

A코스, 실투로드 ON!



이승은 유통/화장품
02 3770 5588
seungeun.lee@yuantakorea.com

김도엽 Research Assistant
02 3770 5580
doyub.kim@yuantakorea.com



이승은

유통/화장품

02 3770 5588

seungeun.lee@yuantakorea.com

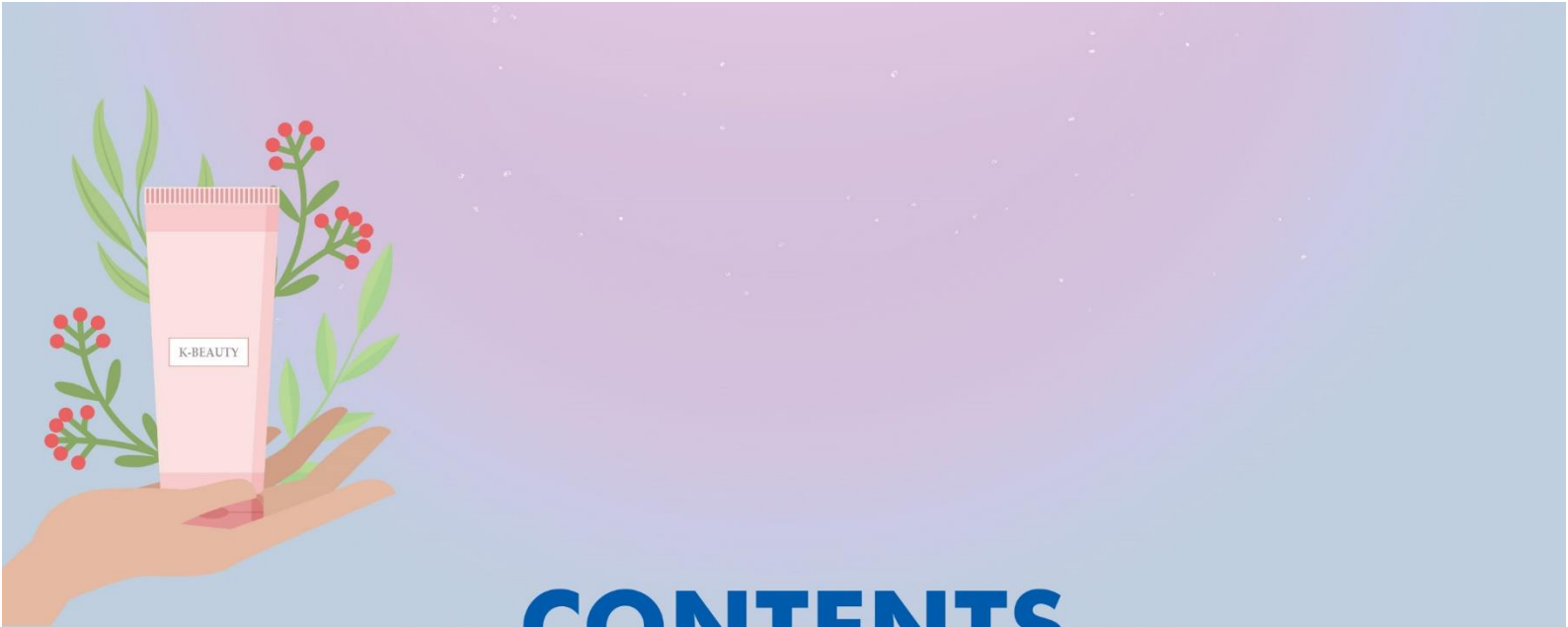


김도엽

Research Assistant

02 3770 5580

doyub.kim@yuantakorea.com



CONTENTS

I . 1Q25 화장품 기업별 실적 특징	06
II . 2025년 하반기 화장품 Outlook	09
III . 화장품 기업별 글로벌 펀드 자금 흐름 변화	15
※ APPENDIX	20
기업분석	22

화장품

K-뷰티 리더십 교체기

업계 지형 재편의 분기점

2025년 1분기 화장품 업종은 기존 대형사의 실적 반등과 신형 강자의 체급 확장이 동시에 나타난 전환점이었다. 아모레퍼시픽과 LG생활건강은 중국 사업 구조 개선을 통해 영업이익 흑자 전환에 성공했으며, 코스맥스와 한국콜마는 수출 호조와 CAPA 확장을 통해 양호한 수익성을 유지했다. 그러나 이번 분기에서 주목할 부분은 단순 실적 반등이 아니라, 누가 앞으로의 업종 주도권을 가져갈 것인지에 대한 서열 재정비가 본격화되었다는 점이다. 브랜드력, 유통 전략, 수출 지역 확장력에서 차별화를 보인 일부 중소형주들이 본격적인 체급 전환의 신호를 보내고 있다.

에이피알·실리콘투, 신형 리더 부상

에이피알은 1분기 영업이익이 전년 동기 대비 97% 증가하며 실적과 글로벌 기관의 평가 양면에서 강한 인상력을 남겼다. 상장 1년 만에 미국계 액티브 펀드가 핵심 투자자로 자리 잡았으며, 이는 브랜드 중심의 사업 모델에 대한 실적 기반 신뢰가 반영된 결과다. 실리콘투 역시 중동·유럽향 수출 확대와 브랜드 포트폴리오 다변화를 통해 외형 성장과 이익률을 모두 개선 중이다. 두 기업 모두 매출액 1조 클럽 진입이 가시화되고 있으며, ODM 중심의 과거 성장 공식을 넘어서 브랜드-유통-수출을 아우르는 복합 성장 모델을 제시하는 대표 주자로 부상하고 있다.

코스맥스, 신뢰 받는 ODM 리더

코스맥스는 이미 업계 1위 ODM으로서의 지위를 공고히 하고 있으나, 최근에는 글로벌 자금 유입 흐름에서도 독보적인 모습을 보이고 있다. 노르웨이 국부펀드 보유 비중은 9.48%로 업종 내 최고 수준이며, 액티브·패시브 양측에서의 지속적 비중 확대는 코스맥스를 장기 보유 가능한 ODM 리더로 재평가하고 있다는 방증이다. 하반기에도 글로벌 고객사 수주 증가, 동남아 수출 고성장, 생산 효율화 등을 기반으로 실적 안정성과 시장 신뢰를 모두 갖춘 최우선 투자처로 주목받을 것으로 보인다.



이승은 화장품/유통

seungeun.lee@yuantakorea.com

김도엽 Research Assistant

doyub.kim@yuantakorea.com

종목	투자 의견	목표주가 (원)
에이피알	매수 (M)	150,000 (M)
코스맥스	매수 (M)	261,000 (U)
실리콘투	매수 (M)	49,000 (M)

I. 1Q25 화장품 기업별 실적 특징

대형사 중심의 서프라이즈, 시장 전환기의 신호

2025년 1분기 국내 화장품 업계 실적은 대형사와 중소형사 간 실적 격차가 극명하게 드러난 분기였다. 특히 시가총액 5천억 원을 기준으로 상·하단 기업 간 실적 흐름이 명확히 갈렸으며, 이는 단순한 일시적 변수보다는 구조적 경쟁력의 차이에서 비롯된 결과로 해석할 수 있다.

우선 대형 브랜드사와 ODM 기업들은 글로벌 수요 회복과 자사 고유 경쟁력을 기반으로 전반적인 실적 호조를 시현하였다. 아모레퍼시픽은 매출 1조 675억 원(+17% YoY), 영업이익 1,177억 원(+62% YoY)으로 모두 시장 기대치를 상회하였고, LG생활건강 또한 영업이익 1,424 억 원(-6% YoY)으로 컨센서스를 6% 상회하며 안정적인 펀더멘털을 입증했다. ODM 부문에서도 코스맥스와 한국콜마가 각각 영업이익 513억 원(+13% YoY), 599억 원(+85% YoY)의 영업이익을 기록하며 기대를 상회했다. 이들은 모두 글로벌 스킨케어 수요 증가와 CAPA 확장 효과, 고객사 다변화에 성공한 기업들이며, 실적의 질 또한 양호하다는 점에서 긍정적인 평가가 가능하다.

반면, 시가총액 5천억원 이하 중소형사들은 실적 면에서 전반적으로 부진한 흐름을 보였다. 펌텍코리아를 기준으로 하위 시가총액 그룹에서는 토니모리를 제외한 전 기업이 컨센서스를 하회했다는 점이 주목된다. 예컨대 씨앤씨인터내셔널은 영업이익이 전년 대비 44% 감소하며 시장 기대치를 크게 밑돌았고, 코스메카코리아 역시 영업이익 123억 원(-10% YoY)을 기록하며 부진한 성적을 기록했다. 이는 2025년 들어 ODM 대형사들이 CAPA를 확장하면서, 신규 수주 물량이 자연스럽게 상위 업체로 집중되는 현상이 나타났기 때문으로 파악된다.

브랜드사 중에서는 에이피알과 브이티의 선전이 눈에 띈다. 에이피알은 전년 대비 97% 증가한 546억원의 영업이익을 기록했고, 브이티는 290억원(+21% YoY)으로 대폭 개선된 실적을 기록했다. 두 기업 모두 뚜렷한 글로벌 전략을 기반으로 외형과 이익률을 동반 성장시켰으며, 특히 에이피알은 글로벌 전역에서의 브랜드 인지도가 실적 개선의 핵심 원인으로 작용했다. 이들은 향후 중소형 기업군에서 대형사로의 스케일업을 노릴 수 있는 유력 후보군으로 부상하고 있다.

한편, 색조 중심 브랜드들의 부진도 이번 분기 실적에서 도드라진 특징 중 하나였다. 색조 비중이 높은 기업들은 대부분 영업이익 전년대비 역성장을 기록했다. 이는 현재

K-뷰티의 주요 수출 시장인 미국, 유럽, 중동 등지에서 색조보다는 스킨케어 중심 수요가 확대되고 있기 때문이다. 특히 미국과 유럽은 인종 구성 및 메이크업 선호 트렌드가 국내와 다르며, 이에 따라 색조 제품이 현지에서 시장성을 확보하기 어려운 구조적 한계가 존재한다. 일본 시장에서의 약진이 일부 위안이 되기는 하나, 이는 이미 과거 주가에 상당 부분 반영된 이슈로 더 이상 주가 상승 모멘텀으로 기능하기 어려운 상황이다. 결과적으로 색조 기업들은 현지점에서 구조적 돌파구가 필요한 국면에 직면해 있으며, 새로운 시장 전략과 제품 혁신이 요구된다.

2분기에도 특히 유럽과 중동향 수출 확대가 지속될 경우 브랜드사의 반등 여력은 충분하지만, 글로벌 트렌드와 제품 포지셔닝이 맞지 않는 기업들은 실적 개선에 한계가 있을 것으로 예상된다. 결국, 이번 분기는 단순한 분기 실적 이상의 의미를 지닌다. 시장은 명확하게 변하고 있으며, 이에 맞는 전략을 수립하지 못하는 기업은 점차 도태될 것이다. 지금은 구조적 성장 동력을 보유한 기업과, 그렇지 못한 기업을 구분 지어야 할 시점이다.

이번 분기 실적은 화장품 업계 내 양극화 흐름이 심화되고 있음을 보여주지만, 하반기에는 새로운 기회 요인이 일부 중소형 ODM사에도 열릴 수 있다는 점에서 주목할 필요가 있다. 현재는 규모의 경제와 글로벌 공급망을 바탕으로 한 대형사의 경쟁력이 부각되며 수주 물량이 상위 ODM사로 집중되고 있다.

그러나 중소형 ODM사의 경우, 단일 브랜드 또는 특정 품목 중심의 히트 제품이 글로벌 수출 시장에서 성과를 낼 경우 전체 실적에 미치는 영향력이 매우 크다는 특징이 있다. 실제로 제한된 포트폴리오와 생산능력을 보유하더라도, 특정 제품의 성공이 분기 실적을 견인하는 사례는 과거에도 반복적으로 나타났다. 따라서 중소형 ODM사에게도 기회는 여전히 유효하며, 핵심은 히트 상품의 기획력과 타깃 시장 적합성에 있다. 구조적 열위에도 불구하고 시장의 틈새를 정확히 공략할 경우 충분히 반전의 모멘텀을 만들 수 있다는 점에서, 향후 이들의 제품력 및 파트너십 전략에 주목할 필요가 있다.

국내 화장품사 Peer Valuation

(단위: 억원, %, 배)

			상장 시장	시가 총액	수익률 1M	매출액				영업이익			
						1Q25	컨센서스	차이	YoY	1Q25	컨센서스	차이	YoY
브랜드	A090430	아모레퍼시픽	KS	72,005	10%	10,675	10,330	3%	17%	1,177	995	18%	62%
브랜드	A051900	LG 생활건강	KS	49,354	1%	16,979	17,330	-2%	-2%	1,424	1,348	6%	-6%
브랜드	A278470	에이피알	KS	42,317	65%	2,660	2,243	19%	79%	546	412	33%	97%
ODM	A192820	코스맥스	KS	23,834	24%	5,886	5,752	2%	12%	513	466	10%	13%
화장품유통	A257720	실리콘투	KQ	23,215	16%	2,457	1,961	25%	64%	477	391	22%	62%
ODM	A161890	한국콜마	KS	19,545	14%	6,531	6,401	2%	14%	599	510	17%	85%
브랜드	A018290	브이티	KQ	14,373	16%	1,004	1,069	-6%	-1%	290	254	14%	21%
용기	A251970	펄텍코리아	KQ	7,229	7%	917	889	3%	19%	134	126	6%	31%
ODM	A241710	코스메카코리아	KQ	4,512	-11%	1,184	1,350	-12%	-6%	123	151	-19%	-10%
브랜드	A018250	애경산업	KS	3,737	5%	1,511	1,726	-12%	-11%	60	122	-51%	-63%
ODM	A352480	씨앤씨인터내셔널	KQ	3,660	17%	660	723	-9%	-9%	56	66	-15%	-44%
브랜드	A439090	마녀공장	KQ	2,950	2%	269	310	-13%	-13%	14	35	-60%	-65%
중소형	A237880	클리오	KQ	2,792	-19%	823	917	-10%	-11%	11	71	-85%	-86%
중소형	A214420	토니모리	KS	2,165	3%	489	400	22%	17%	36	20	80%	59%
브랜드	A092730	네오팜	KQ	2,154	2%	316	325	-3%	12%	78	75	4%	15%
ODM	A123330	제닉	KQ	2,060	16%	178	183	-3%	180%	38	38	0%	흑전
ODM	A950140	잉글우드랩	KQ	2,046	7%	425	550	-23%	-19%	46	70	-34%	-31%

자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

국내 화장품 ODM사 지역별/회사별 CAPA 및 가동률

(단위: 억개, %)

	CAPA(억 개)			가동률(%)		
	2023	2024	2025F	2023	2024	2025.1Q
코스맥스	23.8	25.3	27.4			
한국	6.5	7.8	9.9	62	67	53
중국 상하이	6.9	6.9	6.9	68	56	59
중국 광저우	3.1	3.1	3.1	36	37	34
중국 잇센 JV	3.2	3.4	3.4	5	11	12
미국	1.0	1.0	1.0	61	56	41
인도네시아	2.1	2.1	2.1	25	31	37
태국	1.0	1.0	1.0	-	-	-
한국콜마	7.6	9.4	9.7			
한국	3.7	5.6	5.6	97	78	75
중국	2.2	2.2	2.2	38	39	49
미국 1공장	0.7	0.7	0.7	30	50	75
미국 2공장	-	-	0.3	-	-	-
캐나다	1.0	1.0	1.0	42	24	24
코스메카코리아	7.4	7.6	7.6			
한국	4.4	4.6	4.6	28	36	24
미국(Englewood Lab)	1.6	1.6	1.6	36	34	32
중국	1.4	1.4	1.4	26	24	18

주: 코스맥스 2025년 1분기 가동률은 1분기 생산실적을 기준으로 연환산하여 산출, 자료: 각사, DART, 유안타증권 리서치센터

II. 2025년 하반기 화장품 Outlook

매출액 & 시가총액 1조원 신규 가입자 등장 예상

2025년 하반기 국내 화장품 업종은 전통적인 대형사 중심 구도에서 성장 기반을 갖춘 신흥 기업들의 부상으로 구조적 전환점에 진입하고 있다. 이는 단순히 단기 실적 호조에 그치지 않고, 매출과 시가총액 기준의 체급 이동을 통해 업종 내 리더십 변화 가능성까지 시사하고 있다는 점에서 주목할 필요가 있다.

가장 눈에 띄는 변화는 연매출 1조 원 돌파가 가시권에 들어온 에이피알, 실리콘투의 약진이다. 이들 기업은 각각 자체 브랜드 파워, 글로벌 D2C 유통 경쟁력, 고성장 신시장 대응 능력을 바탕으로 빠른 외형 확장을 시현 중이며, 2025년 하반기에는 업계에서 상징적 기준으로 여겨지는 1조 클럽 진입 가능성이 현실화될 전망이다. 특히 이들 기업은 전통 ODM 기반의 볼륨 성장과는 달리, 브랜드-유통-글로벌 소비 트렌드를 종합적으로 아우르는 신개념 뷰티 밸류체인을 구현하고 있다는 점에서 기존 리더군과는 차별화된 성장 스토리를 보여주고 있다.

