

COMPANY ANALYSIS

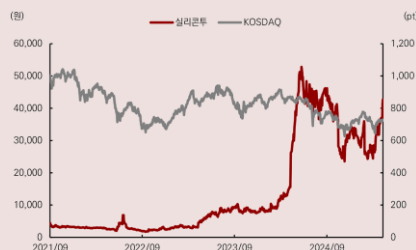
BUY

목표주가 59,000원
 현재주가(05/15) 37,450원
 상승여력 57.5%

Stock Information

시가총액	2조 2,970억원
발행주식수	6,117만주
유동주식비율	52.32%
52주 최고가	52,800원
52주 최저가	23,550원
외국인 지분율	5.57%
KOSPI	2,621.36
KOSDAQ	733.23

Price Trend



KUVIC Research Team 1

메일 kuvic_korea@naver.com

팀장 42기 Senior 김민지
 팀원 42기 Senior 전병천
 팀원 43기 Junior 이희찬
 팀원 43기 Junior 장한비
 팀원 43기 Junior 정상엽

Who We Are



실리콘투 (257720)

진격의 실리콘투

투자의견 'Buy', 목표주가 '59,000원'

본 리서치 팀은 화장품 ODM사 12MF PER에 20%를 할증한 PER Valuation으로 목표주가 59,000원, 상승여력 57.5%로 매수 의견을 제시한다. 2025년도 매출액과 영업이익은 각각 1조 1401억원, 2,533억원으로 전망한다.

투자포인트 1. 미국 물고 더블로 가!

동사는 2024년 4분기부터 유럽과 중동 지역에서 매출이 급증하며 본격적인 글로벌 성장세를 보이고 있다. 유럽 매출은 전년 대비 3.7배 증가했고, 중동 매출은 현지 지사 없이 356억원 증가했는데, 이는 동사의 해당 지역에 대한 선제적인 물류 인프라 구축 덕분이다. 2025년에는 유럽과 중동의 K-뷰티 수요 확대에 따라 두 지역 합산 매출이 복미를 넘어설 것으로 예상된다.

유럽과 중동은 화장품에 대해 오프라인 중심 유통 구조를 가지고 있으며, 드럭스토어와 프리미엄 편집샵, 뷰티 전문점을 통한 기능성 화장품 판매가 두드러진다. 위 유통채널에서 판매되는 한국 화장품 중 동사의 협업 브랜드가 차지하는 비중은 평균적으로 60% 정도로, 난이도가 높은 오프라인 유통 채널에서도 동사의 강한 경쟁력이 확인된다.

투자포인트 2. 모든 길은 실리콘투로 통한다

다양한 인디 및 중소형 K-뷰티 브랜드와의 협업을 통해 분산형 포트폴리오 전략을 구축하며, 매년 새로운 유망 브랜드의 급성장이 이어지는 구조적 강점을 보인다. 메디큐브, 바이오던스, 티르티르 등 신규 브랜드가 매출 상위권에 진입하며 브랜드 다각화가 가속화되고, 해외 진출 초기 브랜드와의 협업을 통해 높은 마진과 수익성 개선도 실현한다.

또한, B2B 비중과 판관비 효율성 측면에서 YesAsia 등 경쟁사 대비 우위를 보이며, 과도한 경쟁으로 수익성이 낮은 Amazon이나 난이도와 리스크가 높은 오프라인 직유통 채널에 비해 인디 브랜드에 더욱 매력적인 파트너로 평가받는다. 이러한 구조 덕분에 조선희녀 등 주요 브랜드와의 유착도가 높아, 브랜드 이탈 리스크 역시 낮게 유지되고 있다.

Earnings and valuation metrics

결산기 (12월)	2022	2023	2024	2025E	2026E
매출액 (십억원)	165.3	342.9	691.5	1140.1	1329.2
YoY (%)	26.2	107.5	101.7	64.9	16.6
영업이익 (십억원)	14.2	47.8	137.6	253.3	310.3
YoY (%)	62.6	235.7	187.8	85.2	21.8
영업이익률 (%)	8.6	13.9	19.9	21.8	23.3
당기순이익 (십억원)	11.1	38	120.7	200.6	251.1
EPS (원)	183	625	1,983	3,279	4,105
P/E (배)	13.3	12.2	16.4	11.4	9.1

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 당기순이익

자료: KUVIC Research 1팀

CONTENTS

Summary	3
----------------	----------

산업분석	4
-------------	----------

화장품 시장

미국 시장

유럽 시장

중동 시장

기업분석	9
-------------	----------

매출 및 재무 분석

사업부문 분석

법인 및 물류센터 분석

주가 추이 분석

투자포인트	12
--------------	-----------

Point 1. 미국 묻고 더블로 가!

Point 2. 모든 길은 실리콘투로 통한다

투자리스크	17
--------------	-----------

밸류에이션	18
--------------	-----------

매출 추정 논리

비용 추정 논리

Valuation Method

Appendix	22
-----------------	-----------

Summary

표 1. 요약손익계산서

(억 원)	2023	2024	1Q25P	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2025E	2026E
매출	3,429	6,915	2,457	2,682	3,083	3,179	11,401	13,292
YoY%	108%	102%	64%	48%	65%	83%	65%	17%
미국	1,083	2,037	382	549	671	648	2,250	2,822
유럽	384	1,181	584	480	563	523	2,149	2,472
중동	95	564	163	193	243	240	839	1,220
기타	1,829	3,638	1,328	1,461	1,607	1,767	6,162	6,778
매출원가	2,278	4,587	2,457	2,682	3,083	3,179	7,583	8,772
매출총이익	1,151	2,328	777	912	1,048	1,081	3,817	4,519
매출총이익률	33.6%	33.7%	31.6%	34.0%	34.0%	34.0%	34.0%	34.0%
판매비 및 관리비	673	953	299	280	314	436	1,329	1,417
영업이익	478	1,376	477	632	735	645	2,533	3,103
영업이익률	13.9%	19.9%	19.4%	23.6%	23.8%	20.3%	21.8%	23.3%
순이익	380	1,207	388	509	590	519	2,006	2,511
순이익률	11.1%	17.5%	15.8%	19.0%	19.1%	16.3%	17.6%	18.9%

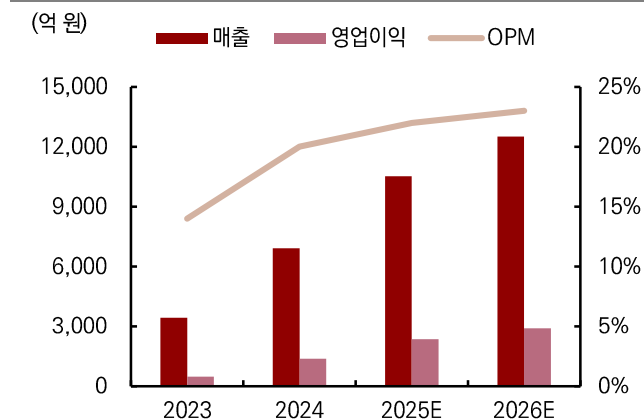
자료: KUVIC 리서치 1팀 추정

표 2. 25F 기준 밸류에이션

구분	내용	비고
25F 당기순이익 (십억원)	200.6	
Target P/E (배)	18.0	화장품 ODM사 12MF P/E 15배에 20% 할증
목표 시가총액 (십억원)	3,611	
유통 주식수 (천주)	61,172	
목표 주가 (원)	59,000	
현재 주가 (원)	37,450	
상승여력 (%)	57.5%	

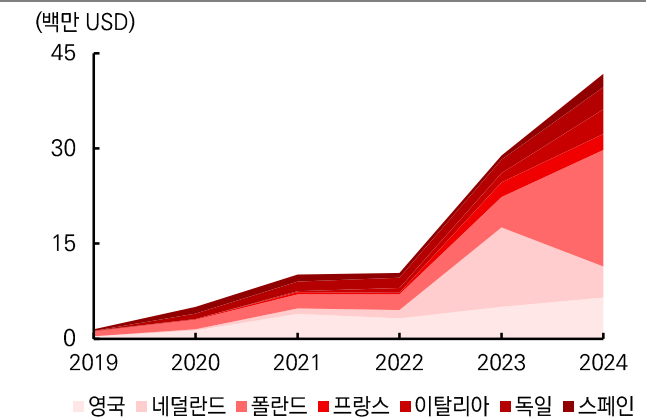
자료: KUVIC 리서치 1팀

그림 1. 매출액 및 영업이익 추이 및 전망



자료: KUVIC 리서치 1팀 추정

그림 2. 경기 성남 유럽향 기초화장품 수출액 추이



자료: TRASS, KUVIC 리서치 1팀

산업분석

화장품 산업

작은 고추가 맵다

중소기업?
이젠 수출 주역

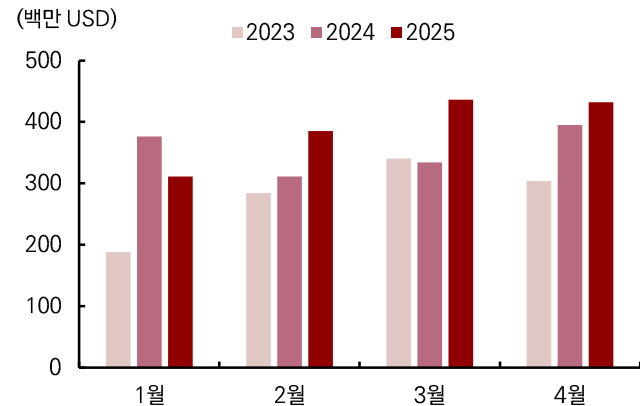
2024년 K-뷰티 시장에서는 글로벌 채널을 활용한 신흥 중소 브랜드들이 주목받으며 국내 중소기업 화장품 수출액이 전년 대비 27.7% 증가한 68억 달러로 역대 최대치를 기록했다. 세 자릿수 매출 성장과 높은 수익성을 동시에 달성한 이들은 수출을 대기업 중심에서 비상장 중소기업 중심으로 전환시켰다.

그림 3. 중소기업 10대 수출 품목 비교

(USD)			
2017년		2024년	
품목	수출액	품목	수출액
플라스틱 제품	52억	화장품	68억
자동차 부품	48억	자동차	51억
화장품	37억	플라스틱 제품	50억
합성수지	37억	자동차부품	44억
기타기계류	33억	반도체제조장비	40억
반도체	28억	합성수지	34억
계측제어분석기	27억	기계기구류	29억
철강판	24억	반도체	28억
무선통신기기	23억	전자응용기기	26억
편직물	23억	기계요소	23억

자료: 중소벤처기업부, KUVIC 리서치 1팀

그림 4. 1-4월 전국 기초화장품 수출액 추이

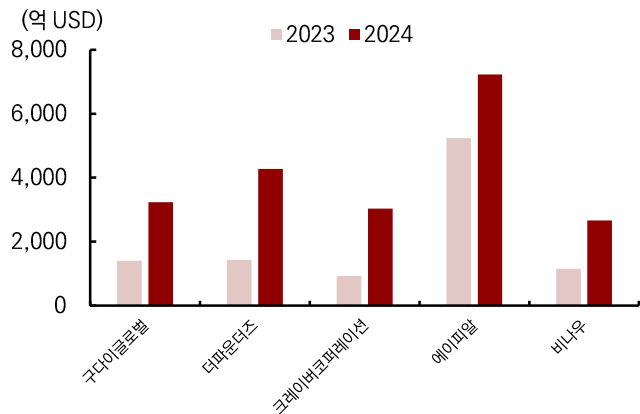


자료: TRASS, KUVIC 리서치 1팀

작정하고 만든 하나,
세계가 반응했다

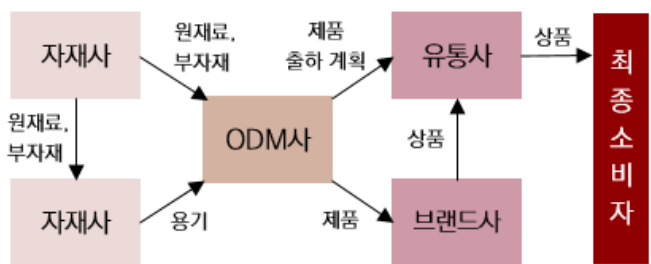
K-뷰티 인기의 핵심은 1) 우수한 품질, 2) 빠르고 트렌디한 제품 출시, 3) 합리적인 가격이며, 이러한 특성은 글로벌 시장 트렌드와도 잘 맞아떨어진다. 미국 시장에서 e.l.f. Beauty의 성장과 로레알의 부진은 중저가 고품질 제품에 대한 소비자 선호가 강화되고 있음을 보여주며, 이는 K-뷰티 브랜드들의 가성비 전략과 시장 적합성을 더욱 부각시킨다. 도전적인 제품 개발이 가능한 인디 브랜드들은 ‘히트 상품’ 중심의 전략을 통해 빠르게 성장하였다. 어성초 토너(아누아), 쌀 선크림(조선미녀), 하이드로겔 마스크(바이오던스), 제로모공패드(메디큐브) 등 단일 제품이 독자적인 카테고리 리더로 자리매김하며 수출 성장을 견인하고 있다. 이들은 틱톡, 인스타그램 릴스, 유튜브 쇼츠, 아마존 리뷰 등 숏폼 콘텐츠와 인플루언서 마케팅을 적극 활용해 빠르게 인지도를 확장하고 있으며, 이는 브랜드 성장의 주요 동력으로 작용한다.

