7	-34.4	33.6	43.1	28.2	9.9	42.2
	순이익	9.7	6.4	-34.4	28.5	35.3	23.9	7.6	34.7
	OPM(%)	20.5	14.2	-	16.4	16.8	-	9.6	17.4
코스메카코리아 (241710)	매출	125.6	127.2	1.2	524.3	559.7	6.7	134.1	589.8
	영업이익	13.7	13.0	-5.2	60.4	62.9	4.2	15.1	73.1
	순이익	8.8	9.9	12.5	42.8	47.2	10.1	9.4	49.6
	OPM(%)	10.9	10.2	-	11.5	11.2	-	11.3	12.4
씨앤씨인터내셔널 (352480)	매출	72.2	69.2	-4.1	282.9	302.8	7.0	72.3	308.5
	영업이익	10.0	6.6	-34.0	29.0	30.3	4.5	6.5	33.4
	순이익	11.3	6.2	-45.1	33.2	28.1	-15.5	5.4	35.7
	OPM(%)	13.8	9.5	-	10.2	10.0	-	9.0	10.8
에이피알 (278470)	매출	148.9	230.6	54.8	722.8	997.7	38.0	220.5	963.3
	영업이익	27.8	41.5	49.5	122.7	173.6	41.5	40.0	170.1
	순이익	24.1	33.9	40.6	106.2	141.4	33.2	31.7	139.7
	OPM(%)	18.6	18.0	-	17.0	17.4	-	18.1	17.7
클리오 (237880)	매출	93.0	84.7	-8.9	351.4	383.5	9.1	92.4	384.3
	영업이익	8.5	3.8	-55.2	24.6	33.0	34.1	7.2	34.3
	순이익	10.2	4.1	-59.9	27.9	29.8	6.8	7.2	31.7
	OPM(%)	9.2	4.5	-	7.0	8.6	-	7.8	8.9
애경산업 (018250)	매출	169.1	167.6	-0.9	679.1	727.9	7.2	172.6	709.6
	영업이익	16.5	9.9	-40.2	47.4	49.7	4.8	12.2	49.4
	순이익	13.6	8.4	-38.6	40.2	41.2	2.3	9.3	39.8
	OPM(%)	9.7	5.9	-	7.0	6.8	-	7.1	7.0

주: 1Q25E, 2025E 수치는 당사 추정치

자료: 각 사, FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

2. 브랜드 업체: 중소형 브랜드는 하반기로

1) 아모레퍼시픽: 실적 턴어라운드 본격화

국내 온라인, H&B 성장

해외 북미/유럽/일본 중심 성장

중국 적자폭 작을 경우
영업이익 1,000억원 가능

1분기 매출과 영업이익은 각각 전년 동기대비 13%, 33% 증가한 1조 306억원과 966억원 수준이 가능할 전망이다. 국내의 경우, 면세점 매출이 YoY 20% 감소에도 불구하고, 온라인과 H&B, 백화점 채널 견조한 성장으로 YoY (+) 전환이 가능할 것으로 보이며, 해외 사업은 코스알엑스 인수 효과(약 +20%p) 외에도 북미/유럽/일본 매출이 모두 YoY 20~30% 증가하면서 YoY 34% 성장할 것으로 예상된다. 영업이익은 966억원(YoY 33%) 수준을 추정하고 있는데, 중국 사업 영업손실이 예상보다 작을 경우 1,000억원의 영업이익도 가능할 듯 하다. 2분기부터는 전년도 낮은 베이스로 영업이익의 증가폭은 더 커질 것으로 보인다. 아모레퍼시픽의 2025년 매출과 영업이익은 각각 전년 대비 13%, 93% 성장한 4조 3,920억원과 4,260억원 수준이 가능할 전망이다.

표7 아모레퍼시픽 분기별 실적 전망

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024	2025E
매출	911.5	904.8	977.2	1,091.7	1,030.6	1,032.2	1,081.5	1,247.8	3,674.0	3,885.1	4,392.0
국내	563.6	511.9	534.5	547.0	568.7	522.4	547.8	571.5	2,210.8	2,157.0	2,210.3
북미	87.8	121.8	146.6	168.4	158.0	170.5	177.4	218.0	286.8	524.6	723.9
유럽	17.3	37.3	54.5	61.2	60.6	70.9	76.3	81.8	51.8	170.3	289.5
중화권	148.2	107.7	97.6	156.5	118.6	113.1	104.4	184.1	696.2	510.0	520.2
기타아시아	83.5	114.6	132.5	143.3	112.7	143.3	163.0	173.4	357.1	473.9	592.4
영업이익	72.7	4.2	65.2	78.5	96.6	93.5	108.9	127.2	108.2	220.5	426.2
국내	49.1	15.2	48.0	36.0	42.7	36.6	41.1	45.5	146.3	148.3	165.8
북미	24.6	30.2	30.7	32.0	33.2	35.8	37.3	45.8	29.7	117.4	152.0
유럽	4.5	6.3	9.8	11.9	11.5	13.5	14.5	15.5	3.4	32.6	55.0
중화권	-8.0	-39.2	-30.0	-15.0	-4.7	-2.3	-1.0	2.8	-105.5	-92.2	-5.2
기타아시아	10.5	7.8	13.7	14.0	14.0	10.0	17.1	17.6	29.2	46.0	58.6
지배주주순이익	78.6	531.5	37.2	-46.2	79.0	76.7	88.3	102.3	180.1	601.0	346.4
영업이익률(%)	8.0	0.5	6.7	7.2	9.4	9.1	10.1	10.2	2.9	5.7	9.7
국내	8.7	3.0	9.0	6.6	7.5	7.0	7.5	8.0	6.6	6.9	7.5
해외	9.4	1.3	5.6	8.1	12.0	11.4	13.0	12.4	-3.1	6.2	12.3
순이익률(%)	9.6	2.3	3.2	4.6	8.6	58.7	3.8	-4.2	7.7	7.4	8.2
매출(% YoY)	-0.2	-4.3	9.9	17.9	13.1	14.1	10.7	14.3	-11.1	5.7	13.0
국내	2.1	-7.8	-1.6	-2.4	0.9	2.0	2.5	4.5	-14.4	-2.4	2.5
해외	-2.3	2.4	35.7	48.3	33.6	30.5	20.8	24.2	-6.2	20.6	26.6
영업이익(% YoY)	12.9	-29.5	277.7	279.7	32.9	2,151.7	67.1	62.1	-49.5	103.8	93.3
국내	27.9	-58.7	151.3	-30.8	-13.1	140.6	-14.4	26.3	-34.2	1.4	11.8
해외	0.0	흑전	흑전	흑전	70.7	1,017.0	180.0	90.5	적지	흑전	150.9
지배주주순이익(% YoY)	-9.9	2,304.6	32.7	적전	0.5	-85.6	137.8	흑전	34.5	233.7	-42.4

자료: 아모레퍼시픽, 메리츠증권 리서치센터

2) 에이피알: 압도적인 기세

화장품 미국 고성장

1분기 매출과 영업이익은 각각 전년 동기대비 55%, 50% 성장한 2,360억원과 415억원 수준이 가능할 전망이다. 애초 시장 기대치(OP 390억원)를 넘어서는 금액이다. 4분기 높은 성장세를 1분기에도 이어가는 분위기다. 3월 아마존 스프링 세일 성과도 좋았다. 화장품 성장률이 더 높게 나올 것으로 보인다. 미국 매출 비중이 25% 정도이다. 미국 사업은 B2C가 상당히 좋은데, 수요 위축은 느끼지 못하고 있다. 아마존/틱톡샵 베스트 랭크에 메디큐브를 올리는 등 온라인 채널 중심으로 연간 목표 성장률 YoY 100%를 향해 잘 달리고 있다. 일본에서도 YoY 50% 성장 목표를 무난히 달성하는 분위기다.

B2B 매출 가파른 증가세

가파른 B2B 매출도 눈여겨볼 만하다. B2B 매출 비중이 4분기 12%고 2025년 연간 18~20%까지 올린다는 게 목표였는데, 이미 1분기 이를 달성하는 모습이다. 유럽이 좋다. 실리콘투 뿐 아니라 동유럽 등 지역별로 잘하는 벤더와 공급계약을 맺는 유연한 유통 전략이 효과를 보고 있다. 관세 영향을 크게 보고 있지는 않다. 현지 법인을 활용, 소비자가로 가격 전가를 최소화하기 위해 노력하고 있다. 디바이스의 경우 미국 아마존에 가격 경쟁 제품이 없다. 퍼포먼스로 소구하는 제품이기 때문에 큰 우려를 하고 있지 않다.

표8 에이피알 분기별 실적 전망

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024	2025E
매출	148.9	155.5	174.1	244.2	230.6	205.4	239.4	322.3	523.8	722.8	997.7
뷰티 디바이스	66.8	68.2	74.3	103.4	98.5	92.3	103.0	150.4	216.2	312.6	444.3
국내	34.8	32.6	29.2	33.3	31.3	33.0	29.5	37.4	138.8	129.9	131.2
해외	32.0	35.6	45.1	70.1	67.2	59.4	73.5	113.0	75.6	182.7	313.1
화장품	65.4	71.6	85.1	116.3	118.6	100.9	123.5	149.9	214.3	338.5	492.8
국내	35.3	34.9	30.8	30.5	41.6	41.9	37.0	37.3	108.0	131.5	157.8
해외	30.1	36.8	54.3	85.8	76.9	59.0	86.5	112.6	108.1	207.1	335.1
기타	16.8	15.7	14.7	24.5	13.5	12.2	12.9	21.9	93.3	71.6	60.6
영업이익	27.8	28.0	27.2	39.7	41.5	37.0	41.7	53.5	104.2	122.7	173.6
지배주주순이익	24.1	24.1	16.0	43.4	33.9	30.3	34.0	43.2	81.6	107.6	141.4
영업이익률(%)	18.6	18.0	15.6	16.3	18.0	18.0	17.4	16.6	19.9	17.0	17.4
순이익률(%)	16.2	15.5	9.2	17.8	14.7	14.8	14.2	13.4	15.6	14.9	14.2
매출(% YoY)	21.9	21.8	42.8	60.6	54.8	32.1	37.5	32.0	31.7	38.0	38.0
뷰티 디바이스	30.0	39.8	61.8	47.4	47.6	35.4	38.6	45.5	79.8	44.6	42.1
국내	-13.6	-4.4	19.1	-16.5	-10.0	1.0	1.0	12.5	62.5	-6.4	1.0
해외	194.8	149.7	116.3	136.1	110.2	67.1	63.0	61.1	116.8	141.6	71.3
화장품	36.6	33.1	53.9	103.2	81.3	40.8	45.0	28.9	21.4	58.0	45.6
국내	34.5	23.2	5.4	26.1	18.0	20.0	20.0	22.3	30.3	21.8	20.0
해외	37.6	42.0	103.9	155.0	155.3	60.5	59.2	31.2	18.1	91.5	61.8
기타	-27.0	-37.5	-29.1	-0.5	-19.3	-22.0	-12.0	-10.4	-7.6	-23.3	-15.4
영업이익(% YoY)	19.7	13.0	24.6	15.5	49.5	32.0	52.9	34.7	165.7	17.8	41.5
지배주주순이익(% YoY)	18.7	28.4	-12.9	80.0	40.6	25.8	112.3	-0.4	172.3	31.9	31.4

자료: 에이피알, 메리츠증권 리서치센터

3) LG생활건강: 전년도 중국/음료 베이스 부담

중국 사업, 음료 부진

1분기 연결 매출은 전년 동기 대비 1% 증가한 1조 7,441억원, 영업이익은 13% 감소한 1,319억원에 그칠 전망이다. 화장품 부문은 전년도 1분기 중국과 면세점 베이스가 대단히 높다. 당시 중국 사업에서 영업이익을 200억원 가까이 기록한 바 있는데, 올해의 경우 중국 소비경기 부진으로 매출은 증가하더라도 영업이익은 흑자를 기록하기 만만치 않은 상황이다. 음료 역시 전년도 12%의 영업이익률은 상당히 부담스럽다. 제로 음료 시장이 성숙했고, 편의점 채널도 예전 같지 않다. 매출 성장이 크게 나오지 않는 상황에서 인건비와 원자재 가격 상승은 수익성 저하 요인이다.

북미 사업 구조조정

북미 사업의 경우 구조조정을 웬만큼 마치고, 화장품의 빌리프/CNP/더페이스샵, 생활용품의 닥터그루트/피지오겔 중심으로 성장 전략을 다잡고 있다. 다만, 전체 매출의 70%가 에이본 포함 기존 인수 브랜드 매출에서 발생하고 있기 때문에 외형 성장을 제고에는 한계가 있다. 이러한 사업구조는 일본도 마찬가지다.

전년도 높은 베이스 부담

전년도 높은 베이스 부담은 2분기까지 지속될 가능성이 크다. 하반기부터 실적 턴어라운드 예상되는데, 전년도 기저효과에 더해 중국 소비회복 및 한한령 해제가 가시화될 경우 화장품 부문 추가적인 매출 성장을 기대할 수 있겠다.

표9 LG생활건강 분기별 실적 전망

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024	2025E
매출	1,728.7	1,759.7	1,713.6	1,609.9	1,744.1	1,835.3	1,790.3	1,710.1	6,804.8	6,811.9	7,079.8
화장품	740.9	759.6	650.6	699.4	746.5	820.4	711.6	782.0	2,815.7	2,850.5	3,060.5
생활용품	553.4	521.5	562.6	499.5	558.9	526.7	568.2	504.5	2,182.1	2,137.0	2,158.4
음료	434.4	478.6	500.4	411.0	438.7	488.2	510.4	423.6	1,807.0	1,824.4	1,860.9
영업이익	151.0	158.5	106.1	43.4	131.9	154.1	133.3	101.7	487.0	459.0	521.0
화장품	63.1	72.8	11.4	11.0	52.3	65.6	35.6	45.5	146.5	155.0	198.9
생활용품	35.4	33.9	41.2	22.2	35.8	34.8	42.6	22.8	125.2	125.0	136.0
음료	52.5	51.8	53.5	10.2	43.9	53.7	55.1	33.4	215.2	179.0	186.1
지배주주순이익	106.6	100.4	67.8	-85.6	80.7	93.8	84.1	5.0	142.8	189.1	263.6
영업이익률(%)	8.7	9.0	6.2	2.7	7.6	8.4	7.4	5.9	7.2	6.7	7.4
화장품	8.5	9.6	1.8	1.6	7.0	8.0	5.0	5.8	5.2	5.4	6.5
생활용품	6.4	6.5	7.3	4.4	6.4	6.6	7.5	4.5	5.7	5.8	6.3
음료	12.1	10.8	10.7	2.5	10.0	11.0	10.8	7.9	11.9	9.8	10.0
순이익률(%)	6.2	5.7	4.0	-5.3	4.6	5.1	4.7	0.3	2.1	2.8	3.7
매출(% YoY)	2.7	-2.7	-1.9	2.7	0.9	4.3	4.5	6.2	-5.3	0.1	3.9
화장품	5.6	-2.7	-2.9	5.4	0.8	8.0	9.4	11.8	-12.3	1.2	7.4
생활용품	-1.7	-4.5	-1.3	-0.7	1.0	1.0	1.0	1.0	-1.3	-2.1	1.0
음료	3.6	-0.5	-1.1	2.6	1.0	2.0	2.0	3.1	2.4	1.0	2.0
영업이익(% YoY)	3.5	0.4	-17.4	-20.7	-12.7	-2.8	25.7	134.3	-31.5	-5.7	13.5
화장품	3.1	4.0	42.5	50.7	-17.2	-9.8	212.1	313.4	-52.6	5.8	28.3
생활용품	8.3	22.8	-11.8	22.0	1.1	2.5	3.4	2.8	-34.0	-0.2	8.8
음료	1.0	-14.0	-27.5	-65.1	-16.4	3.7	3.0	227.4	1.4	-16.8	4.0
지배주주순이익(% YoY)	16.6	12.5	-19.5	적지	-24.3	-6.5	24.1	흑전	-39.7	32.5	39.4

자료: LG생활건강, 메리츠증권 리서치센터

4) 브이티: 본격적인 해외 모멘텀은 하반기

매출 QoQ 감소
중국 모멘텀은 4분기 이후

1분기 매출과 영업이익은 각각 전년 동기대비 5%, 7% 증가한 1063억원과 255억원으로 추정한다. 국내와 일본, 중국 등 주요 지역 매출이 YoY로는 증가하지만 QoQ로 감소하면서 다소 부진한 흐름이다. 국내는 회복 중이지만 회복세가 빠르지 않다. 다이소에서 올리브영으로 마케팅 전환, 온라인 채널 재정비(컬리/지그재그 → 무신사/11번가) 사업이 겹치고 있다. 일본의 경우 환율 상승 긍정적이나, 오프라인 비중 확대 전략으로 메가와리 등 온라인 행사에 할인폭이 크지 않았다. 중국 사업 4분기 매출은 일시적인 파트너사 재고 확충 수요로 당분간 이정도 매출이 나오기는 어려울 듯 하다. 향후 리들샷 진출은 중국 전용 클렌저/파우치 중심으로 이뤄질 것으로 보인다. 중국 모멘텀이 실제로 가시화되는 시기는 한한령이 풀리고 미디어/엔터 진출이 한류와 K뷰티 인지도 개선으로 이어지는 4분기 이후가 될 것으로 예상된다.

