

Weekly Cosmetics Letter

K-뷰티 글로벌 모멘텀의 밸류체인별 온도 차이

2025. 3. 4 (화)

I. 주가 분석과 투자전략

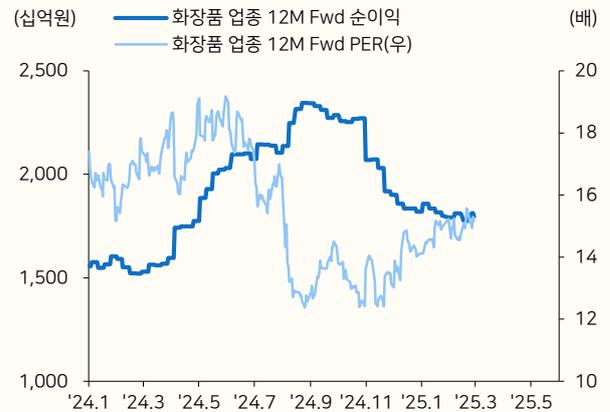
- ✓ 4분기 실적발표 단상: 코스맥스의 압도적 위상
- ✓ 1~2월 화장품 수출 YoY 5%에 그침, 중국 부진, 미국 둔화
- ✓ 2025년 화장품 밸류체인 위 개별 업체간 온도차 커질 듯
- ✓ 인도 시장을 서두르지 않는 이유

그림1 코스피 및 화장품 업종 주가지수 추이



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

그림2 화장품 업종 12M Fwd 순이익, PER 추이



자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

Investment Focus

1. 4분기 실적발표 단상: 코스맥스의 압도적 위상

1) 실리콘투: 미국 매출 부진이 추세적인 것만 아니라면

실리콘투의 연결 매출과 영업이익은 각각 전년 동기대비 64%, 75% 증가한 1,736억원과 260억원을 기록했다. 시장 기대치보다 매출이 거의 200억원 미달했는데, 미국 지역 매출이 3분기 대비 50%나 감소했기 때문이다. 영업이익은 시장 기대치(OP 393억원) 대비 130억원 떨어졌는데, 매출 부진과 더불어 인센티브가 전년 동기대비 3배 증가했고, 신규 물류센터 가동에 따른 물류 이전비용이 예상보다 컸기 때문이다. 매출총이익률은 3분기 대비 0.5%p 하락한 것으로 추정한다.

미국에서 매출이 크게 하락한 원인은 i) 아이허브 매출이 OTC 규제로 정체 됐고, ii) 재고 소진으로 고객사 발주가 제한적이었기 때문이다. iii) 아마존 경쟁 심화에 따른 가격 하락도 부담으로 작용했다. 중동 매출도 전분기 대비 다소 감소했는데, 갑자기 매출이 크게 증가한 데 따른 운영 미숙과 긴 연휴(현지+한국) 때문으로 분석한다.

실리콘투 매출은 대체로 한국의 화장품 수출과 동행하는 경향이 있는데, 이번 4분기는 달랐다. 4분기 수출은 3분기 대비 10% 이상 증가했는데 실리콘투 4분기 매출은 오히려 3분기 대비 7% 감소했다. 12월 미국 유통 업체 및 대부분 거래처들은 기존 재고를 소진하기 위해 신규 발주를 크게 줄인다. 1월 신제품을 받기 위해서다. 그런데 여기서 시차가 발생한다. 1월 신제품 매출을 위해 실리콘투는 12월에 브랜드 업체에 발주를 한다. 그럼 12월 부산항에서 선적되어 떠난다. 이때 한국에서는 이 물량이 수출로 계상된다. 한달 이상 소요되어 미국에 도착하면 1월에 비로소 실리콘투 매출이 발생하는 것이다. 다른 달 역시 시차를 두고 수출과 매출이 발생하지만 수출액과 매출액의 동행성이 달라지지는 않는다. 실리콘투의 매출로 재고가 소진되는 만큼 한국에서 수출로 재고가 채워지기 때문이다. 하지만, 12월은 '연말 재고 소진' 이슈 때문에 일시적으로 동행성이 깨진 것으로 해석할 수 있다. 이는 2023년에도 동일하게 발생했던 현상이다.