그림 5. 대표 인디브랜드 기업 2023~2024년 매출액



자료: 각 사, KUVIC 리서치 1팀

그림 6. 화장품 밸류체인



자료: KUVIC 리서치 1팀

또한 **자재사, ODM/OEM사, 브랜드사, 유통사로** 이어지는 K-뷰티 특유의 유연한 밸류체인이 빠른 제품화와 글로벌 공급 확대를 가능케 하여 인디 브랜드의 시장 글로벌 안착을 뒷받침하고 있다.

미국 시장

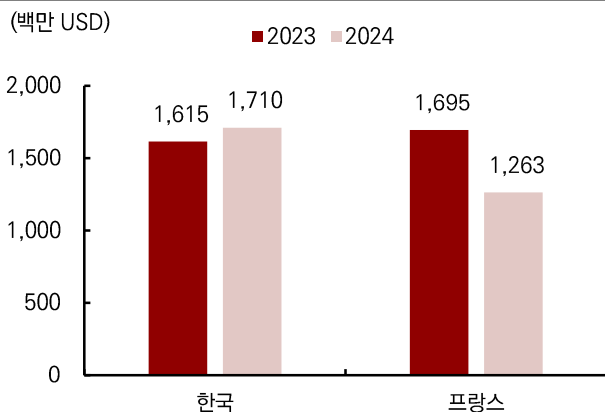
2024년 미국 화장품 수입국 1위의 영광

'가성비+가심비'를
모두 갖춘 K-뷰티

미국 시장은 세계에서 가장 큰 화장품 시장으로, 서구권 시장들의 레퍼런스로 중요한 역할을 한다. **2024년 미국 화장품 시장규모는 약 1,003억 달러(약 135조원)**로, 2013~2024년 동안 **연평균 4% 성장**했다.

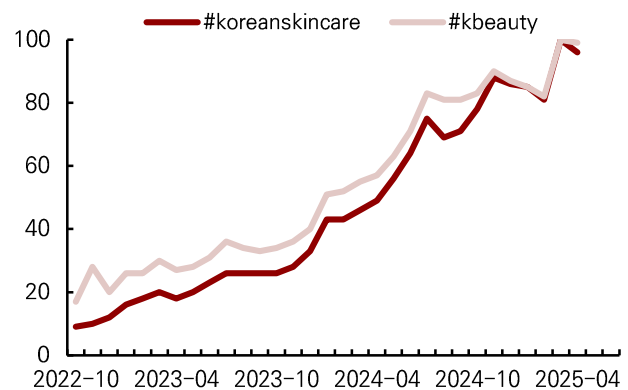
팬데믹 이후 K-뷰티는 미국 시장에서 빠르게 성장하며, **2024년에는 한국 화장품이 수입시장 점유율 1위를 차지해 프랑스를 제쳤다.** 오랜 브랜드 헤리티지를 보유한 뷰티 강국인 프랑스를 뛰어넘은 점은 K-뷰티가 유행을 넘어 글로벌 스탠다드로 자리 잡았음을 보여준다. 이들은 가격 대비 탁월한 품질과 개성 있는 원료로, 실용성과 새로움을 추구하는 소비자 기대에 부합하며 신뢰를 얻었다. 한편, 미국은 **브랜드 점유율이 파편화**되어 오픈마켓(Amazon)뿐 아니라 각 브랜드의 자사몰(D2C)의 비중이 22%로 비교적 높은 시장이다. 이러한 구조 속에서는 특정 니즈에 맞춘 히트 상품은 팬층을 형성하고 수익으로 이어지기 쉽다. 더불어, 틱톡, 유튜브 쇼츠, 아마존 리뷰 등 숏폼 콘텐츠와 인플루언서 마케팅이 결합되며 브랜드 확산도 가속화됐다. 결국, K-뷰티는 **브랜드-채널-고객 경험이 유기적으로 맞물리는 전략**을 통해, 미국 시장의 구조적 특성에 효과적으로 적응하며 차별화된 성장을 실현했다.

그림 7. 미국 내 한국 화장품 수입 금액 추이



자료: 한국무역협회, KUVIC 리서치 1팀

그림 8. K-뷰티 관련 미국 TikTok 해시태그 추이



자료: TikTok, KUVIC 리서치 1팀

2025년, 왕관의 무게를 버텨라

K-뷰티?
이미 브랜드 그 자체

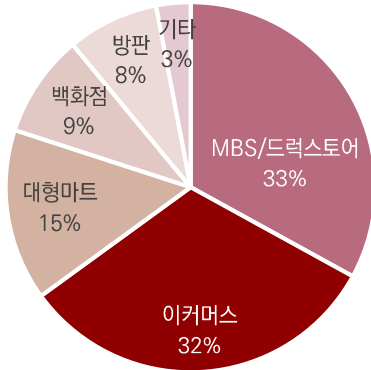
2025년에도 미국 시장에서 한국 화장품의 성장 여력은 크다. 'K-뷰티'는 하나의 브랜드처럼 인식되며 영향력을 넓히고 있고, 심지어 **한국 브랜드가 아님에도 K-뷰티로 포지셔닝한 현지 브랜드들도 주목**받고 있다. 예컨대 '서울슈티컬스(Seoul Ceuticals)'는 브랜드명에 '서울'을 내세운 **미국 현지 브랜드**로, 한국 산 원료와 디자인을 적용해 다수의 한국 브랜드보다 높은 판매를 기록했다. 이들은 유리알 피부, 가벼운 텍스처, 자연 유래 성분, 가성비 등 K-뷰티의 디자인 코드를 상품에 철저히 반영해 성공했다. 즉, **K-뷰티는 한국 화장품을 넘어 하나의 세계관으로 자리 잡으며 브랜드 파워를 확장**하고 있다.

장바구니에서
진열장으로

또한 K-뷰티는 온라인 중심 확산을 넘어, 최근에는 옴니채널 전략으로 소비자 접점을 확대하고 있다. 특히 2025년 미국 시장에서 가장 주목받는 유통 경로는 **MBS(Multi-Brand Store)로, 시장 점유율 33%에 달하는 1위 채널**이자 K-뷰티 성장의 핵심 축이다. 현재 미국 이커머스에서 MBS·드럭스토어 비중은 20%지만, 한국 화장품의 침투율은 13%로 업사이드가 크다. Amazon 등 **온라인에서 히트한 K-뷰티 브**

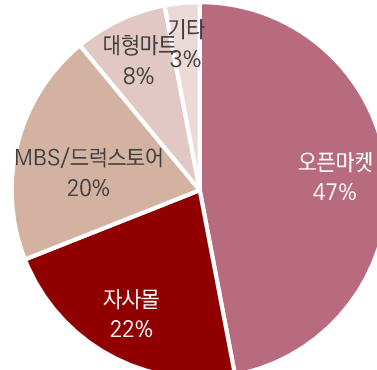
랜드들이 SKU(Stock Keeping Unit, 제품 단위 수)를 확장해 오프라인 MBS에 진출하며 브랜드 인지도를 높이고 있다. 여성초로 알려진 아누아와 리틀샷의 브이티는 Ulta 전 매장 입점 제안을 받는 등 MBS의 '역 러브콜'을 받고 있다.

그림 9. 2024년 미국 화장품 시장 채널 비중



자료: Euromonitor, KUVIC 리서치 1팀

그림 10. 2024년 미국 이커머스 시장 내 채널 비중



자료: Euromonitor, KUVIC 리서치 1팀

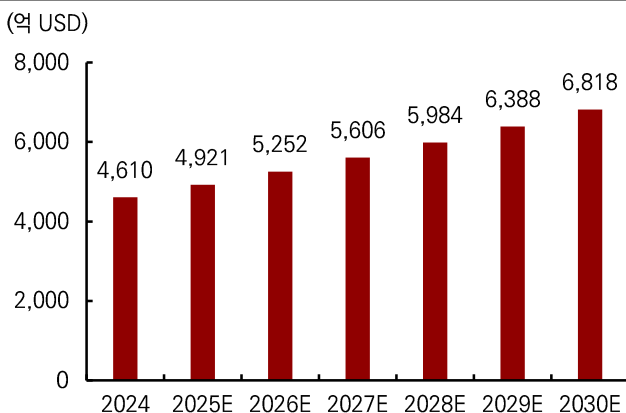
유럽 시장

화장품 산업의 본고장

유럽 내에서 꾸준히 성장하는 화장품 시장

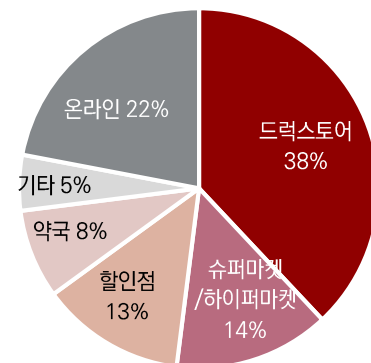
유럽 화장품 시장은 세계적으로 북미에 이어 두 번째로 크며 2032년까지 연평균 성장률은 약 6.74%에 이를 것으로 전망된다. 프랑스, 독일, 영국, 이탈리아, 스페인, 폴란드가 주요 소비국으로 자리 잡고 있다. 유럽 화장품 시장에서 기초화장품은 색조화장품보다 높은 비중을 차지하는데, 2020년 기준 기초화장품 시장 규모는 약 215억 유로로, 색조화장품(94억 유로)의 두 배 이상을 기록했다. 주요 기업으로는 프랑스의 L'Oréal을 중심으로, Unilever(Dove, Lux), Beiersdorf(Nivea), Coty, Henkel 등이 있으며, 이들은 탄탄한 제조 기반과 폭넓은 브랜드 포트폴리오를 바탕으로 유럽 각국에서 강력한 유통망을 구축하고 있다. 한편, 유럽 시장은 품질과 수요 외에도 성분 규제, 제품 등록, 현지어 라벨링 등 복합적인 진입 요건이 작동하는 구조로, 초기 진입 기업에게는 체계적인 대응 전략이 요구된다.

그림 11. 유럽 화장품 시장 규모 추이



자료: Fortune Business Insights, KUVIC 리서치 1팀

그림 12. 독일 유통채널별 비중



자료: Statista, 독일무역협회, KUVIC 리서치 1팀

오프라인 비중이 더 크나, MZ 위주로 온라인 매출 성장 중

유럽 화장품 시장은 구조적으로 여전히 오프라인 유통 의존도가 높아, 한국 기업에는 진입장벽으로 작용한다. 유럽 내 화장품 유통에서 이커머스 침투율은 약 20% 수준에 불과하며, 소비자들은 드럭스토어(DM, Rossmann), 멀티브랜드숍(Sephora), 백화점 등 오프라인 매장을 통해 제품을 구매하는 경향이

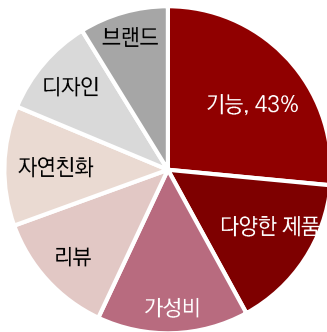
강하다. 프랑스는 전체 유통의 약 85.3%가 오프라인에서 이루어지며, 독일 또한 약 78%가 오프라인 매출로 집계된다. 한편, 최근에는 MZ세대를 중심으로 **LOOKFANTASTIC, Flaconi, Zalando, Notino** 등의 온라인 플랫폼에서의 소비도 증가하고 있다.

K-뷰티의 청출어람

유럽내에서 꾸준히 높은 성장을 보여주고 있는 K뷰티

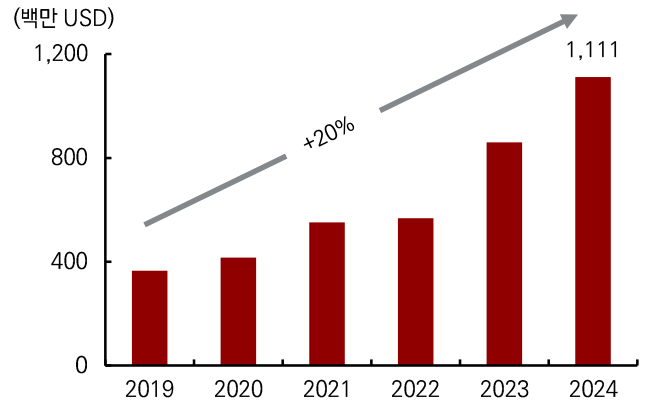
2023년 유럽 주요국(프랑스, 영국, 이탈리아, 스페인, 독일, 러시아, 터키) 소비자를 대상으로 한 조사에서, 한국 화장품을 사용하는 이유로 **‘효과적이고 품질이 좋다’**가 가장 많은 응답자(43%)들이 답했다. 이는 제품력에 대한 신뢰가 K-뷰티 수요를 견인하고 있음을 보여준다. 실제로 이탈리아는 2021년 이후 한국 기초화장품 수입이 매년 두 자릿수 증가를 기록했으며, **2024년에는 전년 대비 80.1% 증가했다**. 폴란드 역시 기존 유럽산 화장품의 수입이 정체된 반면, 한국산 제품은 가파른 성장세를 보이고 있다.