이와 함께, 시가총액 1조 원 돌파가 예상되는 펌텍코리아의 성장 스토리는 화장품 밸류체인의 확장을 상징하는 대표적인 사례로 주목된다. 펌텍코리아 용기의 가장 큰 특징은 전체 매출 기준 약 75%를 차지하는 프리몰드(Pre-Mold) 용기 비중, 고급 소재 수요에 대응하는 자회사 부국티엔씨의 알루미늄 용기 생산, 그리고 5공장에 이어 6공장까지 이어지는 CAPA(생산능력) 확장이다. 이러한 물리적 기반 확장은 단순 수주 대응을 넘어 글로벌 고객사의 고사양 요구를 충족시키기 위한 전략적 포석으로, 펌텍코리아는 이를 통해 안정적인 외형 성장과 수익성 확보를 동시에 달성하고 있다.

결국 2025년 하반기 화장품 업종은 기존 신흥 강자들의 체급 상승 성장 스토리를 보여줄 가능성이 크다. 이는 단기 실적 개선을 넘어서, 업종 내 경쟁 구도와 시장 기대치의 축 이동을 의미하며, 투자 관점에서도 기존 방어적 대형주 중심 접근에서 성장 트랙에 진입한 중소형주의 리레이팅 기대감으로 무게 중심이 이동하는 흐름으로 전망된다.

따라서 2025년 미국 관세 등 외부 변수와는 별개로, 매출 체급과 시가총액이 동시에 확장되고 있는 성장 기업군에 대한 전략적 관심이 요구되며, 이들이 향후 2~3년 내 K-뷰티 산업 구조 재편의 중심축으로 자리 잡을 가능성이 높다.

중국 실적 회복하나?

2025년 1분기 실적에서 가장 눈에 띄는 변화는 중국 사업의 실적 회복 조짐이다. 브랜드 대형사인 아모레퍼시픽과 LG생활건강은 나란히 중국 사업에서 영업이익 흑자 전환에 성공했다. 아모레퍼시픽은 최근 2년간 중국 시장에서 체질 개선을 집중적으로 추진해왔으며, 이에 따라 중국 시장에 대한 의존도가 낮아진 상황이다. 중국 오프라인 채널 효율화 등 사업 구조 개선 효과로 중국 법인에서 흑자 전환을 달성했다. LG생활건강도 중국 사업에서 효율화 작업을 추진하며 수익성을 개선했다. 1분기 중국 매출액은 2,046 억원으로 전사 매출액의 12% 이다.

ODM 기업들도 중국 법인을 통한 실적 기여가 점진적으로 회복되는 양상을 보였다. 한국콜마는 중국 우시 법인을 중심으로 전년 대비 20%의 매출 성장을 기록하며, 중국 내 경기 회복이 본격화되지 않은 상황에서도 안정적인 매출 흐름을 시현했다. 특히 주요 고객사의 선케어 전략 물량 수주가 효과적으로 반영되며 경쟁사 대비 견조한 성장세를 나타냈다. 코스맥스는 중국 매출이 전년 대비 +3% 증가했으며, 완만한 회복 흐름 속에서 오프라인 채널과 공동영업 모델의 매출 기여도가 확대되고 있는 것으로 파악된다.

2025년 예상 실적 기준으로 볼 때, 국내 화장품 기업 가운데 중국 관련 매출 비중이 가장 높은 곳은 코스맥스로, 중국법인(코스맥스 East)의 비중이 전사 매출의 24%를 차지한다. 그 뒤를 이어 아모레퍼시픽(중화권 13%), LG생활건강(중국 12%), 에이피알(중화권 10%), 코스메카코리아(중국법인 8%), 한국콜마(우시법인 6%) 순으로 나타난다.

주요 화장품 기업들의 중국 익스포저는 한국 럭셔리 브랜드에 대한 현지 소비자의 선호도 약화, 면세점 내 다이오 매출 감소 등 구조적 변화로 인해 과거 매출의 절반 가까이를 차지하던 시기와 비교하면 현저히 축소된 상태다. 이러한 변화는 중국 실적의 변동성이 기업 전체 실적과 주가에 미치는 영향을 점차 줄여왔다는 점에서 일정 부분 완충 역할을 하고 있다.

결론적으로, 중국 실적은 더 이상 업종 전체의 방향성을 일방적으로 이끄는 메가 모멘텀은 아니지만, 개별 종목 차원에서는 리스크 요인이자 기회 요인으로 공존하는 요소다. 향후 주가는 단순한 중국 의존도보다, 해당 기업이 얼마나 중국 시장에 잘 적응했는지, 그리고 리스크를 관리하며 수익성을 확보했는지에 따라 차별화된 흐름을 보일 것으로 판단된다.

2025년 주요 화장품 기업 국가별 매출 추정 및 성장률

	미국	2025F 중국	유럽	
매출액				
아모레퍼시픽	7,022	5,568	2,593	북미, EMEA, 중화권
LG 생활건강	4,803	8,356	-	북미, 중국
에이피알	3,549	1,294	971	미국, 중화권, 유럽은 기타매출액의 30% 가정
실리콘투	977	-	2,931	폴란드, 네덜란드, 영국, 미국
코스맥스	1,107	5,967	-	이스트, 웨스트
한국콜마	920	1,676	-	우시, USA
코스메카코리아	1,190	440	-	잉글우드랩 미국, 중국법인
성장률(YoY)				
아모레퍼시픽	34	9	52	
LG 생활건강	-8	-1	-	
에이피알	124	30	260	
실리콘투	-36	-	148	
코스맥스	-19	4	-	
한국콜마	59	9	-	
코스메카코리아	6	9	-	
매출 비중(%)				
아모레퍼시픽	16	13	6	
LG 생활건강	7	12	-	
에이피알	28	10	8	
실리콘투	9	-	27	
코스맥스	4	24	-	
한국콜마	3	6	-	
코스메카코리아	21	8	-	

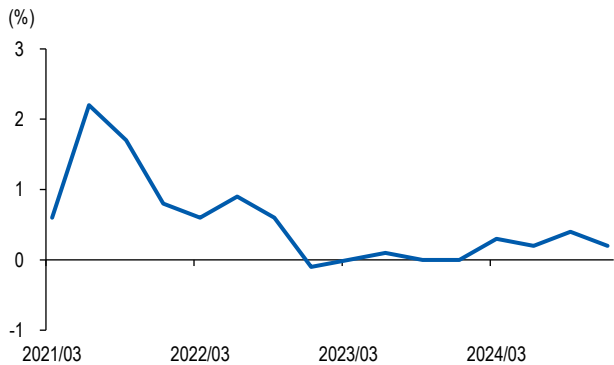
자료: 유안타증권 리서치센터

기회의 땅 유럽

2020년 이후 유럽은 러시아·우크라이나 전쟁으로 인한 에너지 가격 급등, 인플레이션 심화, 글로벌 수요 둔화 및 중국 경제의 회복 지연, 글로벌 공급망 불안정 등으로 경기 침체와 소비 위축을 겪었다. 하지만 2025년에는 ECB의 금리 인하와 각국의 투자 확대 등으로 유럽 경제는 완만한 회복세를 보일 것으로 예상된다.

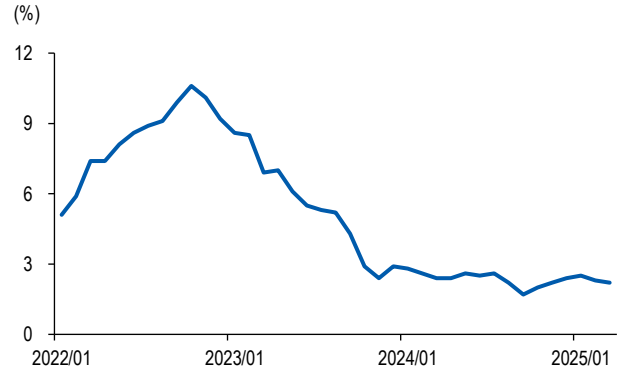
유럽 국가들의 가계의 가처분 소득 증가율은 2000년대 이후 하락 추세를 보이고 있다. 미국은 빅테크 중심으로 경제에 활력이 더해지면서, 코로나 팬데믹 이후 가계의 가처분 소득이 늘어나고 있다. 하지만 유럽은 러시아·우크라이나 전쟁으로 인한 물가 상승과 수출 감소로 인한 경기 침체 등으로 2022년 가처분 소득 증가율이 역성장을 하기도 하였다. 2023년 이후 물가가 안정화되면서 경제 상황은 조금 나아질 기미가 보이고 있으나, 실질적으로 소비자들이 이를 체감하고 소비에 반영하기에는 시간이 필요할 것으로 보인다.

유로존의 실질 GDP 성장률



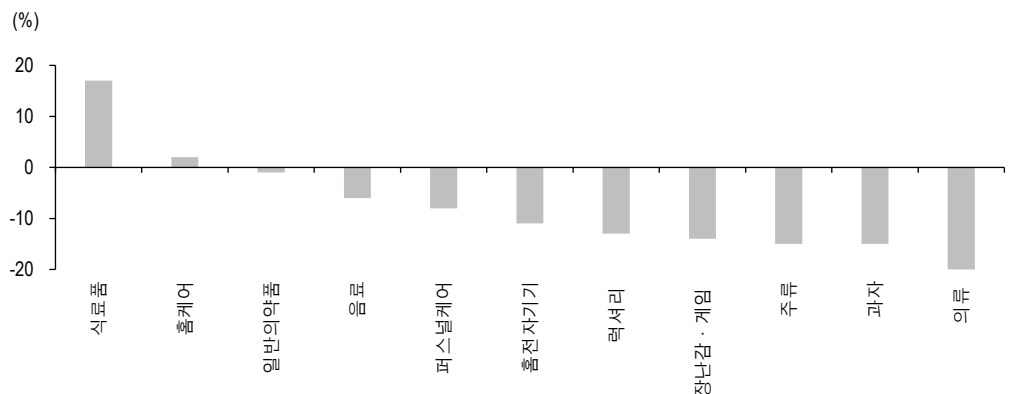
자료: Datastream, 유안타증권 리서치센터

유로존의 소비자 물가 상승률



자료: Datastream, 유안타증권 리서치센터

2024년 상반기, 전분기 대비 생필품만 소비 증가



자료: BCG, 유안타증권 리서치센터

유럽의 정치불안정은 소비에 악영향

정치 불안정도 소비 심리에 악영향을 미치고 있는 것으로 보인다. 독일은 3년 만에 중도 우파로 정권이 교체되었으며, 이민자 범죄와 경제난이 정권 교체에 영향을 준 것으로 보인다. 영국에서는 ‘반이민’을 주장하는 영국 개혁당이 여론조사 1위에 오르면서, 전통적인 보수당과 노동당의 양당 체제가 변화할 가능성이 생기고 있다.

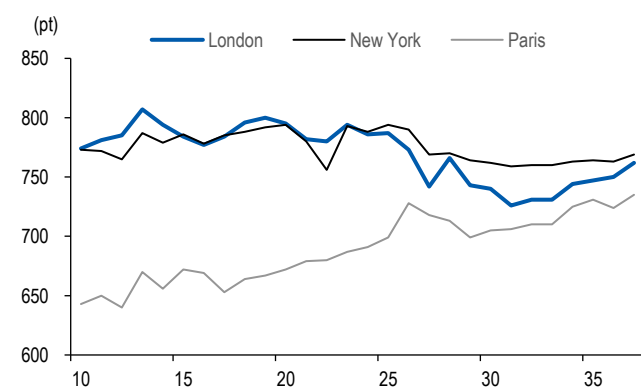
프랑스는 작년 9월 취임한 미셸 바르니에 정부가 공공지출 감축과 증세가 담긴 2026년 예산안을 강행처리하는 데 대해 하원이 반대하면서, 하원이 정부의 불신임안을 통과 시키면서 총리가 사퇴한 바 있다. 최근까지도 정치 혼란이 이어지고, 마크롱 대통령이 또다시 의회 해산을 고려한다는 뉴스도 나오고 있다.

영국, 브렉시트로 성장률 하락

2016년 국민 투표로 브렉시트가 결정되면서, 영국은 2021년 1월 1일 유럽연합에서 최종 탈퇴되었다. EU 탈퇴도 영국의 잠재 성장률을 낮추는 요인이 되었다. 브렉시트 이후 영국은 EU와의 교역 감소, EU 노동력 유입 감소로 인한 인력부족 등의 문제를 겪고 있다. 경제적 어려움이 가중되면서, EU 재가입을 원하는 여론이 높아지고 있으나 현실적으로 영국의 EU 재가입은 어렵다.

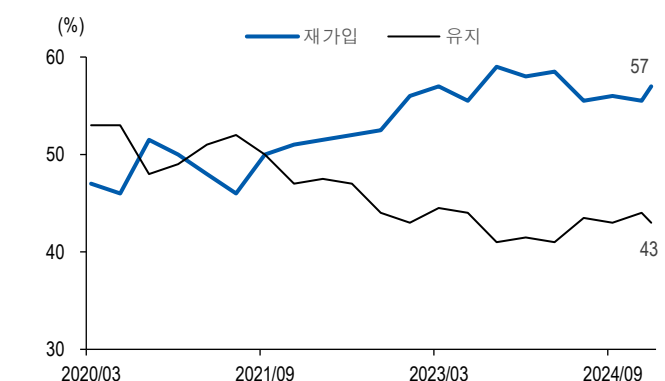
영국의 실업률은 2022년 하반기부터 추세적으로 상승하는 모습을 보이고 있으며, 생산성 둔화로 향후에도 실업률 상승 가능성이 있다. 영란은행의 금리 동결 또는 인하 가능성은 소비 심리에 긍정적 영향을 줄 것으로 기대되고 있다.

글로벌 도시 금융경쟁력, 런던은 2018년부터 뉴욕에 1위를 빼앗겼음



자료: Financial Centre Futures, 유안타증권 리서치센터

브렉시트를 후회하여 EU 재가입을 원하는 답변이 57%를 넘어섬



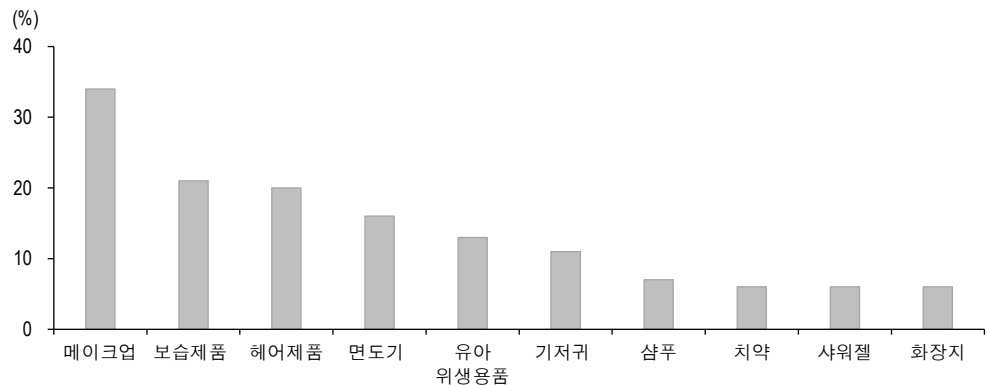
자료: BrexitFacts4EU, 유안타증권 리서치센터

프랑스, 대규모 정책 지원에 기대

코로나 팬데믹으로 2020년 2차 대전 이후 최악의 침체를 보였던 프랑스는 2021년 정부의 대규모 정책 지원으로 성장할 수 있었다. 2023년 경제 성장률은 둔화되었으나, 유로존 평균보다는 높은 성장세를 보였다. 상대적으로 다른 유로존 국가보다는 양호한 경제 상황이다. 정부의 투자 확대와 소비 회복, 2024년 파리 올림픽, 관광 수요 증가 등으로 프랑스의 경제 성장률은 이어지고 있다. 다만 정치적 불안정성과 물가 상승 부담으로 소비자들의 소비 여력은 쉽게 회복되지 못하고 있다.

러시아·우크라이나 전쟁 등에 영향을 받아 인플레이션이 심해지면서, 프랑스 소비자들은 생필품 위주로 지출을 하고 있다. 2024년 11월 IFOP에서 조사한 결과에 따르면, 경제적 이유로 위생 용품의 사용을 포기한 경험이 있다고 대답하였다. 구체적으로 경제적인 이유로 구매하지 못한 경험은 메이크업제품 34%, 기저귀 11%, 샴푸 7%, 치약 6%, 샤워젤 6%, 화장지 6% 등으로 답변하였다.