미국 마케팅 확대
기타 지역 매출 빠른 증가세

미국은 올해 브이티가 가장 공들이는 시장이다. 틱톡 마케팅을 확대하고 인플루언서 초청 오프라인 행사(LA/뉴욕)도 예정돼 있다. 엘타뷰티/코스트코 입점 전 마케팅이다. 코스트코 1~2차 온라인 물량은 완판되었고, 엘타뷰티 오프라인은 7월 전점 입점 예정이다. 동남아/중동/인도/영국 등 기타 지역 매출이 예상보다 빠르게 늘고 있다. 지역 특성에 따라 실리콘투는 물론 다양한 유력 벤더를 통해 사업을 확대할 계획이다. 다만, 해외 사업은 미국 관세와 중국 한한령 등 정치적인 변수가 많아 사업 본격화 시기를 가늠하기 어렵다. 대체로 4월 이후 구체적인 내용이 가시화될 것으로 보인다.

표10 브이티 분기별 실적 전망

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024	2025E
매출	101.8	113.4	104.1	112.4	106.3	121.9	127.3	131.1	295.5	431.7	486.6
화장품	65.1	68.8	87.7	97.8	84.8	100.0	105.0	108.5	163.0	319.3	398.2
국내	21.4	29.7	37.8	34.5	26.9	29.7	31.1	30.6	21.0	123.4	118.3
일본	38.9	33.1	39.7	44.1	37.0	47.3	48.9	50.5	125.0	155.7	183.6
기타	4.8	6.0	10.2	19.3	20.9	23.0	25.0	27.4	17.4	40.2	96.3
이앤씨	-	-	34.1	37.8	39.0	40.1	41.3	42.6	-	72.0	163.0
영업이익	24.0	27.0	30.8	29.1	25.5	30.4	32.2	32.5	45.6	110.9	120.6
화장품	21.4	20.0	25.5	28.3	22.9	27.1	28.6	29.7	32.0	95.1	108.4
이앤씨	-	-	5.9	2.1	4.3	5.6	6.2	4.7	-	8.0	20.8
지배주주순이익	16.0	15.4	31.2	35.4	22.2	25.8	25.7	25.9	27.3	98.0	99.6
영업이익률(%)	23.5	23.8	29.6	25.9	24.0	24.9	25.3	24.8	15.4	25.7	24.8
순이익률(%)	15.8	13.6	29.9	31.5	20.8	21.2	20.2	19.8	9.2	22.7	20.5
매출(% YoY)	112.6	51.8	23.8	26.6	4.5	7.5	22.2	16.7	23.0	46.1	12.7
영업이익(% YoY)	3764.5	130.5	114.4	54.4	6.4	12.5	4.4	11.9	93.4	143.4	8.8
지배주주순이익(% YoY)	1536.7	202.6	293.2	166.9	38.1	67.8	-17.6	-26.8	144.6	259.5	1.6

자료: 브이티, 메리츠증권 리서치센터

5) 클리오: 해외 사업 회복이 관건

국내 사업 역신장
해외 높은 베이스 부담

1분기 매출과 영업이익은 각각 전년 동기대비 9%, 55% 감소한 847억원과 38억원에 머물 전망이다. 국내 사업 매출이 YoY -8%로 역신장하는 가운데 전년도 일본과 미국 사업 높은 베이스도 부담으로 작용한 것으로 보인다. H&B 매출 성장이 YoY 1%에 그치면서 국내 실적 저하 주 요인으로 작용할 전망이다. 클리오 해리포터 콜라보 매출은 좋았지만, 구달 매출이 좋지 않았다. 홈쇼핑과 면세점 매출이 YoY 20% 내외 감소하고, 온라인 매출도 부진했던 것으로 파악되고 있다(YoY -9%). 홈쇼핑 채널은 수익성 개선을 위해 의도적으로 방송을 줄이는 것이지만, 온라인 채널 매출이 감소한 것은 아쉬움이 크다.

펀더멘탈 회복 논하기
어려운 상황

해외 매출 감소는 미국(YoY -30%) 영향이 컸다. 중국(YoY -20%)도 전년도 페리페라 신제품 효과가 컸기 때문에 베이스가 높다. 일본과 동남아 지역 매출도 전년도 수준에 그칠 전망이다. 유럽과 중동 매출이 늘고 있으나 아직 규모가 작다. 전체적으로 4분기 어닝 쇼크를 벗어나지만 펀더멘탈 회복을 논하기에는 어려운 상황이다. 상반기는 이렇다할 모멘텀이 없는 상황이다. 2분기까지 일본과 미국 지역 높은 베이스 부담은 이어질 전망이다. 일본에서는 전년도 2분기 세븐일레븐 입점 효과가 컸다. 하반기 북미 신규 채널 진입, 일본 전용 콜라보레이션, 동남아 신제품 출시 효과 등은 2분기에 시작해 하반기 실적으로 가시화될 전망이다.

표11 클리오 분기별 실적 전망

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024	2025E
매출	93.0	92.6	87.6	78.3	84.7	91.6	106.1	101.1	330.6	351.4	383.5
국내	55.1	53.6	54.1	47.5	50.9	55.0	59.5	53.5	209.3	210.7	218.9
일본	9.6	12.9	8.0	9.5	9.4	11.4	12.7	14.2	35.0	40.0	47.7
미국	8.5	9.0	6.5	6.5	5.5	7.2	9.8	10.2	30.6	30.5	32.6
중국	6.9	6.3	5.0	4.3	5.5	5.0	7.5	7.5	18.5	22.5	25.5
동남아	8.5	6.5	7.4	6.3	8.3	7.8	8.7	7.8	22.3	28.7	32.6
기타	3.3	3.1	5.4	3.2	3.8	3.7	5.9	6.0	11.7	15.0	19.5
영업이익	8.5	9.6	6.4	0.1	3.8	7.0	10.2	12.0	33.8	24.6	33.0
지배주주순이익	10.2	9.2	6.1	2.4	4.1	6.5	8.9	10.3	27.7	27.9	29.8
영업이익률(%)	9.2	10.3	7.3	0.1	4.5	7.6	9.6	11.9	10.2	7.0	8.6
순이익률(%)	10.9	9.9	7.0	3.0	4.8	7.1	8.4	10.2	8.4	7.9	7.8
매출(% YoY)	23.9	14.3	3.2	-12.8	-8.9	-1.1	21.2	29.2	21.3	6.3	9.1
국내	11.5	2.1	3.2	-13.8	-7.7	2.6	10.0	12.7	22.8	0.7	3.9
일본	15.7	51.8	-13.0	6.7	-1.8	-11.9	58.9	49.3	-8.1	14.3	19.2
미국	51.8	50.0	-27.0	-35.6	-35.0	-20.0	50.0	56.3	84.3	-0.3	7.0
중국	50.0	14.5	22.0	0.0	-20.7	-20.5	50.0	73.6	-21.9	21.6	13.1
동남아	129.7	25.0	23.3	-16.0	-2.2	19.2	17.3	24.2	67.7	28.7	13.5
기타	22.2	24.0	45.9	14.3	15.0	20.0	10.0	88.9	36.0	28.2	30.0
영업이익(% YoY)	62.5	47.0	-38.8	-99.1	-55.2	-27.3	58.9	10,837.4	89.1	-27.2	34.0
지배주주순이익(% YoY)	78.4	70.6	-38.1	-64.5	-59.9	-29.8	45.6	333.1	173.4	0.6	6.8

자료: 클리오, 메리츠증권 리서치센터

6) 아이패밀리에스씨: 전년도 높은 베이스 부담

전년도 높은 베이스로
매출 감소, 감익 불가피

1분기 매출과 영업이익은 각각 전년 동기대비 5%, 34% 감소한 543억원과 77억원 수준으로 예상된다. 국내와 해외가 대체로 양호한 성과이지만 전년도 일본 돈키호테 매출의 높은 베이스 때문에 매출 감소와 감익이 불가피한 상황이다. 국내 매출은 4분기와 유사할 듯 하다. 올리브영 행사 좋은 반응으로 4분기 높은 수준 매출을 이어가고 있다. 동남아도 재고 확충 수요가 증가하면서 90억원 이상 기대되며, 유럽과 중화권 미국도 무난하다. 다만, 일본 매출이 4분기와 유사한 120억원 수준에 그칠 것으로 보인다. 1분기 특별한 이벤트가 없어 애초 매출 목표가 100억원 수준으로 낮았다고 한다.

올해 확연한 상저하고 흐름

올해 실적은 확연한 상저하고의 흐름이 예상된다. 국내가 더쥬시래스팅틴트 호조로 꾸준한 매출을 이어가는 가운데, 일본과 중국, 유럽, 미국이 순차적으로 매출이 빠르게 올라오는 모습을 기대한다. 일본은 2분기 매출 목표가 250억원인데, 가장 현지에서 인기가 좋은 아이브로, 마스카라가 하반기 리뉴얼/팝업을 크게 준비하고 있고, 글래스팅 컬러글로스도 많이 팔리고 있다. 유럽은 튀르키예를 중심으로 핀란드/러시아/CIS 국가들까지 계속 새로운 매출 기록을 세우고 있고, 북미는 현지 법인 설립 이후 온오프라인 매출 증대를 위한 행보가 본격화될 것으로 기대한다.

중화권 매출 확대는
실적 개선 요인

중화권 매출 확대는 올해 추가적인 실적 개선 요인이다. 과거 2021년 한복 에디션 부진과 달리 지금은 타사의 유사한 컨셉 제품이 양호한 실적을 기록하고 있고, 롬앤도 와우컬러에 입점 제안을 받고, 618행사에도 공격적인 전개를 계획하고 있다. 중화권 1~2월 매출은 이미 전년도 4분기 매출을 넘은 것으로 파악되고 있다.

표12 아이패밀리리에스씨 분기별 실적 전망

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024	2025E
매출	57.4	49.0	50.1	48.4	54.3	61.7	70.8	69.5	148.7	204.9	256.4
화장품	56.4	47.8	49.1	46.8	53.2	60.5	69.8	67.9	144.2	200.1	251.5
국내	15.5	13.6	13.7	16.3	16.2	15.4	15.4	19.3	49.3	59.2	66.3
일본	20.3	10.7	13.8	12.9	12.2	16.1	19.4	15.9	50.0	57.8	63.5
중화권	6.4	5.8	6.4	6.4	8.9	9.3	10.3	11.5	14.0	25.0	40.0
동남아	6.1	5.6	8.4	4.7	9.1	8.4	12.6	7.0	10.4	24.8	37.2
미주권	1.3	2.5	1.8	2.7	1.9	3.8	4.4	6.5	1.0	8.3	16.7
유럽	1.3	2.0	2.8	2.3	1.9	2.9	4.2	3.5	0.7	8.4	12.6
화장품 외	1.0	1.2	1.0	1.6	1.1	1.3	1.0	1.6	4.5	4.8	4.9
영업이익	11.8	7.0	9.1	5.8	7.7	10.0	12.3	13.1	24.0	33.6	43.1
지배주주순이익	9.7	6.6	7.6	4.4	6.4	8.2	10.0	10.7	20.0	28.3	35.3
영업이익률(%)	20.5	14.2	18.1	12.1	14.2	16.1	17.4	18.9	16.1	16.4	16.8
순이익률(%)	16.9	13.5	15.2	9.0	11.7	13.2	14.2	15.4	13.4	13.8	13.8
매출(% YoY)	74.8	33.7	34.7	15.3	-5.4	26.0	41.3	43.8	74.2	37.8	25.1
화장품	77.0	35.1	35.1	15.3	-5.6	26.6	42.1	45.1	78.4	38.8	25.7
국내	33.7	19.4	12.0	16.4	4.4	13.2	12.1	18.1	67.9	20.0	12.0
일본	66.2	-23.1	25.5	1.0	-40.0	50.0	40.0	23.1	68.8	15.6	10.0
중화권	195.1	68.2	52.8	51.6	40.0	60.0	60.0	80.0	112.6	78.2	60.0
동남아	206.3	197.9	162.5	40.6	50.0	50.0	50.0	50.0	259.6	138.3	50.0
미주권	-	-	-	171.8	50.0	50.0	150.0	137.1	-	724.0	100.0
유럽	-	-	-	240.5	50.0	50.0	50.0	50.0	-	1,120.0	50.0
영업이익(% YoY)	152.4	37.5	36.7	-23.5	-34.4	43.2	35.5	124.9	152.3	40.2	28.2
지배주주순이익(% YoY)	160.3	65.5	44.9	-37.7	-34.4	23.3	31.9	146.1	161.6	41.6	24.7

자료: 아이패밀리리에스씨, 메리츠증권 리서치센터

화장품 사업 큰 폭
매출 감소, 이익 예상

7) 애경산업: 중국 사업 회복이 관건

1분기 매출은 1,676억원(YoY -1%), 영업이익은 99억원(YoY -40%) 수준에 그칠 전망이다. 생활용품 사업은 큰 변화가 없지만, 화장품 사업에서 매출과 영업이익이 크게 감소할 것으로 보인다. 국내 화장품 매출은 다이소 등 신규 채널 확대 영향으로 YoY 10% 증가할 것으로 예상되지만 경쟁이 치열한 만큼 이익 기여도는 제한적이다. 결국 해외 화장품 사업이 중요한데, 이 부문에서 중국 매출 비중이 85%에 이르는 절대적인 상황이다. 전년도 중국 매출 베이스가 대단히 높아 해외 화장품 매출이 10% 이상 감소하면서 실적 부진의 주 요인으로 작용할 전망이다. 이런 중국 사업 부담은 2분기까지 이어질 수 있다. 일본 사업은 양호하지만 아직 기여도가 낮다.