그림 13. 유럽에서 K-뷰티 인기 이유



자료: Statista, KUVIC 리서치 1팀

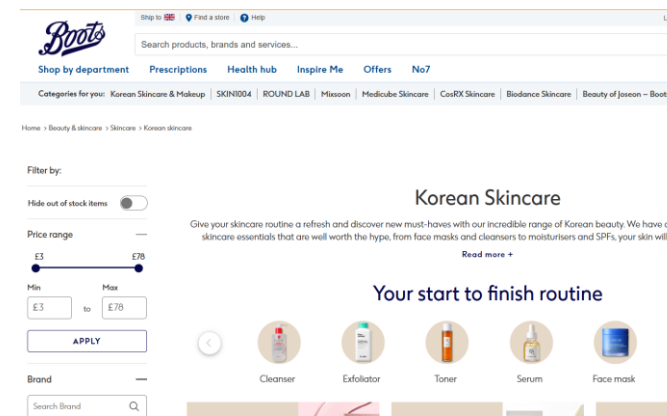
그림 14. 한국의 유럽향 화장품 수출 규모



자료: TRASS, KUVIC 리서치 1팀

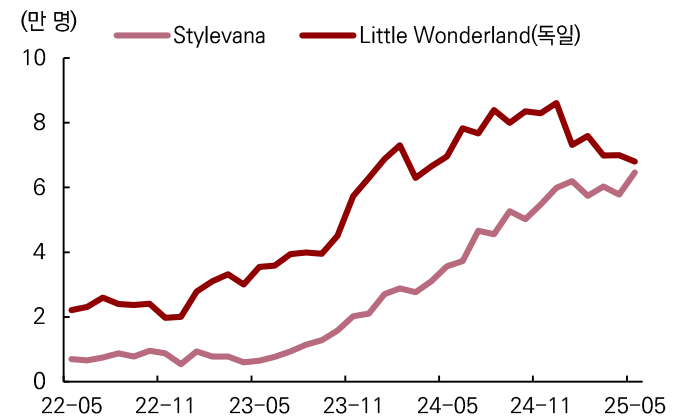
폴란드 대표 드럭스토어 **Hebe**의 온라인몰에서는 **아시아 화장품 중 약 70%가 K-뷰티 제품**이며, 주요 카테고리 첫 화면에 노출되고 있다. 독일의 대표 드럭스토어 **DM**에서는 2018년부터 K-뷰티가 입점했으며, 영국 대표 드럭스토어 **Boots**는 **‘Korean Skincare’**라는 독립 카테고리를 운영하고 있다. K-뷰티 제품에 대한 수요가 커지는 만큼 K-뷰티 제품을 중점적으로 판매하는 **YesStyle, Stylevana, Korean Skincare, Little Wonderland**와 같은 온라인 플랫폼에서의 소비도 증가하는 추세이다.

그림 15. 영국 Boots의 ‘Korean Skincare’ 독립 카테고리



ssss자료: Boots 홈페이지

그림 16. Stylevana, Little Wonderland 트래픽 추이



자료: Semrush, KUVIC 리서치 1팀

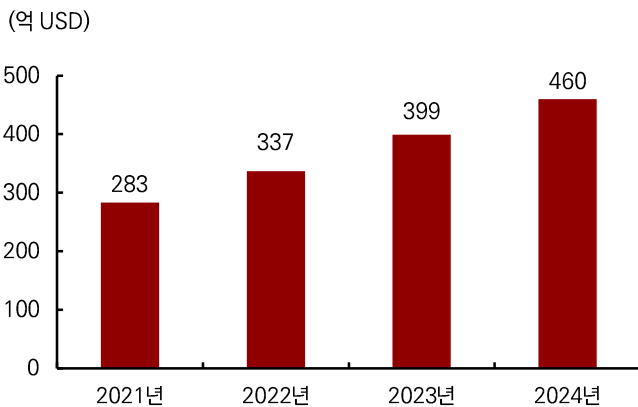
중동 시장

어서와~ 중동은 처음이지?

중동에서도 화장품
수요는 늘어난다

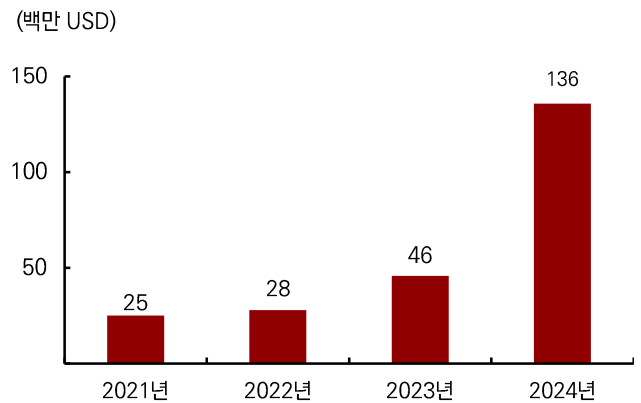
중동의 화장품 소비 트렌드는 **진하고 화려한 화장, 럭셔리 브랜드에 대한 선호, 천연 및 할랄 인증 화장품에 대한 관심**이다. 또한 SNS 및 Huda Kattan 등 인플루언서가 뷰티 트렌드를 이끈다. 또한 사우디아라비아와 UAE를 중심으로 여성의 경제활동이 확대되면서 외모 관리에 대한 수요가 증가하여 스킨케어와 메이크업 소비로 이어지고 있다. **사우디의 여성 경제활동 참가율은 18년 대비 14% 증가했다.**

그림 17. MENA 화장품 시장 규모



자료: Euromonitor, KUVIC 리서치 1팀

그림 18. 중동향 화장품 수출 규모



자료: TRASS, KUVIC 리서치 1팀

K-뷰티 중동에서도
순항중

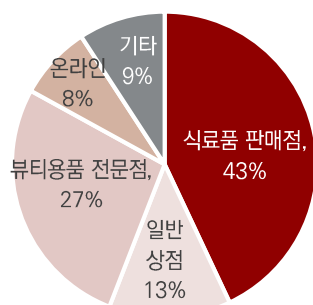
중동·북아프리카(MENA) 지역의 화장품 시장 규모는 **2024년 460억 달러로, 2021년 대비 60% 이상 성장하며 세계 4위권**에 올랐다. 더불어 한류 콘텐츠 확산과 함께 천연 브랜드가 할랄 소비 문화와도 부합하며 한국 브랜드에 대한 인식이 상승하고 있다. COSRX, 라네즈, 이니스프리 등은 SNS 마케팅과 현지 온라인 채널 입점을 통해 중동 MZ세대 사이에서 입지를 넓히고 있다.

중동 시장은 여전히
오프라인이 강하다

UAE 기준 화장품 판매의 92%가 오프라인 채널을 통해 유통되며, 팬데믹 기간 급성장한 **온라인 비중은 7.8%로 여전히 오프라인 유통이 강하다**. 다른 GCC 국가도 비슷한 유통 구조를 가지리라 추정되며 사우디아라비아에서는 특히 **드렉스토어(Nahdi 등)를 통한 기능성화장품의 유통이 두드러진다**.

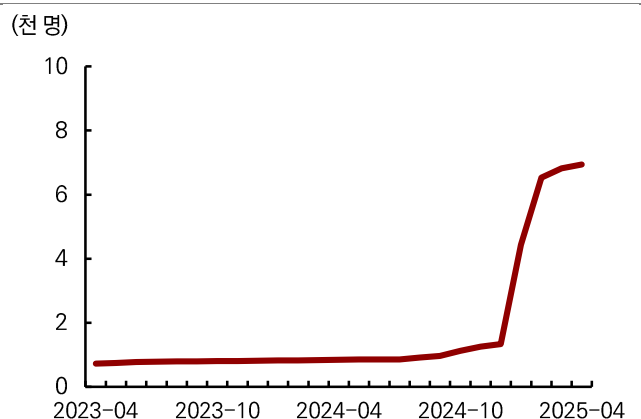
MZ세대의 인구 비중이 37%에 달하는 중동은 높은 잠재 수요층을 보유하고 있으며, 다수의 현지 유통 플랫폼들도 K-뷰티 카테고리를 운영한다. 또한 2024년 한국-GCC FTA 체결로 **2028년까지 관세가 연 1%p씩 인하되어 면제될 예정**이어서, 중동 시장은 한국 화장품의 유망한 성장 거점으로 주목받는다.

그림 19. UAE 화장품 유통채널별 비중



자료: Euromonitor, KUVIC 리서치 1팀

그림 20. UAE 최대 K-뷰티 판매점 KSECRET 유튜브 구독자 수



자료: socialblade, KUVIC 리서치 1팀

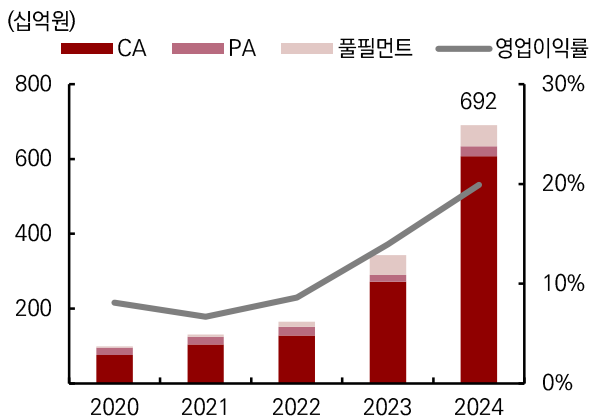
기업분석

매출 및 재무 분석

매출과 재무로
성장기 기업임을
증명

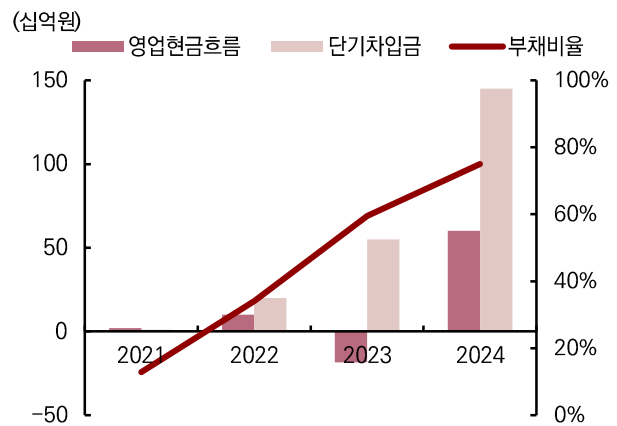
동사는 **K-뷰티 전문 글로벌 유통 플랫폼 기업**으로, 국내 중소 화장품 브랜드의 제품을 사입한 후 170여 개국에 유통한다. 동사가 유통하는 화장품은 기초 제품이 약 50%, 클렌저 및 선크림이 40%, 색조 제품이 10%를 차지한다. 이때 동사의 핵심 경쟁력은 **B2B, B2C, 현지 물류 그리고 마케팅을 모두 동반하면서 나오는 시너지**이다. 2024년 기준 연간 **매출 6,915억원**, **영업이익 1,375억원**을 기록했다. 2024년 큰 폭의 순이익 증가로 영업현금흐름이 개선됐으며, 투자지출 확대와 이를 충당하기 위한 단기차입금의 증가로 부채비율이 소폭 상승하는 전형적인 성장기 기업의 양태를 보인다.

그림 21. 매출액 및 영업이익률



자료: KUVIC 리서치 1팀

그림 22. 재무 및 현금흐름



자료: KUVIC 리서치 1팀

사업부문 분석

도매로 팔수록
수익성은 높아진다

동사는 글로벌 B2B 및 B2C 유통망을 동시에 운영하며, **CA, PA, 풀필먼트 3개의 사업부문을 보유**하고 있다. 핵심 부문은 CA 부문으로, 전용 플랫폼을 통해 **570여개의 K-뷰티 브랜드를 전 세계 5000여개의 현지 유통업체 및 리테일러에 도매 방식으로 공급**한다. CA의 B2B 비즈니스는 역직구(항공 위주, GP 약 20%)와 지사 기반 현지 판매(해운 위주, GP 약 30%)로 구분된다. 전자는 수익통관 절차 등 고객이 수행해야 하는 부분이 있어 후자의 현지 물류 효율성과 수익성이 더 높다. 또한, 동사는 단순 공급을 넘어 해외 바이어에게 현지 인기 제품군을 선별해 제안하고 시장 반응에 따라 전략적으로 재고를 배치하는 MD 역할도 수행하며 유망 브랜드의 해외 확장을 돕는다. 한편, **PA 부문은 글로벌 시장 반응을 사전에 검증하는 마케팅 테스트베드**로도 기능하여 CA 부문과 시너지가 난다. PA에서 축적된 판매 데이터를 분석해 도출한 인사이트는 CA 고객들에게 제공되어, 해외 도매 업체들이 현지 수요에 맞는 상품을 조달할 수 있도록 지원하고 국내 브랜드사들의 제품 개발 및 마케팅 전략 수립 참고 자료로 활용된다.