경제적인 이유로 구매하지 못한 경험이 있는 제품(IFOP, 2024년 11월)



자료: IFOP, 유안타증권 리서치센터

Ⅲ. 화장품 기업별 글로벌 펀드 자금 흐름 변화

투자자 유입과 이탈, 누가 떠나고, 누가 남았는가

2022년부터 2025년 5월까지, 글로벌 펀드 자금의 흐름은 과거와는 분명히 달라졌다. 기업별, 유형별, 국가별 투자자 자금 흐름을 정량적으로 추적하여 지금 이 시점에서 글로벌 투자자는 어떤 기업에 주목하고, 어떤 기업에 비중을 축소하고 있는지 설명하고자 한다.

최근 글로벌 투자자의 관심이 집중된 기업은?

2022년부터 2025년 5월까지 투자자 유형별 비중 추이를 비교하면, 코스맥스, 에이피알, 파마리서치 3개 기업이 가장 빠르게 자금을 유입 받고 있는 기업군으로 떠올랐다. 2022년 이후 글로벌 펀드의 투자 행태는 단순한 테마 추종에서 벗어나, 기업의 실질적인 성장성과 수익성 기반의 정밀한 선별 투자로 전환되고 있다. 이 변화의 중심에서 코스맥스, 에이피알, 파마리서치는 각기 다른 이유로 글로벌 기관의 신뢰를 얻고 있으며, 실제 자금 유입 흐름은 그 신뢰가 실질적인 투자로 전환되고 있음을 입증한다.

코스맥스는 국내 ODM 기업 1위 업체로 가장 눈에 띄는 구조적 성장을 입증하며, 글로벌 펀드의 투자 공통분모로 자리잡았다.

2022년 2.2%에 불과했던 액티브 펀드의 보유 비중은 2025년 5월 현재 5.9%로 약 2.6배 증가하였고, 패시브 펀드 비중 역시 14%까지 상승하여, 지수 편입 및 ETF 중심의 자동 매수 유입이 빠르게 확대되는 양상을 보였다.

특히, 노르웨이 국부펀드(GPFG) 기준 9.48%의 보유 비중은 전체 화장품 섹터 중 가장 높은 수치로, 장기 투자 성향을 지닌 기관들조차 코스맥스에 대해 구조적 신뢰를 부여하고 있음을 시사한다.

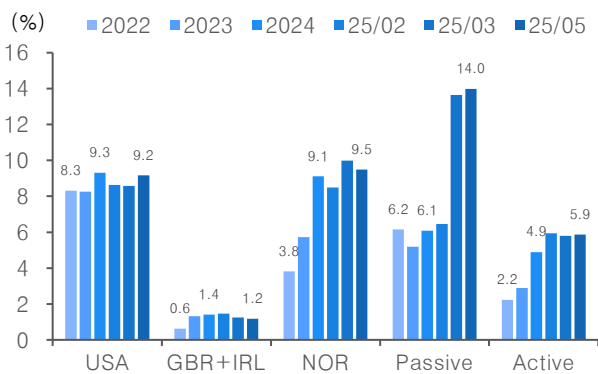
에이피알은 2024년 상장 이후 단 1년 만에 펀드 포트폴리오의 주요 편입 종목으로 부상했다. 상장 직후 액티브 펀드 비중은 3.2%에서 5.5%까지 급등하였으며, 2025년 5월 현재 4.6%를 안정적으로 유지하고 있다. 이는 단기 기대감이 아닌 실질적인 실적 기반의 반응으로 해석되며, 특히 미국 중심의 액티브 펀드들이 에이피알의 브랜드형 사업 모델에 높은 신뢰를 보이고 있다는 점에서 주목할 만하다.

파마리서치는 리쥬란이라는 브랜드를 가지고 글로벌 확장을 펼치고 있는 뷰티 및 의료 미용 기업이라는 점에서 강한 기관의 유입 흐름이 나타나고 있다. 2022년 0.6%에 불과했던 액티브 펀드 보유 비중은 2025년 5월 현재 4.3%로 약 7배 증가하였으며, 이는

단순히 소외주에서 벗어난 수준이 아니라, 기관투자자들이 신뢰를 갖고 장기 편입한 구조적 전환 사례로 해석된다.

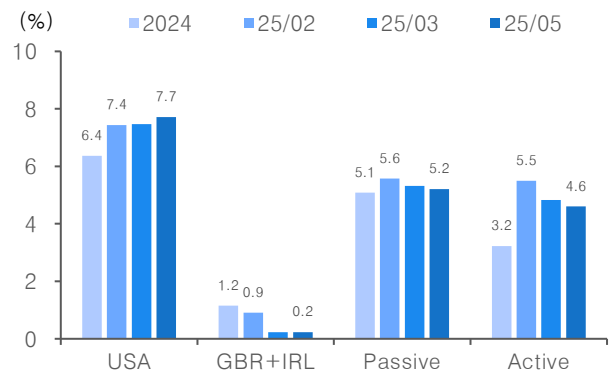
이들 세 기업은 모두 업종, 모델, 성장 스토리는 다르지만, 글로벌 펀드가 숫자와 방향성을 근거로 선택한 종목이라는 공통점을 갖는다. 그 결과, 현재 한국 화장품 업종 내에서 기관 자금이 유입되고 있는 매우 드문 사례로, 이들은 앞으로도 펀드 자금의 중심에 계속 놓일 가능성이 크다.

코스맥스: 연도별 글로벌 투자자 유형 변화



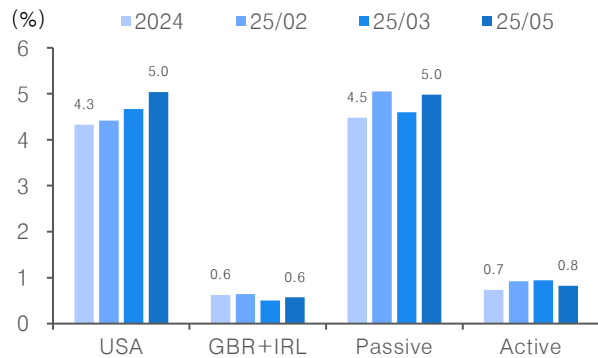
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

에이피알: 연도별 글로벌 투자자 유형 변화



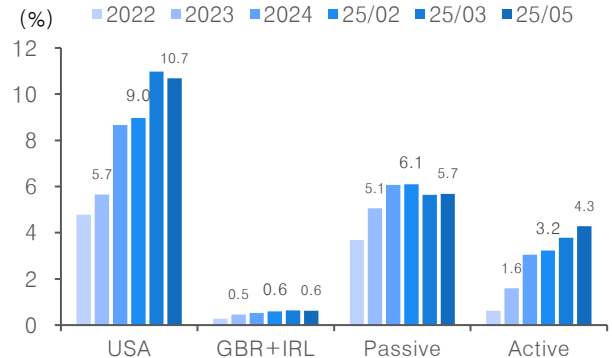
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

실리콘투: 연도별 글로벌 투자자 유형 변화



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

파마리서치: 연도별 글로벌 투자자 유형 변화



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

최근 자금 이탈이 가장 뚜렷한 기업

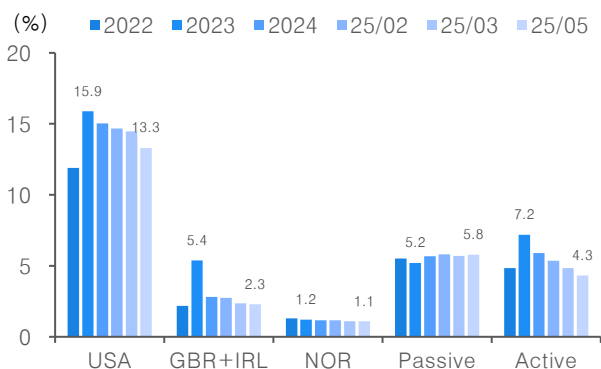
2022년부터 2025년 5월까지의 글로벌 자금 흐름을 살펴보면, 펀드 자금의 이탈은 무차별적이지 않았다. 오히려 그 이탈은 정확하게 실망이 발생한 종목, 특히 일부 대형 브랜드 기업에 집중되었으며, 가장 상징적인 사례가 아모레퍼시픽과 LG생활건강이다. 아모레퍼시픽은 2023년까지 글로벌 펀드로부터 단기 기대 총 집결지였다. 코로나 이후 리오프닝, 브랜드 리브랜딩 등 여러 키워드가 동시에 작동하며 액티브 펀드의 보유 비중은 2023년 7.19%까지 상승했다. 그러나 이후 이 흐름은 급격히 반전되었다. 2025년 5월 기준 액티브 비중은 4.32%까지 하락, 불과 2년 만에 2.87%p가 이탈되었다. 이는 단순한 리밸런싱 수준을 넘어, 기대→실망→실패 철회의 전형적인 흐름이라 할 수 있다. 영국+아일랜드 투자자 비중은 2023년 5.38%에서 2025년 2.30%로 -3.08%p 감소하였고, 노르웨이 국부펀드 비중은 2022년 1.29%에서 2025년 1.10%로 하락하였다.

글로벌 펀드가 빠르게 움직인 이유는 분명하다.

실적 부진, 중국 소비 위축, 그리고 이를 상쇄할 만한 신규 성장축 부재 등 이 모든 요소가 맞물리며 자금을 철회하는 쪽을 선택한 것이다.

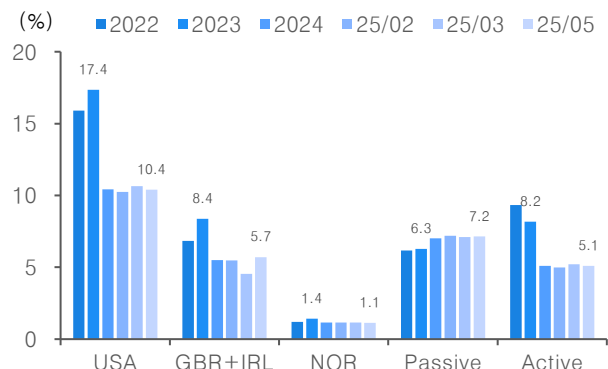
LG생활건강 역시 아모레퍼시픽과 비슷한 궤적을 나타내고 있다. 2022년에는 액티브 펀드 비중이 9.34%에 달하며 업종 내 최상위권에 있었지만, 2025년 5월 기준 5.11%로 4.23%p 감소하며 실질적인 이탈이 발생하고 있다. 미국 펀드 비중도 2023년 17.36%에서 2025년 10.40%로 6.96%p 하락하였다. 반면, 패시브 펀드 비중은 7.01% 수준에서 유지 중이다. 지수 기반 자동 보유는 유지되지만, 선택적 보유는 철회된 상태로 판단된다. 이는 단기 실적이 소폭 회복되더라도, 브랜드 이미지 회복력, 이익률 구조, 차별성 부족 등 전반적인 체질 변화에 대한 회의가 지속되고 있음을 의미한다.

아모레퍼시픽: 연도별 글로벌 투자자 유형 변화



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

LG 생활건강: 연도별 글로벌 투자자 유형 변화



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

글로벌 투자자 유형별 자금 유입

미국: 꾸준하고 넓은 분산 투자의 중심

가장 전방위적으로 자금을 늘린 투자자는 미국계 글로벌 펀드였다. 이들은 특정 종목에 집중하기보다는, 잠재 성장성과 수익성이 입증된 종목에 고르게 비중을 확대해왔다.

에이피알: 2024년 6.37% → 2025년 7.71%

코스맥스: 2022년 8.31% → 2025년 9.17%

파마리서치: 2022년 4.78% → 2025년 10.69%

이 같은 흐름은 미국계 펀드가 단기 모멘텀보다 실적 기반 기업에 대한 중기 확신을 바탕으로 투자하고 있음을 보여준다.

노르웨이(GPFG): 선택과 집중의 구조적 진입

노르웨이 국부펀드(GPFG)를 포함한 북유럽계 투자자들은 소수 종목에만 집중하는 신중하고 장기적인 투자 스타일을 보여주고 있다.

코스맥스: 2022년 3.81% → 2025년 9.48% (+5.67%p)

한국콜마: 2024년 0.25% → 2025년 1.93%

GPFG의 경우 통상적으로 단기 실적이나 주가 흐름이 아닌 구조적 지속 가능성을 중시하는 경향이 강하다. 따라서 이들의 투자 비중 확대는 단순 자금 유입 그 이상의 신뢰 지표로 볼 수 있다. 특히 코스맥스의 경우 노르웨이 자금이 4년 연속 확대되고 있어, 이미 글로벌 연기금 중심의 장기 포트폴리오에 안정적으로 편입되었음을 의미한다.

패시브 펀드: 자동 매수의 확산, 지수 기반 자금의 확실한 증가

ETF 및 인덱스펀드와 같은 패시브 자금의 유입은 실질적 매수 강도는 낮지만, 반복성과 지속성이 매우 강한 특징을 가진다. 2022년 이후 패시브 자금의 유입은 지수 편입 및 리밸런싱 효과가 직접 반영된 구조적 흐름이다.

코스맥스: 2022년 6.15% → 2025년 13.99% (+7.84%p, 전체 투자자 유형 중 최대 상승폭)

실리콘투: 2024년 4.48% → 2025년 4.98%

브이티: 2022년 0.01% → 2025년 6.40%

특히 VT는 실적이나 펀더멘털보다는 지수 편입 및 유동성 개선에 따라 패시브 자금이 집중된 전형적인 사례이며, 코스맥스는 액티브와 패시브 양측에서 동시에 비중을 확대한 보기 드문 종목이다.

액티브 펀드: 선별과 전략의 흐름, 성과 기반 투자자의 선택

액티브 펀드는 단순 테마나 지수 흐름보다는 실적 가시성과 리레이팅 타이밍을 근거로 움직이는 자금이다. 따라서 이들이 어디에 자금을 유입하는지를 보면, 시장 내에서 성과로 증명된 기업이 누구인지를 알 수 있다.

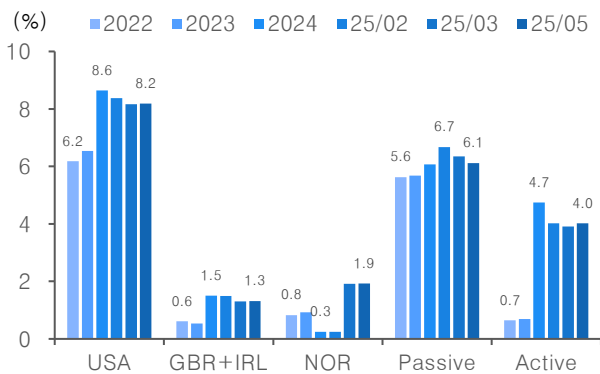
에이피알: 2024년 3.23% → 2025년 5월 4.61%

파마리서치: 2022년 0.62% → 2025년 4.28%

한국콜마: 2022년 0.65% → 2025년 5월 4.02%

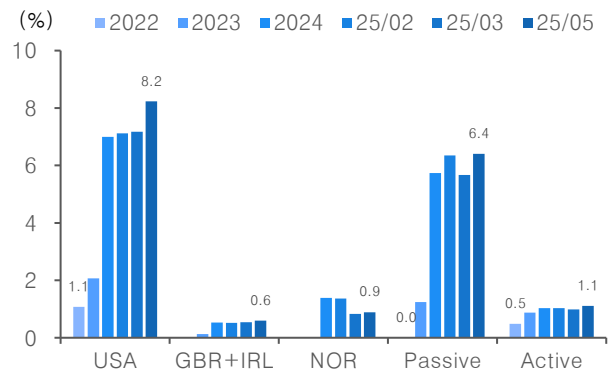
특히 에이피알과 파마리서치는 상장 초기 또는 비주류 기업이었음에도 이익률, 성장성, 브랜드 완성도에서 기관을 납득시킨 대표 사례다. 한국콜마는 실적 회복과 연결 자회사 HK 이노엔 실적 안정화를 통해 저점 매수 후 리레이팅에 성공한 기업으로 분류된다.