표13 애경산업 분기별 실적 전망

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024	2025E
매출	169.1	173.6	165.3	171.1	167.6	186.7	181.0	192.5	668.9	679.1	727.9
화장품	63.1	73.1	57.0	68.3	60.5	78.1	66.3	84.4	251.3	261.5	289.4
국내	20.8	23.4	20.5	22.5	22.9	26.9	22.6	25.4	75.0	87.3	97.7
해외	42.3	49.7	36.5	45.8	37.6	51.2	43.8	59.0	176.3	174.2	191.6
생활용품	106.0	100.6	108.2	102.8	107.1	108.6	114.7	108.1	417.5	417.6	438.5
영업이익	16.5	17.5	9.6	3.3	9.9	14.8	13.9	11.1	61.9	46.8	49.7
화장품	9.9	12.5	3.9	2.9	3.8	9.4	8.0	9.3	36.5	29.2	30.4
생활용품	6.6	5.0	5.7	1.0	6.1	5.4	6.0	1.8	25.6	18.3	19.3
지배주주순이익	13.6	13.0	5.7	10.3	8.4	12.1	11.4	9.3	48.8	42.6	41.2
영업이익률(%)	9.7	10.1	5.8	2.0	5.9	7.9	7.7	5.8	9.3	6.9	6.8
화장품	15.7	17.1	6.8	4.2	6.2	12.0	12.0	11.0	14.5	11.2	10.5
생활용품	6.2	5.0	5.3	1.0	5.7	5.0	5.2	1.7	6.1	4.4	4.4
순이익률(%)	8.0	7.5	3.5	6.0	5.0	6.5	6.3	4.8	7.3	6.3	5.7
매출(% YoY)	7.7	7.1	-5.0	-2.7	-0.9	7.6	9.5	12.5	9.6	1.5	7.2
화장품	7.5	19.6	-5.3	-4.2	-4.1	6.8	16.4	23.6	14.4	4.1	10.7
국내	4.3	32.0	13.6	17.1	10.0	15.0	10.0	12.6	14.9	16.4	12.0
해외	9.1	14.6	-13.4	-12.1	-11.0	3.0	20.0	29.0	14.2	-1.2	10.0
생활용품	7.7	-0.4	-4.8	-1.5	1.0	8.0	6.0	5.1	6.9	0.0	5.0
영업이익(% YoY)	6.8	5.4	-48.0	-71.2	-40.2	-15.2	45.8	231.9	58.7	-24.4	6.1
화장품	13.8	28.9	-53.0	-70.4	-62.1	-25.0	104.1	220.7	28.1	-20.0	4.1
생활용품	-2.9	-27.5	-43.6	-44.4	-7.5	8.6	4.6	79.4	141.5	-28.5	5.4
지배주주순이익(% YoY)	-16.8	6.7	-55.5	38.4	-38.6	-6.7	100.4	-9.6	194.5	14.5	3.3

자료: 애경산업, 메리츠증권 리서치센터

3. ODM/용기 업체: 톱티어 업체들로 집중

1) 코스맥스: 잠깐 쉬어가는 구간

3월 월 실적 최대 매출 예상

1분기 연결 매출은 5,747억원(YoY 9%)과 영업이익은 461억원(YoY 2%)으로 추정한다. 국내 사업 매출은 YoY 15% 증가하면서 견조한 실적 개선세를 이어갈 전망이다. 3월 월 실적으로는 최대 매출 기록이 예상되고 있다. 미국에서 선전하고 있는 메디큐브는 고객사 매출 Top 3 안에 들 정도로 기업을 토하고 있다. 올해 전략 품목인 자외선차단제 매출 비중도 빠르게 상승하고 있다. 이미 올리브영 상위 랭킹 제품이 나올 정도다. 조선미녀 신제품은 미국 시장을 타겟으로 한 OTC 제품이다.

동남아 호실적, 미국/중국 부진

동남아도 호실적을 이어가고 있다. 인도네시아는 라마단 기간으로 YoY 15% 매출 성장에 그치지만, 태국은 YoY 100% 이상 매출이 증가할 전망이다. 두 지역 모두 영업이익률이 15% 내외 고마진으로 전사적인 이익 기여도를 높이고 있다. 태국은 작년 하반기 증설을 시작했고, 인도네시아는 올해 6월 신공장 착공에 들어간다. 두 지역 모두 현재 가동률은 65% 수준이다. 다만, 미국은 YoY 30% 매출이 감소할 전망이며, 전년도 높은 중국 베이스는 증익 폭을 낮추는 주 요인으로 작용할 전망이다. 전년도 1분기 중국 사업 영업이익은 80억원 내외였다.

2분기 중국 사업 흐름
바뀔 가능성 큼

이런 흐름은 2분기에 상당히 바뀔 가능성이 크다. 중국 상해 법인 매출이 1분기 전년도 높은 베이스에도 매출이 줄지는 않는 모습이다. 오프라인 수주가 늘어나고 있다. 전년도 수주가 크게 줄었던 S브랜드도 1분기 회복세로 전환했다. 전년도 2분기 중국 영업이익은 30억원 수준으로 베이스가 상당히 낮아진다. 중국 ODM을 맡기던 미국 브랜드 업체들의 한국 ODM 생산 문의가 많이 들어오고 있는 점도 긍정적 신호다.

표14 코스맥스 분기별 실적 전망

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024	2025E
매출	526.8	551.5	529.8	558.0	567.3	641.2	623.0	667.8	1,777.5	2,166.1	2,499.3
국내	315.4	348.2	347.8	346.3	362.7	424.8	416.9	423.0	1,057.5	1,357.7	1,627.4
중국	157.4	147.6	114.4	155.0	147.4	150.5	126.5	160.7	547.5	574.4	585.2
미국	38.8	36.0	32.5	29.8	27.1	28.8	37.4	36.9	139.9	137.1	130.2
동남아	33.6	35.7	43.5	44.0	46.7	53.8	58.8	63.8	111.3	156.7	223.2
영업이익	45.5	46.7	43.4	39.8	46.1	59.6	54.6	62.4	115.7	175.4	222.9
국내	30.1	34.5	39.5	34.6	39.5	46.7	43.8	40.8	86.8	138.7	170.9
중국	8.4	4.4	-0.4	3.5	3.0	5.9	2.7	8.7	42.4	15.9	20.3
미국	-3.9	-3.2	-2.0	-1.5	-1.9	-1.7	-1.5	1.2	-14.0	-10.6	-3.9
동남아	2.4	3.6	7.8	7.8	6.0	9.2	10.2	12.2	6.4	21.6	37.6
지배주주순이익	19.2	33.6	21.1	11.9	21.9	30.8	27.5	32.7	57.1	85.8	112.9
영업이익률(%)	8.6	8.5	8.2	7.1	8.1	9.3	8.8	9.4	6.5	8.1	8.9
국내	9.5	9.9	11.3	10.0	10.9	11.0	10.5	9.7	8.2	10.2	10.5
중국	5.4	3.0	-0.3	2.2	2.0	4.0	2.1	5.4	7.7	2.8	3.5
미국	-10.0	-9.0	-6.0	-5.0	-7.0	-6.0	-4.0	3.3	-10.0	-7.7	-3.0
동남아	7.2	10.0	17.9	17.7	12.9	17.1	17.3	19.1	5.7	13.8	16.8
순이익률(%)	3.7	6.4	3.9	2.3	3.9	4.8	4.4	4.9	2.1	4.1	4.5
매출(% YoY)	30.6	15.1	15.6	27.8	7.7	16.3	17.6	19.7	11.1	21.9	15.4
국내	29.6	25.1	20.8	39.7	15.0	22.0	19.9	22.2	23.8	28.4	19.9
중국	28.5	-4.1	-7.5	5.1	-6.3	2.0	10.5	3.7	-1.7	4.9	1.9
미국	43.2	-5.6	-11.8	-21.3	-30.0	-20.0	15.0	23.8	-14.7	-2.0	-5.0
동남아	38.6	29.5	44.9	48.9	39.0	50.9	35.4	45.0	28.6	40.8	42.4
영업이익(% YoY)	229.1	1.4	30.4	76.8	1.5	27.7	25.8	56.8	117.9	51.6	27.1
국내	130.7	13.6	52.7	97.6	31.4	35.3	10.9	18.0	102.3	59.8	23.2
중국	-13.4	-70.0	적전	-66.5	-64.6	34.8	흑전	151.4	-21.5	-62.4	27.5
미국	적지	적지	적지	적지	적지	적지	흑전	흑전	적지	적지	적지
동남아	-26.9	124.4	495.4	5,683.8	148.4	157.9	30.3	56.4	763.3	239.8	74.1
지배주주순이익(% YoY)	187.0	10.5	38.2	149.9	13.8	-8.4	30.6	175.3	174.1	50.2	31.6

주: 해외법인 영업이익률은 당사 추정치임

자료: 코스맥스, 메리츠증권 리서치센터

2) 한국콜마: 이제 미국 사업이 효자

국내 매출이 실적 개선 견인

1분기 연결 매출과 영업이익은 각각 전년 동기대비 9%, 46% 성장한 6,252억원과 473억원 수준이 가능할 전망이다. 국내 매출이 2,800억원 언저리까지 증가하면서 실적 개선을 견인할 것으로 예상된다. 애터미를 비롯 주요 톱 5 브랜드들이 골고루 선전하는 가운데 D사의 매출 기여도가 빠르게 올라오고 있다. 중국 매출이 정상화되고 있고, 북미 매출이 빠르게 회복하면서 이익 개선폭을 크게 만들 것으로 보인다. 중국은 M사 두개 카테고리 생산이 재개되면서 YoY 매출 증가 가능성이 높아졌다.

북미 매출 빠른 회복으로
이익 개선폭 커짐

미국 2공장 4월 내 가동

미국 2공장은 설비 가동은 4월 내로 계획하고 있다. 디자인 캐파 1.5억개(매출 3천억원), 올해는 3천만개(600억원)수준으로 시작할 계획인데, 가동률 20%, 연간 매출 150~200억원 예상하고 있다. 협의 중인 100개 고객사 가운데 한국 10개 브랜드와 추가로 미국 브랜드는 두어개 계약 가능성이 높다. 다만, 실적으로 가시화 되는 시기는 2026년으로 본다. 한국과 달리 상품 기획부터 출시까지 1년 이상 소요되기 때문이다. 국내 생산 Capa는 2024년 연말 5억 5,800만개(부천 1억개, 세종 4.58억개)로 YoY 50% 증가했다. 올해 원료동(250억원 투자)을 추가하게 되면 세종 2공장에서도 추가 공간이 확보되면서 설비 확충이 가능하다.

세종 2공장 설비 확충 가능

표15 한국콜마 분기별 실적 전망

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024	2025E
매출	574.8	660.3	626.5	590.5	625.2	726.5	691.3	657.8	2,155.7	2,452.1	2,700.8
한국	247.8	297.0	273.6	241.3	277.5	341.5	314.6	284.9	856.5	1,059.7	1,218.7
중국	34.6	52.7	36.6	29.9	38.0	57.9	38.4	34.7	158.1	153.7	169.1
북미	15.9	26.0	26.7	28.7	29.2	32.1	33.2	35.6	83.4	97.4	130.1
연우	67.2	74.0	72.8	61.5	65.2	74.0	72.8	63.5	236.4	275.5	275.5
HK이노엔	212.6	219.3	229.5	235.7	223.2	230.2	241.0	247.5	828.9	897.1	942.0
영업이익	32.4	71.7	54.5	35.1	47.3	68.9	61.7	51.7	136.1	193.9	229.7
한국	22.8	44.2	37.2	18.1	27.8	44.4	39.3	28.7	79.7	122.3	140.1
중국	1.8	6.7	1.0	-1.5	1.5	4.6	1.5	1.1	12.7	8.0	8.8
북미	-4.6	-2.2	-5.2	-0.9	-1.2	-0.2	-0.6	0.1	-11.5	-12.9	-1.9
연우	-0.0	1.2	1.2	-1.0	0.0	1.1	1.1	0.6	0.4	1.4	2.8
HK이노엔	17.3	24.3	22.2	24.4	21.2	21.9	22.9	23.5	65.0	88.2	89.5
지배주주순이익	6.3	34.9	15.4	33.5	24.0	43.1	36.1	26.8	5.2	90.1	130.0
영업이익률(%)	5.6	10.9	8.7	6.0	7.6	9.5	8.9	7.9	6.3	7.9	8.5
한국	9.2	14.9	13.6	7.5	10.0	13.0	12.5	10.1	9.3	11.5	11.5
중국	5.1	12.7	2.7	-5.0	4.0	8.0	4.0	3.2	8.0	5.2	5.2
북미	-29.0	-8.3	-19.5	-3.1	-4.2	-0.6	-1.7	0.2	-13.7	-13.2	-1.5
연우	-0.0	1.7	1.6	-1.6	0.0	1.5	1.5	0.9	0.2	0.5	1.0
HK이노엔	8.1	11.1	9.7	10.3	9.5	9.5	9.5	9.5	7.8	9.8	9.5
순이익률(%)	1.1	5.3	2.5	5.7	3.8	5.9	5.2	4.1	0.2	3.7	4.8
매출(% YoY)	17.9	10.1	21.3	7.0	8.8	10.0	10.3	11.4	15.5	13.7	10.1
한국	22.8	16.7	47.0	12.6	12.0	15.0	15.0	18.1	18.2	23.7	15.0
중국	4.8	-6.6	1.5	-8.4	10.0	10.0	5.0	16.1	30.4	-2.8	10.0
북미	-13.6	15.2	22.3	40.2	83.2	23.3	24.5	24.0	12.5	16.8	33.6
연우	33.1	17.1	19.0	-0.1	-3.0	0.0	0.0	3.3	123.3	16.5	0.0
HK이노엔	15.0	7.3	6.5	5.2	5.0	5.0	5.0	5.0	-2.1	8.2	5.0
영업이익(% YoY)	168.9	28.9	75.7	-6.0	45.8	-3.9	13.1	47.3	85.8	42.4	18.5
한국	68.6	27.6	185.0	-1.9	21.6	0.4	5.6	58.8	15.3	53.6	14.6
중국	212.2	-27.5	-40.0	적전	-14.5	-30.7	53.7	흑전	흑전	-37.1	10.4
북미	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	-21.0	적지	적지
연우	적지	0.7	-27.0	적전	흑전	-10.5	-9.0	흑전	흑전	286.9	91.4
HK이노엔	206.0	58.9	-0.9	12.9	22.9	-10.2	3.1	-3.6	23.7	35.7	1.5
지배주주순이익 (% YoY)	8.7	0.2	33.8	흑전	278.8	23.7	134.7	-19.9	흑전	1,634.9	44.3

자료: 한국콜마, 메리츠증권 리서치센터

3) 펄텍코리아: 고객군은 넓어지고 진입장벽은 높아지고

고객사 확장으로
실적 모멘텀 지속

1분기 매출과 영업이익은 각각 전년 동기대비 16%, 26% 증가한 894억원과 129억원 수준이 가능할 전망이다. 펄텍코리아의 고객사 범위는 계속 넓어지고 있다. 인디 브랜드가 물론 핵심 성장 동력이지만, 아모레퍼시픽과 LG생활건강 등 대기업들의 기세가 올라오고 있고, 레거시 제약사들의 화장품 사업 진출이 활발해지면서 이들로부터 주문이 크게 늘어나고 있다. 글로벌 고객사들 발주도 만만치 않다. 유럽 B사의 카테고리가 늘고 있고, 미국 A사의 초도물량은 330만개에 달하고 있다. 국내 인디 브랜드는 물론, 국내 메이저 브랜드, 제약사, 해외 브랜드까지 고객사 영역과 수주가 확장되면서 실적 모멘텀이 이어지고 있다.

독보적인 튜브 사업부 경쟁력

화장품 튜브 부문에서 부국티엔씨는 독보적이다. 태평양 위 100°C에 가까운 고온의 컨테이너 박스 안에서 수축과 팽창을 반복하다보니 용기와 내용물의 변화가 나타날 수 있다. 특히, 연질의 튜브 용기들은 그런 위험이 크고, 그래서 K-용기에 대한 선호도가 더욱 높아지고 있는 것이 사실이다. 튜브 용기 공장을 증설하기 쉽지 않다. 자본은 둘째치고, 사람이 없다. 공정을 꾸려갈 엔지니어도 턱 없이 부족하고, 알루미늄 튜브 공정은 한여름 엄청난 고열 때문에 3D 업종으로 통한다. 심지어 외국인 노동자들도 기피하는 공장이다. 현재 부국티엔씨 알루미늄 튜브 공장에 일하는 직원들은 거의 부국티엔씨와 함께 젊은 시절을 보내고 가정까지 꾸린 가족같은, 충성도 높은 분들이다. 평균 단가 260원에 완전 3D 업종, 다른 회사들이 진입하려고 할 때 높은 진입장벽은 오히려 이런데 있는 것이다. 고객군은 넓어지고 진입장벽은 더 높아지고 있다. 최고의 호황기를 보내고 있다.