표 3. 사업부문 정리

사업부문	GPM	정의
CA (Customer Agency, B2B)	20~30%	자체 플랫폼(wholesale.stylekorean.com)을 통해 해외 유통업체들이 온라인으로 간편하게 K-뷰티 제품을 주문할 수 있는 도매 환경을 제공
PA (Personal Agency, B2C)	40~50%	회원 100만명 이상의 자체 운영 이커머스 플랫폼 'stylekorean.com'에서 일본, 러시아 등 해외 개인 소비자들에게 직접 K-뷰티 제품을 역직구
풀필먼트 (Fullfillment, B2B)	10%	영세 K-뷰티 브랜드를 대상으로 글로벌 유통 구조를 개설했주는 서비스. 해외 오픈마켓(Amazon, Shopee 등) 계정 이관, 통관/마케팅/쿨류 등 올인원 대행 수익성이 낮은 Amazon에서 점진적으로 철수하면서 비중 축소

자료: KUVIC 리서치 1팀

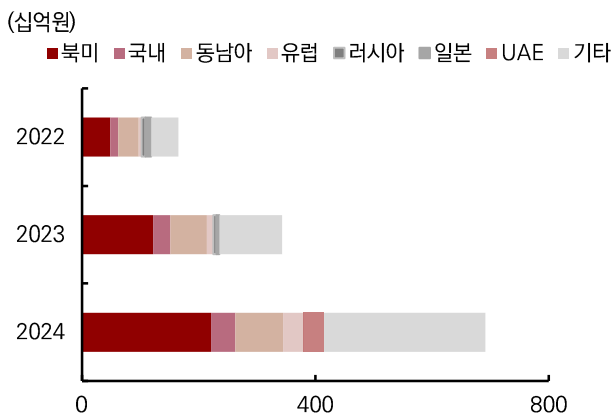
법인 및 물류센터 분석

전세계에 있는
물류센터로
운송 효율성 확보

동사는 총 7개의 해외 법인과 약 8개의 물류센터를 매입/임대하며 물류 거점을 갖추고 있다. 해외 법인은 현지 바이어 역할도 하며 브랜드사의 해외 진출을 보다 효율적으로 지원할 수 있다.

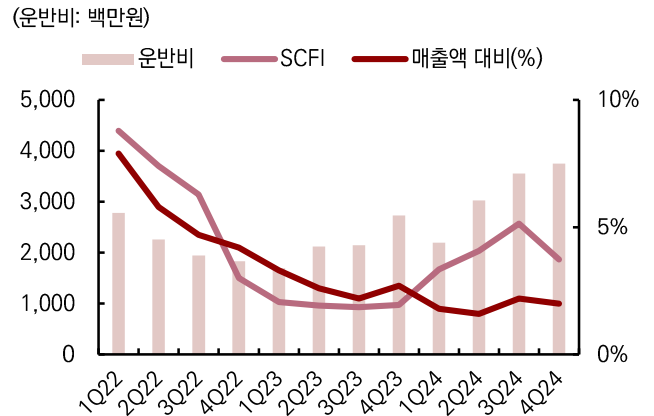
물류 거점이 없는 지역에는 항공 운송을 활용하고, 거점이 위치한 주요 시장에는 해운을 활용해 운송 단가를 절감하고 있다. 이러한 구조에서 물류 경쟁력의 핵심은 창고의 규모가 아니라 해당 지역의 매출 규모에 있다. 현지 매출이 일정 수준을 넘어설 경우 항공에서 해운으로의 전환이 가능해지고, 이로 인해 단위 운반비가 급감하는 영업레버리지 효과가 발생한다. 더불어 해외 법인은 현지에서 수입·통관을 직접 수행하고 국가별로 최적화된 자체 물류 배송 시스템을 도입하여 운송 효율성을 향상시켰다.

그림 23. 지역별 매출액 추이



자료: KUVIC 리서치 1팀

그림 24. SCFI 및 운반비 추이



자료: 국가물류통합정보센터, 실리콘투, KUVIC 리서치 1팀

공격적인 물류센터
확장은 계속된다.

이러한 물류 구조를 전제로 향후 매출 확대가 기대되는 지역에 선제적으로 물류센터를 확장해 대응하고 있다. 2025년부터 가동된 미국 캘리포니아의 물류센터는 높은 임대료와 미국 시장의 성장가능성에 대응하기 위한 투자로, 특히 오프라인 확장 시 중요한 공급망 안정성을 확보하기 위함이다. 해당 창고는 기존 대비 약 6-8배 규모지만, 제조업이 아닌 유통업 특성상 CAPA 확장이 곧바로 실적에 반영되지는 않는다. 한편, 올해 상반기 중 UAE 두바이 지사를 설립해 중동 시장 공략을 가속화하고, 6월 멕시코 지사 설립으로 중남미 진출의 교두보를 마련할 예정이다. 유럽 내 물류창고 추가 구축도 올해 계획 중이다.

확실한 재고관리
노하우

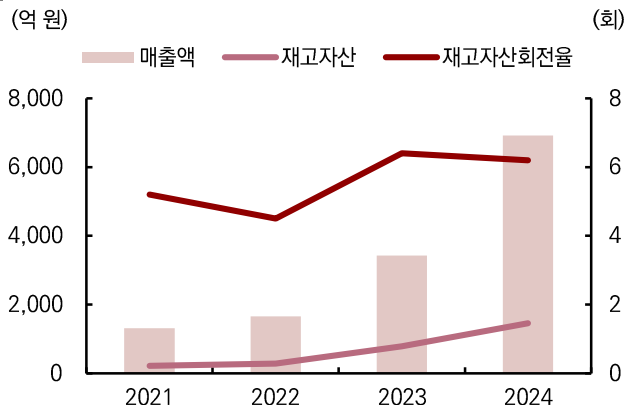
동사는 100% 사입 방식으로 중소 브랜드의 재고 리스크를 줄이는 동시에, 효율적인 자체 재고관리를 수행한다. 초기 매입 시 소량으로 시작해 시장 반응을 확인하며 추가 물량을 조절하고, 남은 재고는 자사 물 판촉행사를 통해 해소함으로써 악성 재고를 최소화하고 있다.

그림 25. 해외 물류거점



자료: KUVIC 리서치 1팀

그림 26 재고자산 및 재고자산회전율 추이



자료: KUVIC 리서치 1팀

주가 추이 분석

그림 27. 실리콘투 주가 추이



자료: KUVIC 리서치 1팀

22년 6월 자사주 소각과 무상증자로 주가가 상승했으나 실적에는 큰 변화가 없어 상승분을 2달 만에 반납하고 이후 횡보했다.

실적 성장이
확인되며 주가 상승

동사의 1차 상승기는 23년 5월부터 9월까지 이어졌다. 23년 5월 9일 발표된 1Q23 실적에서 전분기 대비 매출액은 24.5%, 영업이익은 65.6% 증가하며 성장의 지속이 확인되었다. 이어진 발표까지 높은 실적 성장이 이어졌으나 시장 기대치에 미치지 못하여 23년 10월부터 24년 3월까지 조정기가 이어졌다.

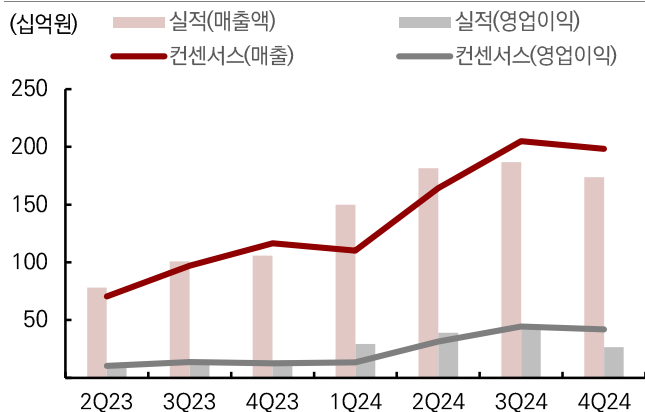
미국에서의
대성공과
어닝서프라이즈

동사의 2차 상승기는 24년 3월부터 6월까지 이어졌다. 당시 한국 인디 브랜드가 미국에서 대성공을 거두면서 화장품 섹터에 대한 기대감이 회복되기 시작했다. 이후 5월 9일 1Q24 실적이 발표되었고 컨센서스를 매출액은 36%, 영업이익은 2배 이상 상회하는 어닝서프라이즈가 발생하며 주가는 시가총액 3조 3155억 원, 12M Fwd PER 32배를 달성했다. 그러나 고점 이후 동사 제외 화장품 섹터 전반적인 컨센서스 하회기 이어지며 차익실현 니즈가 발생했고, 이후 발표된 3Q24, 4Q24 실적에서 시장 기대감을 충족시키지 못하고 시장이 미국 지역 매출 둔화에 민감하게 반응하며 24년 11월까지 주가 하락이 이어졌다.

물류 투자와 미국
외 국가 매출
확장에 대한 기대감

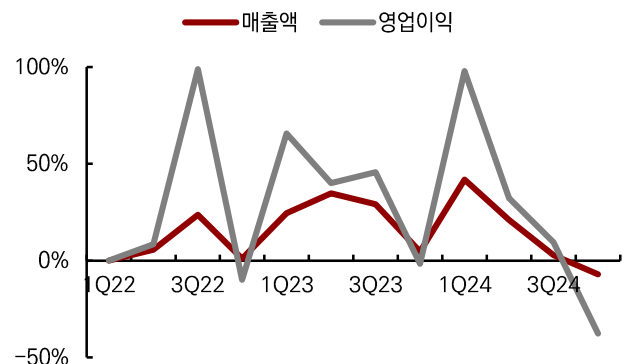
4월부터 현재까지 동사의 주가는 다시 크게 상승하고 있다. 물류창고를 확장하는 등 동사의 탄탄한 글로벌 물류 인프라와, 유럽, 중동 등 미국 이외 국가에서 매출이 확장되고 있다는 점이 기대감을 높이고 있기 때문이다.

그림 28. 매출액 및 영업이익 실적과 컨센서스 비교



자료: FnGuide, KUVIC 리서치 1팀

그림 29. 매출액 및 영업이익 QoQ 성장률



자료: KUVIC 리서치 1팀

투자포인트

Point 1. 미국 물론 더블로 가!

유럽과 중동 매출 급증

미국을 대체할 유럽과
중동의 고성장

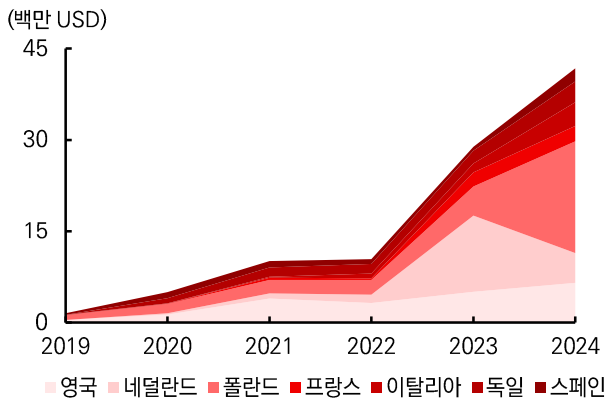
동사는 2024년 4분기부터 유럽과 중동 지역에서 매출이 급증하며, 해당 시장의 성장성이 본격적으로 부각되었다. 유럽에서는 2024년 매출이 전년 132억 원에서 496억 원으로 약 3.7배 증가했고, 전체 매출 대비 비중도 11.7%에서 17.1%로 5.4%p 확대되었다. 이러한 고성장은 러시아를 포함한 동유럽 국가 확대, 물류창고 확장, 리테일 파트너십 강화, 그리고 현지 수요 증가에 기인한 것으로 판단된다. 한편 중동 시장에서는 UAE를 중심으로 매출이 356억원으로 급증하며 현지 지사가 없었음에도 강력한 수요가 매출을 견인하는 모습을 보여주었다.