한국콜마: 연도별 글로벌 투자자 유형 변화



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

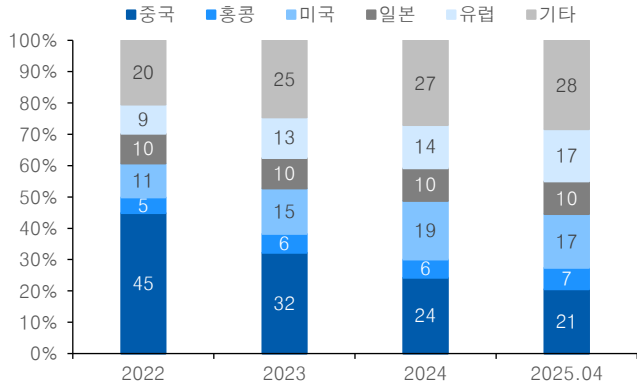
브이타: 연도별 글로벌 투자자 유형 변화



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

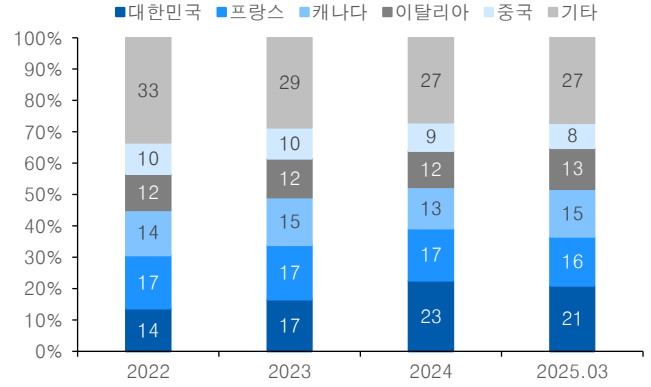
※ APPENDIX

국내 화장품 국가별 수출액 비중



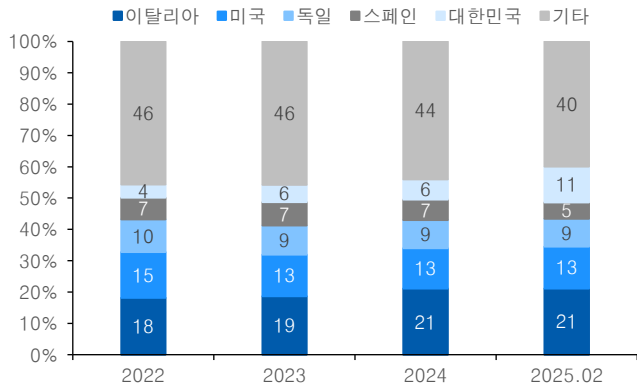
자료: TRASS, 유안타증권 리서치센터

미국 화장품 국가별 수입액 비중



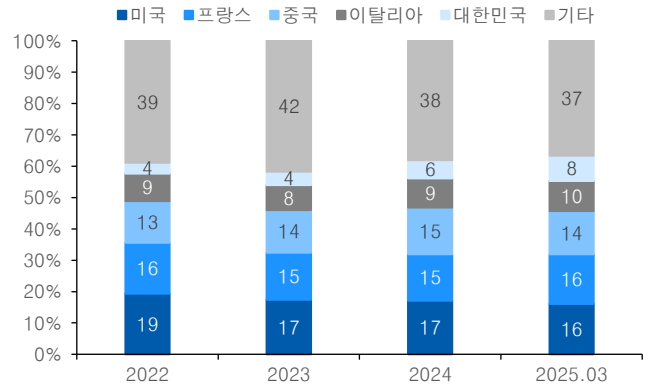
자료: ITC, 유안타증권 리서치센터

프랑스 화장품 국가별 수입액 비중



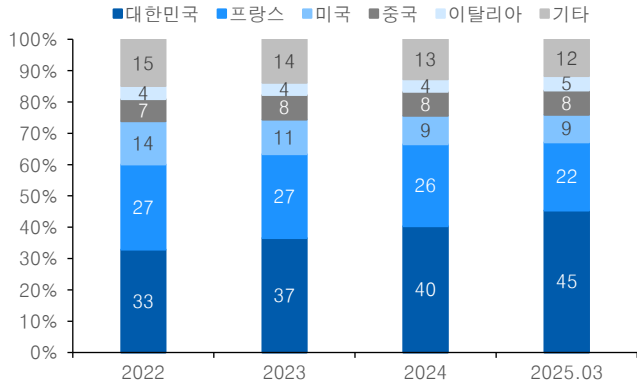
자료: ITC, 유안타증권 리서치센터

영국 화장품 국가별 수입액 비중



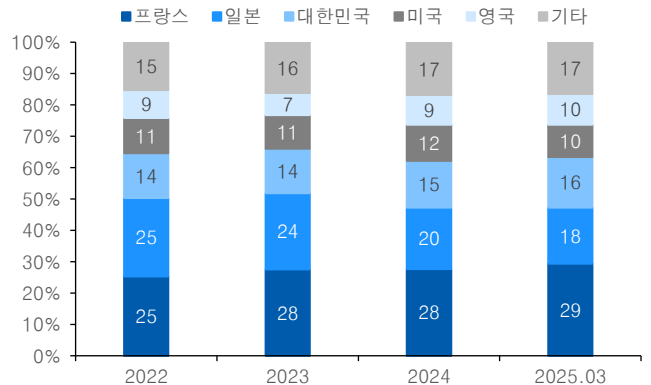
자료: ITC, 유안타증권 리서치센터

일본 화장품 국가별 수입액 비중



자료: ITC, 유안타증권 리서치센터

중국 화장품 국가별 수입액 비중



자료: ITC, 유안타증권 리서치센터

화장품 Peer Valuation

(단위: 억원/백만USD, 배, %)

		국내						해외				
		아모레퍼시픽	에이피알	코스맥스	한국콜마	코스메카코리아	실리콘투	YesAsia	L'Oréal	Estée Lauder	e.l.f Beauty	Ulta Beauty
Ticker		090430 KS	278470 KS	192820 KS	161890 KQ	241710 KQ	257720 KQ	2209 HK	OR FP	EL US	ELF US	ULTA US
시가총액		72,005	42,317	23,834	19,545	4,512	23,215	209	225,986	22,905	4,409	18,589
매출액	2024	38,851	7,228	21,661	24,521	5,243	6,915	346	47,043	15,608	1,024	11,296
	2025F	43,329	11,278	25,288	27,709	5,700	9,868	515	49,899	14,310	1,309	11,607
	2026F	47,093	13,772	28,566	30,389	6,323	12,577	681	52,264	14,582	1,448	12,129
영업이익	2024	2,205	1,227	1,754	1,939	604	1,376	27	8,924	970	150	1,565
	2025F	4,131	2,134	2,261	2,587	685	1,970	37	10,044	1,086	245	1,369
	2026F	4,830	2,674	2,669	3,008	815	2,492	49	10,603	1,395	267	1,448
순이익	2024	5,932	1,076	858	901	428	1,207	19	6,933	390	128	1,201
	2025F	3,264	1,764	1,238	1,200	449	1,595	30	7,699	531	195	1,037
	2026F	3,757	2,166	1,625	1,540	531	2,010	38	8,312	780	206	1,100
PER	2024	12.2	17.4	19.7	14.4	13.8	16.4	13.9	28.5	41.1	82.7	16.1
	2025F	23.9	24.0	19.0	16.2	10.0	13.8	7.1	29.5	43.3	23.5	17.9
	2026F	20.5	19.5	14.7	12.6	8.7	11.7	5.6	27.2	29.0	22.8	16.2
PBR	2024	1.2	5.8	3.6	1.6	2.7	7.6	5.1	5.5	7.2	17.0	7.6
	2025F	1.5	8.4	4.1	2.2	1.8	5.6	2.4	5.8	5.1	5.7	6.6
	2026F	1.4	5.1	3.3	1.9	1.4	3.8	1.7	5.3	5.1	4.6	5.5
ROE	2024	9.9	41.3	20.5	12.5	22.1	60.9	43.3	20.6	7.2	24.2	50.4
	2025F	6.1	43.2	23.9	14.5	19.4	47.0	44.0	19.8	9.7	26.2	39.6
	2026F	6.6	37.4	24.9	16.5	19.1	38.2	50.1	19.6	16.6	21.6	38.0
EV/EBITDA	2024	12.6	12.8	9.2	10.4	9.4	14.4	8.2	17.7	15.5	55.1	9.2
	2025F	9.9	18.1	9.9	9.8	6.9	11.1	5.1	19.2	14.4	15.8	10.8
	2026F	9.1	14.5	8.5	8.9	6.0	8.8	3.7	18.2	12.4	14.8	10.2

주1: 국내 단위는 억원, 해외 단위는 백만 USD.

주2: 한국과 홍콩은 증가 기준일 2025.05.16.,

주3: 프랑스는 2025.05.16. 장중 증가,

주4: 미국은 증가 기준일 2025.05.15.,

주5: 실적은 회계연도 기준으로 Ulta Beauty는 회계연도 기준 2025, 2026F, 2027F 값임

자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

본 보고서는 2025년 5월 15일에 기 발간되었으며, 현재주가/시가총액 등 주가관련 정보만 5월 16일의 내용으로 수정되었음을 알려드립니다.

에이피알 (278470)

NDR 후기: Big2 가자!

에이피알, 중소형주의 껍질을 깨다

에이피알에 대해 투자 의견 Buy 를 유지하고, 목표주가는 150,000원으로 상향한다. 목표주가는 2025~2026F 평균 EPS 에 목표 PER 22배(대형사, 중소형사 중간)를 적용하여 산출하였다. 목표 PER 상향은 ① 국내 대형사 수준으로 매출 규모가 성장하며 밸류에이션 재평가 구간에 진입했고, ② 미국·일본 등 주요 시장을 중심으로 글로벌 오프라인 채널 확장이 본격화되고, ③ 유럽·중동 등으로 매출 지역이 빠르게 다변화되며 온라인 중심 구조에서 벗어나 외형 성장과 수익성 다변화가 동시에 진행되고 있다는 점을 근거로 한다.

Ulta Beauty 입성하다

메디큐브의 미국 시장에서 가장 주목할 변화는 오프라인 유통 채널의 본격적인 진입이며, 그 핵심은 Ulta Beauty 입점이다. 현재 메디큐브는 Ulta 의 전체 매장 1,400개 점포 중 95~98%에 해당하는 대다수 점포에 입점이 확정된 상태이며, 디바이스를 포함한 총 22개의 SKU 를 선보일 예정이다. 이번 입점은 유통사를 통한 간접 입점이 아닌 브랜드 직진출 방식으로 이뤄졌다는 점에서도 의미가 있다. Ulta 를 통한 제품 판매는 2분기 말부터 매출로 인식될 예정이며, 본격적인 sell-out(소비자 구매)은 8월부터 시작된다. 이에 따라 실제 유의미한 매출은 하반기부터 집중적으로 발생할 것으로 보이며, 2025년 Ulta Beauty 매출은 200억 원에 이를 것으로 추정된다.

직매출 + 자체 유통 = 메디큐브의 미국 관세 방어 시나리오

최근 미국향 수출에 대한 관세 부담 우려가 있으나, 동사 실제 손익에는 큰 영향을 주지 않을 것으로 전망된다. 에이피알 미국향 매출은 100% 직매출 구조이며, 일부 업체들은 인보이스 가격을 낮추는 방식으로 관세에 대응하고 있다. 이에 따라 수출 단가는 하락하지만 수량은 유지되어 통계상 수출금액만 감소하는 왜곡 현상이 나타나고 있다. 메디큐브의 경우를 대입해 본다면, 한국 법인은 이익이 줄지만 미국 법인은 낮은 매입원가로 마진이 증가하는 구조다. 자체 유통 체계를 갖춘 덕분에 소비자 판매가는 유지되며, 미국 법인의 수익성이 개선될 수 있다. 이로 인해 관세 이슈는 충분히 흡수 가능한 범위 내에 있을 것으로 예상된다.

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F
매출액	5,238	7,228	12,500	16,300
영업이익	1,042	1,227	2,500	3,400
지배순이익	815	1,076	2,070	2,950
PER	-	19.8	20.4	14.3
PBR	-	5.9	7.9	5.1
EV/EBITDA	-	14.7	14.9	10.5
ROE	54.9	41.3	48.6	43.7

자료: 유안타증권



이승은 회장/유통

seungeun.lee@yuantakorea.com

김도엽 Research Assistant

doyub.kim@yuantakorea.com

BUY (M)
목표주가 150,000원 (M)
직전 목표주가 150,000원
현재주가 (5/16) 112,600원
상승여력 33%

시가총액	42,317억원
총발행주식수	37,581,555주
60일 평균 거래대금	554억원
60일 평균 거래량	739,628주
52주 고/저	112,600원 / 41,000원
외인지분율	21.33%
배당수익률	0.00%
주요주주	김병훈 외 5인

주가수익률 (%)	1개월	3개월	12개월
절대	64.6	109.3	68.6
상대	53.4	106.4	76.7
절대 (달러환산)	69.0	117.4	63.2

금융투자분석사의 확인 및 중요 공시는 Appendix 참조

I. 목표주가 및 실적 전망

에이피알에 대해 투자 의견 Buy를 유지하고, 목표주가는 150,000원으로 상향한다. 목표주가는 2025~2026F 평균 EPS에 목표 PER 22배(대형사, 중소형사 중간)를 적용하여 산출하였다. 목표 PER 상향은 에이피알의 ① 국내 대형사 수준으로 매출 규모가 성장하며 밸류에이션 재평가 구간에 진입했고, ② 미국·일본 등 주요 시장을 중심으로 글로벌 오프라인 채널 확장이 본격화되고, ③ 유럽·중동 등으로 매출 지역이 빠르게 다변화되며 온라인 중심 구조에서 벗어나 외형 성장과 수익성 다변화가 동시에 진행되고 있다는 점을 근거로 한다. 국내 화장품 업종 내 아모레퍼시픽 목표 PER 25배, 중소형사 목표 PER 20배 사이 수준으로, 에이피알이 미국과 일본 오프라인 채널 진출에 따른 가시적 매출 성과 기대감을 감안한 적정 밸류에이션이라고 판단한다.

2025년 2분기 실적은 매출액 3,000억 원(+93% YoY, +13% QoQ), 영업이익 600억 원(+114% YoY, OPM 20%)이 전망된다. 미국은 매출액 800억 원(+221% YoY)이 예상된다. 2분기는 미국 내 프로모션이 없는 분기지만, 기저 수요만으로도 평월 대비 매출이 확대되는 흐름이 나타나고 있다. 이는 브랜드 인지도 상승과 재구매 기반 확대에 따른 자연스러운 성장세로 판단된다. 따라서 2분기에도 추가적인 프로모션 없이도 미국 매출이 견조한 증가세를 이어갈 전망이며, 3~4분기에는 본격적인 마케팅과 수요 시즌 진입에 따라 성장 폭이 더 확대될 가능성이 높다.

메디큐브의 미국 시장에서 가장 주목할 변화는 오프라인 유통 채널의 본격적인 진입이며, 그 핵심은 Ulta Beauty 입점이다. 현재 메디큐브는 Ulta의 전체 매장 1,400개 점포 중 95~98%에 해당하는 대다수 점포에 입점이 확정된 상태이며, 디바이스를 포함한 총 22개의 SKU를 선보일 예정이다. 이번 입점은 유통사를 통한 간접 입점이 아닌 브랜드 직진출 방식으로 이뤄졌다는 점에서도 의미가 있다. Ulta를 통한 제품 판매는 2분기 말부터 매출로 인식될 예정이며, 본격적인 sell-out(소비자 구매)은 8월부터 시작된다. 이에 따라 실제 유의미한 매출은 하반기부터 집중적으로 발생할 것으로 보이며, 2025년 Ulta Beauty 매출은 200억 원에 이를 것으로 추정된다. 그동안 미국 시장에서 메디큐브는 디지털 채널 중심으로 견조한 실적을 기록해왔으며, Ulta 입점은 이 같은 성과를 오프라인으로 확장시키는 첫 사례로 자리매김할 전망이다. 이는 단기 실적 향상뿐 아니라 브랜드 인지도, 재구매율, 미국 내 K-뷰티 위상 제고 등 다방면에서 긍정적인 파급 효과를 가져올 것으로 기대된다.

일본은 1분기 매출 293억 원을 기록하며 전년 동기 대비 198% 성장했고, 2월 프로모션 효과에 힘입어 전 분기 대비 매출도 증가하였다. 2분기 역시 긍정적인 흐름이 이어질 전망이다. 현재 일본 내 매출의 약 90%가 온라인 채널에서 발생하고 있으나, 6월부터 오프라인 채널 입점이 본격화되며 추가적인 성장 동력이 확보될 것으로 예상된다. 일본은 전체 뷰티 시장에서 오프라인 비중이 약 70%에 달하는 구조로, 오프라인 채널 안착은 메디큐브 전체 매출 확대에 중요한 기여를 할 것으로 기대된다. 실제로 메디큐브는 2025년 연간 기준 일본 내 약 3,000개 오프라인 매장 입점을 목표로 하고 있으며, 상황에 따라 최대 5,000개 매장까지 확장 가능성도 열려 있다. 입점 매장은 앳코스메, 로프트, 마츠모토키요시, 돈키호테 등 일본 주요 유통 채널을 중심으로 순차적으로 확대될 예정이며, 이는 단일 유통사에 집중된 한국과는 차별화되는 구조다.

현재 온라인 매출이 분기당 300억 원 수준으로 추정되는 가운데, 하반기부터는 오프라인 매출이 온라인의 50% 수준인 약 150억 원까지 점진적으로 추가될 수 있을 것으로 전망된다.