표16 펄텍코리아 분기별 실적 전망

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024	2025E
매출	76.9	85.5	85.2	89.9	89.4	97.9	96.8	104.6	284.5	337.5	388.7
펄텍코리아	57.2	62.7	64.3	69.3	67.6	72.1	73.4	81.2	212.6	253.6	294.2
부국티엔씨	17.9	21.2	19.4	19.6	20.6	24.4	22.3	22.6	64.7	78.1	89.8
잘론네츄럴	2.4	2.6	2.4	2.2	2.3	2.5	2.3	2.0	12.4	9.5	9.1
영업이익	10.2	12.7	12.4	13.0	12.9	14.5	14.1	15.2	35.3	48.4	56.7
펄텍코리아	8.5	9.4	9.4	10.0	9.8	10.7	10.7	11.7	30.8	37.2	42.9
부국티엔씨	2.3	3.7	3.5	3.1	3.4	4.0	3.6	3.7	6.4	12.6	14.6
잘론네츄럴	-0.4	-0.2	-0.3	0.1	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	-1.3	-0.7	-0.9
지배주주순이익	7.5	5.8	8.6	10.8	9.1	10.1	9.9	10.6	27.0	32.7	39.6
영업이익률(%)	13.3	14.9	14.6	14.5	14.5	14.8	14.6	14.5	12.4	14.3	14.6
순이익률(%)	9.8	6.8	10.0	12.0	10.1	10.3	10.2	10.1	9.5	9.7	10.2
매출(% YoY)	18.6	12.7	19.9	23.6	16.3	14.5	13.6	16.4	20.2	18.6	15.2
영업이익(% YoY)	36.9	23.0	34.2	58.5	26.3	13.7	13.5	16.7	33.3	37.1	17.1
지배주주순이익(% YoY)	15.2	-22.6	14.5	98.2	20.4	72.9	15.1	-1.9	41.1	21.2	21.1

자료: 펄텍코리아, 메리츠증권 리서치센터

4) 코스메카코리아: 하반기를 기다리며

전체적으로 4분기와 유사한 수준

1분기 연결 매출은 1,272억원(YoY 1%), 영업이익은 130억원(YoY -5%)에 그칠 전망이다. 전체적으로 전년도 4분기와 유사한 수준이다. 전년도 1분기 잉글우드랩 매출 베이스가 높다. 전년도 C사 매출만 100억원을 넘었다. 중국 역시 매출이 감소하면서 소폭 적자가 불가피해 보인다.

2분기도 증익 쉽지 않음

2분기도 증익을 기대하기는 쉽지 않다. 전년도 국내 매출이 950억원에 달했다. A사 매출만 170억원을 일으킨 바 있다. 올해 신규 거래처와 제품을 잇따라 계약하고 있지만 950억원을 넘기기에는 무리가 있다. 중국은 올해 현지 P사 출신 영업 본부장을 영입하면서 전열을 가다듬고 있다. 올해 매출 500억원 BEP를 목표하고 있다.

지속적인 카테고리 확장 노력 중

회사는 지속적인 카테고리 확장에 노력하고 있다. 기초 매출 비중이 70%인데, 쿠션을 중심으로 색조 비중을 높일 계획이다. 잉글우드랩은 하반기 OTC 신제품 매출이 커질 것으로 보인다. 신규 거래처는 물론, 한국 브랜드들도 OTC 선크림 생산을 계획 중이다. 미국 토토와 공장의 OTC 생산 역량이 의미를 더해갈 것으로 기대한다.

표17 코스메카코리아 분기별 실적 전망

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024	2025E
매출	125.6	143.8	126.6	128.3	127.2	141.1	148.4	143.1	470.7	524.3	559.7
국내	68.8	94.6	82.5	82.8	81.8	91.7	94.2	91.5	268.6	328.7	359.2
내수	55.4	77.1	68.2	66.8	66.5	73.2	77.1	72.1	216.7	267.6	289.0
수출	13.3	17.6	14.3	15.9	15.3	18.4	17.1	19.4	52.0	61.1	70.3
미국	52.6	46.0	41.1	42.2	42.1	46.0	51.4	47.9	207.0	181.9	187.4
중국	12.2	10.7	9.3	8.2	9.7	10.7	10.3	10.9	50.4	40.4	41.6
영업이익	13.7	18.1	15.2	13.3	13.0	15.4	18.3	16.3	49.2	60.4	62.9
국내	7.4	14.3	12.0	10.7	9.8	11.5	13.7	11.8	22.9	44.5	46.7
미국	6.6	4.3	4.1	3.7	3.8	4.6	5.4	5.9	28.9	18.7	19.7
중국	0.0	-0.1	-0.3	-0.7	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	0.1	-1.1	-0.8
지배주주순이익	8.8	13.7	8.5	11.8	9.9	11.5	13.6	12.2	22.3	42.8	47.2
영업이익률(%)	10.9	12.6	12.0	10.4	10.2	10.9	12.3	11.4	10.4	11.5	11.2
순이익률(%)	7.0	9.5	6.7	9.2	7.8	8.2	9.2	8.5	4.7	8.2	8.4
매출(% YoY)	8.3	24.3	8.8	4.6	1.2	-1.8	17.2	11.5	17.9	11.4	6.7
국내	4.3	41.9	24.3	18.8	19.0	-3.1	14.2	10.6	18.1	22.3	9.3
미국	14.2	-6.7	-24.4	-26.3	-20.0	0.0	25.0	13.5	36.3	-12.1	3.0
중국	-5.1	-3.5	-25.5	-41.2	-20.0	0.0	10.0	32.9	6.6	-19.8	3.0
영업이익(% YoY)	48.4	62.1	11.0	-11.4	-5.2	-15.1	20.3	21.9	374.0	22.8	4.2
국내	61.9	126.4	153.3	47.6	32.2	-20.1	13.8	9.9	198.0	94.1	5.0
미국	19.2	-30.8	-55.5	-53.4	-42.8	6.6	32.6	58.9	188.5	-35.3	5.1
중국	흑전	적지	적전	적전	적전	적지	적지	적지	흑전	적전	적지
지배주주순이익(% YoY)	96.6	132.3	16.5	153.4	12.5	-16.0	60.3	3.0	739.1	91.8	10.2

자료: 코스메카코리아, 메리츠증권 리서치센터

5) 씨앤씨인터내셔널: 상반기는 베이스 부담 클 듯

상반기 높은 베이스 부담

1분기 매출과 영업이익은 각각 전년 동기대비 4%, 34% 감소한 692억원, 66억원에 그칠 전망이다. 전체 매출은 4분기보다는 높고, 작년 1분기보다는 낮은 수준이다. 단가 상승에도 불구하고 매출 저하와 고정비 부담 증가로 영업이익률은 9.5%(YoY - 4.3%p) 수준에 머물 전망이다. 4분기 어닝 쇼크의 불확실성에서는 벗어나는 분위기이지만 상반기는 전년도 높은 베이스가 실적과 주가를 누를 것으로 예상된다.

신제품 반응 좋음

신제품 반죽 블러셔 반응은 좋은 편이다. 초도물량 140만개(매출 30억원 추산)가 납품되었다. 효율도 많이 좋아졌다. 라인 하나에서 하루 천개 밖에 안나오던 물량이 8~9천개까지 늘어났다. 4분기에는 반죽 블러셔 생산의 비효율성 때문에 지체됐던 생산들이 있었는데, 1분기에는 정상화되는 분위기이다. 반죽 블러셔와 함께 전락 상품 가운데 하나인 립글로스로 딥토/라카/토코보 등 다양한 인디 브랜드에 론칭되고 있다. 중동과 일본 등지로부터 초도 물량이 많이 들어오고 있다. 특히 H사의 리퀴드 블러셔는 수요가 너무 커서 용기가 부족할 정도이다. 전체 거래처별 매출 순위는 클리오/닉스/레이뷰티 순이다. 중국 사업 회복은 긍정적이다. 주 거래처인 인투유 신제품 호조로 매출이 30억원 정도 가능할 듯 하다.

다양한 인디 브랜드 론칭

표18 씨앤씨인터내셔널 분기별 실적 전망

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024	2025E
매출	72.2	80.3	74.1	56.3	69.2	75.7	80.3	77.6	220.3	282.9	302.8
국내	45.6	52.9	40.7	31.9	41.0	45.0	46.8	46.8	109.8	171.1	179.7
북미	14.7	16.0	22.1	13.7	16.2	17.6	19.9	19.5	66.8	66.5	73.2
아시아	3.5	3.8	4.0	3.1	3.6	4.2	4.8	3.7	11.9	14.4	16.3
유럽/중동	4.9	4.9	5.3	4.8	5.1	6.4	6.9	5.5	14.7	19.9	23.9
중국	3.4	2.7	2.0	2.8	3.2	2.6	1.9	2.1	17.1	10.9	9.8
영업이익	10.0	11.8	7.2	0.0	6.6	7.6	8.4	7.7	32.1	29.0	30.3
지배주주순이익	11.3	17.8	0.2	3.2	6.2	7.0	7.7	7.1	31.4	32.4	28.1
영업이익률(%)	13.8	14.7	9.6	0.1	9.5	10.0	10.5	9.9	14.6	10.2	10.0
순이익률(%)	15.7	22.1	0.2	5.6	9.0	9.3	9.6	9.2	14.3	11.5	9.3
매출(% YoY)	56.2	40.7	37.5	-10.9	-4.1	-5.8	8.3	37.9	68.7	28.4	7.0
국내	104.5	94.5	48.5	-3.0	-10.0	-15.0	15.0	46.8	64.4	55.8	5.0
북미	8.1	-14.0	30.8	-22.6	10.0	10.0	-10.0	42.3	120.5	-0.4	10.0
아시아	25.0	40.7	5.3	19.2	4.0	10.0	20.0	17.8	12.3	21.0	13.0
유럽/중동	81.5	58.1	51.4	-11.1	5.0	30.0	30.0	14.1	56.4	35.4	20.0
중국	-29.2	-50.9	-13.0	-37.8	-5.0	-5.0	-5.0	-24.5	26.7	-36.3	-10.0
영업이익(% YoY)	67.1	14.5	5.9	-99.7	-34.0	-36.0	17.9	25,574.7	83.9	-9.8	4.5
지배주주순이익(% YoY)	71.9	101.8	-97.7	-63.9	-45.1	-60.5	4,431.7	125.4	90.8	3.3	-13.5

자료: 씨앤씨인터내셔널, 메리츠증권 리서치센터

4. 유통벤더, 실리콘투: 미국 회복 긍정적

유럽+중동 실적 견인
미국 실적 회복

1분기 매출과 영업이익은 각각 전년 동기대비 27%, 36% 증가한 1,902억원과 401억원 수준이 가능할 전망이다. 4분기 부진했던 미국 지역 매출이 450억원까지 회복되면서 실적 불확실성을 완화시킬 것으로 보인다. 유럽과 중동 지역 매출이 전분기 대비 10% 내외 성장하면서 실적 개선을 견인할 것으로 예상된다. 미국 지역 OTC 우려는 완화되었으나, 아마존 경쟁심화는 여전한 상황이므로 향후 고신장을 논하기는 어려울 것으로 본다. 다만, 미국 매출의 35%가 이미 오프라인으로 채널 확장을 본격화하고 있어 점진적인 매출 회복이 예상된다. 세포라/얼타뷰티 등에 미미박스를 전개하고 있으며 현지 다양한 중소형 오프라인 유통업체에 접점을 늘리고 있다.

미국 올리브영 협업 가능성

한편, 미국 올리브영과 협업 가능성이 높아지고 있는데, 두가지 방향으로 본다. 실리콘투가 기존 대비 7배 되는 물류센터를 확보한 만큼 이 공간을 일부 공유하거나, 실리콘투 입점 브랜드를 올리브영에 공급하는 방향이다. 올리브영의 주요 브랜드를 미국 현지에 유통하는 것은 여러 한계가 있으며, 올리브영에 입점 안돼 있는 브랜드들도 실리콘투에서 많이 전개하고 있기 때문에 협업의 영역은 넓다.

유럽 내 영역 확장 중

유럽은 폴란드 물류센터가 본격 가동하면서 가파른 성장세를 보이고 있다. 독일/에스토니아/프랑스 중심에서 서유럽과 러시아 비릇 동유럽으로 영역을 확장하고 있다. 전쟁이 끝날 때를 대비해 러시아 재진출을 준비하고 있다. 영국(런던)/프랑스 등지에 모이다 플래그쉽스토어를 추가로 5개 내외 오픈할 계획도 있다. 미국 사업이 정상화된다고 해도 2025년 유럽 매출 규모가 미국을 넘어설 가능성이 크다. 유럽은 미국과 달리 온오프라인 경쟁이 제한적이고 유력한 사업자가 없기 때문에 성장 속도와 여력, 가시성 측면에서 오히려 미국보다 클 수 있다는 분석이다.

연간 유럽 매출 규모가
미국 넘어설 가능성 큼

중동 상반기 물류센터
2개 계약 완료

중동은 현지 지사가 없는데도 전체 매출 비중 6%, QoQ로 성장하고 있는 지역이다. 사우디와 UAE에서 여러 벤더들이 제품을 구매하고 있는데 한류와 함께 K뷰티 만의 장점에 많이 부각되면서 매출이 크게 늘고 있다. 실리콘투는 전년도 1월 현지 인스타 계정을 만들었는데 1년만에 100만명 팔로워를 달성했다. 올해 상반기까지 물류센터 2개 계약 완료하므로 내년 상반기에는 매출 규모가 또 한단계 레벨업 될 가능성이 크다.

판관비 효율화로
OPM 21% 수준 가능

미국 경쟁 심화로 매출총이익률은 조금 하락할 수 있으나 판관비 효율화로 영업이익률은 21% 수준이 가능할 전망이다. 2분기에는 유럽과 중동 매출이 더 크게 올라올 수 있다. 브랜드 믹스는 계속 바뀌고 있다. 탑10에 메디큐브와 바이오던스, 티르티르, 닥터엘시아가 새로 진입했다. 닥터엘시아는 지금 추세면 코스알엑스도 밀어낼 것으로 보인다.

표19 실리콘투 분기별 실적 전망

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024	2025E
매출	149.9	181.4	186.7	173.6	190.2	203.4	210.5	207.8	342.9	691.5	811.9
미국	53.5	57.8	59.9	32.5	45.5	48.3	51.2	48.6	121.7	203.7	193.6
유럽	13.2	26.7	32.1	41.8	44.2	48.4	50.8	53.4	11.2	113.7	196.7
동남아	16.2	9.6	15.0	19.6	19.2	20.2	20.6	22.0	34.2	60.5	82.0
중동	-	13.7	11.4	10.6	12.7	13.3	14.0	12.6	-	35.6	52.5
국내	9.9	15.1	8.7	7.7	7.0	9.6	8.3	8.2	30.1	41.5	33.1
영업이익	29.5	38.9	42.6	26.6	40.1	41.5	44.6	40.2	47.8	137.6	166.4
지배주주순이익	25.5	33.4	29.9	32.0	33.8	33.6	37.7	38.2	38.0	120.7	143.2
영업이익률(%)	19.6	21.5	22.8	15.3	21.1	20.4	21.2	19.3	13.9	19.9	20.5
순이익률(%)	17.0	18.4	16.0	18.4	17.8	16.5	17.9	18.4	11.1	17.5	17.6
매출 (% YoY)	158.5	131.9	84.9	64.2	26.9	12.2	12.8	19.7	107.4	101.7	17.4
미국	195.2	127.0	64.3	-21.9	-14.9	-16.4	-14.6	49.4	151.7	67.4	-5.0
유럽	523.6	839.6	658.1	1987.9	234.3	81.2	58.5	27.8	139.1	916.4	73.0
동남아	190.7	23.6	38.3	98.1	18.8	109.1	37.0	12.2	91.9	77.1	35.6
중동	-	-	-	-	-	-2.9	22.7	19.1	-	-	47.3
국내	64.7	85.3	0.3	6.4	-29.1	-36.3	-5.3	5.8	115.1	37.6	-20.2
영업이익 (% YoY)	296.9	275.1	181.6	78.7	36.1	6.7	4.7	51.2	235.5	187.8	21.0
지배주주순이익(% YoY)	303.5	289.1	127.2	220.6	32.4	0.6	26.1	19.2	240.7	217.6	18.6

자료: 실리콘투, 메리츠증권 리서치센터

Part 4. 투자전략: 관념이 바뀔 때 주가는 가장 오른다

1. 수익성보다는 외형 성장에 초점을 맞출 때

비용 구조와 수익성에 매몰

기업 탐방을 다니다 보면 상장 회사들은 유난히 비용 구조와 수익성에 신경을 많이 쓰는 것을 확인할 수 있다. IR 담당자는 입버릇처럼 매출 대비 마케팅비 비중이 줄어든 것을 자랑한다. 반면, 수익성이 낮아지면서 매출이 증가한 것에 대해서는 죄스러워 한다. 심지어는 실적이 좋아서 직원들에게 인센티브 준 것도 겸연쩍어 할 정도다. 어차피 기업은 이익을 내기 위해서 사업을 하는 것이다. 하지만, 지금과 같이 한국 화장품의 글로벌 인지도가 급상승하고 사업 권역이 글로벌로 빠르게 확장하는 상황에서는 이런 행태가 아쉬움이 크다. 과연 마케팅 비중 축소와 효율화가 중장기 이익 창출과 기업가치 제고에 긍정적일까? "매출은 5% 밖에 증가하지 않았지만, 마케팅비 효율화와 수익성 개선으로 영업이익은 20% 증가했습니다." 라는 말은 웬지 '기회의 상실'처럼 느껴지기도 한다.