표 4. 주요 지역별 매출액 비중 및 매출액 YoY

	2023년	2024년	비중 변화(YoY)	매출 변화(YoY)
북미	34.4%	25%	-9.4%p	67.4%
유럽	11.7%	17.1%	+5.4%p	916.4%
중동	-	5.7%	+5.7%p	-
동남아	18.5%	14.4%	-4.1%p	77.1%
기타	26.2%	31%	+4.8%p	-

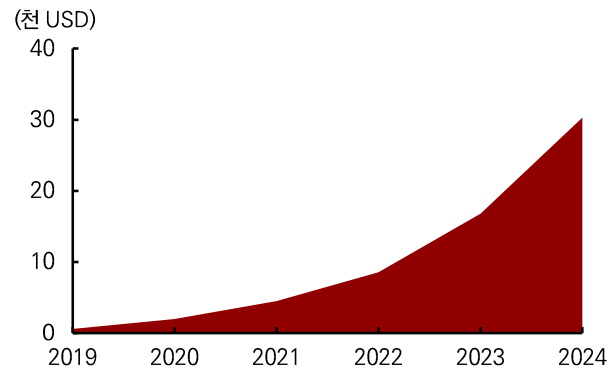
자료: KUVIC 리서치 1팀

그림 30. 경기 성남 유럽향 기초화장품 수출액 추이



자료: TRASS, KUVIC 리서치 1팀

그림 31. 경기 성남 UAE향 기초화장품 수출액 추이



자료: TRASS, KUVIC 리서치 1팀

한편, 인프라 측면에서 동사는 유럽 및 중동 내 입지를 선제적으로 구축해왔으며, 2025년에는 이들 지역에서 본격화되는 K-뷰티 수요 확대의 수혜를 온전히 누릴 것으로 기대된다. 특히 서유럽과 GCC 중심의 유통망 확장과 브랜드별 현지화 마케팅이 본격화되면서, 유럽과 중동을 합산한 매출이 북미를 초과할 것으로 예상된다. 이는 동사가 지역 편중을 완화하여 포트폴리오의 구조적 균형을 확보할 수 있을 것이다.

표 5. 유럽, 중동 현지 인프라 로드맵

지역	2023년	2024년	2025년 예정
유럽	폴란드, 네덜란드, 러시아 법인 설립	영국, 프랑스 법인 설립 오프라인 매장 MOIDA 2호점 영국 개점	창고 규모 확대 (3천평→5천평) MOIDA 영국 2곳, 프랑스 1곳 개점
중동	-	-	상반기에 UAE 지사 2개 설립

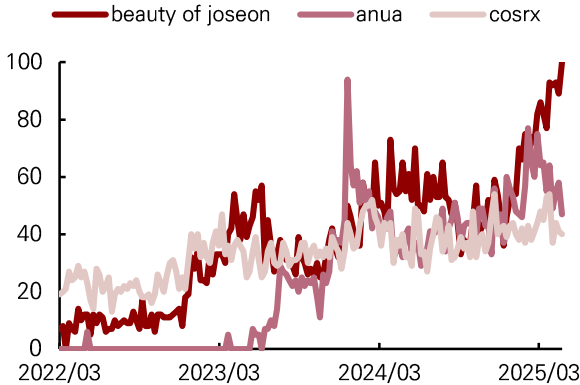
자료: KUVIC 리서치 1팀

유럽에서의 실리콘투

검색과 현지 매출로
증명되는 유럽 내
K-뷰티

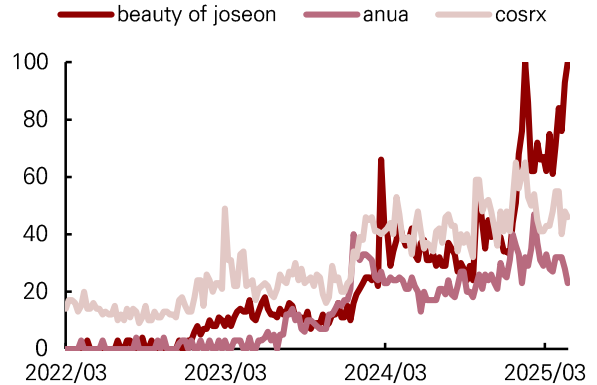
유럽 내 한국 화장품에 대한 관심이 지속적으로 증가하면서, 실리콘투의 현지 매출 역시 동반 성장하고 있다. 검색량 증가와 시장 내 반응을 고려할 때, 향후 한국 화장품에 대한 수요는 더욱 확대될 것으로 예상된다.

그림 32. 구글 트렌드 - 독일



자료: Google Trends, KUVIC 리서치 1팀

그림 33. 구글 트렌드 - 폴란드



자료: Google Trends, KUVIC 리서치 1팀

유럽내 다양한
유통사들과
파트너십 구축

유럽 시장은 온라인 유통 비중이 20~25% 수준에 그치는 등 여전히 오프라인 채널 중심의 구매 행태가 뚜렷하며, 소비자들은 드럭스토어와 프리미엄 편집샵을 주요 구매처로 활용하고 있다. 이처럼 오프라인 중심 유통 구조에서 실리콘투는 유럽 내 주요 유통사들과의 마케팅 파트너십을 통해 강한 유통 기반을 구축해왔으며, 실제로 유럽 내 한국 화장품 중 실리콘투 취급 제품이 차지하는 점유율은 30~65% 수준으로 확인된다. 이는 단순 제품 경쟁력을 넘어, 현지 밀착형 유통 전략의 효과를 보여주는 사례다.

표 6. CA고객사 유럽 이커머스 침투 정도

국가	채널명	K-뷰티 제품 수	고객사 제품 수	점유율
유럽 전역	DM	17개	11개	65%
독일, 폴란드, 오스트리아	Rossmann	15개	9개	60%
독일	Mueller	22개	6개	27%
폴란드	Hebe	2457개	814개	33%
UK	Boots	286개	90개	31%
네덜란드, 이탈리아	Douglas	132개	59개	45%

주: 동사 IR 자료 및 뉴스 등 공개 자료를 기반으로 추측한 21개의 브랜드만 고려함.

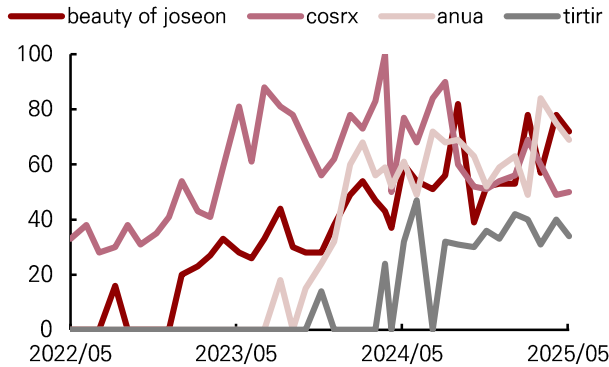
자료: KUVIC 리서치 1팀

중동에서의 실리콘투

중동 내 오프라인,
온라인 모두
동사 브랜드로
채워지는 중

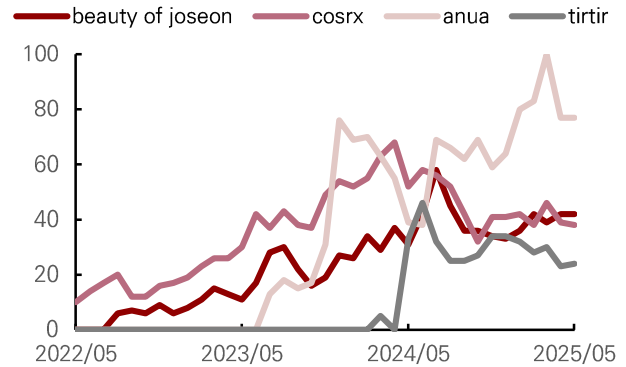
중동 내 한국 화장품에 대한 관심이 지속적으로 증가하면서도, 동사의 협력 브랜드인 **조선크미녀**, **COSRX**, **ANUA**, **티르티르** 등에 집중되면서 동사의 성장은 중동 내 K-뷰티의 성장과 병행할 것으로 전망된다. 사우디아라비아 1위 드럭스토어 '**Nahdi**'는 Korean Beauty 카테고리를 제공하며, 다양한 동사 입점 브랜드들이 판매 및 관련성 상위권에 위치하고, 일반적인 Skincare 카테고리에서도 다수 노출된다. 또한 중동 2, 3위의 글로벌 뷰티 전문점인 **FACES**, **Watsons**에서도 중동 타겟으로 K-beauty 카테고리를 제공하는 등 오프라인 유통 채널에서 동사의 브랜드들이 침투율을 높여가고 있다. 또한 중동 지역 Amazon의 K-beauty 제품들이 Skincare 카테고리 베스트셀러 100위 중 10~ 30개 정도 차지하며, 그 대부분이 동사 입점 브랜드인만큼 온라인 채널에서도 계속해서 강한 유통력을 유지하거나 확대할 것으로 보인다. 올해 두바이 지사 설립 후 운송비 절감도 가능해지면서 수익성까지 향상될 것으로 기대된다.

그림 34. 구글 트렌드 - UAE



자료: Google Trends, KUVIC 리서치 1팀

그림 35. 구글 트렌드 - 사우디아라비아



자료: Google Trends, KUVIC 리서치 1팀

표 7. CA고객사 중동 이커머스 침투 정도

국가	채널명	K-뷰티 제품 수	고객사 제품 수	점유율
사우디아라비아	Nahdi	859개	295개	34%
	Faces.sa	114개	101개	89%
	Watsons.sa	158개	70개	44%
UAE	Aster	273개	188개	69%
	Life	168개	123개	73%
	Faces.ae	121개	80개	66%
	Watsons.ae	207개	86개	42%

주: 동사 IR 자료 및 뉴스 등 공개 자료를 기반으로 추측한 21개의 브랜드만 고려함.

자료: KUVIC 리서치 1팀

왜 실리콘투일 수밖에 없는가?

신시장 진입 시
동사의 기여도

미국 시장에서의 전례를 보면 **마녀공장과 아누아는 유사한 마케팅 전략을 취했지만, 유통 전략의 차이로 인해 실적에 큰 격차가 발생했다.** 마녀공장은 실리콘투와 협력하지 않은 채 아마존을 중심으로 진출했으며, 2022년 아마존 1위 기록에도 불구하고 매출은 제한적이었다고 밝혔다. 이후 2023년 말, **동사와 협력한 아누아와 스킨1004가 아마존 내에서 급성장하며, 마녀공장의 매출을 약 6배 이상 초과하는 결과를 기록했다.** 이는 유통 파트너 선택이 신시장 진입에서 성과를 결정짓는 핵심 변수로 작용했음을 보여준다.

복잡한 유럽 시장에서
필수적인 유통 파트너

미국보다 복잡한 유럽에서는 화장품을 판매하기 위해서는 EU 규정에 따른 패키징 요건과 함께, 각국 언어로 라벨링을 갖추어야 한다. EU는 총 24개 공용어를 사용하고 있으며, 주요 시장만 추려도 최소 10개 이상의 언어가 필요하다. 해당 문서들은 단순 번역이 아닌 규제에 부합하는 수준으로 전문가 검수를 거쳐야 하기에, 인디 브랜드나 중소 화장품 기업에게는 진입 장벽으로 작용한다. 이처럼 **유럽 시장은 개별 국가마다 요구 사항이 상이하고, 시장 규모도 분절되어 브랜드가 직접 다국가 유통 전략을 설계·집행하는 것은 매우 비효율적이다.** 이러한 구조적 제약 속에서 동사와 같은 통합 유통 파트너의 존재는 유럽 진출을 희망하는 브랜드에게 사실상 필수적인 선택지로 작용한다. 지금까지 DM, Rossmann 등 유럽의 주요 유통망에는 입점하지 못한 마녀공장의 모습이 동사가 유럽 일부 지역을 담당하거나 독점 유통권을 확보하여 유럽에서 눈에 띄는 성장을 보이는 아누아, 브리티, 에이피알(메디큐브)과 대조된다.

동사에게도 매력적인
신시장의 수익성

유럽, 중동 시장은 미국과 달리 **Amazon 같은 과점 플랫폼이 없어 가격 민감도가 낮고, 수수료·광고비 부담도 적어** 상대적으로 높은 수익성이 기대되는 시장이다. 특히 유럽은 파편화되어 있으면서도 국가가 다 붙어있어 주요국 중심으로 트렌드가 빠르게 확산되어 **유럽 전체의 메가 트렌드를 만드는 게 가능하고 인구도 북미 2배라 더욱 매력적이다.** 이런 시장에서 지배력을 확보한 동사의 성장은 가속화될 것이다.