에이피알 실적 추이 및 전망										(단위: 억원, %)
	1Q.24	2Q.24	3Q.24	4Q.24	2024	1Q.25P	2Q.25E	3Q.25E	4Q.25E	2025E
매출액	1,489	1,555	1,741	2,442	7,228	2,660	3,000	3,200	3,640	12,500
YoY	22	22	43	61	38	79	93	84	49	73
QoQ	-2	4	12	40		9	13	7	14	
[사업부별 매출액]										
뷰티 디바이스	668	682	745	1,034	3,126	909	980	1,050	1,200	4,139
화장품/뷰티	654	716	850	1,163	3,385	1,650	1,920	2,050	2,250	7,870
기타(의류/즉석사진 부스)	168	157	147	245	716	101	100	100	190	491
[사업부별 매출액 성장률]										
뷰티 디바이스	30	40	62	47	45	36	44	41	16	32
화장품/뷰티	37	33	54	103	58	152	168	141	93	132
기타(의류/즉석사진 부스)	-27	-37	-29	-0	-23	-40	-36	-32	-22	-31
[국가별 매출액]										
한국	828	783	739	880	3,230	768	700	660	750	2,878
미국	247	249	396	690	1,583	709	800	950	1,090	3,549
일본	98	94	152	177	522	293	400	410	440	1,543
중화권(중국/홍콩/대만)	204	254	247	288	993	284	350	310	350	1,294
기타	112	173	207	407	899	607	750	870	1,010	3,237
[국가별 매출액 성장률]										
한국	-2	-6	12	3	1	-7	-11	-11	-15	-11
미국	196	109	123	131	133	187	221	140	58	124
일본	16	13	79	125	57	198	325	170	148	196
중화권(중국/홍콩/대만)	-	-	-	-	-	39	38	26	22	30
기타	-	-	-	-	-	442	334	320	148	260
영업이익	278	280	272	396	1,227	546	600	634	720	2,500
YoY	20	13	25	15	18	97	114	133	84	104
영업이익률	19	18	16	16	17	21	20	20	20	20

주: 2Q24~4Q24 중화권, 기타 국가별 매출액은 유안타증권 추정치, 자료: 에이피알, 유안타증권 리서치센터

에이피알 실적 추정 변경 내역										(단위: 억원, %, %p)
	변경 전			변경 후			변경 전 대비			
	2Q25E	2025E	2026E	2Q25E	2025E	2026E	2Q25E	2025E	2026E	
매출액	2,820	12,000	16,000	3,000	12,500	16,300	+6.4%	+4.2%	+1.9%	
영업이익	555	2,300	3,300	600	2,500	3,400	+8.1%	+8.7%	+3.0%	
OPM	19.7%	19.2%	20.6%	20.0%	20.0%	20.9%	+0.3%p	+0.8%p	+0.2%p	

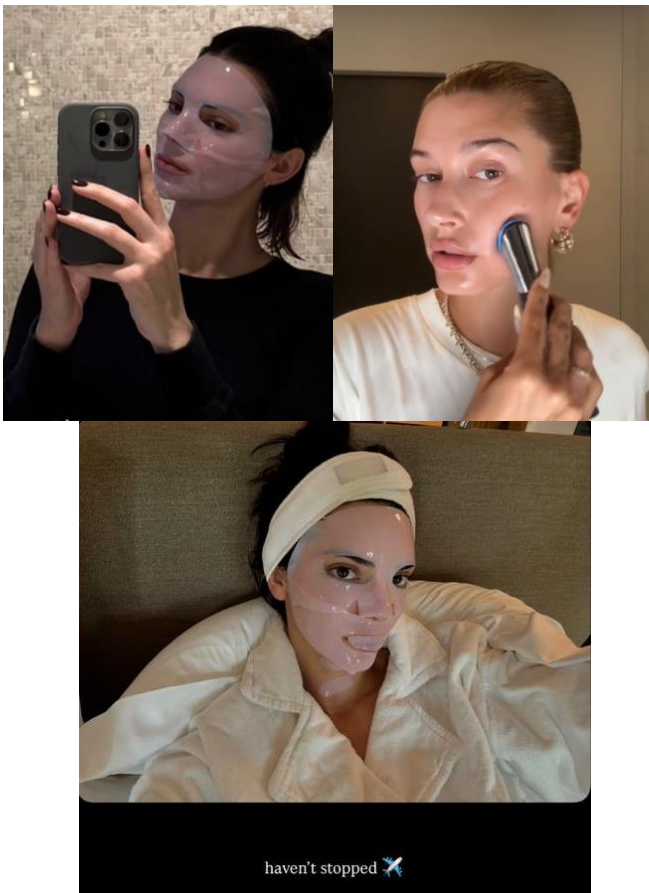
자료: 유안타증권 리서치센터

에이피알 목표주가 산정 PER Multiple

	2025F	2026F	비고
[지배주주]순이익 (억원)	2,100	2,980	
주식수 (만주)	3,724	3,724	보통주 기말 발행 주식수 (자기주식수 제외)
EPS (원)	5,639	8,002	25~26F 평균 EPS
적정 PER (배)	22	22	
적정주가 (원)	124,055	176,040	150,000원
상승여력 (%)	10	56	33%

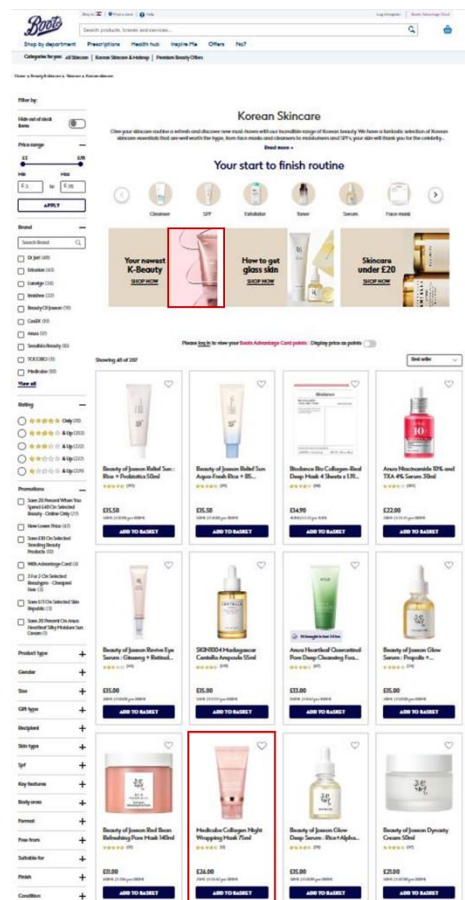
자료: 유안타증권 리서치센터

글로벌 셀럽이 선호하는 에이피알 제품



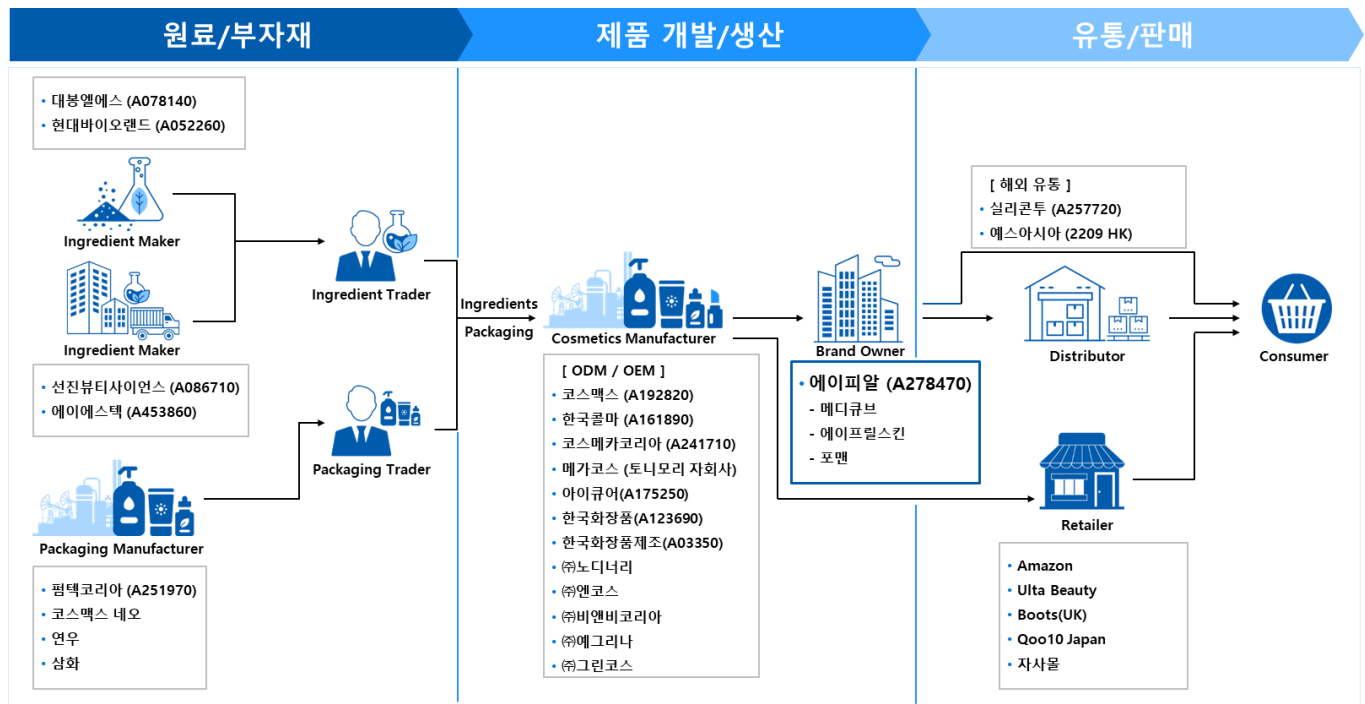
자료: TikTok, Instagram, 유안타증권 리서치센터

영국 부츠(Boots) Korean Skincare 베스트셀러 (메디큐브 10위)



자료: 영국 부츠(Boots) 홈페이지, 유안타증권 리서치센터

에이피알 Value chain



자료: 유안타증권 리서치센터

II. 관세 영향 추정

2025년 4월부터 미국의 화장품 관세(10%)가 적용되었다. 당사는 에이피알은 현재까지 해당 조치에 따른 실질적인 영향은 제한적이라고 판단하고 있다. 우선, 최근 중국과의 관세 협의 동향을 참고할 때 한국에 대한 관세율이 25%까지 상향되지는 않을 것으로 전망되며, 이에 따라 관세 인상이 물량 감소로 이어질 가능성은 낮은 상황이라고 판단된다.

현재 에이피알 미국향 매출은 직매출 구조가 100%이며, 관세 부담을 벤더사와 분담하는 구조는 적용되고 있지 않다. 현재 미국 내에는 제품 판매가 빠르게 진행되면서 재고가 빠르게 소진된 상태로 파악된다. 이에 따라 5월에는 Ulta 및 Amazon Prime Day 대응을 위해 추가 대량 선적이 이뤄졌고, 엑소솜, 제로모공 라인 등 일부 인기 제품의 경우 항공 운송까지 병행될 만큼 수요가 강한 상황이다.

수출 통계상으로는 미국 관세 적용 이후 세관(Customs) 통관 대기 물량이 급감하며 전체 수출 물동량이 감소한 것으로 보이지만, 이는 일부 화장품 업체들이 Invoice 가격을 낮추는 방식으로 대응하고 있기 때문이라는 관측이 있다. 이러한 방식은 수출 수량(Q)은 유지되거나 오히려 증가하고 있음에도, 단가 하향 조정으로 인해 수출금액이 통계상 감소하는 왜곡 현상을 유발할 수 있다. 실제로 현장에서는 오히려 판매가 더 활발하게 이뤄지고 있다는 반응도 다수 존재하며, 미국향 실적이 당장 둔화되고 있다는 뚜렷한 정황은 확인되기 어렵다는 것이 업계 전반의 인식이다.

예를 들어 메디큐브의 경우를 대입해 본다면, 미국 관세 대응 과정에서 한국 법인은 이익이 감소할 수 있으나, 미국 법인은 오히려 이익이 발생하는 구조가 형성될 수 있다. 예를 들어, 메디큐브 한국 법인이 미국 법인에 제품을 수출할 때, 과거에는 제품당 10달러에 수출하던 것을 관세 부담을 줄이기 위해 인보이스 가격을 9달러로 낮춰 수출한다고 가정하자. 이 경우 한국 법인의 입장에서는 제품 한 개당 수출단가가 1달러 하락하기 때문에, 수출 마진은 줄어들어 이익이 감소하게 된다.

반면 미국 법인은 해당 제품을 여전히 소비자에게 30달러에 판매하고 있다고 가정할 경우, 매입 원가는 9달러로 낮아진 반면, 판매가는 유지되므로 오히려 제품당 마진이 증가하게 된다. 즉, 미국 내 소비자 판매가격은 변동이 없고, 원가만 낮아진 셈이므로 미국 법인의 이익률은 오히려 개선될 수 있다. 이러한 구조는 메디큐브가 수출 및 현지 판매를 자체적으로 수행하는 자체 유통 구조(Direct-to-Consumer)를 갖추고 있기 때문에 가능한 전략이며, 실제로는 연결 재무제표 기준에서 이익이 일정 부분 상쇄될 수 있지만, 한국 법인의 수익 감소와 미국 법인의 수익 증가가 동시에 발생하는 양면적 구조로 이해할 수 있다.

따라서, 2분기에는 미국 관세의 영향이 동사 손익에 미치는 부정적 영향은 크지 않을 것으로 판단되며, 효율적인 재고 관리 및 유통 채널 대응을 통해 관세 이슈를 충분히 흡수 가능한 구조를 유지하고 있는 것으로 파악된다.

III. B2B (실리콘투)

2025년 1분기 기준 전체 B2B 매출은 약 550억 원으로 추정되며, 이는 전체 매출의 21%를 차지하는 핵심 채널이다. 주요 성장 요인은 실리콘투, 예스아시아, 그리고 현지 벤더를 통한 수출 확대다. 이 중 실리콘투를 통한 매출은 약 220억 원으로 추정되며, 실리콘투와의 협업은 유럽·아시아·중동 등 다양한 지역에서 강화되고 있다.

실제 B2B 매출에서 실리콘투와 예스아시아의 비중은 약 6:4로, 실리콘투가 더 높은 비중을 보이고 있다. 특히 실리콘투의 유럽 매출 비중은 2025년 기준 27%로 전년 대비 10%포인트 상승할 것으로 예상되며, UAE 비중 역시 8%로 2.3%포인트 증가할 전망이다. 2분기 이후에도 실리콘투향 매출의 지속적인 성장세가 예상된다.

실리콘투는 단일 국가 중심이 아닌, 글로벌 분산 유통망을 기반으로 한 체계적인 sell-thru(소비자 판매 실적) 운영을 강점으로 한다. 특히 유럽은 인증과 통관 절차가 국가별로 상이한 복잡한 구조를 지니고 있으나, 실리콘투는 이를 안정적으로 관리하며 재고 운영과 물류 측면에서도 높은 실행력을 보여주고 있다.

현재 실리콘투는 미국, 유럽, 중동 시장을 중심으로 K-뷰티 글로벌 유통의 핵심 파트너로 자리매김하고 있으며, 동사 역시 실리콘투와의 협업이 가장 효율적인 선택이라는 판단을 내리고 있다. 특히 시장 점유율은 아직 낮지만 성장 잠재력이 높은 유럽 및 중동 지역에서 실리콘투의 유통 전략과 현지 대응 역량은 더욱 두드러지고 있으며, 단순한 물류 창구를 넘어 브랜드의 글로벌 확장과 현지 정착을 이끄는 전략적 파트너로 기능하고 있다.

또한 실리콘투는 단순 공급처가 아닌, 실제 수요를 발굴하고 글로벌 유통사와 직접 연계하여 sell-in(유통 입점)을 유도하는 방식으로 운영된다. 이에 따라 브랜드가 강제로 물량을 밀어넣기 보다는, 실질 수요에 기반한 유통이 이뤄지는 구조다. 예를 들어, 3월은 B2B 실적이 가장 우수한 달로 나타났는데, 이는 미국 아마존 등 주요 채널에서 소비자 반응이 선순환되며 발생한 결과로 해석된다.

2024년 4분기 기준으로 B2B 매출은 300억 원, 연간 누적 기준으로는 약 600억 원을 기록한 바 있으며, 실리콘투와의 본격적인 협업은 2024년 하반기부터 시작되었다. 실질적인 B2B 성장 국면은 이 시점부터 본격화된 것으로 평가된다.

마진 측면에서는 브랜드가 직접 유통할 경우 더 높은 수익률을 기록할 수 있으나, 실리콘투를 통한 유통은 글로벌 시장 내 브랜드 확산, 지속적인 sell-thru 관리, 현지 마케팅 효과 측면에서 높은 전략적 가치를 제공한다. 실제로 경쟁 브랜드인 CosRX는 B2B 비중이 50%를 상회하며, OPM(영업이익률)이 30%에 육박하는 구조를 유지하고 있다.