아울러, 실리콘투의 QoQ 매출 증가폭이 2→3 분기보다 3→4 분기가 떨어지는 이유는 B2B 사업 특성 때문일 수 있다. 블랙프라이데이 등 연말 특수를 대비 리테일러들은 3 분기에 재고 확충을 많이 하기 때문에 B2B 사업을 영위하고 있는 실리콘투 입장에서 3 분기가 4 분기보다 더 성수기일 수 있다. 전술한 바와 같이 4 분기 리테일러들은 재고를 소진하며 1 월을 기다리니 말이다. 물론, 이런 계절성을 다 고려해야 할 정도로 실리콘투의 미국 사업이 팽팽해진 것은 부인할 수 없는 사실이다.

그림3 화장품 수출과 실리콘투 매출



자료: 관세청, 실리콘투, 메리츠증권 리서치센터

하지만, 미국 사업이 QoQ 반토막이 날 정도로 급격하게 위축된 것은 아닌 듯 하다. 1 분기 미국 매출은 2023 년 3 분기 수준에 근접할 것으로 예상되고 있다. 물론, 아마존 채널 경쟁 심화와 가격 하락으로 이전과 같은 매출 증가를 기대하기는 어렵겠지만, 4 분기 매출 부진은 일시적 현상으로 본다.

실리콘투는 채널 측면 온라인에서 오프라인으로, 지역 측면 미국에서 유럽과 중동으로 확장을 도모하고 있다. 현재 온라인 채널 매출 비중은 70%로 여전히 높은 수준이지만, 미국 매출 비중은 25% 밖에 안될 정도로 낮췄다. 지금 추세로 가면 곧 유럽 매출 규모가 미국을 넘어설 것으로 보인다. 오프라인 매출은 빠르게 증가하고 있다. 유럽과 미국 소비채널에서 오프라인 비중은 85%에 이른다. 여전히 잠재 성장 여력이 크다는 말이다.

현재 주가는 12MF PER 11.2 배로 한국 화장품의 글로벌 모멘텀 확산과 실리콘투의 절대적 시장 점유율을 감안하면 상당히 저평가다. 1 분기 실적이 다소 의심스럽다고 해도 조금 비중을 늘려 놓고 1 분기 실적을 기다려도 부담 없는 가격이다.

표1 실리콘투 분기별 실적 전망

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24P	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024P	2025E
매출	149.9	181.4	186.7	173.6	184.5	196.1	205.3	199.1	342.9	691.5	785.0
미국	53.5	57.8	59.9	30.0	38.0	41.8	44.8	35.8	121.7	201.1	160.5
유럽	13.2	26.7	34.8	39.8	41.0	44.7	48.8	53.3	11.2	114.5	187.8
동남아	16.2	9.6	15.0	20.5	20.6	21.6	22.0	23.5	34.2	61.4	87.8
중동	-	13.7	11.4	10.2	11.3	11.8	12.4	11.2	-	35.3	46.7
국내	9.9	15.1	8.7	11.0	11.2	11.5	10.6	11.1	30.1	44.7	44.4
영업이익	29.5	38.9	42.6	26.0	37.9	41.1	44.9	37.2	47.8	137.0	161.2
세전이익	31.8	41.2	37.6	38.7	36.6	38.7	43.7	33.6	48.1	149.3	152.5
지배주주순이익	25.5	33.4	29.9	33.9	32.1	33.9	38.3	29.4	38.0	122.7	133.6
영업이익률(%)	19.6	21.5	22.8	15.0	20.6	20.9	21.9	18.7	13.9	19.8	20.5
세전이익률(%)	21.2	22.7	20.1	22.3	19.8	19.7	21.3	16.9	14.0	21.6	19.4
순이익률(%)	17.0	18.4	16.0	19.5	17.4	17.3	18.6	14.8	11.1	17.7	17.0
매출 (% YoY)	158.5	131.9	84.9	64.2	23.1	8.1	10.0	14.7	107.4	101.7	13.5
미국	195.2	127.0	64.3	-28.1	-28.9	-27.6	-25.3	19.6	151.7	65.3	-20.2
유럽	523.6	839.6	723.0	1,888.7	210.1	67.4	40.3	34.1	139.1	923.2	64.0
동남아	190.7	23.6	38.3	107.0	27.5	124.5	46.4	14.5	91.9	79.7	43.0
중동	-	-	-	-	-	-13.6	9.1	9.1	-	-	32.2
국내	64.7	85.3	0.3	51.8	13.2	-23.9	21.5	0.7	115.1	48.6	-0.8
영업이익(% YoY)	296.9	275.1	181.6	74.7	28.8	5.5	5.5	43.3	235.5	186.5	17.7
세전이익(% YoY)	287.3	276.4	120.4	224.8	15.1	-6.1	16.3	-13.3	237.2	210.3	2.2
순이익(% YoY)	303.5	289.1	127.2	239.9	25.5	1.7	28.2	-13.3	240.7	222.6	8.9