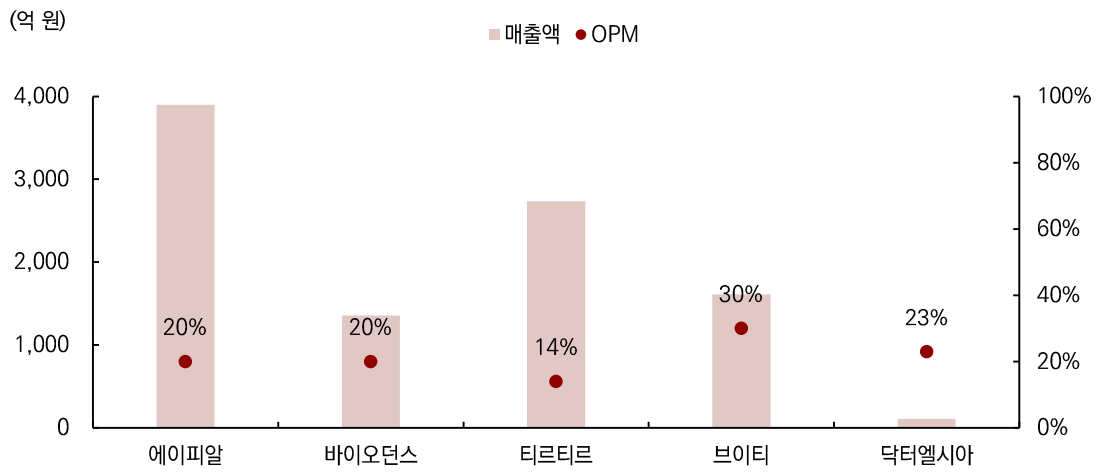
Point 2. 모든 길은 실리콘투로 통한다

신규 브랜드? 오히려 좋아

절대 강자 없는
인디 브랜드들

동사의 성장 구조는 다양한 인디 브랜드의 성장을 기반으로 하는 분산형 포트폴리오 전략에 있다. 조선미녀, 아누아, COSRX가 여전히 매출 상위 1~3위를 차지하고 있지만, 그 외의 브랜드 비중도 상당하다. 매출 상위 브랜드 간 순위는 분기마다 변동되며, 이는 **일부 브랜드의 부진이 아닌 성장을 지속하는 여러 브랜드 간 경쟁 구도의 자연스러운 결과**다. 2025년 기준 메디큐브, 바이오던스, 티르티르, 브이티, 닥터엘시아가 새로 브랜드별 매출 비중 TOP10에 진입하여 주목할 만하다.

그림 36. 주목할 인디브랜드 기업들의 매출액 및 영업이익률

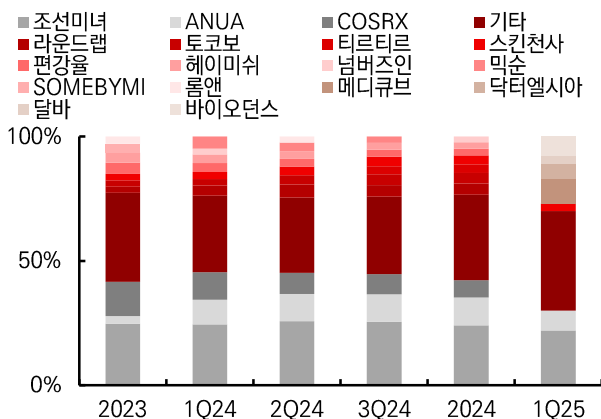


자료: 각 사

대형 브랜드에
종속되지 않는
비즈니스 구조

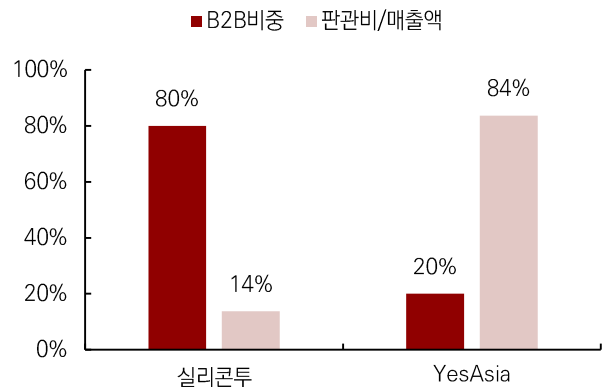
신규 브랜드와의 협업은 동사에 더 높은 수익률을 제공한다. 해외 진출 초기 브랜드는 유통·물류 인프라가 부족해 동사에 대한 의존도가 높고, 이에 따라 더 높은 마진 확보가 가능하다. 현재 동사와 협업을 희망하는 브랜드가 지속적으로 증가하고 있으나, 부족한 내부 자원으로 선별적으로 계약을 체결하고 있다. 궁극적으로 대형 브랜드의 이탈 여부와 무관하게 **신규 유망 브랜드의 유입으로 브랜드 의존도를 낮추어 리스크를 제한하며, 수익성 측면에서는 지속적인 마진 개선을 기대할 수 있다.** 또한 동사는 롱테일 기반의 포트폴리오 덕분에 브랜드가 아닌 제품 중심으로 변화하는 K-뷰티 트렌드에 유연하게 대응하며 시장 성장의 수혜를 가장 온전히 흡수할 수 있는 구조적 강점을 갖췄다.

그림 37. 브랜드별 매출 비중



자료: KUVIC 리서치 1팀

그림 38. vs YesAsia: B2B 비중, 판관비 비중



자료: YesAsia, KUVIC 리서치 1팀

따라올 자가 없는
규모와 수익성

2023년에는 조선미녀, 2024년에는 아누아가 글로벌 K-뷰티 시장의 주역으로 부상했다면, **2025년은 에이피알의 해로** 떠오를 것으로 보인다. 특히 2024년까지만 해도 순위권에 이름을 올리지 않았던 에이피알이, **2025년에 들어 B2B 채널 중심의 폭발적인 성장을 기반으로 단숨에 매출 비중 10%의 2위 브랜드로 도약**하였다. 현재 에이피알의 B2B 매출의 약 60%가 동사와 YesAsia를 통해 발생하고 있으며, 에이피알 B2B 부문의 영업이익률이 무려 45%에 달하는 고수익 구조라는 점을 감안하면, 동사의 역할이 크다. 실리콘투와 비슷한 유통 구조를 가진 **YesAsia 역시 B2B를 수행하고 있지만, 비중이 동사에 비해 작아 규모의 경제를 만들어내기에는 아직 부족하다.** 양사의 매출액 대비 판관비 비율을 비교했을 때에도 동사가 우위에 있어 유의미한 마진 차이를 보인다.

매년 한번씩 터져주는
히어로 브랜드

이러한 흐름에서 더욱 주목할 것은, **매년 한 개의 신규 브랜드가 ‘폭발’하듯 성장하고 있다는 점**이다. 아직도 성장기에 있는 K-뷰티 산업에서 동사는 그 폭발을 놓치지 않는 구조를 만들어내었다. 2026년에도 또 하나의 브랜드가 실리콘투를 통해 글로벌 시장에서 두각을 나타내며 지속가능한 성장을 보일 것이다.

기존 브랜드도 놓치지 않을 거예요

아쉬운 아마존

동사의 구조적 해자로 인해 기존 주요 브랜드의 이탈 가능성도 낮다. 아마존은 브랜드가 직접 진출하기 쉬운 대표적 플랫폼으로 인식되지만, 실질적인 수익성과 브랜드 성장에는 한계가 뚜렷하다. 과도한 비딩 경쟁과 높은 수수료, 치열한 가격 경쟁으로 인해 아마존에서는 매출이 발생하더라도 마진이 거의 남지 않는 경우가 많다. 정가 유지가 어려워 브랜드 가치가 훼손되기 쉬워 실제로 많은 K-뷰티 브랜드가 아마존에서 기대 대비 낮은 수익성과 운영 부담을 경험하며, 전략적 채널 전환의 필요성을 체감하였다.

혼자서는 위험한
채널 진출

이후 미국 내 드럭스토어, 멀티브랜드숍, 백화점 등 대형 오프라인 채널이나 D2C 기반 전문 플랫폼 진출이 대두되었다. 그러나 미국 채널은 대형일수록 여신 기반의 거래관행(Net 30, Net 60 등)을 기본으로 하기에 **브랜드 입장에서는 납품 후 장기간의 대금 회수 지연과 함께 재고 리스크까지** 동시에 안게 된다. 이러한 구조 속에서 한국 화장품사들의 유동성 문제를 바로 해결할 수 있도록 **현금으로 선지급해주는 사업 기반 거래로 재고 리스크까지 대신 떠안으며, 채널 확장을 위한 인프라와 레퍼런스를 이미 확보한 동사와 협업하는 것이** 브랜드 성장에 전면적으로 유리하다.

동사와 브랜드 상호
간 높은 유착 관계

대표적으로 조선미녀를 포함해 동사와 협력하는 여러 브랜드를 보유한 **구다이글로벌은 2024년 기준 동사를 통한 유통 비중이 약 70~80%에 달하며,** 이를 통해 매출은 전년대비 132% 증가했으며 영업이익률은 43%까지 상승했다. 이는 영업이익률이 각각 약 7%, 10%인 LG생활건강이나 아모레퍼시픽에 비해 비용 관리가 효과적이었다는 점을 시사한다.

이처럼 K-뷰티 산업의 성장 과정에서 신제품의 지속적 출시와 개별 브랜드의 급성장이 동시에 발생하며, 화장품 밸류체인 전반적으로 수혜를 공유하게 된다. 다만 **자재사, ODM사, 브랜드사 등 유통을 제외한 각 부문은 부가가치 창출의 제약, 고정비 중심의 비용 구조, 경쟁 심화 등 구조적인 한계**를 내포하고 있다. 반면 유통 플랫폼은 이러한 제약을 상대적으로 회피할 수 있으며 수요 증가의 직접적인 흐름과 연결돼 성장의 수혜를 보다 안정적으로 누릴 수 있는 비즈니스 모델을 갖추었기에 동사를 주목해야 한다.

투자리스크

미국에서의 잡음

MOCRA

질은 높이고, 구조는 다시 짠다

2024년부터 본격 시행된 MOCRA(Modernization of Cosmetics Regulation Act)는 미국 내 화장품 유통 환경을 급변시키며, 동사를 비롯한 K-뷰티 유통 기업 전반에 영향을 미쳤다. **제품 등록, 제조시설 신고, OTC(일반의약품) 제품에 대한 사전 승인 등 규제 요건이 강화되면서 일부 브랜드는 인증 지연, 리뉴얼 차질, 제품 철수 등의 현상을 겪었다.**

이러한 규제 환경 변화는 동사의 단기 매출과 GPM에도 영향을 미쳤다. 2024년 4분기 미국 매출은 전 분기 대비 약 275억 원 감소한 325억 원을 기록했으며, **전년 동기 대비로는 92억 원 줄어든 수치다.** 같은 분기의 GPM도 32.8%로 **전 분기 대비 1.7%p 하락했다.** 이는 규제 이후 아마존과 아이허브 등 주요 온라인 채널에서의 재고 조정 및 상품 수 축소에 따른 **일부 재고의 할인 판매, 그리고 일부 브랜드의 판매 단가 하락** 영향으로 풀이된다. 실제로 iHerb 내 K-뷰티 제품 수는 2024년 9월 대비 약 **18.5% 감소**하였다(3,461개 → 2,821개 기준).

그러나 이와 같은 혼란은 단기적 조정 국면에 불과하며, MOCRA로 인해 K-뷰티 시장이 양적 성장에서 질적 경쟁으로 재편되고 있는 전환점으로 해석할 수 있다. 규제에 신속하게 대응한 브랜드, 예컨대 **'조션미녀'의 SPF 선크림 리뉴얼 사례처럼, 대응력이 확보된 제품군은 오히려 시장 점유율을 확대하는 기회**를 잡고 있다. 동사 역시 OTC 인증 이슈 해소 이후, 선크림류를 중심으로 유통 제약이 제거되며 **2025년 1분기부터는 iHerb의 발주가 본격적으로 재개되며 실적 회복세가 관측되고 있다.** 이번 조정기를 통해 규제에 유연하게 대응 가능한 브랜드 중심으로 포트폴리오를 재편하고 있으며, 전략적으로 **미국 내 대형 플랫폼(아마존, iHerb)의 의존도를 줄이고 자체 유통망을 강화하는 등 거래 전략도 다변화**하고 있다.

관세 이슈

관세, "진짜" 영향은 제한적

2025년 4월 9일부터 미국 정부는 **화장품을 포함한 다수 수입품에 대해 10%의 보편관세를 부과**하고 있다. 그럼에도 한국 화장품의 구조적 경쟁력과 유통 특성상 실질적인 영향은 제한적일 전망이다. 우선 K-뷰티는 애초에 중저가 중심의 가격대(ASP)가 형성돼 있기에 관세가 최종 소비자 가격에 일부 전가되더라도 수요에 큰 타격이 발생하지 않는다. 또한, 인플루언서 기반의 마케팅 전략과 사용자 경험 중심의 제품력이 미국 소비자의 브랜드 선택에 더 큰 영향을 미쳤기에 **가격 변화에 의한 수요 감소는 제한적일 것**으로 보인다. 실제로도 관세 부과 이후 미국 소비자들 사이에서는 한국산 선크림 등 인기 품목 중심으로 사재기 현상까지 발생하며 브랜드 충성도가 확인되고 있다.