에이피알 (278470) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 억원)					
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	5,238	7,228	12,500	16,300	20,300
매출원가	1,284	1,792	3,000	3,900	4,820
매출총이익	3,954	5,436	9,500	12,400	15,480
판매비	2,913	4,209	7,000	9,000	11,080
영업이익	1,042	1,227	2,500	3,400	4,400
EBITDA	1,181	1,452	2,729	3,679	4,679
영업외손익	16	106	70	100	390
외환관련손익	-5	63	-10	-20	-5
이자손익	22	17	28	111	225
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타	-1	26	52	9	171
법인세비용차감전순이익	1,058	1,333	2,570	3,500	4,790
법인세비용	243	257	500	550	600
계속사업순이익	815	1,076	2,070	2,950	4,190
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	815	1,076	2,070	2,950	4,190
지배지분순이익	815	1,076	2,070	2,950	4,190
포괄순이익	815	1,058	2,052	2,932	4,173
지배지분포괄이익	815	1,058	2,052	2,932	4,173

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표 (단위: 억원)					
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	1,078	791	1,356	2,674	3,865
당기순이익	815	1,076	2,070	2,950	4,190
감가상각비	135	216	220	270	270
외환손익	-2	-54	10	20	5
중속, 관계기업관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	11	-583	-1,134	-736	-772
기타현금흐름	119	136	190	171	172
투자활동 현금흐름	-283	-1,097	-965	-1,590	-1,192
투자자산	-161	-453	114	-68	-71
유형자산 증가 (CAPEX)	-97	-450	-300	-500	-600
유형자산 감소	0	1	16	18	20
기타현금흐름	-26	-195	-795	-1,040	-541
재무활동 현금흐름	-115	-48	-3,023	-2,270	-2,278
단기차입금	-139	70	-23	61	64
사채 및 장기차입금	23	825	-691	-40	-50
자본	90	759	0	0	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타현금흐름	-89	-1,703	-2,310	-2,291	-2,292
연결범위변동 등 기타	0	4	2,744	2,237	2,309
현금의 증감	681	-350	111	1,052	2,705
기초 현금	573	1,253	904	1,015	2,067
기말 현금	1,253	904	1,015	2,067	4,772
NOPLAT	1,042	1,227	2,500	3,400	4,400
FCF	982	341	1,056	2,174	3,265

자료: 유안타증권

- 주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
3. ROE,ROA의경우, 자본,자산 항목은 연초,연말 평균을 기준으로 함

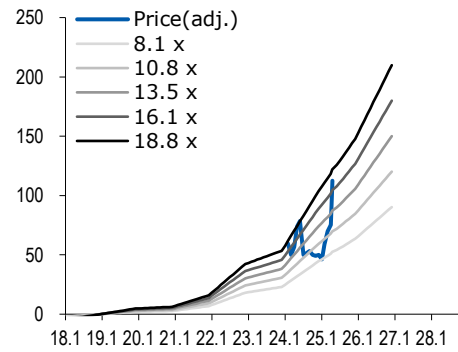
재무상태표 (단위: 억원)					
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	2,193	2,860	4,946	7,876	11,997
현금및현금성자산	1,253	904	1,015	2,067	4,772
매출채권 및 기타채권	236	491	849	1,107	1,378
재고자산	565	1,097	1,898	2,475	3,082
비유동자산	680	2,791	1,871	2,232	2,654
유형자산	142	514	578	790	1,100
관계기업 등 지분관련 자산	0	0	0	0	0
기타투자자산	177	620	506	574	645
자산총계	2,873	5,651	6,817	10,108	14,651
유동부채	823	1,451	1,276	1,656	2,056
매입채무 및 기타채무	398	701	750	978	1,218
단기차입금	75	0	0	0	0
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	81	965	253	233	203
장기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
부채총계	904	2,416	1,529	1,888	2,259
지배지분	1,969	3,235	5,288	8,220	12,393
자본금	36	38	38	38	38
자본잉여금	611	1,368	1,368	1,368	1,368
이익잉여금	1,237	2,291	4,361	7,310	11,501
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	1,969	3,235	5,288	8,220	12,393
순차입금	-1,092	-60	-1,640	-3,671	-6,853
총차입금	234	1,129	416	437	451

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	2,249	2,842	5,511	7,849	11,150
BPS	5,414	9,599	14,303	22,235	33,523
EBITDAPS	3,257	3,836	7,266	9,789	12,450
SPS	14,445	19,092	33,284	43,372	54,016
DPS	0	0	0	0	0
PER	-	19.8	20.4	14.3	10.1
PBR	-	5.9	7.9	5.1	3.4
EV/EBITDA	-	14.7	14.9	10.5	7.6
PSR	-	2.9	3.4	2.6	2.1

재무비율 (단위: 배, %)					
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액 증가율 (%)	31.7	38.0	72.9	30.4	24.5
영업이익 증가율 (%)	165.6	17.8	103.7	36.0	29.4
지배순이익 증가율 (%)	172.2	31.9	92.4	42.5	42.1
매출총이익률 (%)	75.5	75.2	76.0	76.1	76.3
영업이익률 (%)	19.9	17.0	20.0	20.9	21.7
지배순이익률 (%)	15.6	14.9	16.6	18.1	20.6
EBITDA 마진 (%)	22.5	20.1	21.8	22.6	23.0
ROIC	193.0	137.0	113.5	98.5	101.8
ROA	34.6	25.2	33.2	34.9	33.8
ROE	54.9	41.3	48.6	43.7	40.7
부채비율 (%)	45.9	74.7	28.9	23.0	18.2
순차입금/자기자본 (%)	-55.4	-1.8	-31.0	-44.7	-55.3
영업이익/금융비용 (배)	82.3	32.6	58.5	144.3	179.4

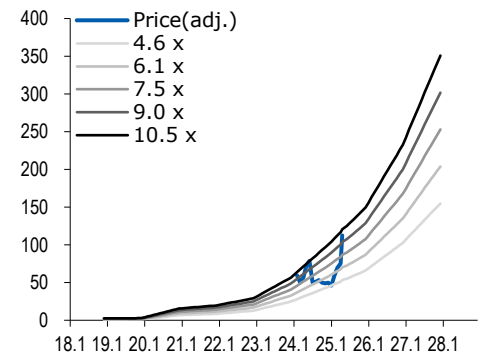
P/E band chart

(천원)

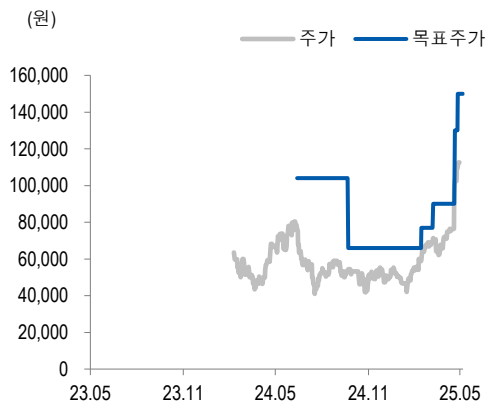


P/B band chart

(천원)



에이피알 (278470) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2025-05-19	BUY	150,000	1년		
2025-05-15	BUY	150,000	1년		
2025-05-09	BUY	130,000	1년	-17.69	-15.85
2025-03-27	BUY	90,000	1년	-21.33	9.33
2025-03-04	BUY	77,000	1년	-12.95	-9.35
2024-10-10	BUY	66,000	1년	-22.42	-8.94
2024-07-01	BUY	104,000	1년	-47.30	-27.31

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자여건 비율(%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	93.7
Hold(중립)	6.3
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2025-05-19

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

Appendix

- 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 투자의사결정은 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)

성수기 앞두고 실적이 먼저 왔다

실적 호조 기반 목표주가 상향

코스맥스에 대해 투자 의견 Buy, 목표주가 261,000 원으로 상향한다. 목표주가는 25~26F EPS 에 목표 PER 20 배를 적용하였다. 1 분기 실적 호조를 반영하고 산정 기준을 12M FWD EPS 에서 25~26F EPS 평균으로 변경한 점을 고려해 상향 조정하였다. 1 분기 실적은 매출액 5,886 억 원(+12% YoY), 영업이익 513 억 원(13% YoY)으로 영업이익 시장기대치 460 억원을 상회하였다. 국내 인디 브랜드 수주 호조와 동남아 법인의 고성장(인도네시아 +23% YoY, 태국 +152% YoY), 자회사 실적 기여 확대(코스맥스네오, 씨엠테크 영업이익 40~50 억 원)가 실적 개선을 이끌었다. 한국 법인은 매출액 3,628 억 원(+15% YoY), 영업이익 343 억 원(OPM 9.4%)을 기록했으며, 기초:색조 비중은 53:47, Top10 고객사 매출 비중은 50%로 유지되었다.

2Q25 Preview: 외형·수익성 동반 개선, 자외선차단제가 견인

2분기 코스맥스 한국법인은 매출 4,270억 원(+23% YoY), 영업이익 510억 원(OPM 11.9%, +2.0%p YoY)이 예상된다. 작년 2분기~4분기까지 국내 매출액이 3,480억 원 내외에서 정체된 반면, 올해는 자외선차단제 성수기 효과와 CAPA 확충이 맞물리며 외형 확대가 가능해졌다. 생산능력은 2024년 말 7.8억 개 → 2025년 1분기 말 9.7억 개 → 연말 10억 개 목표로 증가 중이다. 수익성은 겔 마스크팩 비중 확대로 원가율이 높아졌던 1분기와 달리, 2분기에는 고마진 자외선차단제 중심의 제품 믹스 개선과 2024년 대비 대손충당금 축소 효과로 이익률 개선이 기대된다. 중국 상해 법인은 1분기 영업이익률 5%를 상회했고, 2분기에도 신규 고객 확보 및 기존 거래 확대로 5% 전후 유지 가능성이 있다. 또한 코스맥스네오와 씨엠테크는 1분기 40~50억 원의 영업이익을 기여했으며, 2분기에도 유사한 수준의 실적 기여가 이어질 전망이다.

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F
매출액	17,775	21,661	24,876	27,800
영업이익	1,157	1,754	2,300	2,740
지배순이익	571	858	1,280	1,690
PER	20.1	18.3	18.6	14.1
PBR	3.2	3.3	3.9	3.0
EV/EBITDA	8.9	9.0	10.0	8.4
ROE	12.1	20.5	23.7	24.3

자료: 유안타증권



이승은 회장/유통

seungeun.lee@yuantakorea.com

김도엽 Research Assistant

doyub.kim@yuantakorea.com

BUY (M)

목표주가 261,000원 (U)

직전 목표주가 220,000원

현재주가 (5/16) 210,000원

상승여력 24%

시가총액 23,834억원

총발행주식수 11,349,509주

60일 평균 거래대금 173억원

60일 평균 거래량 99,283주

52주 고/저 214,000원 / 117,700원

외인지분율 35.43%

배당수익률 1.54%

주요주주 코스맥스비티아이 외 10인

주가수익률 (%) 1개월 3개월 12개월

절대 24.4 37.8 30.1

상대 15.9 35.9 36.4

절대 (달러환산) 27.7 43.1 25.9

코스맥스 실적 추이 및 전망

(단위: 억원, %)

	1Q.24	2Q.24	3Q.24	4Q.24	2024	1Q.25	2Q.25E	3Q.25E	4Q.25E	2025E
매출액	5,268	5,515	5,298	5,580	21,661	5,886	6,470	6,180	6,340	24,876
코스맥스[별도]	3,154	3,482	3,478	3,463	13,577	3,628	4,270	4,170	4,100	16,168
코스맥스 이스트	1,574	1,476	1,144	1,550	5,743	1,627	1,550	1,190	1,600	5,967
상하이 법인	1,076	975	720	953	3,724	1,090	990	730	960	3,770
광저우 법인	468	495	397	487	1,847	485	510	410	500	1,905
코스맥스 웨스트	388	360	325	298	1,371	287	270	280	270	1,107
코스맥스 인도네시아	241	254	323	314	1,132	296	320	400	380	1,396
코스맥스 타일랜드	95	103	111	126	435	239	230	240	240	949
YoY	31	15	16	28	22	12	17	17	14	15
코스맥스[별도]	30	25	21	40	28	15	23	20	18	19
코스맥스 이스트	29	-4	-8	5	5	3	5	4	3	4
상하이 법인	18	-13	-16	-14	-7	1	2	1	1	1
광저우 법인	58	24	8	43	31	4	3	3	3	3
코스맥스 웨스트	43	-6	-12	-21	-2	-26	-25	-14	-9	-19
코스맥스 인도네시아	26	23	38	40	32	23	26	24	21	23
코스맥스 타일랜드	87	51	70	78	70	152	123	116	90	118
영업이익	455	467	434	398	1,754	513	620	600	567	2,300
코스맥스[별도]	301	345	395	346	1,387	343	510	490	427	1,770
해외 및 기타	154	122	39	52	367	170	110	110	140	530
영업이익률	9	8	8	7	8	9	10	10	9	9
코스맥스[별도]	10	10	11	10	10	9	12	12	10	11

자료: 코스맥스, 유안타증권 리서치센터

코스맥스 실적 추정 변경 내역

(단위: 억원, %, %p)

	변경 전			변경 후			변경 전 대비		
	2Q25E	2025E	2026E	2Q25E	2025E	2026E	2Q25E	2025E	2026E
매출액	6,420	25,090	28,000	6,470	24,876	27,800	+0.8%	-0.9%	-0.7%
영업이익	560	2,030	2,600	620	2,300	2,740	+10.7%	+13.3%	+5.4%
OPM	8.7%	8.1%	9.3%	9.6%	9.2%	9.9%	+0.9%p	+1.2%p	+0.6%p

자료: 유안타증권 리서치센터

코스맥스 목표주가 산정 PER Multiple

	2025F	2026F	비고
[지배주주]순이익 (억원)	1,280	1,690	
주식수 (만주)	1,135	1,135	보통주 기말 발행 주식수 (자기주식수 제외)
EPS (원)	11,278	14,891	25~26F 평균 EPS
적정 PER (배)	20	20	
적정주가 (원)	225,560	297,810	261,000원
상승여력 (%)	7.4	41.8	24%

자료: 유안타증권 리서치센터

코스맥스 지역별 CAPA 및 가동률

(단위: 억개, %)

	CAPA(억 개)			가동률(%)		
	2023	2024	2025F	2023	2024	2025.1Q
코스맥스	23.8	25.3	27.4			
한국	6.5	7.8	9.9	62	67	53
중국 상하이	6.9	6.9	6.9	68	56	59
중국 광저우	3.1	3.1	3.1	36	37	34
중국 잇센 JV	3.2	3.4	3.4	5	11	12
미국	1.0	1.0	1.0	61	56	41
인도네시아	2.1	2.1	2.1	25	31	37
태국	1.0	1.0	1.0	—	—	—

주: 2025년 1분기 가동률은 1분기 생산실적을 기준으로 연산하여 산출, 자료: DART, 유안타증권 리서치센터

코스맥스 한국법인 2025년 1분기 주요 제품



자료: 코스맥스, 유안타증권 리서치센터

코스맥스 (192820) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 억원)					
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	17,775	21,661	24,876	27,800	30,500
매출원가	14,838	17,479	20,400	22,740	24,850
매출총이익	2,936	4,182	4,476	5,060	5,650
판매비	1,780	2,428	2,176	2,320	2,450
영업이익	1,157	1,754	2,300	2,740	3,200
EBITDA	1,751	2,442	2,988	3,428	3,888
영업외손익	-315	-378	-500	-470	-440
외환관련손익	-11	157	0	0	0
이자손익	-256	-383	-429	-410	-381
관계기업관련손익	-19	0	0	0	0
기타	-29	-152	-71	-60	-59
법인세비용차감전순이익	842	1,376	1,800	2,270	2,760
법인세비용	464	492	480	520	560
계속사업순이익	378	884	1,319	1,750	2,200
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	378	884	1,319	1,750	2,200
지배지분순이익	571	858	1,280	1,690	2,120
포괄순이익	292	1,202	1,637	2,067	2,517
지배지분포괄이익	514	1,166	1,589	2,006	2,443

주: 영업이익의 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표 (단위: 억원)					
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	2,310	730	1,868	2,349	2,837
당기순이익	378	884	1,319	1,750	2,200
감가상각비	557	635	635	635	635
외환손익	18	-132	0	0	0
중속, 관계기업관련손익	19	0	0	0	0
자산부채의 증감	788	-1,273	-565	-514	-476
기타현금흐름	551	615	478	478	478
투자활동 현금흐름	-1,045	-1,600	-1,363	-956	-1,951
투자자산	-203	-49	-68	-61	-57
유형자산 증가 (CAPEX)	-863	-1,649	-1,400	-1,000	-2,000
유형자산 감소	49	39	50	50	50
기타현금흐름	-28	59	54	55	56
재무활동 현금흐름	-392	675	-1,171	-1,490	-1,505
단기차입금	875	760	17	-303	-318
사채 및 장기차입금	173	899	0	0	0
자본	-2,582	-1	0	0	0
현금배당	0	-57	-261	-261	-261
기타현금흐름	1,143	-927	-927	-927	-927
연결범위변동 등 기타	4	189	799	848	833
현금의 증감	877	-7	134	750	215
기초 현금	1,694	2,571	2,564	2,698	3,448
기말 현금	2,571	2,564	2,698	3,448	3,662
NOPLAT	1,157	1,754	2,300	2,740	3,200
FCF	1,447	-920	468	1,349	837