이익 중심적인 투자자들

투자자들이 너무 이익 중심이기 때문이다. PER이 모든 기업가치 평가의 가장 기본 바로미터인 것만 봐도 명확하다. 어떤 비상장 화장품 회사가 850억원 가치로 150억원을 투자 받았는데, 매출 규모가 150억원에 불과한 회사였다. PSR 6배의 고평가다. 어떻게 이렇게 높은 밸류에이션을 받았을까 살펴보니 전년도 영업이익률이 30%를 넘어 PER로는 20배로 기업가치를 평가 받은 것이다. PER로 밸류에이션을 하니 PSR로는 말도 안되는 기업가치가 도출 된 것이다.

마진의 지속성은
대단히 떨어짐

화장품의 경우 B2B로 매출이 발생하는 초기, 무역벤더 하나만 잘 만나도 매출 규모는 100억원을 넘고 영업이익률은 30%를 넘을 수 있다. 하지만, 브랜드 규모가 커지고, 채널과 지역, 매출 방식이 다양화되면서 마진율은 하락하게 된다. 마진의 계속성은 대단히 떨어진다는 말이다. 이 회사 역시 투자 받은 150억원으로 새로운 사업과 마케팅 확대에 돈을 쓸 예정이다. 매출 150억원이 과연 언제 850억원이 될 수 있을까? 아마 엄청난 변화가 있어야 할 것이다. 이 회사의 기업가치는 매출 규모 850억원, 영업이익 50억원 창출하는 기업에 PER 20배를 적용한 것과 같아 보이지만, 실제 펀더멘탈과 투자 회수의 가시성은 대단히 다르다. 과연 그 150억원 매출 기업에 기업가치 850억원 PER 20배의 밸류에이션은 적절한 것이었을까?

단기적인 이익보다
매출 성장이 중요

산업이 성장할 때는 단기적인 이익보다 매출 성장에 초점을 맞추는 것이 바람직하다. 수익성보다 매출 성장률이 중장기 기업가치 제고에 중요한 지표가 될 수 있다. 그리고 기업가치를 평가할 때 이익만큼 매출 규모에 관심을 가져야 한다. 실제 산업에서는 매출이 곧 그 회사의 지위이고 시장 점유율이고 브랜드력이고, 협상력이기 때문이다. 영업이익률을 3%p나 내리면서(2024년 분기 최고점 OPM 20%), 1조 매출 기업으로 2025년 목표를 천명한 에이피알의 기세가 신선하게 보이는 이유다.

2. Top Picks: 아모레퍼시픽/에이피알, 그리고 실리콘투

EPS 상승에 의한
주가 모멘텀 기대 가능

최근 긍정적인 화장품 업종 지표는 EPS 전망치의 상승이다. 12월 이후 화장품 지수의 상승은 EPS보다 밸류에이션 상승에 의한 것이었다는 점을 상기할 필요가 있다. 밸류에이션만 갖고 계속 주가 상승을 기대하는 것은 무리다. 그동안 화장품 업종 EPS는 내수 부진까지 겹치면서 지속적인 하락세에 있었다. 밸류에이션 부담이 커진 것이다. 이제 EPS 상승이 전제되어야 추세적인 주가 상승을 기대할 수 있는 시점이었다. 1분기 실적 개선 흐름이 가시화될 경우 EPS 상승에 의한 주가 모멘텀을 기대할 수 있게 되었다.

실적 모멘텀 Top 4 업체
조정 시 비중확대

실적 모멘텀 Top 4 코스맥스/한국콜마/에이피알/펄텍코리아 주가가 추세적으로 하락 전환할 이유는 없다. 조정이 있을 때마다 비중을 늘리는 전략이 타당하다. 코스맥스의 1분기 감익 가능성이 부담으로 작용할 수 있지만, 펀더멘탈 이슈가 아닌 이미 예측된 전년도 기저효과인 만큼 큰 의미는 없다. 1분기 실적 발표 기간 주가가 쉬어갈 수 있다는 정도다. 2분기부터 다시 증익폭이 커지는 만큼 실적 발표 이후 주가 상승세를 기대할 수 있겠다. 한편, 한국콜마는 1분기 영업이익 증가폭이 YoY 50%에 근접할 정도로 높은 실적 모멘텀을 보이지만, 2분기에는 감익으로 돌아설 가능성이 있다. 전년도 국내 사업 영업이익률이 15%까지 상승했는데, 아주 이례적인 경우였다. 두 회사의 펀더멘탈은 견조한 개선세에 있다. 앞서거니 뒤서거니 하면서 앞으로 나아가는 상황이다.

최근 에이피알의 하락은
밸류에이션 부담 영향

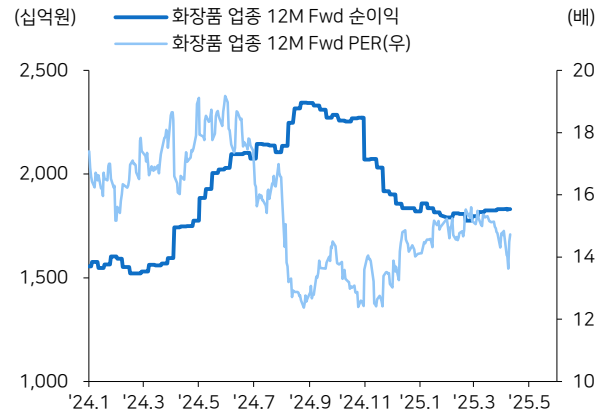
투자 측면에서 에이피알에 대한 부담은 밸류에이션 밖에 없다. 중저가 화장품 브랜드에 대한 밸류에이션은 12MF PER 20배를 넘기 힘들다는 점을 인지하고 있다. 홈 뷰티 디바이스라는 새로운 카테고리에 대한 명확한 기준이 아직 없는 상태이다. 에이피알의 가성비가 압도적이라는 것은 분명해 보이지만 기술적 진입장벽이 낮다는 것 또한 사실이다. 결국, 최근 에이피알의 주가 하락은 상대적으로 많이 오른 주가, 밸류에이션 부담에 따른 차익실현 수요 영향으로 보인다. 추세적으로 주가가 하락할 이유는 아직 없다.

그림21 코스피 및 화장품 업종 주가지수 추이



주: WICS 화장품 기준, 2024년 1월 2일=100
자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

그림22 화장품 업종 12M Fwd 순이익, PER 추이



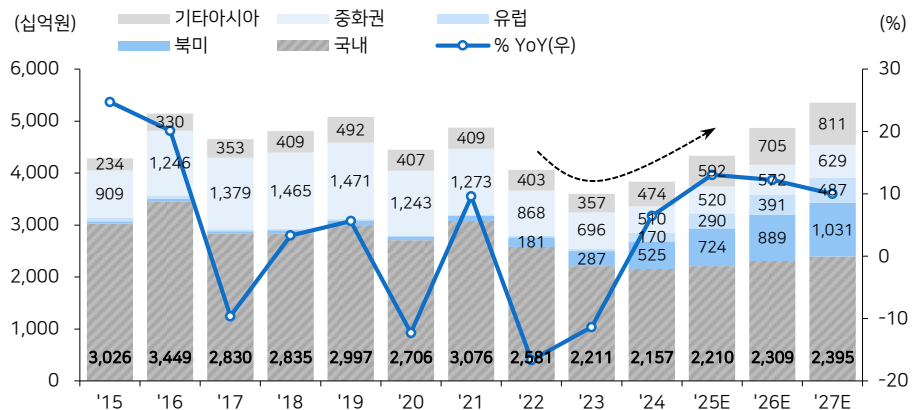
자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

1분기는 아모레/실리콘투
투자포인트 달라질 가능성

1분기 실적 발표 후에 가장 주가가 탄력적으로 움직일 수 있는 기업은 아모레퍼시픽과 실리콘투다. 아모레퍼시픽은 대단히 안좋았다가 좋아지는 업체이고, 실리콘투는 굉장히 좋았다가 우려가 많아진 업체다. 두 회사의 공통점은 투자의 포인트가 달라질 가능성이 크다는 것이다. 향후 실적 개선의 드라이버와 현재 투자자들의 투자 포인트가 괴리가 크다.

아모레퍼시픽은 지난 1년 동안 코스알엑스가 핵심이었고, 실리콘투는 그동안 미국이 핵심이었다. 하지만 아모레퍼시픽은 코스알엑스 실적 부진에도 실적 턴어라운드를 이어가고 있고, 실리콘투는 미국이 둔화되어도 실적이 꺾이지 않는 기업이다. 아모레퍼시픽은 라네즈를 비롯한 다른 중소형 브랜드들이 회사 전체 실적을 견인하는 사업구조로 변신했고, 실리콘투는 유럽과 중동 수요를 빠르게 흡수하면서 미국에 이어 새로운 성장 모멘텀을 찾아 안착하는 듯 한 모습이다. 아모레퍼시픽은 한국 최초의 브랜드 대기업으로서 길을 가는 중이고, 실리콘투는 여전히 한국 인디 브랜드 업체들이 글로벌로 향하는 최대 파이프라인이다. 아모레퍼시픽은 코스알엑스가 아니고, 실리콘투는 미국이 아니다. 실적으로 이런 기존 관념이 깨지게 된다면 투자 포인트가 달라지면서 주가 모멘텀을 크게 형성할 수 있다.

그림23 아모레퍼시픽 지역별 매출 추이



자료: 아모레퍼시픽, 메리츠증권 리서치센터

표21 적정주가 변동표

기업	현재주가	변경 전 적정주가	(% diff)	변경 후 적정주가	(% diff)	변경사유	적정주가 변동폭
한국콜마	72,400	78,000	8%	90,000	24%	실적 추정치 및 적정 밸류에이션 상향 조정	15.4%
실리콘투	32,000	37,000	16%	42,000	31%		13.5%
펄텍코리아	52,800	55,000	4%	61,000	16%	적정 밸류에이션 상향 조정	10.9%
아이패밀리에스씨	20,200	31,000	53%	26,000	29%	적정 밸류에이션 하향 조정	-16.1%

자료: 메리츠증권 리서치센터

표22 화장품 업종 커버리지 투자지표

(십억원)	투자 의견	적정주가(원)	연도	매출액	영업이익	순이익	EPS(원)	P/E(배)	P/B(배)	EV/EBITDA(배)	ROE(%)
아모레퍼시픽 (090430)	Buy	158,000	2025E	4,392.0	426.2	346.4	5,717	19.2	1.4	7.4	6.4
			2026E	4,928.6	539.0	434.1	7,217	15.2	1.3	6.5	7.6
코스맥스 (192820)	Buy	230,000	2025E	2,499.3	222.9	112.9	9,946	16.7	3.2	6.1	21.4
			2026E	2,877.0	286.3	160.4	14,136	11.7	2.5	5.1	24.3
아이패밀리에스씨 (114840)	Buy	26,000	2025E	256.4	43.1	35.3	2,048	9.9	2.7	7.2	32.3
			2026E	311.2	52.7	43.5	2,525	8.0	2.0	5.5	29.3
한국콜마 (161890)	Buy	90,000	2025E	2,700.8	229.7	130.0	5,507	13.1	1.9	8.4	15.2
			2026E	2,934.8	260.9	163.4	6,921	10.5	1.6	7.8	16.6
펄텍코리아 (251970)	Buy	61,000	2025E	388.7	56.7	39.6	3,193	16.5	2.1	7.1	13.9
			2026E	452.8	67.1	46.7	3,766	14.0	1.9	6.0	14.2
실리콘투 (257720)	Buy	42,000	2025E	811.9	166.4	143.2	2,352	13.6	4.8	10.8	43.0
			2026E	922.2	184.4	166.9	2,742	11.7	3.4	9.2	34.2
브이티 (018290)	Buy	42,000	2025E	486.7	120.6	99.6	2,783	11.8	3.6	8.2	35.5
			2026E	587.5	149.1	118.0	3,297	9.9	2.6	6.1	30.6
클리오 (237880)	Buy	26,000	2025E	383.5	33.0	29.8	1,647	11.6	1.3	4.7	12.1
			2026E	419.1	38.8	34.3	1,896	10.1	1.2	3.4	12.6
에이피알 (278470)	Buy	84,000	2025E	997.7	173.6	141.4	3,791	17.4	5.3	12.6	35.9
			2026E	1,202.3	216.4	175.2	4,705	14.0	3.8	9.6	31.7

자료: 메리츠증권 리서치센터

기업분석

종목	투자판단	적정주가
아모레퍼시픽 (090430)	Buy	158,000원
에이피알 (278470)	Buy	84,000원
실리콘투 (257720)	Buy	42,000원

Industry Indepth
2025. 4. 16

▲ 생활소비재

Analyst 박종대
02. 6454-4892
jdpark@meritz.co.kr

Buy

(20 거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월) **158,000 원**
현재주가 (4.15) **109,900 원**
상승여력 **43.8%**

KOSPI 2,477.41pt
시가총액 64,284억원
발행주식수 5,849만주
유동주식비율 49.74%
외국인비중 23.70%
52주 최고/최저가 194,200원/99,500원
평균거래대금 356.4억원

주요주주(%)

아모레퍼시픽그룹 외 16 인 50.15
국민연금공단 7.42

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가		-2.4	-11.4
상대주가		1.1	-5.8

주가그래프



아모레퍼시픽 090430

미국을 넘어 유럽과 중동으로

- ✓ 유럽 매출 9배 성장
- ✓ 진정한 브랜드 대기업으로 나아가는 중
- ✓ 1분기 영업이익 YoY 33% 증가 전망

유럽 매출 9배 성장

유럽 매출 규모는 2020년 190억원에서 2024년 1,700억원으로 9배 성장했다. 코스알엑스를 제외('24년 800억원)하더라도 4배 증가다(이하 코스알엑스 제외 수치). 지난 10여년 지난한 투자의 성과를 이제 거두고 있다. 2024년 라네즈와 이니스프리가 핵심인데, 라네즈 매출 비중이 약 80%, 이니스프리가 10% 정도 된다. 미국에서 성공한 제품은 영국에서도 인기가 좋다. 유럽은 올해도 YoY 30% 이상 성장을 목표하고 있다. 유럽의 성공은 아프리카와 중동으로 이어지고 있다. 선두에는 늘 라네즈가 있다.