또한, 동사는 유통 구조상 B2B 방식으로 브랜드사의 제품을 미국 내 법인에 공급하고 있기 때문에, **관세 적용 기준 가격이 소비자가 아닌 공급단가라는 점도 유리하게 작용**한다. 이로 인해 관세 부과로 인한 **마진 감소 압력이 상대적으로 적으며, 동사는 이미 미국 현지 물류창고에 재고를 선제적으로 확보**해 관세 이슈에 기민하게 대응 중이다. 나아가, 브랜드사와의 공급가율 조정 협의 등을 통해 관세 노출도 점진적으로 완화해 나갈 계획이다.

결론적으로, 미국 관세 정책은 동사에게 표면적인 부담 요인이 될 수 있으나, 업계 전반의 보편적 이슈이며, K-뷰티의 가격 경쟁력, 브랜드 충성도, 유통 구조를 감안할 때 실질적인 영향은 제한적이며 대응 여지도 충분하다.

밸류에이션

표 8. 요약손익계산서

(억 원)	2023	2024	1Q25P	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2025E	2026E
매출	3,429	6,915	2,457	2,682	3,083	3,179	11,401	13,292
YoY%	108%	102%	64%	48%	65%	83%	65%	17%
미국	1,083	2,037	382	549	671	648	2,250	2,822
유럽	384	1,181	584	480	563	523	2,149	2,472
중동	95	564	163	193	243	240	839	1,220
기타	1,829	3,638	1,328	1,461	1,607	1,767	6,162	6,778
매출원가	2,278	4,587	2,457	2,682	3,083	3,179	7,583	8,772
매출총이익	1,151	2,328	777	912	1,048	1,081	3,817	4,519
매출총이익률	33.6%	33.7%	31.6%	34.0%	34.0%	34.0%	34.0%	34.0%
판매비 및 관리비	673	953	299	280	314	436	1,329	1,417
영업이익	478	1,376	477	632	735	645	2,533	3,103
영업이익률	13.9%	19.9%	19.4%	23.6%	23.8%	20.3%	21.8%	23.3%
순이익	380	1,207	388	509	590	519	2,006	2,511
순이익률	11.1%	17.5%	15.8%	19.0%	19.1%	16.3%	17.6%	18.9%

자료: KUVIC 리서치 1팀 추정

매출 추정 논리

본 리서치팀은 한국화장품의 진출 상황을 파악하기 위해선 아마존이나 대형 온라인샵보다 오프라인 채널의 온라인 사이트 중심으로 한국 화장품 기업의 진출도를 확인하는 것이 더 유효하다고 판단하였다. 오프라인 매장에 대한 직접적인 실사가 어려운 관계로, 오프라인 매장 운영이 병행되는 주요 옴니채널 플랫폼 내 고객사의 화장품 점유율을 기준으로 침투율을 산정하였다.

구체적 매출의 추정 방법은 시장조사 기관 유로모니터에서 제시한 권역별 화장품 시장 규모를 기반으로 추정하였다. 시장규모 대비 동사가 주로 타겟하고 있는 스킨케어 시장의 비중을 곱한 후, 일반 화장품 수출 데이터를 기반으로 한국 화장품 점유율을 계산하였다.

미국 매출 추정

표 9. 미국 매출

(억 원)	1Q25P	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2025E	2026E
미국 권역 매출액	382	549	671	648	2,250	2,822

자료: KUVIC 리서치 1팀 추정

미국 시장의 주요 플랫폼별 한국 화장품의 침투율에 기반하여 동사의 시장 점유율을 간접적으로 추정하였다. 기존 침투율을 검증하기 위해서는 화장품 수출입 데이터를 참고하여 미국 내 전체 한국 화장품의 점유율을 역산하여 계산하였다.

예외적으로 표본 수가 적은 Dermstore를 제외하면, 동사의 미국 내 평균 침투율은 10% 초반대로 인식되고 있다. 이를 바탕으로 2025년 1분기에는 상대적으로 침투율이 소폭 낮은 Soko Glam의 한국제품 대비 동사 제품 침투율을 동사의 판매 비중으로 산정하고, 이를 기존 매출에 역산 적용하여 추정 매출을 도출하였다.

향후 2026년까지의 침투율은 Ulta Beauty 내 침투율 수준까지 달성할 것을 전제로 보수적으로 추정하였다. 이 과정에서 정확한 수출입 규모 추정이 어렵다는 점을 감안하여, 2026년 예상 침투율은 과거 제시된 수치 중 가장 높은 2024년 1월 침투율을 달성할 것으로 가정하였다.

유럽 매출 추정

표 10. 유럽 매출

(억 원)	1Q25P	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2025E	2026E
유럽 권역 매출액	584	480	563	523	2,149	2,472

자료: KUVIC 리서치 1팀 추정

한국 제품 침투 비중이 높은 Hebe와 Boots 플랫폼의 평균 침투율을 2025년 1분기 유럽 내 한국 화장품 침투율로 설정하고, 과거 데이터를 통해 유럽 매출을 역산하여 침투율을 추정하였다. 향후 유럽시장의 평균 침투율이 증가할 것으로 예상하며 2026년의 기대 한국제품 시장 점유율은 2023년 대비 2024년 폴란드향 수출 증가율 약 200%에서 성장률의 보수적 추정을 위해 70% 할인한 성장률을 2024년 평균 시장 점유율에 곱하여 산정하였다. (2024년의 60%) 그 후 2025년 분기별 시장 점유율은 점진적 상향을 가정하여 산출하였다.

동사의 한국 제품 침투율 역시 점진적으로 상향할 것으로 예측되는데, 2023년 대비 2024년의 동사 침투율 성장률은 약 25%로 추정하였다. 이 성장률의 보수적 추정을 위해 2026년의 성장률은 2023-2024년의 성장률의 50%의 할인을 적용하여 2024년 대비 12.5%의 침투율 성장을 보일 것으로 예측하여 추정하였고, 한국제품의 침투율 역시 2025년 분기마다 점진적 상승을 가정하여 매출을 계산하였다.

중동 매출 추정

표 11. 중동 매출

(억 원)	1Q25P	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2025E	2026E
중동 권역 매출액	163	193	243	240	839	1,220

자료: KUVIC 리서치 1팀 추정

중동 시장의 시장 규모는 아프리카 및 기타 국가를 포함하면 약 460억 달러이나, 현재 동사가 타겟으로 하고 있는 GCC 지역의 시장 규모로 가정하여 매출액을 추정하였다. 현재 동사의 지사가 아랍에미리트(UAE)에 설립될 예정이며, 이를 바탕으로 UAE의 최대 화장품 판매 플랫폼인 FACES를 기준으로 침투율을 산정하였다. 이를 2025년 1분기 추정치에 반영하였으며, 이전의 권역별 매출 역시 침투율을 바탕으로 역산하여 최종 매출을 산정하였다.

2026년까지의 한국제품의 침투율과 동사 제품의 성장률은 지속적 성장세를 보일 것으로 기대되고 있다. 그러나 기존 미국, 유럽과 다른 문화권이라는 부분을 감안하여 2026년의 수치는 2024년 3분기에 기록했던 수치를 기록할 것이라는 보수적 추정에 의해 접근했고, 2025년의 분기별 수치는 미국, 유럽 권역과 동일하게 시장 침투율의 점진적 상승이라는 가정하에 매출을 추정하였다.

비용 추정 논리

표 12. 비용 Table

(억 원)	2023	2024	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2025E	2026E
매출	3,429	6,915	2,457	2,682	3,083	3,179	11,401	13,292
매출원가	2,278	4,587	1,680	1,770	2,035	2,098	7,524	8,772
매출총이익	1,151	2,328	777	912	1,048	1,081	3,817	4,519
매출총이익률	33.6%	33.7%	31.6%	34.0%	34.0%	34.0%	34.0%	34.0%
판매비 및 관리비	673	953	299	280	314	436	1,329	1,417
급여	136	248	72	64	77	184	398	425
퇴직급여	9	14	4	5	6	6	22	27
복리후생비	9	14	5	7	8	8	27	33
운반비	109	158	57	54	62	64	236	266
지급임차료	1	6	5	3	3	3	14	13
지급수수료	239	277	67	63	63	63	255	250
감가상각비	37	57	17	27	31	32	107	133
무형자산상각비	0	0	0	0	0	0	1	13
세금과공과	10	19	5	8	9	10	32	40
광고선전비	71	71	34	15	15	25	89	70
대손상각비	2	6	4	3	3	3	13	13
주식보상비용	0	0	0	0	0	0	0	0
기타	51	82	29	32	37	38	136	133
영업이익	478	1,376	482	645	748	658	2,488	3,103
영업이익률	13.9%	19.9%	19.4%	23.6%	23.8%	20.3%	21.8%	23.3%
영업외손익	3	111	5	13	13	13	45	78
법인세비용	101	280	94	136	158	139	527	669
당기순이익	380	1,207	388	509	590	519	2,006	2,511
당기순이익률	11.1%	17.5%	15.8%	19.1%	19.3%	16.4%	17.6%	18.9%

자료: KUVIC 리서치 1팀 추정

매출원가의 경우 재고자산의 변동과 동사가 전방사로부터 받아오는 화장품 비용 이외의 계정 항목이 존재하지 않는다. 재고자산의 변동은 일정하지 않아 추정이 어려울 수 있으나, **재고자산의 변동과 상품매입액을 합친 비용의 매출대비 비중이 66~67%로 일정**하였다. 이에 본 리서치 팀은 재고자산의 변동과 상품 매입액을 각각 추정하는 방식이 아닌 매출원가 그 자체의 비중을 매출액의 66%로 가정하여 비용 추정을 진행하였다.

2023년 판매비의 비율은 19.6%에서 2024년 약 13.8%로 비율 상 약 6%p 하락하고 있으며, 이 하락 요인들은 향후에도 계속 영업레버리지 효과를 내며 동사의 이익에서의 비율 지표를 향상시킬 수 있었다.

주목해야 할 계정은 총 3가지이다. 먼저 **급여 및 복리후생비**로, 매출액에서의 비중이 서서히 감소하고 있다. 급여 및 복리후생비의 연간 비중은 2023년에서 2024년으로 하락한 수치인 0.2%p씩 비중을 축소하였다. 4분기의 성과급 제공으로 인한 일시적 비용 상승으로 인하여 분기별 영업이익률에서 4분기가 상대적으로 부진할 것으로 추정하였다. 다음은 **지급수수료**이다. 동사는 PA, CA 이외에도 풀필먼트 사업부를 영위하고 있다. 그 중 풀필먼트 사업부에서 아마존과의 계약이 종료됨에 따라 지급해야 하는 수수료 비용이 현저히 감소할 것으로 추측되었다. 하지만, 비용의 보수적 추정을 위해 지급수수료의 규모를 줄이지 않고 FLAT하게 유지하여 추정하였다. 마지막은 **광고선전비**이다. 2023년 대비 2024년의 매출 성장률은 100%를 상회하는 수치였다. 그러나 광고선전비의 비중은 거의 FLAT하게 유지되었다. 이에 2026년까지의 광고선전비 역시 이전의 광고선전비의 근사치인 70억으로 추정하였으며, 분기별로 추정 시 4분기 블랙프라이데이 및 크리스마스로 인하여 광고선전비의 증가가 예측되므로 1~3분기와 4분기의 광고선전비 비율을 조정하여 추정하였다.

Valuation Method

동사는 전통적인 유통업과 일부 구조를 공유하면서도 단순한 제품 공급을 넘어 브랜드의 해외 진출을 실질적으로 견인하는 플랫폼으로 기능하고 있다. **글로벌 시장에서의 K-뷰티 확산 흐름과 밀접하게 맞물리며, 인디브랜드와의 반복 거래 기반의 파트너십 수익 모델**은 단발성 수수료에 머무르지 않는다는 점에서 일반 유통보다는 **화장품 ODM 기업들과 더 유사하다고** 판단된다.

한편, 동사가 ODM사 대비 보유한 우위도 고려할 필요가 있다. 코스맥스, 한국콜마 등은 제품 기획·생산 역량을 중심으로 평균 10% 내외의 OPM을 유지하고 있으나, **동사는 유통·운영 기반의 플랫폼임에도 20% 수준의 OPM**을 안정적으로 실현하고 있다. 특히 해외 수출 과정에서 실리콘투와의 거래가 사실상 필수적인 구조 속에서, 가격 결정력과 유통 선택권을 갖춘 해자를 확보하고 있으며, 한국콜마에 따르면 브랜드들이 동사와의 협업으로 인한 유통 수수료 부담을 줄이기 위해 ODM사에 단가 인하를 요구한다는 점을 감안하면, 특히 **초기 브랜드에게는 동사의 협상력이 ODM사보다 우위에 있을 가능성도 존재한다**.