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

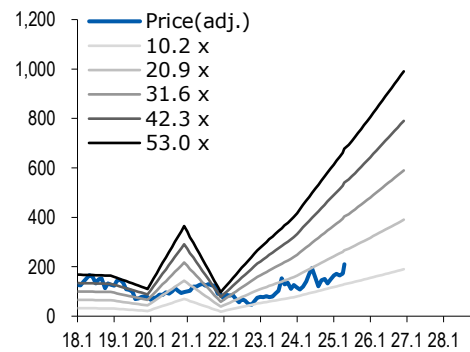
재무상태표 (단위: 억원)					
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	8,216	9,425	10,530	12,164	13,194
현금및현금성자산	2,569	2,564	2,698	3,448	3,662
매출채권 및 기타채권	2,827	3,566	4,096	4,577	5,022
재고자산	2,184	2,570	2,952	3,299	3,619
비유동자산	7,354	9,912	10,642	10,965	12,284
유형자산	5,468	7,784	8,499	8,814	10,128
관계기업 등 지분관련 자산	362	10	11	13	14
기타투자자산	455	549	615	675	731
자산총계	15,571	19,337	21,172	23,128	25,478
유동부채	9,894	11,142	11,470	11,501	11,485
매입채무 및 기타채무	3,646	3,678	3,854	4,066	4,254
단기차입금	4,027	4,644	4,444	3,944	3,444
유동성장기부채	347	451	451	451	451
비유동부채	2,092	3,107	3,238	3,357	3,466
장기차입금	585	1,490	1,490	1,490	1,490
사채	475	387	387	387	387
부채총계	11,985	14,249	14,708	14,858	14,951
지배지분	3,625	4,734	6,070	7,817	9,993
자본금	57	57	57	57	57
자본잉여금	285	285	285	285	285
이익잉여금	3,131	3,836	4,855	6,283	8,143
비지배지분	-40	354	394	454	533
자본총계	3,586	5,088	6,464	8,270	10,527
순차입금	4,152	5,833	5,706	4,644	4,102
총차입금	7,126	8,785	8,802	8,499	8,182

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	5,034	7,560	11,276	14,889	18,680
BPS	31,952	41,725	53,503	68,895	88,079
EBITDAPS	15,430	21,517	26,328	30,205	34,258
SPS	156,614	190,853	219,181	244,945	268,734
DPS	500	2,300	2,300	2,300	2,300
PER	20.1	18.3	18.6	14.1	11.2
PBR	3.2	3.3	3.9	3.0	2.4
EV/EBITDA	8.9	9.0	10.0	8.4	7.3
PSR	0.6	0.7	1.0	0.9	0.8

재무비율 (단위: 배, %)					
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액 증가율 (%)	11.1	21.9	14.8	11.8	9.7
영업이익 증가율 (%)	117.9	51.6	31.1	19.1	16.8
지배순이익 증가율 (%)	174.1	50.2	49.2	32.0	25.5
매출총이익률 (%)	16.5	19.3	18.0	18.2	18.5
영업이익률 (%)	6.5	8.1	9.2	9.9	10.5
지배순이익률 (%)	3.2	4.0	5.1	6.1	7.0
EBITDA 마진 (%)	9.9	11.3	12.0	12.3	12.7
ROIC	6.9	13.0	15.4	17.6	19.2
ROA	3.9	4.9	6.3	7.6	8.7
ROE	12.1	20.5	23.7	24.3	23.8
부채비율 (%)	334.3	280.0	227.5	179.7	142.0
순차입금/자기자본 (%)	114.5	123.2	94.0	59.4	41.1
영업이익/금융비용 (배)	3.6	3.9	4.6	5.6	6.7

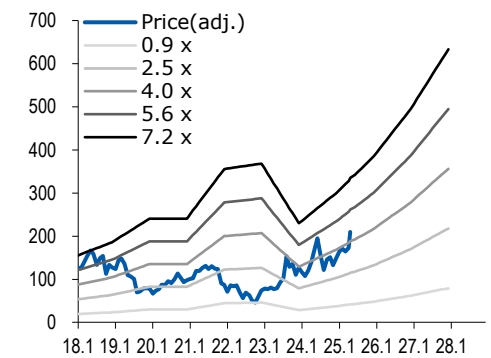
P/E band chart

(천 원)



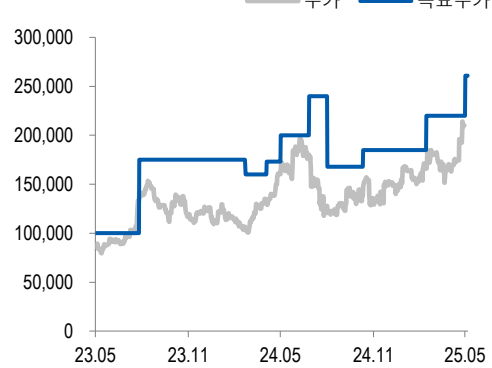
P/B band chart

(천 원)



코스맥스 (192820) 투자등급 및 목표주가 추이

(원)



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2025-05-19	BUY	261,000	1년		
2025-03-04	BUY	220,000	1년	-19.87	-2.73
2024-10-30	BUY	185,000	1년	-19.05	-7.41
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

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자 의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	93.7
Hold(중립)	6.3
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2025-05-19

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

Appendix

- 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 투자의사결정은 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.

실리콘투 (257720)

실적 대비 과도한 조정, 브랜드·지역 성장 본격

양호한 실적에도 과도한 조정, 브랜드사 실적으로 재평가 가능성

실리콘투에 대해 투자 의견 Buy, 목표주가 49,000원을 유지한다. 1분기 실적 발표 이후 주가는 하락세를 보였으며, 이는 1분기 양호한 실적이 이미 상당 부분 주가에 선반영된 데다, 미국법인 매출 비중 축소에 대한 시장의 경계감, 중동·유럽 중심 고성장이 구조적 지속성을 확보할 수 있을지에 대한 불확실성이 복합적으로 작용한 결과로 해석된다. 동사 12M Fwd PER은 14배 수준으로 시가총액 1조 이상 화장품 7개사 평균 18배(브랜드 4사 평균 19배, ODM 16배) 대비 다소 낮은 수준이다. 그러나 2분기 실적은 메디큐브, 바이오던스, 닥터엘 시아, 달바 등 신규 유입 브랜드들의 매출 기여 확대와 함께, 조선미녀, 아누아 등 기존 상위권 브랜드 역시 견조한 매출 흐름이 지속될 것으로 예상된다. 이에 따라 2025년 2분기 매출은 전 분기 대비 14% 증가할 것으로 예상되며, 현재의 주가 조정은 실적 펀더멘털 대비 과도한 수준으로 판단된다.

신규 브랜드 약진, 중동·유럽 주도...이중 성장 축 본격화

브랜드 측면에서는 신규 유입된 메디큐브, 바이오던스, 닥터엘시아, 달바 등이 상위권으로 빠르게 진입하면서 브랜드 구도에 변화를 주고 있으며, 이들 브랜드는 중동·유럽·동남아 등에서 고르게 반응을 얻고 있어 지역별 수요 확장성과 맞물려 실적 기여도가 더욱 커질 것으로 예상된다. 기존 강자인 조선미녀와 아누아 역시 견조한 흐름을 유지하고 있어, 주요 브랜드군의 동시 성장 구조가 구축되는 양상이다.

지역별로는 유럽과 중동이 주도권을 빠르게 확보하고 있다. 유럽은 매출 비중 25.27%로 확대되었고, 중동은 파키스탄 경유분을 포함해 UAE 매출이 9.6%까지 상승하며 신규 핵심 시장으로 자리 잡고 있다. 특히 영국 Boots를 중심으로 한 유럽 내 유통 확대는 브랜드 인지도를 동반한 구조적 성장으로 이어질 가능성이 높으며, 이는 실리콘투의 수출 안정성과 ASP 개선에도 기여할 수 있다. 미국 비중은 일시적으로 축소되었으나, 이는 경쟁 심화에 따른 전략적 후퇴 성격이 강하며, 향후 시장 여건 회복 시 재진입이 가능한 유연한 사업모형을 유지하고 있다는 점에서 부정적 리스크보다는 중장기 옵션으로 해석할 수 있다.

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F
매출액	3,429	6,915	10,857	13,000
영업이익	478	1,376	2,087	2,600
지배순이익	380	1,207	1,690	2,150
PER	9.6	14.5	13.7	10.9
PBR	2.7	6.7	5.7	3.7
EV/EBITDA	7.7	12.7	10.3	8.4
ROE	32.9	60.9	48.4	38.8

자료: 유안타증권



이승은 화장품/유통

seungeun.lee@yuantakorea.com

김도엽 Research Assistant

doyub.kim@yuantakorea.com

BUY (M)

목표주가 **49,000원 (M)**

직전 목표주가 **49,000원**

현재주가 (5/16) **37,950원**

상승여력 **29%**

시가총액	23,215억원
총발행주식수	65,576,252주
60일 평균 거래대금	510억원
60일 평균 거래량	1,607,583주
52주 고/저	52,800원 / 23,550원
외인지분율	5.31%
배당수익률	0.00%
주요주주	김성운 외 16 인

주가수익률 (%)	1개월	3개월	12개월
절대	16.4	22.6	31.3
상대	12.2	27.9	57.6
절대 (달러환산)	19.5	27.4	27.1

실적은 서프라이즈, 주가는 과도한 조정

실리콘투 지역별 매출						(단위: 억원, %)				
	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	2024	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2025E
[연결] 매출액	1,499	1,814	1,867	1,736	6,915	2,457	2,800	2,900	2,700	10,857
YoY	158	132	85	64	102	64	54	55	56	57
QoQ	42	21	3	-7		42	14	4	-7	
미국	535	578	599	325	2,037	383	420	440	400	1,643
캐나다	34	-	130	48	178	70	75	80	70	295
UAE	47	-	251	106	356	163	250	220	210	843
KOREA	99	151	87	77	415	110	180	130	100	520
인도네시아	89	27	79	115	310	122	80	120	150	472
영국	25	-	-	-	-	82	100	120	140	442
파키스탄	1	-	-	-	-	63	40	30	20	153
말레이시아	73	70	71	81	295	50	80	110	140	380
호주	47	51	59	58	215	53	60	70	67	250
기타 해외국가	550	817	184	1,302	2,766	1,361	1,365	1,450	1,283	5,459
영업이익	294	389	426	266	1,376	477	560	580	470	2,087
YoY	297	275	182	79	188	62	44	36	77	52
영업이익률	20	21	23	15	20	19	20	20	17	19
[별도] 매출액	1,209	1,899	1,625	1,897	6,631	1,800	2,180	2,210	2,120	8,310
YoY	133	136	68	85	100	95	29	60	48	54
QoQ	18	57	-14	17		24	4	6	8	
미국	275	639	267	453	1,635	194	230	250	290	964
캐나다	34	-	130	48	178	70	80	90	80	320
폴란드	27	-	610	282	892	597	620	630	613	2,460
UAE	47	-	251	106	356	163	170	180	187	700
KOREA	99	151	87	77	415	110	160	100	110	480
인도네시아	89	27	79	115	310	122	40	110	148	420
파키스탄	1	-	-	-	-	63	40	40	47	190
말레이시아	57	62	47	62	228	52	60	45	63	220
호주	47	51	59	58	215	53	58	65	64	240
기타 해외국가	534	842	60	631	2,067	929	990	1,090	1,198	4,207

주: 2025년부터 1분기, 2024년 1분기 국가별 매출 인식 기준이 변경되며, 이에 따라 2024년 국가 합산 수치와 전체 매출 간 차이가 있음, 자료: DART, 유안타증권 리서치센터

실리콘투 실적 추정 변경 내역							(단위: 억원, %, %p)		
	변경 전			변경 후			변경 전 대비		
	2Q25E	2025E	2026E	2Q25E	2025E	2026E	2Q25E	2025E	2026E
매출액	2,250	8,650	10,000	2,800	10,857	13,000	+24.4%	+25.5%	+30.0%
영업이익	470	1,760	2,060	560	2,087	2,600	+19.1%	+18.6%	+26.2%
OPM	20.9%	20.3%	20.6%	20.0%	19.2%	20.0%	-0.9%p	-1.1%p	-0.6%p

자료: 유안타증권 리서치센터

실리콘투 국가별 매출액 비중 변화

		2024.1Q	2025.1Q	YoY	순위 상승
1	EU	9.64%	25.27%	+15.63%p	▲1
2	USA	22.71%	8.25%	-14.46%p	▼1
3	UAE	3.89%	6.92%	+3.03%p	▲3
4	Indonesia	7.18%	5.19%	-1.99%p	-
5	Korea	8.33%	4.77%	-3.56%p	▼2
6	Canada	2.86%	2.99%	+0.13%p	▲3
7	Pakistan	-	2.68%	+2.68%p	신규진입
8	Australia	3.87%	2.24%	-1.63%p	▼1
9	Malaysia	4.66%	2.22%	-2.44%p	▼4
10	Cambodia	2.95%	2.14%	-0.81%p	▼2
	Saudi Arabia	2.32%	-	-	
	기타	31.59%	37.33%	+5.74%p	

주1: EU는 2024년은 네덜란드, 2025년은 폴란드 매출

주2: 실리콘투 별도 자사 전산 기준, 연결 기준과는 상이함

자료: 실리콘투, 유안타증권 리서치센터

실리콘투 브랜드별 매출액 비중 변화

		2024.1Q	2025.1Q	YoY	순위 상승
1	조선미녀	24.41%	22.43%	-1.98%	-
2	메디큐브	-	10.36%	10.36%	신규진입
3	아누아	9.91%	8.73%	-1.18%	-
4	바이오던스	-	8.08%	8.08%	신규진입
5	닥터엘시아	-	6.34%	6.34%	신규진입
6	스킨천사	2.86%	3.56%	0.70%	▲2
7	달바	-	3.35%	3.35%	신규진입
8	토코보	2.56%	3.16%	+0.60%	▲1
9	코스알엑스	11.06%	3.11%	-7.95%	▼7
10	라운드랩	4.18%	2.54%	-1.64%	▼5
	기타	30.78%	28.34%	-2.44%	
	Top10 비중	69.22%	71.66%	+2.44%	

주: 실리콘투 별도 자사 전산 기준, 연결 기준과는 상이함

자료: 실리콘투, 유안타증권 리서치센터

2025년 1분기 실적은 매출액 2,457억 원(+64% YoY), 영업이익 477억 원(+62% YoY)으로, 시장 기대치(매출액 1,736억 원, 영업이익 266억 원)를 큰 폭으로 상회하는 어닝 서프라이즈를 기록하였다. 그럼에도 불구하고 실적 발표 이후 주가는 하락세를 보였으며, 이는 양호한 실적이 이미 상당 부분 주가에 선반영된 데다, 미국법인 매출 비중 축소에 대한 시장의 경계감, 중동·유럽 중심 고성장이 구조적 지속성을 확보할 수 있을지에 대한 불확실성이 복합적으로 작용한 결과로 해석된다. 동사 12M Fwd PER은 14배 수준으로 시가총액 1조 이상 화장품 7개사 평균 18배(브랜드 4사 평균 19배, ODM 16배) 대비 다소 낮은 수준이다.

그러나 2분기 실적은 메디큐브, 바이오던스, 닥터엘시아, 달바 등 신규 유입 브랜드들의 매출 기여 확대와 함께, 조선미녀, 아누아 등 기존 상위권 브랜드 역시 견조한 매출 흐름이 지속될 것으로 예상된다. 이에 따라 2025년 2분기 매출은 전 분기 대비 약 14% 성장할 것으로 추정되며, 현재의 주가 조정은 실적 펀더멘털 대비 과도한 수준으로 판단된다.

EU 매출 비중 1위 등극, 글로벌 리밸런싱 본격화

2025년 1분기 기준 유럽 매출 비중은 25.27%로 전년 동기(9.64%) 대비 +15.63%p 증가, 전체 매출 비중 1위로 올라섰다. 이는 영국 내 부츠(Boots) 채널을 포함한 신규 유통망 확대, K-뷰티 수요 증가에 따른 것으로 해석된다.

UAE 비중 역시 3.89%에서 6.92%로 +3.03%p 상승, 중동 시장의 급성장이 본격화되었음을 방증한다. 특히 파키스탄은 2024년 1분기 기준 비중을 확인할 수는 없으나, 2025년 1분기 2.68%로 신규 진입하였다. 파키스탄은 거래처 대표의 국적 기준으로 분류된 것으로, 실질적으로는 UAE(두바이) 창고를 통해 수령된 물량으로 파악된다. 따라서 해당 매출은 파키스탄이 아닌 UAE 지역 매출로 간주하는 것이 맞다. 이로써 UAE 매출액 비중은 9.6%로 추정된다.