진정한 브랜드 대기업으로 나아가는 중

시대를 따라 도전-성공-위기-재도약의 역사를 쓰고 있다. 2024년 국내외 사업구조 조정은 마무리 단계에 있으며, 2025년 본격적인 실적 턴어라운드를 앞두고 있다. 국내 화장품 기업 가운데 가장 많은 K-뷰티 브랜드를 확보한 기업이며, 가장 많은 지역에 현지 법인을 두고, 주요 지역에서 가장 고른 매출 규모를 보이고 있다. 이런 사업구조는 중장기 지속 성장 가능한 글로벌 대기업으로 나아가는 도정에 있는 것이다.

1분기 영업이익 YoY 33% 증가 전망

1분기 매출과 영업이익은 각각 전년 동기대비 13%, 33% 증가한 1조 306억원과 966억원 수준이 가능할 전망이다. 북미/유럽/일본 매출이 모두 YoY 20~30% 증가하고 있으며, 중국 사업 영업손실이 예상보다 작을 경우 1,000억원을 넘을 수도 있다. 2분기부터는 전년도 낮은 베이스로 영업이익의 증가폭은 더 커질 것으로 보인다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2023	3,674.0	108.2	180.1	2,914	34.6	70,933	49.8	2.0	22.2	3.7	20.8
2024	3,885.1	220.5	593.2	9,937	259.1	76,066	10.5	1.4	13.0	11.7	27.4
2025E	4,392.0	426.2	346.4	5,717	-43.2	79,892	19.2	1.4	7.4	6.4	28.6
2026E	4,928.6	539.0	434.1	7,217	26.2	84,972	15.2	1.3	6.5	7.6	29.4
2027E	5,421.3	655.0	525.0	8,772	21.5	91,352	12.5	1.2	5.4	8.6	29.4

표23 아모레퍼시픽 연간 실적 전망 및 밸류에이션

(십억원)	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출	4,134.9	3,674.0	3,885.1	4,392.0	4,928.6	5,421.3
국내	2,581.4	2,210.8	2,157.0	2,210.3	2,309.1	2,395.1
북미	181.3	286.8	524.6	723.9	889.0	1,030.9
유럽	31.0	51.8	170.3	289.5	390.8	486.6
중화권	868.0	696.2	510.0	520.2	572.2	629.4
기타아시아	403.0	357.1	473.9	592.4	704.9	810.7
영업이익	214.2	108.2	220.5	426.2	539.0	655.0
국내	222.5	146.3	148.3	165.8	184.7	203.6
북미	23.5	29.7	117.4	152.0	186.7	226.8
유럽	4.5	3.4	32.6	55.0	78.2	102.2
중화권	-48.9	-105.5	-92.2	-5.2	17.2	31.5
기타아시아	19.2	29.2	46.0	58.6	72.2	90.9
지배주주순이익	134.5	180.1	601.0	346.4	434.1	525.0
적정시가총액(십억원)	6,845.9	7,530.5	8,283.6	9,111.9	10,023.1	11,025.5
주식수(천주)	58,493	58,493	58,493	58,493	58,493	58,493
적정주가(천원)	117.0	128.7	141.6	155.8	171.4	188.5
적정PER(배)	50.9	41.8	13.8	26.3	23.1	21.0
EPS(원)	2,299.0	3,079.0	10,274.6	5,921.3	7,420.7	8,975.8
영업이익률(%)	5.2	2.9	5.7	9.7	10.9	12.1
국내	8.6	6.6	6.9	7.5	8.0	8.5
해외	-0.1	-3.1	6.2	12.3	13.9	15.3
매출 (% YoY)	-15.0	-11.1	5.7	13.0	12.2	10.0
국내	-16.1	-14.4	-2.4	2.5	4.5	3.7
해외	-17.7	-6.2	20.6	26.6	20.3	15.7
영업이익 (% YoY)	-37.6	-49.5	103.8	93.3	26.5	21.5
국내	-25.8	-34.2	1.4	11.8	11.4	10.2
해외	적전	적지	흑전	150.9	36.0	27.4
지배주주순이익 (% YoY)	-30.6	33.9	233.7	-42.4	25.3	21.0

자료: 아모레퍼시픽, 메리츠증권 리서치센터

표24 아모레퍼시픽 분기별 실적 전망

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024	2025E
매출	911.5	904.8	977.2	1,091.7	1,030.6	1,032.2	1,081.5	1,247.8	3,674.0	3,885.1	4,392.0
국내	563.6	511.9	534.5	547.0	568.7	522.4	547.8	571.5	2,210.8	2,157.0	2,210.3
북미	87.8	121.8	146.6	168.4	158.0	170.5	177.4	218.0	286.8	524.6	723.9
유럽	17.3	37.3	54.5	61.2	60.6	70.9	76.3	81.8	51.8	170.3	289.5
중화권	148.2	107.7	97.6	156.5	118.6	113.1	104.4	184.1	696.2	510.0	520.2
기타아시아	83.5	114.6	132.5	143.3	112.7	143.3	163.0	173.4	357.1	473.9	592.4
영업이익	72.7	4.2	65.2	78.5	96.6	93.5	108.9	127.2	108.2	220.5	426.2
국내	49.1	15.2	48.0	36.0	42.7	36.6	41.1	45.5	146.3	148.3	165.8
북미	24.6	30.2	30.7	32.0	33.2	35.8	37.3	45.8	29.7	117.4	152.0
유럽	4.5	6.3	9.8	11.9	11.5	13.5	14.5	15.5	3.4	32.6	55.0
중화권	-8.0	-39.2	-30.0	-15.0	-4.7	-2.3	-1.0	2.8	-105.5	-92.2	-5.2
기타아시아	10.5	7.8	13.7	14.0	14.0	10.0	17.1	17.6	29.2	46.0	58.6
지배주주순이익	78.6	531.5	37.2	-46.2	79.0	76.7	88.3	102.3	180.1	601.0	346.4
영업이익률(%)	8.0	0.5	6.7	7.2	9.4	9.1	10.1	10.2	2.9	5.7	9.7
국내	8.7	3.0	9.0	6.6	7.5	7.0	7.5	8.0	6.6	6.9	7.5
해외	9.4	1.3	5.6	8.1	12.0	11.4	13.0	12.4	-3.1	6.2	12.3
순이익률(%)	9.6	2.3	3.2	4.6	8.6	58.7	3.8	-4.2	7.7	7.4	8.2
매출(% YoY)	-0.2	-4.3	9.9	17.9	13.1	14.1	10.7	14.3	-11.1	5.7	13.0
국내	2.1	-7.8	-1.6	-2.4	0.9	2.0	2.5	4.5	-14.4	-2.4	2.5
해외	-2.3	2.4	35.7	48.3	33.6	30.5	20.8	24.2	-6.2	20.6	26.6
영업이익(% YoY)	12.9	-29.5	277.7	279.7	32.9	2,151.7	67.1	62.1	-49.5	103.8	93.3
국내	27.9	-58.7	151.3	-30.8	-13.1	140.6	-14.4	26.3	-34.2	1.4	11.8
해외	0.0	흑전	흑전	흑전	70.7	1,017.0	180.0	90.5	적지	흑전	150.9
지배주주순이익(% YoY)	-9.9	2,304.6	32.7	적전	0.5	-85.6	137.8	흑전	34.5	233.7	-42.4

자료: 아모레퍼시픽, 메리츠증권 리서치센터

아모레퍼시픽 (090430)

Income Statement

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	3,674.0	3,885.1	4,392.0	4,928.6	5,421.3
매출액증가율(%)	-11.1	5.7	13.0	12.2	10.0
매출원가	1,155.1	1,138.4	1,282.5	1,434.2	1,572.2
매출총이익	2,518.9	2,746.7	3,109.5	3,494.4	3,849.1
판매관리비	2,410.7	2,526.3	2,683.3	2,955.4	3,194.2
영업이익	108.2	220.5	426.2	539.0	655.0
영업이익률(%)	2.9	5.7	9.7	10.9	12.1
금융손익	142.4	81.4	10.0	12.8	16.6
종속/관계기업손익	41.7	16.5	10.0	10.0	10.0
기타영업외손익	-11.6	302.4	10.0	10.0	10.0
세전계속사업이익	280.6	620.8	456.2	571.7	691.6
법인세비용	106.8	19.2	109.5	137.2	166.0
당기순이익	173.9	601.6	346.7	434.5	525.6
지배주주지분 순이익	180.1	593.2	346.4	434.1	525.0

Statement of Cash Flow

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	348.2	334.5	722.9	719.0	740.3
당기순이익(손실)	173.9	601.6	346.7	434.5	525.6
유형자산상각비	251.8	257.4	368.7	276.5	207.4
무형자산상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본의 증감	-35.7	-192.0	7.5	8.0	7.3
투자활동 현금흐름	-186.2	-312.2	-16.4	-17.3	-15.9
유형자산의 증가(CAPEX)	-134.5	-81.0	0.0	0.0	0.0
투자자산의 감소(증가)	-80.8	306.2	-7.6	-8.0	-7.4
재무활동 현금흐름	-98.6	-98.8	-69.7	-69.2	-69.9
차입금의 증감	-6.8	89.8	8.0	8.5	7.8
자본의 증가	2.3	-170.7	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	56.8	-54.8	636.9	632.5	654.5
기초현금	449.6	506.4	451.5	1,088.5	1,720.9
기말현금	506.4	451.5	1,088.5	1,720.9	2,375.4

Balance Sheet

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	1,952.2	1,734.8	2,505.7	3,280.0	4,064.7
현금및현금성자산	506.4	451.5	1,088.5	1,720.9	2,375.4
매출채권	292.9	386.3	436.7	490.1	539.1
재고자산	394.3	497.8	562.7	631.5	694.6
비유동자산	3,934.3	5,048.7	4,687.6	4,419.2	4,219.2
유형자산	2,441.6	2,296.4	1,927.7	1,651.2	1,443.8
무형자산	340.7	1,773.9	1,773.9	1,773.9	1,773.9
투자자산	379.9	73.7	81.3	89.4	96.7
자산총계	5,886.5	6,783.5	7,193.3	7,699.1	8,283.8
유동부채	813.3	1,095.7	1,198.7	1,307.8	1,407.9
매입채무	86.4	96.0	108.5	121.7	133.9
단기차입금	244.1	306.2	306.2	306.2	306.2
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	200.6	361.8	399.5	439.4	476.1
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	1,013.8	1,457.5	1,598.2	1,747.2	1,884.0
자본금	34.5	34.5	34.5	34.5	34.5
자본잉여금	793.9	623.2	623.2	623.2	623.2
기타포괄이익누계액	-18.5	11.9	11.9	11.9	11.9
이익잉여금	4,101.4	4,601.0	4,865.2	5,215.9	5,656.5
비지배주주지분	-25.3	73.6	78.5	84.6	92.0
자본총계	4,872.7	5,326.0	5,595.1	5,951.9	6,399.9

Key Financial Data

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
주당데이터(원)					
SPS	62,811	66,420	75,086	84,260	92,684
EPS(지배주주)	2,914	9,937	5,717	7,217	8,772
CFPS	7,545	9,803	14,415	14,691	15,431
EBITDAPS	6,155	8,170	13,590	13,942	14,743
BPS	70,933	76,066	79,892	84,972	91,352
DPS	910	1,125	1,125	1,125	1,125
배당수익률(%)	0.6	1.1	1.0	1.0	1.0
Valuation(Multiple)					
PER	49.8	10.5	19.2	15.2	12.5
PCR	19.2	10.7	7.6	7.5	7.1
PSR	2.3	1.6	1.5	1.3	1.2
PBR	2.0	1.4	1.4	1.3	1.2
EBITDA(십억원)	360.0	477.9	794.9	815.5	862.4
EV/EBITDA	22.2	13.0	7.4	6.5	5.4
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	3.7	11.7	6.4	7.6	8.6
EBITDA 이익률	9.8	12.3	18.1	16.5	15.9
부채비율	20.8	27.4	28.6	29.4	29.4
금융비용부담률	0.4	0.7	0.7	0.7	0.6
이자보상배율(x)	6.6	7.8	13.4	16.7	19.9
매출채권회전율(x)	12.7	11.4	10.7	10.6	10.5
재고자산회전율(x)	9.1	8.7	8.3	8.3	8.2

Industry Indepth
2025. 4. 16

▲ 생활소비재

Analyst 박종대
02. 6454-4892
jdpark@meritz.co.kr

에이피알 278470

압도적인 기세

- ✓ 유럽 중심 B2B 확대
- ✓ 1분기 영업이익 415억원 예상
- ✓ 기세가 밸류에이션 부담을 누를 듯

Buy

(20 거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월) **84,000 원**
현재주가 (4.15) **65,800 원**
상승여력 **27.7%**

KOSPI	2,477.41pt
시가총액	24,505억원
발행주식수	3,734만주
유동주식비율	64.12%
외국인비중	18.08%
52주 최고/최저가	80,500원/41,000원
평균거래대금	377.3억원

주요주주(%)

김병훈 외 3 인	33.40
국민연금공단	8.57

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가		-2.4	22.8
상대주가		1.1	30.5

주가그래프



유럽 중심 B2B 확대

가파른 B2B 매출을 눈여겨볼 필요가 있다. B2B 매출 비중이 4분기 12%고 2025년 연간 18~20%까지 올린다는 게 목표였는데, 이미 1분기 이를 달성하는 모습이다. 유럽이 좋다. 실리콘투 뿐 아니라 동유럽 등 지역별로 잘하는 벤더와 공급계약을 맺는 유연한 유통 전략이 효과를 보고 있다. 관세 영향을 크게 보고 있지는 않다. 현지 법인을 활용, 소비자가로 가격 전가를 최소화하기 위해 노력하고 있다.

1분기 영업이익 415억원 예상

1분기 매출과 영업이익은 각각 전년 동기대비 55%, 50% 성장한 2,360억원과 415억원 수준이 가능할 전망이다. 애초 시장 기대치(OP 390억원)를 넘어서는 금액이다. 4분기 높은 성장세를 1분기에도 이어가는 분위기다. 3월 아마존 스프링 세일 성과도 좋았다. 미국 사업은 B2C가 상당히 좋은데, 수요 위축은 느끼지 못하고 있다. 일본에서도 YoY 50% 성장 목표를 무난히 달성하는 분위기다.