또한, 동사는 물류거점을 위해 일정 수준의 유형자산 투자를 수반하고 있으나, **ODM사나 전통 유통사 대비 매출과 자산 간의 비례성이 낮은 구조**이다. 외형 확장 시 고정비 부담이 급격히 증가하지 않는 저자산 고효율 구조는 동사가 영업레버리지 효과가 강하게 작용하는 기반이 된다. 이는 **쿠팡과 같은 유통 플랫폼이 일반 유통사에 비해 프리미엄을 부여받는 구조와도 유사하다**. 더불어 동사는 고객 독점 구조는 아니라도 고객 수요가 크다는 점에서의 **브랜드 확보력과 운반비 절감**과 같은 **해외 유통 인프라 운영 능력에서도 영업레버리지 효과를 실현**하고 있다. 이러한 구조적 강점을 반영할 때, 동사는 단순 유통사나 ODM사 대비 높은 멀티플을 정당화할 수 있으며, **ODM 기업 평균 12MF PER 15배에 약 20% 프리미엄을 부여한 18배 수준의 Target PER 적용**이 타당하다고 판단된다.

한편, 교차검증을 위해 **2024년 1분기 북미향 수출 급증 시기의 Target PER도** 고려하였다. 동사는 당시에 미국 매출 YoY 성장률 +195%을 보였으며, 마진 개선(+297% YoY)을 통해 현재와 비슷한 19.6% 수준의 OPM을 실현하며, **컨센서스 상 Target PER 23-26배를 부여받은 바 있다**. 현재 유럽(+200% YoY), 중동(+170% YoY)의 고성장 기조는 당시 북미 시장의 성장과 유사하며, 유럽 및 중동 시장은 경쟁 강도는 낮고 GPM은 3-5%p 높아 더욱 매력적인 시장으로 판단된다. 또한 중동 및 멕시코 지사 설립을 통해 향후 인프라 기반의 수익성 개선도 기대되는 상황이다. 다만, **미국 진출 초기 국면은 시장 기대감이 강하게 반영된 고PER 구간이었던 점과 최근의 매크로 리스크, 미국 법인 매출 둔화를 고려할 경우 일정 수준의 할인**이 필요하다.

결론적으로 본 리서치팀은 동사는 ODM과 유통 플랫폼의 특성을 혼합한 고마진 비즈니스 모델을 기반으로, 구조적 성장성과 수익성, 해자 수준을 종합 반영한 **Target PER 18배**를 적용하였다.

표 13. 25F 기준 밸류에이션

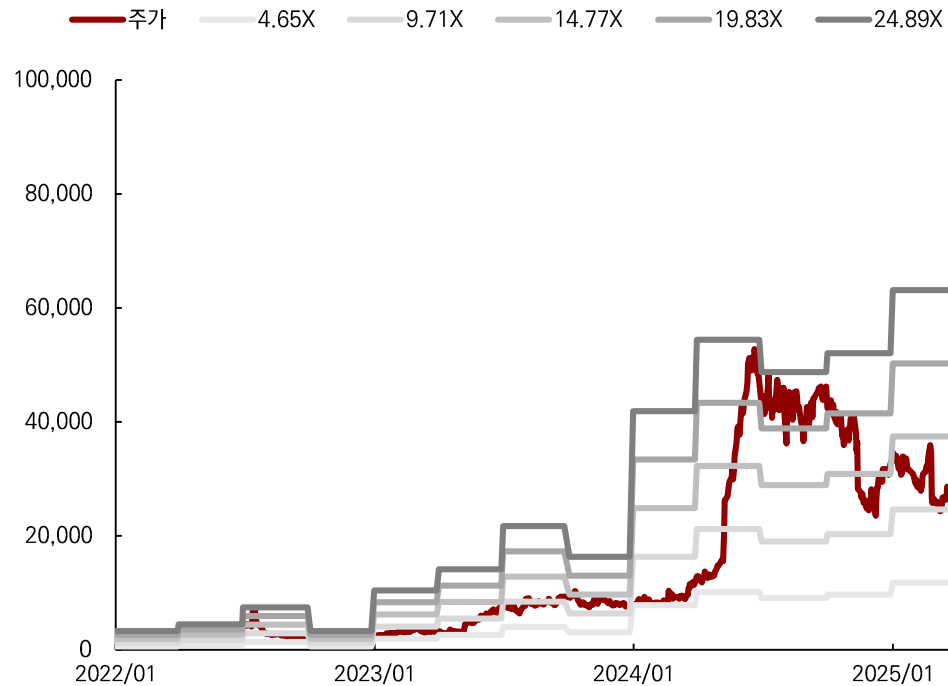
구분	내용	비고
25F 당기순이익 (십억원)	200.6	
Target P/E (배)	18.0	화장품 ODM사 12MF P/E 15배에 20% 할증
목표 시가총액 (십억원)	3,611	
유통 주식수 (천주)	61,172	
목표 주가 (원)	59,000	
현재 주가 (원)	37,450	
상승여력 (%)	57.5%	

자료: KUVIC 리서치 1팀

Appendix

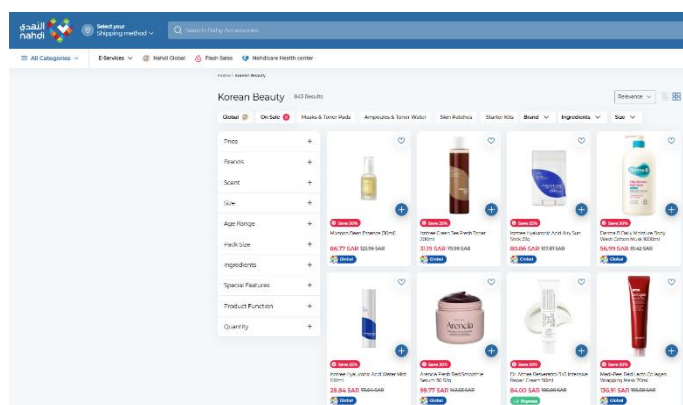
그림 39. PER Band

(원)



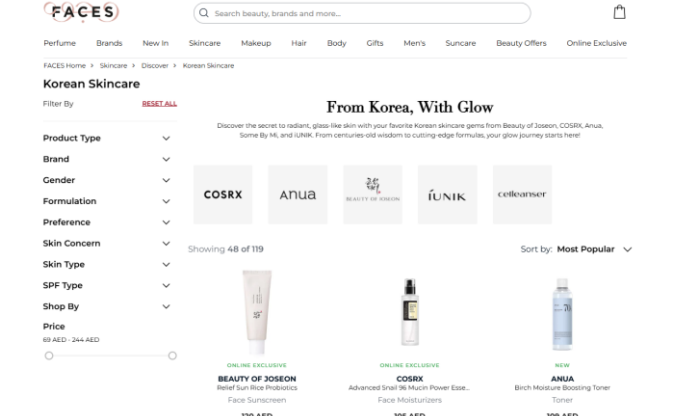
자료: KUVIC 리서치 1팀

그림 40. 중동 Nahdi의 Korean Beauty 카테고리



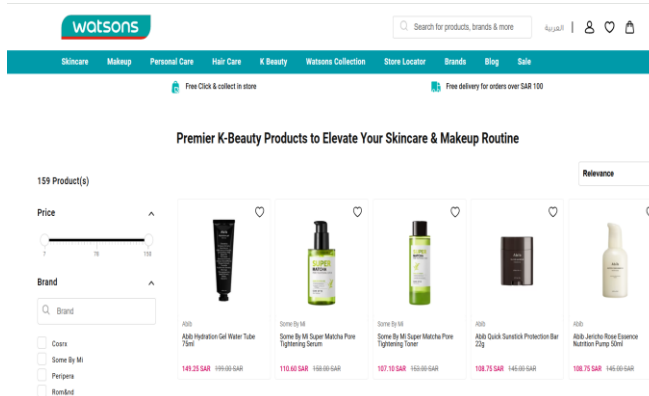
자료: Nahdi 홈페이지

그림 41. 중동 FACES Korean Skincare 카테고리



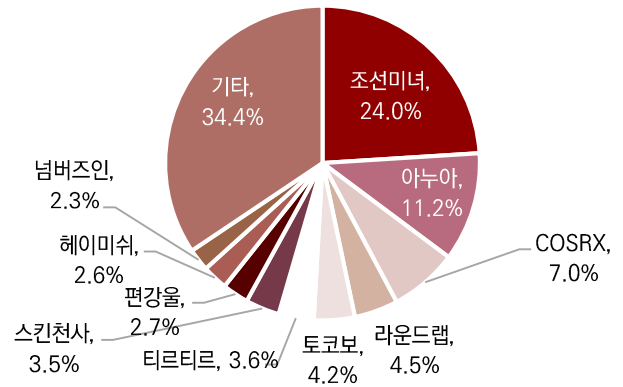
자료: FACES 홈페이지

그림 42. 중동 Watsons의 K-Bauty 카테고리



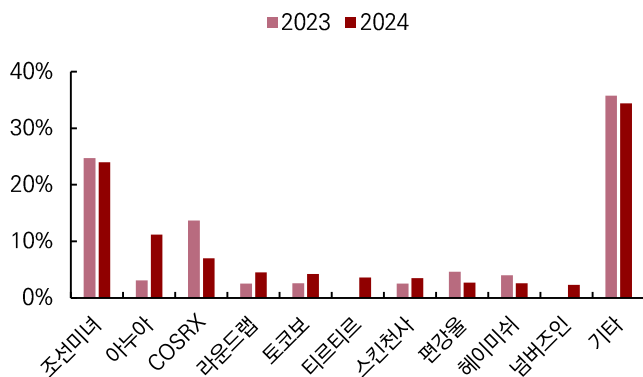
자료: Watsons 홈페이지

그림 43. 실리콘투 2024년 브랜드별 매출 비중



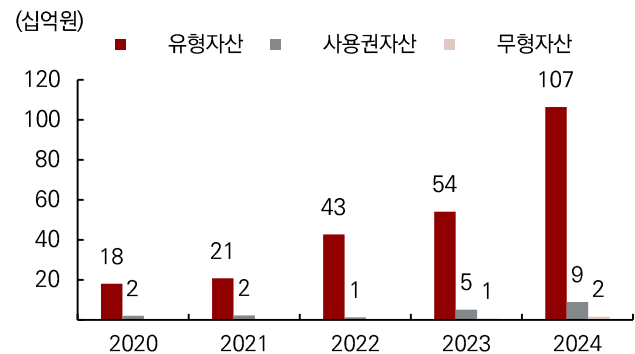
자료: 동사 IR, KUVIC 리서치 1팀

그림 44. 실리콘투 브랜드별 23년-24년 매출비중 변화



자료: 동사 IR, KUVIC 리서치 1팀

그림 45. 실리콘투 자산 증가 추이



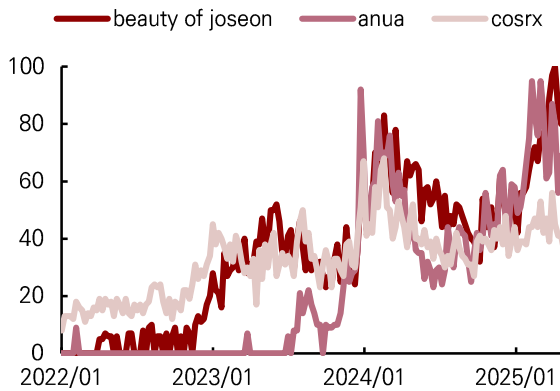
자료: KUVIC 리서치 1팀

그림 46. 폴란드 대표 드럭스토어 hebe의 K-뷰티 카테고리



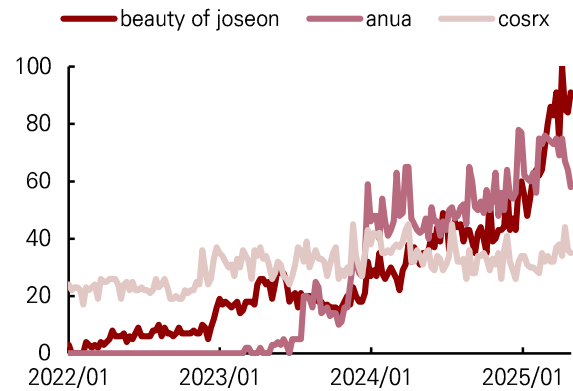
자료: hebe 홈페이지

그림 47. 구글 트렌드 - 프랑스



자료: Google Trends, KUVIC 리서치 1팀

그림 48. 구글 트렌드 - 영국



자료: Google Trends, KUVIC 리서치 1팀

Compliance Notice

- 본 보고서는 고려대학교 가치투자동아리 KUVIC의 리서치 결과를 토대로 한 분석 보고서입니다.
- 본 보고서에 사용된 자료들은 고려대학교 가치투자동아리 KUVIC이 신뢰할 수 있는 출처 및 정보로부터 얻어진 것이나 그 정확성이나 완전성을 보장하지 못합니다.
- 본 보고서는 투자 권유 목적으로 작성된 것이 아닌 고려대학교 가치투자동아리 KUVIC의 스터디 목적으로 작성되었습니다.
- 따라서 투자자 자신의 판단과 책임 하에 종목선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다.
- 본 보고서에 대한 지적재산권은 고려대학교 가치투자동아리 KUVIC에 있으며 어떠한 경우에도 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.