2025년 1분기부터 연결 매출액으로 반영된 영국은 82억원으로 Boots 리테일 채널이 15~20% 수준의 기여도를 보이고 있는 것으로 파악된다. 향후 Boots를 통한 유통 확대 여부가 유럽 내 브랜드 인지도를 제고하는 핵심 포인트가 될 전망이다.

반면, 가장 높았던 미국 매출 비중은 22.71%에서 8.25%로 14.46%p 감소하였다. 아이허브 등 주요 고객사 플랫폼 내 경쟁 심화가 주요 배경으로 추정된다. 현재는 미국 내 경쟁 심화에 따라 중동, 유럽 등으로 주도권이 이동 중이다. 이러한 전략적 리밸런싱은 향후 다시 미국 시장이 안정화될 경우 재진입을 염두에 둔 유연한 사업모형을 보여준다.

고객사 구성에서는, 실리콘투가 2,000~2,500 여개의 거래처를 보유하고 있으나, 아이허브를 제외하면 대형 단일 거래처 비중은 크지 않은 구조다. 이는 매출 집중도가 낮아 특정 거래처 이슈로 인한 리스크는 제한적이며, 반복구매 기반의 볼륨 비즈니스 모델이라는 점에서 안정적인 포트폴리오를 확보하고 있는 셈이다.

그 외 캐나다(2.86% → 2.99%, +0.13%p YoY)는 소폭 증가, 말레이시아(4.66% → 2.22%, -2.44%p YoY)와 캄보디아(2.95% → 2.14%, -0.81%p YoY)는 감소하며 비중이 조정되고 있다. 전체적으로 기타 국가 비중은 31.59% → 37.33%(+5.74%p YoY)로 확대되며, 글로벌 다변화 전략이 가시화되고 있다.

메디큐브·닥터엘시아 등 다크호스 약진

2025년 1분기 실리콘투 브랜드 매출 비중에서는 기존 핵심 브랜드였던 조선미녀(2024년 24.41% → 2025년 22.43%, -1.98%p YoY)가 여전히 1위를 유지하였으나 소폭 하락했다. 대조적으로, 메디큐브(10.36%), 바이오턴스(8.08%), 닥터엘시아(6.34%), 달바(3.35%)는 모두 전년 동기 대비 신규 진입, 상위 매출 브랜드 구도를 새롭게 재편하였다.

특히 메디큐브는 2위에 바로 진입, 미국과 유럽·중동 등 다양한 지역에서 고르게 반응을 얻고 있는 것으로 해석된다. 메디큐브는 동사와 중동, 우크라이나, 카자흐스탄 독점 공급하고 있다. 이로써 동사는 인디 브랜드 중심에서, 다수 중형 브랜드를 병렬적으로 유통하는 구조로 전환되고 있음을 나타낸다.

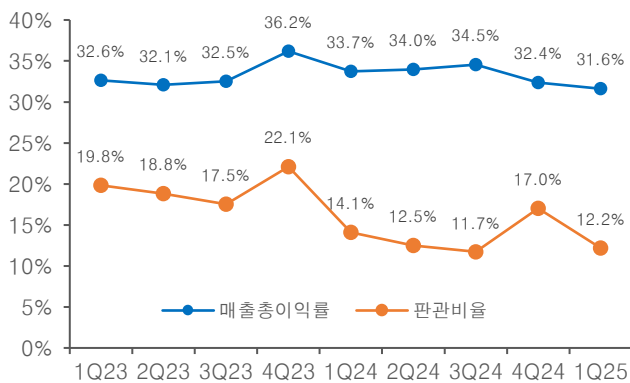
아모레퍼시픽의 코스알엑스는 11.06%에서 3.11%로 7.95%p YoY 급감하며 7단계 순위 하락했으며, 빠른 경쟁 환경 변화에 적응하지 못한 것으로 추정된다. 반면, 신규 브랜드들의 다수 진입은 공급선 확대 및 고객 니즈 다변화를 반영하며, Top10 브랜드의 매출 집중도는 69.22% → 71.66%(+2.44%p)로 상승하였다.

GPM 하락에도 판관비 효율화로 수익성 방어

이익률 구조 측면에서는, 2025년 1분기 매출총이익률(GPM)은 31.6%로 전년 동기 대비 2.1%p 하락한 반면, 판매관리비율은 12.2%로 1.9%p 개선되었다. 원가 측면에서는 미국 내 단가 경쟁 심화에 따른 마진 하락이 주요 요인으로 꼽힌다. 지급수수료는 아마존 FBA 서비스 이용 축소로 인해 전년 동기 대비 18%p 하락(41% → 23%)하며 판관비 절감에 기여했다.

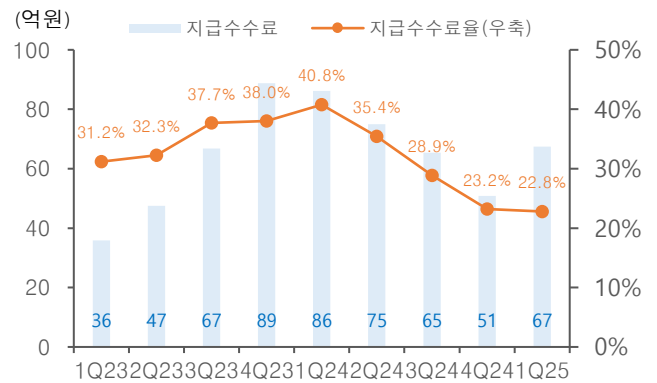
풀필먼트 서비스 영역에서는 A사 기준 2025년 1분기 약 42억 원의 매출이 집계되었으나, 해당 매출은 아마존 기반이 아닌 틱톡, 쇼피, 라자다 등의 커머스 플랫폼에서 발생한 것으로 확인된다.

실리콘투 분기별 매출총이익률



자료: 실리콘투, 유안타증권 리서치센터

실리콘투 분기별 지급수수료 추이



자료: 실리콘투, 유안타증권 리서치센터

실리콘루 (257720) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 억원)					
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	3,429	6,915	10,857	13,000	15,000
매출원가	2,278	4,587	7,400	8,800	10,100
매출총이익	1,151	2,328	3,457	4,200	4,900
판매비	673	953	1,370	1,600	1,800
영업이익	478	1,376	2,087	2,600	3,100
EBITDA	515	1,433	2,144	2,657	3,157
영업외손익	3	111	23	30	40
외환관련손익	-7	102	50	30	52
이자손익	0	-41	-21	13	19
관계기업관련손익	15	13	32	14	13
기타	-5	37	-38	-27	-44
법인세비용차감전순이익	481	1,487	2,110	2,630	3,140
법인세비용	101	280	420	480	540
계속사업순이익	380	1,207	1,690	2,150	2,600
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	380	1,207	1,690	2,150	2,600
지배지분순이익	380	1,207	1,690	2,150	2,600
포괄순이익	381	1,263	1,745	2,205	2,655
지배지분포괄이익	381	1,263	1,745	2,205	2,655

주: 영업이익의 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표 (단위: 억원)					
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	-185	601	985	1,298	1,619
당기순이익	380	1,207	1,690	2,150	2,600
감가상각비	37	57	57	57	57
외환손익	0	0	-50	-30	-52
중속, 관계기업관련손익	-15	-13	-32	-14	-13
자산부채의 증감	-670	-652	-641	-826	-934
기타현금흐름	84	2	-39	-39	-39
투자활동 현금흐름	-184	-721	-629	-377	-1,072
투자자산	-47	-65	-142	-76	-71
유형자산 증가 (CAPEX)	-183	-758	-200	-100	-900
유형자산 감소	55	124	14	13	13
기타현금흐름	-9	-22	-301	-215	-115
재무활동 현금흐름	329	808	-1,135	-191	-235
단기차입금	367	910	-996	-210	-110
사채 및 장기차입금	20	4	-24	-10	-10
자본	7	9	0	144	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타현금흐름	-64	-115	-115	-115	-115
연결범위변동 등 기타	0	0	1,372	-1,567	-12
현금의 증감	-40	688	593	-837	300
기초 현금	212	172	860	1,453	616
기말 현금	172	860	1,453	616	916
NOPLAT	478	1,376	2,087	2,600	3,100
FCF	-368	-156	785	1,198	719

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

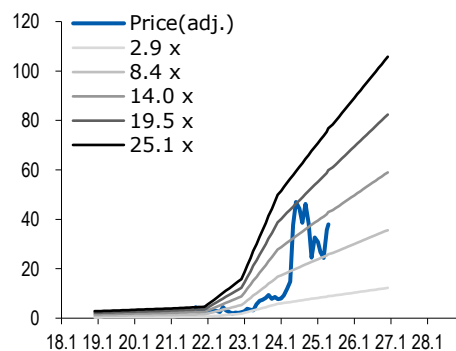
재무상태표 (단위: 억원)					
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	1,364	2,971	4,792	5,221	6,791
현금및현금성자산	172	860	1,453	616	916
매출채권 및 기타채권	233	504	729	854	986
재고자산	785	1,459	2,100	3,000	4,000
비유동자산	789	1,607	1,878	1,984	2,884
유형자산	541	1,065	1,194	1,224	2,054
관계기업 등 지분관련 자산	162	212	333	399	460
기타투자자산	13	38	60	70	79
자산총계	2,153	4,578	6,670	7,205	9,675
유동부채	742	1,893	822	456	280
매입채무 및 기타채무	30	83	131	75	59
단기차입금	550	1,451	451	251	151
유동성장기부채	1	0	0	0	0
비유동부채	61	68	1,486	38	29
장기차입금	36	1	1	1	1
사채	0	0	0	0	0
부채총계	803	1,962	2,308	494	309
지배지분	1,350	2,616	4,361	6,711	9,366
자본금	303	305	305	308	308
자본잉여금	302	308	308	450	450
이익잉여금	708	1,915	3,605	5,755	8,355
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	1,350	2,616	4,361	6,711	9,366
순차입금	315	678	-1,221	-804	-1,324
총차입금	638	1,552	532	312	192

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	631	1,990	2,763	3,495	4,220
BPS	2,235	4,297	6,651	10,165	14,188
EBITDAPS	854	2,362	3,317	4,031	4,782
SPS	5,687	11,399	16,799	19,720	22,722
DPS	0	0	0	0	0
PER	9.6	14.5	13.7	10.9	9.0
PBR	2.7	6.7	5.7	3.7	2.7
EV/EBITDA	7.7	12.7	10.3	8.4	6.9
PSR	1.1	2.5	2.3	1.9	1.7

재무비율 (단위: 배, %)					
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액 증가율 (%)	107.5	101.7	57.0	19.7	15.4
영업이익 증가율 (%)	235.8	187.8	51.7	24.6	19.2
지배순이익 증가율 (%)	240.8	217.6	40.0	27.2	20.9
매출총이익률 (%)	33.6	33.7	31.8	32.3	32.7
영업이익률 (%)	13.9	19.9	19.2	20.0	20.7
지배순이익률 (%)	11.1	17.5	15.6	16.5	17.3
EBITDA 마진 (%)	15.0	20.7	19.7	20.4	21.0
ROIC	35.2	53.2	50.0	46.8	41.4
ROA	22.1	35.9	30.1	31.0	30.8
ROE	32.9	60.9	48.4	38.8	32.3
부채비율 (%)	59.5	75.0	52.9	7.4	3.3
순차입금/자기자본 (%)	23.3	25.9	-28.0	-12.0	-14.1
영업이익/금융비용 (배)	67.2	24.7	39.4	121.4	242.4

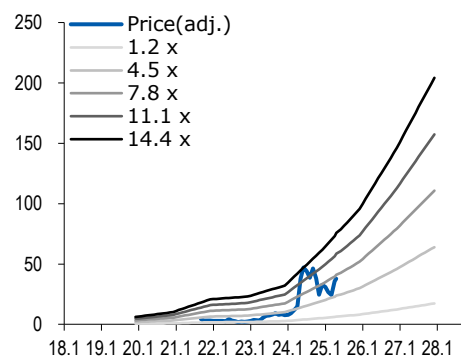
P/E band chart

(천원)



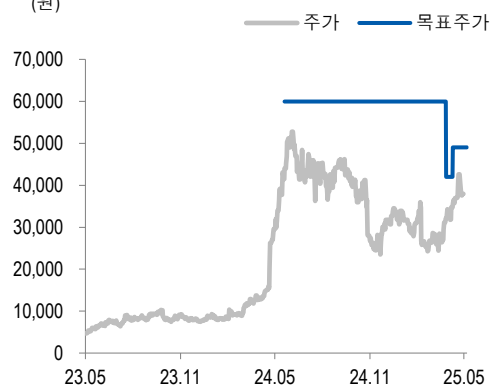
P/B band chart

(천원)



실리콘투 (257720) 투자등급 및 목표주가 추이

(원)



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2025-05-19	BUY	49,000	1년		
2025-04-28	BUY	49,000	1년		
2025-04-15	BUY	42,000	1년	-21.01	-17.26
2024-06-07	BUY	60,000	1년	-39.62	-12.00

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 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)	93.7
Hold(중립)	6.3
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2025-05-19

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

Appendix

- 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 투자의사결정은 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.

Head of Research Center **윤여철**
3770-3522 / ycyoon@yuantakorea.com

부센터장 2차전지 **이안나**
3770-5599 / anna.lee@yuantakorea.com

투자전략

팀장 Global Strategist 민병규 3770-3635 byungkyu.min@yuantakorea.com

Derivatives Analyst 정인지 3528 inji.jung@yuantakorea.com
Fund Analyst 김후정 3605 hujung.kim@yuantakorea.com
Strategist 김용구 3521 yg.kim@yuantakorea.com
Passive/ETF Analyst 고경범 3625 gyeongbeom.ko@yuantakorea.com
Economist/ESG 김호정 3630 hojung.kim@yuantakorea.com
Equity Market Analyst 강대석 3631 daesoek.kang@yuantakorea.com

US Market Analyst 황병준 3523 byeongjun.hwang@yuantakorea.com
Quant/ETF Analyst 신현웅 3634 hyunyoung.shin@yuantakorea.com
Research Assistant 박성철 3632 seongcheol.park@yuantakorea.com
Research Assistant 임지윤 3527 jiyeon.lim@yuantakorea.com
Research Assistant 김혜원 3526 hyewon.kim@yuantakorea.com
Research Assistant 김세빈 3646 sebin2.kim@yuantakorea.com

기업분석

팀장 2차전지 이안나 3770-5599 anna.lee@yuantakorea.com

인터넷/SW 이창영 5596 changyoung.lee@yuantakorea.com
화학/정유 황규원 5607 kyuwon.hwang@yuantakorea.com
스물캡 권명준 5587 myoungchun.kwon@yuantakorea.com
철강/금속 이현수 5718 hyunsoo.yi@yuantakorea.com
화장품/유통 이승은 5588 seungeun.lee@yuantakorea.com
제약/바이오 하현수 2688 hyunsoo.ha@yuantakorea.com
통신/지주/방산/우주 이승웅 5597 seungwoong.lee@yuantakorea.com
미디어/엔터 이환욱 5590 hwanwook.lee@yuantakorea.com
음식료/전력기기 손현정 5595 hyunjeong.son@yuantakorea.com
반도체 백길현 5635 gilhyun.baik@yuantakorea.com
건설/기계 장윤석 5583 yoonseok.chang@yuantakorea.com

금융 우도형 5589 dohyeong.woo@yuantakorea.com
전기전자 고선영 3525 sunyoung.kou@yuantakorea.com
스물캡 백종민 5598 jongmin.baik@yuantakorea.com
Research Assistant 최지운 3640 jiyeon.choi@yuantakorea.com
Research Assistant 박현주 2672 hyunjoo.park@yuantakorea.com
Research Assistant 김도엽 5580 doyeub.kim@yuantakorea.com
Research Assistant 서석준 5585 seokjun.seo@yuantakorea.com
Research Assistant 조혜빈 5594 hevin.cho@yuantakorea.com
Research Assistant 한동우 3647 dongwoo.han@yuantakorea.com
Research Assistant 임석민 3648 seokmin.lim@yuantakorea.com
Research Assistant 김고은 3649 koeun2.kim@yuantakorea.com

채권분석

팀장 Credit Analyst 유태인 3770-5571 taein.yoo@yuantakorea.com

Fixed Income Strategist 이재형 5579 jaehyung.lee@yuantakorea.com
Credit Analyst 김현수 5582 hyunsoo.kim@yuantakorea.com
Credit Analyst 신연화 5721 yeonhwa.shin@yuantakorea.com

Credit Analyst 공문주 5586 moonju.kong@yuantakorea.com
Credit Analyst 이소윤 5572 soyeon.lee@yuantakorea.com
Credit Analyst 황태웅 5578 taewoong.hwang@yuantakorea.com

리서치지원

팀장 조병준 3770-5581 byungjun.cho@yuantakorea.com