기세가 밸류에이션 부담을 누를 듯

투자자 측면에서 에이피알에 대한 부담은 밸류에이션 밖에 없다. 중저가 화장품 브랜드에 대한 밸류에이션은 12MF PER 20배를 넘기 힘들다는 점, 홈 뷰티 디바이스의 기술적 진입장벽은 낮다는 점을 모두 인지하고 있다. 최근 주가 하락은 밸류에이션 부담에 따른 차익실현 영향으로 보인다. 추세적으로 주가가 하락할 이유는 아직 없다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2023	523.8	104.2	81.6	2,249	166.3	5,414	0.0	0.0	-0.9	54.9	45.9
2024	722.8	122.7	107.6	2,842	26.4	8,486	17.6	5.9	13.1	41.3	74.7
2025E	997.7	173.6	141.4	3,791	33.4	12,484	17.4	5.3	12.6	35.9	64.3
2026E	1,202.3	216.4	175.2	4,705	24.1	17,189	14.0	3.8	9.6	31.7	53.4
2027E	1,382.3	262.6	211.7	5,685	20.8	22,874	11.6	2.9	7.3	28.4	44.5

표25 에이피알 연간 실적 전망과 밸류에이션

(십억원)	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출	397.7	523.8	722.8	997.7	1,202.3	1,382.3
뷰티 디바이스	120.3	216.2	312.6	444.3	547.9	640.1
국내	85.4	138.8	129.9	131.2	132.5	133.8
해외	34.9	75.6	182.7	313.1	415.4	506.3
화장품	176.5	214.3	338.5	492.8	600.8	694.3
국내	82.9	108.0	131.5	157.8	181.4	199.6
해외	91.5	108.1	207.1	335.1	419.4	494.8
기타	101.0	93.3	71.6	60.6	53.6	47.8
영업이익	39.2	104.2	122.7	173.6	216.4	262.6
지배주주순이익	30.0	81.6	107.6	141.4	175.2	211.7
적정시가총액(십억원)	629	1,713	2,259	2,969	3,679	4,446
주식수(천주)	35,926	36,377	37,242	37,242	37,242	37,242
적정주가(원)	17,507	47,084	60,669	79,731	98,800	119,382
적정PER(배)	21.0	21.0	21.0	21.0	21.0	21.0
EPS(원)	833.7	2,242.1	2,889.0	3,796.7	4,704.7	5,684.8
영업이익률(%)	9.9	19.9	17.0	17.4	18.0	19.0
매출(% YoY)	53.5	31.7	38.0	38.0	20.5	15.0
뷰티 디바이스	1,050.8	79.8	44.6	42.1	23.3	16.8
국내	970.7	62.5	-6.4	1.0	1.0	1.0
해외	1,308.3	116.8	141.6	71.3	32.7	21.9
화장품	9.0	21.4	58.0	45.6	21.9	15.6
국내	7.8	30.3	21.8	20.0	15.0	10.0
해외	10.3	18.1	91.5	61.8	25.2	18.0
기타	16.3	-7.6	-23.3	-15.4	-11.6	-10.7
영업이익(% YoY)	174.6	165.7	17.8	41.5	24.7	21.4
지배주주순이익(% YoY)	162.7	172.3	31.9	31.4	23.9	20.8

자료: 에이피알, 메리츠증권 리서치센터

표26 에이피알 분기별 실적 전망

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024	2025E
매출	148.9	155.5	174.1	244.2	230.6	205.4	239.4	322.3	523.8	722.8	997.7
뷰티 디바이스	66.8	68.2	74.3	103.4	98.5	92.3	103.0	150.4	216.2	312.6	444.3
국내	34.8	32.6	29.2	33.3	31.3	33.0	29.5	37.4	138.8	129.9	131.2
해외	32.0	35.6	45.1	70.1	67.2	59.4	73.5	113.0	75.6	182.7	313.1
화장품	65.4	71.6	85.1	116.3	118.6	100.9	123.5	149.9	214.3	338.5	492.8
국내	35.3	34.9	30.8	30.5	41.6	41.9	37.0	37.3	108.0	131.5	157.8
해외	30.1	36.8	54.3	85.8	76.9	59.0	86.5	112.6	108.1	207.1	335.1
기타	16.8	15.7	14.7	24.5	13.5	12.2	12.9	21.9	93.3	71.6	60.6
영업이익	27.8	28.0	27.2	39.7	41.5	37.0	41.7	53.5	104.2	122.7	173.6
지배주주순이익	24.1	24.1	16.0	43.4	33.9	30.3	34.0	43.2	81.6	107.6	141.4
영업이익률(%)	18.6	18.0	15.6	16.3	18.0	18.0	17.4	16.6	19.9	17.0	17.4
순이익률(%)	16.2	15.5	9.2	17.8	14.7	14.8	14.2	13.4	15.6	14.9	14.2
매출(% YoY)	21.9	21.8	42.8	60.6	54.8	32.1	37.5	32.0	31.7	38.0	38.0
뷰티 디바이스	30.0	39.8	61.8	47.4	47.6	35.4	38.6	45.5	79.8	44.6	42.1
국내	-13.6	-4.4	19.1	-16.5	-10.0	1.0	1.0	12.5	62.5	-6.4	1.0
해외	194.8	149.7	116.3	136.1	110.2	67.1	63.0	61.1	116.8	141.6	71.3
화장품	36.6	33.1	53.9	103.2	81.3	40.8	45.0	28.9	21.4	58.0	45.6
국내	34.5	23.2	5.4	26.1	18.0	20.0	20.0	22.3	30.3	21.8	20.0
해외	37.6	42.0	103.9	155.0	155.3	60.5	59.2	31.2	18.1	91.5	61.8
기타	-27.0	-37.5	-29.1	-0.5	-19.3	-22.0	-12.0	-10.4	-7.6	-23.3	-15.4
영업이익(% YoY)	19.7	13.0	24.6	15.5	49.5	32.0	52.9	34.7	165.7	17.8	41.5
지배주주순이익(% YoY)	18.7	28.4	-12.9	80.0	40.6	25.8	112.3	-0.4	172.3	31.9	31.4

자료: 에이피알, 메리츠증권 리서치센터

에이피알 (278470)

Income Statement

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	523.8	722.8	997.7	1,202.3	1,382.3
매출액증가율(%)	31.7	38.0	38.0	20.5	15.0
매출원가	128.4	179.2	249.4	300.6	345.6
매출총이익	395.5	543.6	748.3	901.7	1,036.7
판매관리비	291.3	420.9	574.7	685.3	774.1
영업이익	104.2	122.7	173.6	216.4	262.6
영업이익률(%)	19.9	17.0	17.4	18.0	19.0
금융손익	2.4	11.6	8.1	8.6	9.0
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-0.8	-1.0	-1.0	-1.0	-1.0
세전계속사업이익	105.8	133.3	180.7	223.9	270.6
법인세비용	24.3	25.7	39.3	48.7	58.9
당기순이익	81.6	107.6	141.4	175.2	211.7
지배주주지분 순이익	81.6	107.6	141.4	175.2	211.7

Statement of Cash Flow

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	107.8	79.1	143.2	178.8	215.0
당기순이익(손실)	81.6	107.6	141.4	175.2	211.7
유형자산상각비	13.5	21.6	8.8	6.6	5.0
무형자산상각비	0.4	0.9	1.2	0.9	0.7
운전자본의 증감	1.1	-58.3	-14.6	-10.9	-9.6
투자활동 현금흐름	-28.3	-109.7	-22.1	-16.5	-14.5
유형자산의 증가(CAPEX)	-9.7	-45.0	0.0	0.0	0.0
투자자산의 감소(증가)	-9.9	-44.3	-12.8	-9.5	-8.4
재무활동 현금흐름	-11.5	-4.8	2.0	-0.6	-1.7
차입금의 증감	-11.6	89.6	8.5	6.3	5.6
자본의 증가	9.0	75.9	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	68.1	-35.0	123.1	161.7	198.9
기초현금	57.3	125.3	90.4	213.5	375.2
기말현금	125.3	90.4	213.5	375.2	574.1

Balance Sheet

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	219.3	286.0	482.0	698.0	944.6
현금및현금성자산	125.3	90.4	213.5	375.2	574.1
매출채권	22.5	39.3	54.2	65.4	75.1
재고자산	56.5	109.8	151.5	182.6	209.9
비유동자산	68.0	279.1	281.9	283.9	286.6
유형자산	14.2	51.4	42.6	36.0	31.0
무형자산	4.3	5.8	4.7	3.8	3.0
투자자산	17.7	62.0	74.8	84.3	92.7
자산총계	287.3	565.1	764.0	981.9	1,231.2
유동부채	82.3	145.1	199.4	239.7	275.2
매입채무	11.6	33.8	46.6	56.2	64.6
단기차입금	7.5	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	8.1	96.5	99.7	102.1	104.2
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	90.4	241.6	299.1	341.8	379.4
자본금	3.6	3.8	3.8	3.8	3.8
자본잉여금	61.1	136.8	136.8	136.8	136.8
기타포괄이익누계액	0.6	1.1	1.1	1.1	1.1
이익잉여금	123.7	229.1	370.5	545.7	757.4
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	197.0	323.5	464.9	640.1	851.8

Key Financial Data

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
주당데이터(원)					
SPS	14,445	19,092	26,750	32,284	37,117
EPS(지배주주)	2,249	2,842	3,791	4,705	5,685
CFPS	3,349	4,282	5,058	5,995	6,988
EBITDAPS	3,257	3,836	4,922	6,013	7,205
BPS	5,414	8,486	12,484	17,189	22,874
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	0.0	17.6	17.4	14.0	11.6
PCR	0.0	11.7	13.0	11.0	9.4
PSR	0.0	2.6	2.5	2.0	1.8
PBR	0.0	5.9	5.3	3.8	2.9
EBITDA(십억원)	118.1	145.2	183.6	223.9	268.3
EV/EBITDA	-0.9	13.1	12.6	9.6	7.3
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	54.9	41.3	35.9	31.7	28.4
EBITDA 이익률	22.5	20.1	18.4	18.6	19.4
부채비율	45.9	74.7	64.3	53.4	44.5
금융비용부담률	0.2	0.5	0.6	0.6	0.5
이자보상배율(x)	82.3	32.6	26.8	31.4	36.4
매출채권회전율(x)	24.2	23.4	21.3	20.1	19.7
재고자산회전율(x)	9.8	8.7	7.6	7.2	7.0

Industry Indepth
2025. 4. 16

▲ 생활소비재

Analyst 박종대
02. 6454-4892
jdpark@meritz.co.kr

실리콘투 257720

이제 유럽으로 성장과 투자 포인트 전환

- ✓ 유럽/중동 가파른 성장세
- ✓ 1분기 영업이익 YoY 36% 증가 예상
- ✓ 적정주가 3.7만원 → 4.2만원 상향 조정, 투자의견 매수 유지

Buy (20 거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월) 42,000 원
현재주가 (4.15) 32,000 원
상승여력 31.3%

KOSDAQ	711.92pt
시가총액	19,575억원
발행주식수	6,117만주
유동주식비율	52.32%
외국인비중	4.53%
52주 최고/최저가	52,800원/12,650원
평균거래대금	410.0억원

주요주주(%)
김성운 외 16 인 47.67

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	19.4	-23.4	
상대주가	23.1	-16.7	

주가그래프



유럽/중동 가파른 성장세

유럽은 폴란드 물류센터가 본격 가동하면서 가파른 성장세를 보이고 있다. 독일/에스토니아/프랑스 중심에서 서유럽과 러시아 비릇 동유럽으로 영역을 확장하고 있다. 유럽은 미국과 달리 온오프라인 경쟁이 제한적이고 유력한 사업자가 없기 때문에 성장 속도와 여력, 가시성 측면에서 오히려 미국보다 클 수 있다. 중동은 현지 지사가 없는데도 전체 매출 비중 6%, QoQ로 성장하고 있는 지역이다. 올해 상반기까지 물류센터 2개 계약 완료하므로 내년 상반기에는 매출 규모가 또 한단계 레벨업 될 가능성이 크다.

1분기 영업이익 YoY 36% 증가 예상

1분기 매출과 영업이익은 각각 전년 동기대비 27%, 36% 증가한 1,902억원과 401억원 수준이 가능할 전망이다. 4분기 부진했던 미국 지역 매출이 450억원까지 회복되면서 실적 불확실성을 완화시킬 것으로 보인다. 유럽과 중동 지역 매출이 전분기 대비 10% 내외 성장하면서 실적 개선을 견인할 것으로 예상된다.

적정주가 3.7만원 → 4.2만원 상향 조정, 투자의견 매수 유지

2025년 유럽 매출 규모가 미국을 넘어설 가능성이 크다. 미국 사업에 대한 불확실성보다 유럽/중동 지역으로 영업 권역 확대에 더 초점을 맞출 필요가 있다. 여전히 K뷰티의 글로벌 수요는 커지고 있고, 여전히 실리콘투는 K뷰티의 국내 최대 글로벌 무역벤더다. 적정주가 4.2만원은 12MF PER 17배다. 2024~27년 연평균 EPS 성장률 16%에 선두 업체로서 밸류에이션 프리미엄을 적용했다. 현재 주가는 12MF PER 12.9배로 저평가 상태다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2023	342.9	47.8	38.0	631	241.2	2,235	12.2	3.5	9.7	32.9	59.5
2024	691.5	137.6	120.7	1,990	215.7	4,297	16.4	7.6	14.4	60.9	75.0
2025E	811.9	166.4	143.2	2,352	18.2	6,650	13.6	4.8	10.8	43.0	50.4
2026E	922.2	184.4	166.9	2,742	16.6	9,392	11.7	3.4	9.2	34.2	36.9
2027E	1,020.8	209.3	187.8	3,085	12.5	12,477	10.4	2.6	7.4	28.2	28.6

표27 실리콘투 연간 실적 전망과 밸류에이션

(십억원)	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출	165.3	342.9	691.5	811.9	922.2	1,020.8
미국	48.4	121.7	203.7	193.6	212.9	234.2
유럽	4.7	11.2	113.7	196.7	215.7	230.4
동남아	17.8	34.2	60.5	82.0	94.3	103.7
중동	-	-	35.6	52.5	63.0	72.4
국내	14.0	30.1	41.5	33.1	32.7	32.4
영업이익	14.2	47.8	137.6	166.4	184.4	209.3
지배주주순이익	11.2	38.0	120.7	143.2	166.9	187.8
적정시가총액	190	646	2,053	2,434	2,837	3,193
주식수(천주)	60,873	60,873	60,873	60,873	60,873	60,873
적정주가(원)	3,117	10,618	33,719	39,990	46,612	52,448
적정PER	17	17	17	17	17	17
EPS(원)	183	625	1,983	2,352	2,742	3,085
영업이익률(%)	8.6	13.9	19.9	20.5	20.0	20.5
매출(%YoY)	26.2	107.5	101.7	17.4	13.6	10.7
미국	31.5	151.7	67.4	-5.0	10.0	10.0
유럽	-	-	-	73.0	9.6	6.9
동남아	0.8	91.9	77.1	35.6	15.0	10.0
중동	-	-	-	47.3	20.0	15.0
국내	-0.1	115.1	37.6	-20.2	-1.0	-1.0
영업이익(% YoY)	62.6	235.7	187.8	21.0	10.8	13.5
지배주주순이익(% YoY)	35.3	240.7	217.6	18.6	16.6	12.5

자료: 실리콘투, 메리츠증권 리서치센터

표28 실리콘투 분기별 실적 전망

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024	2025E
매출	149.9	181.4	186.7	173.6	190.2	203.4	210.5	207.8	342.9	691.5	811.9
미국	53.5	57.8	59.9	32.5	45.5	48.3	51.2	48.6	121.7	203.7	193.6
유럽	13.2	26.7	32.1	41.8	44.2	48.4	50.8	53.4	11.2	113.7	196.7
동남아	16.2	9.6	15.0	19.6	19.2	20.2	20.6	22.0	34.2	60.5	82.0
중동	-	13.7	11.4	10.6	12.7	13.3	14.0	12.6	-	35.6	52.5
국내	9.9	15.1	8.7	7.7	7.0	9.6	8.3	8.2	30.1	41.5	33.1
영업이익	29.5	38.9	42.6	26.6	40.1	41.5	44.6	40.2	47.8	137.6	166.4
지배주주순이익	25.5	33.4	29.9	32.0	33.8	33.6	37.7	38.2	38.0	120.7	143.2
영업이익률(%)	19.6	21.5	22.8	15.3	21.1	20.4	21.2	19.3	13.9	19.9	20.5
순이익률(%)	17.0	18.4	16.0	18.4	17.8	16.5	17.9	18.4	11.1	17.5	17.6
매출 (% YoY)	158.5	131.9	84.9	64.2	26.9	12.2	12.8	19.7	107.4	101.7	17.4
미국	195.2	127.0	64.3	-21.9	-14.9	-16.4	-14.6	49.4	151.7	67.4	-5.0
유럽	523.6	839.6	658.1	1987.9	234.3	81.2	58.5	27.8	139.1	916.4	73.0
동남아	190.7	23.6	38.3	98.1	18.8	109.1	37.0	12.2	91.9	77.1	35.6
중동	-	-	-	-	-	-2.9	22.7	19.1	-	-	47.3
국내	64.7	85.3	0.3	6.4	-29.1	-36.3	-5.3	5.8	115.1	37.6	-20.2
영업이익 (% YoY)	296.9	275.1	181.6	78.7	36.1	6.7	4.7	51.2	235.5	187.8	21.0
지배주주순이익(% YoY)	303.5	289.1	127.2	220.6	32.4	0.6	26.1	19.2	240.7	217.6	18.6

자료: 실리콘투, 메리츠증권 리서치센터

실리콘투 (257720)

Income Statement

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	342.9	691.5	811.9	922.2	1,020.8
매출액증가율(%)	107.5	101.7	17.4	13.6	10.7
매출원가	227.8	458.7	544.0	608.6	673.7
매출총이익	115.1	232.8	267.9	313.5	347.1
판매관리비	67.3	95.3	101.5	129.1	137.8
영업이익	47.8	137.6	166.4	184.4	209.3
영업이익률(%)	13.9	19.9	20.5	20.0	20.5
금융손익	-0.7	7.5	12.6	14.7	16.8
종속/관계기업손익	1.5	1.3	1.4	1.4	1.4
기타영업외손익	-0.5	2.3	9.0	8.1	7.3
세전계속사업이익	48.1	148.7	179.0	208.6	234.8
법인세비용	10.1	28.0	35.8	41.7	47.0
당기순이익	38.0	120.7	143.2	166.9	187.8
지배주주지분 순이익	38.0	120.7	143.2	166.9	187.8

Statement of Cash Flow

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	-18.5	60.1	123.5	147.3	169.2
당기순이익(손실)	38.0	120.7	143.2	166.9	187.8
유형자산상각비	3.7	5.7	9.7	7.3	5.4
무형자산상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본의 증감	-67.0	-65.2	-29.4	-26.9	-24.1
투자활동 현금흐름	-18.4	-72.1	-4.4	-4.1	-3.6
유형자산의 증가(CAPEX)	-18.3	-75.8	0.0	0.0	0.0
투자자산의 감소(증가)	-4.6	-6.2	-4.2	-3.8	-3.4
재무활동 현금흐름	32.9	80.8	0.6	0.6	0.5
차입금의 증감	38.7	91.4	0.6	0.6	0.5
자본의 증가	0.7	0.9	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-4.0	68.8	119.7	143.8	166.1
기초현금	21.2	17.2	86.0	205.7	349.5
기말현금	17.2	86.0	205.7	349.5	515.6

Balance Sheet

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	136.4	297.1	453.6	631.0	827.2
현금및현금성자산	17.2	86.0	205.7	349.5	515.6
매출채권	21.3	42.2	49.6	56.3	62.3
재고자산	78.5	145.9	171.3	194.6	215.4
비유동자산	78.9	160.7	155.2	151.7	149.7
유형자산	54.1	106.5	96.8	89.6	84.2
무형자산	0.7	1.7	1.6	1.6	1.6
투자자산	17.5	25.1	29.2	33.1	36.5
자산총계	215.3	457.8	608.7	782.7	976.9
유동부채	74.2	189.3	197.0	204.1	210.4
매입채무	0.5	1.4	1.6	1.8	2.0
단기차입금	55.0	145.1	145.1	145.1	145.1
유동성장기부채	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	6.1	6.8	6.9	7.0	7.0
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	3.6	0.1	0.1	0.1	0.1
부채총계	80.3	196.2	203.9	211.0	217.4
자본금	30.3	30.5	30.5	30.5	30.5
자본잉여금	30.2	30.8	30.8	30.8	30.8
기타포괄이익누계액	2.8	8.4	8.4	8.4	8.4
이익잉여금	70.8	191.5	334.7	501.7	689.5
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	135.0	261.6	404.8	571.7	759.5

Key Financial Data

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
주당데이터(원)					
SPS	5,687	11,399	13,338	15,149	16,770
EPS(지배주주)	631	1,990	2,352	2,742	3,085
CFPS	874	2,479	3,171	3,566	3,904
EBITDAPS	854	2,362	2,893	3,149	3,527
BPS	2,235	4,297	6,650	9,392	12,477
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	12.2	16.4	13.6	11.7	10.4
PCR	8.8	13.2	10.1	9.0	8.2
PSR	1.4	2.9	2.4	2.1	1.9
PBR	3.5	7.6	4.8	3.4	2.6
EBITDA(십억원)	51.5	143.3	176.1	191.7	214.7
EV/EBITDA	9.7	14.4	10.8	9.2	7.4
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	32.9	60.9	43.0	34.2	28.2
EBITDA 이익률	15.0	20.7	21.7	20.8	21.0
부채비율	59.5	75.0	50.4	36.9	28.6
금융비용부담률	0.2	0.8	1.0	0.9	0.8
이자보상배율(x)	67.2	24.7	21.1	23.3	26.3
매출채권회전율(x)	25.0	21.8	17.7	17.4	17.2
재고자산회전율(x)	6.4	6.2	5.1	5.0	5.0

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2023년 8월 4일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 3등급	Buy	추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 +20% 이상
	Hold	추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	85.7%
중립	13.7%
매도	0.6%

2025년 3월 31일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

아모레퍼시픽 (090430) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2023.04.11	Indepth	Buy	180,000	하누리	-31.4	-21.2	
2023.05.24	Indepth	Buy	160,000	하누리	-34.5	-27.8	
2023.07.03	기업브리프	Buy	150,000	하누리	-32.9	-28.6	
2023.07.27	기업브리프	Buy	130,000	하누리	-4.1	3.0	
2023.10.10	기업브리프	Buy	155,000	하누리	-26.6	-18.5	
2023.11.01	기업브리프	Buy	180,000	하누리	-22.7	-19.4	
2023.11.10	산업분석	Buy	200,000	하누리	-33.6	-27.5	
2024.01.31	기업브리프	Buy	165,000	하누리	-23.5	-5.5	
2024.04.30	기업브리프	Buy	195,000	하누리	-9.5	-3.3	
2024.05.31	산업분석	Buy	230,000	하누리	-33.9	-15.6	
2024.10.14				Univ Out			
2024.12.11	산업분석	Buy	132,000	박종대	-14.9	-5.6	
2025.01.20	산업분석	Buy	158,000	박종대	-	-	

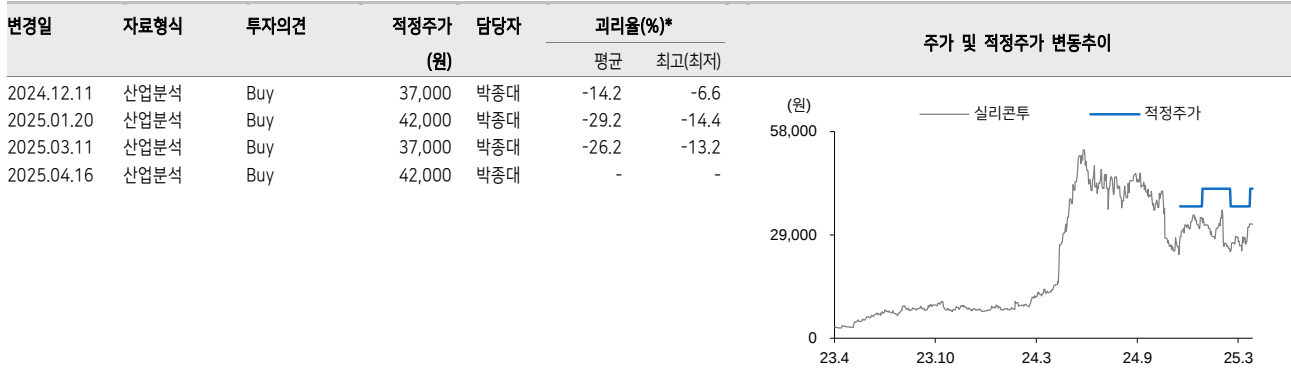
에이피알 (278470) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2025.03.11	산업분석	Buy	84,000	박종대	-	-	

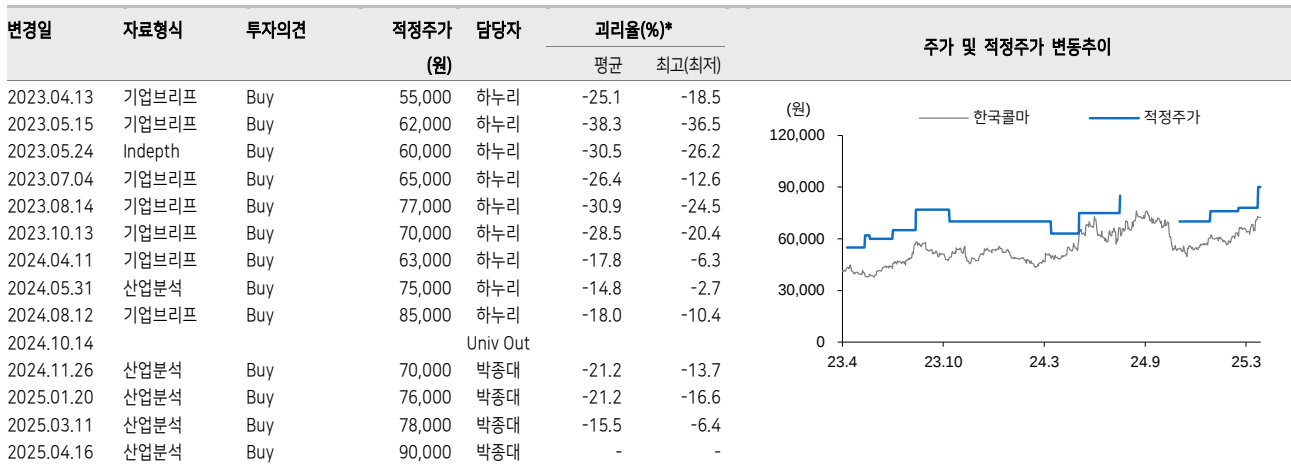
실리콘투 (257720) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1 년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



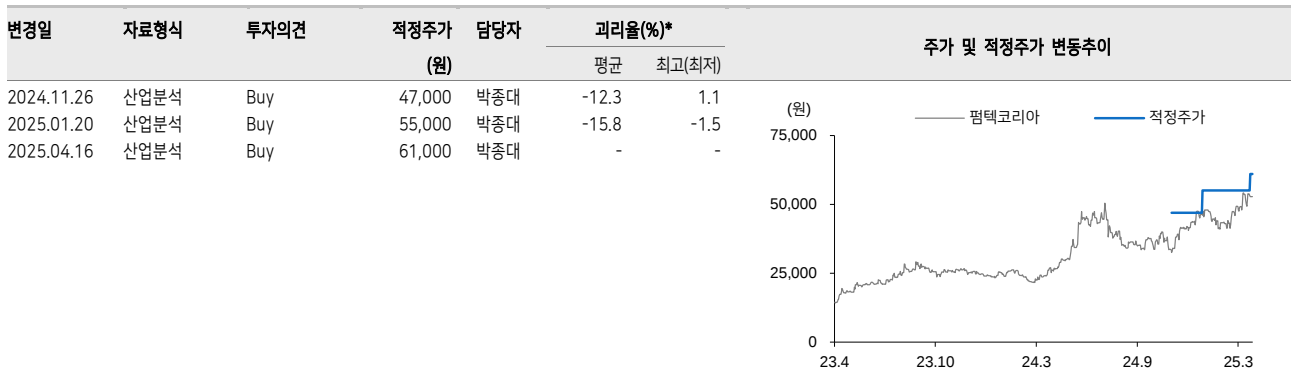
한국콜마 (161890) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1 년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



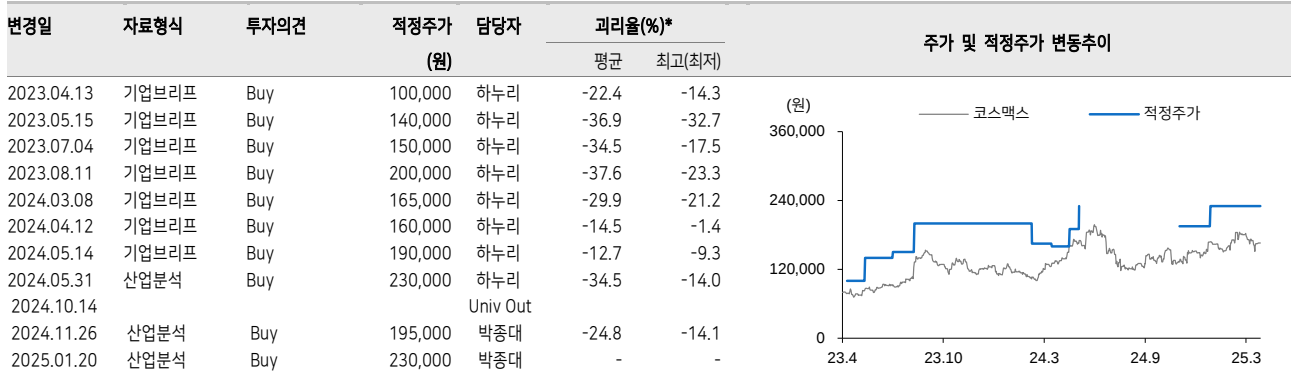
펄텍코리아 (251970) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1 년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



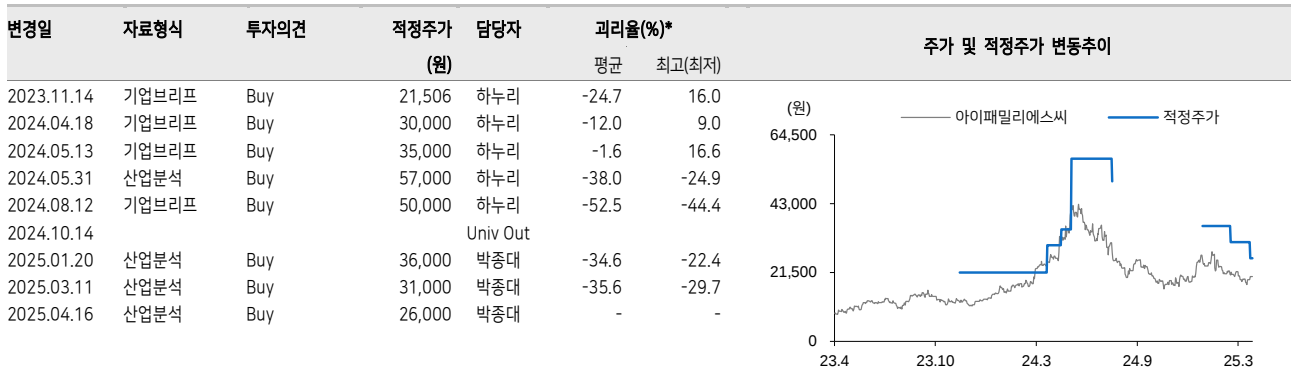
코스맥스 (192820) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



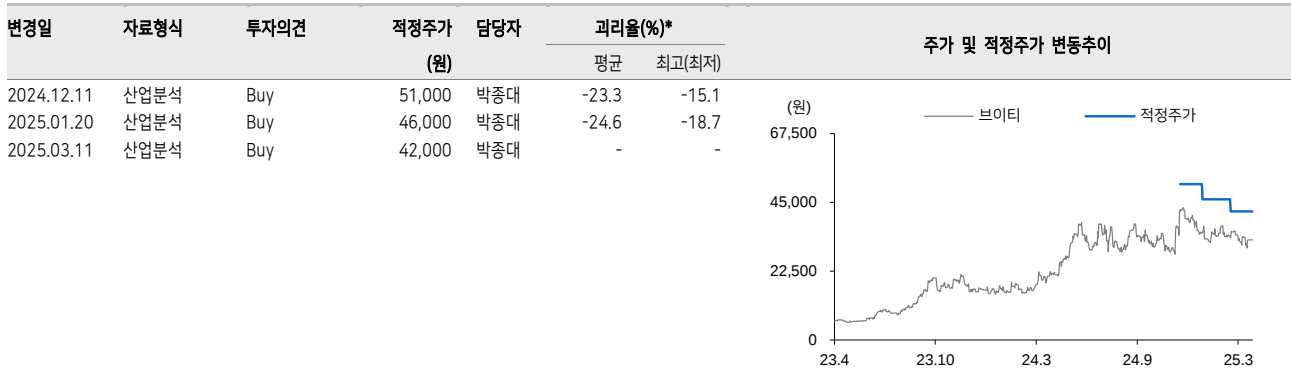
아이패밀리에스씨 (114840) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



브이티 (018290) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



클리오 (237880) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