주: 4Q24 지역별 매출은 추정치
 자료: 실리콘투, 메리츠증권 리서치센터

2) 브이티: 양호한 실적, 국내 사업 불확실성 해소 필요

4분기 매출 1,123억원(YoY 27%), 영업이익 291억원(YoY 55%)으로 시장 기대치(OP 304억원)을 소폭 미달했지만, 양호한 실적을 기록했다. 12월 소비심리 하락으로 3분기 대비 국내 매출이 올리브영과 다이소를 중심으로 전분기 대비 감소한 영향이 컸다. 일본 매출이 YoY 20%로 정상화 된 점은 고무적이다. 중국과 미국 지역도 양호한 성장세를 보였다. 영업이익 감소는 계열사 이앤씨 재고조정(-23억원) 영향으로 21억원에 그쳤기 때문이다.

브이티의 불확실성은 1분기이다. i) 국내의 계절적 프로모션 공백기, ii) 이커머스 채널 리빙딩(컬리/쿠팡/지그재그 → 무신사/11번가) iii) 스킨팩 공장 화재로 납품 지연 영향으로 4분기 대비 매출이 감소할 것으로 예상되기 때문이다. 1분기 연결 매출과 영업이익은 각각 YoY 4%, 영업이익 YoY 7%(255억원) 증가에 그칠 전망이다. 중국으로 신규 매출은 4월부터 시작하므로 1분기가 약하다. 안그래도 국내 소비에 대한 우려가 커진 상황에서 국내 사업의 지속적인 부진은 불확실성 요인이 될 수밖에 없다. 브이티의 화장품 사업에서 국내 매출 비중은 39%(2024년)에 이른다. 현재 주가는 12MF PER 12.8배로 당분간 주가 모멘텀을 기대하기에는 한계가 있어 보인다.

표2 브이티 분기별 실적 전망

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24P	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024P	2025E
매출액	101.8	113.4	104.1	112.4	106.3	121.9	127.3	131.1	295.5	431.7	486.6
화장품	65.1	68.8	87.7	97.8	84.8	100.0	105.0	108.5	163.0	319.3	398.2
국내	21.4	29.7	37.8	34.5	26.9	29.7	31.1	30.6	21.0	123.4	118.3
일본	38.9	33.1	39.7	44.1	37.0	47.3	48.9	50.5	125.0	155.7	183.6
기타	4.8	6.0	10.2	19.3	20.9	23.0	25.0	27.4	17.4	40.2	96.3
이앤씨	-	-	34.1	37.8	39.0	40.1	41.3	42.6	-	72.0	163.0
영업이익	24.0	27.0	30.8	29.1	25.5	30.4	32.2	32.6	45.6	110.9	120.8
화장품	21.4	20.0	25.5	28.3	22.9	27.1	28.6	29.7	32.0	95.1	108.4
이앤씨	-	-	5.9	2.1	4.3	5.6	6.2	4.7	-	8.0	20.8
세전이익	22.8	24.5	44.0	40.6	29.5	34.4	34.2	34.6	41.5	131.9	132.8
지배주주순이익	16.0	15.4	31.2	34.0	21.3	24.9	24.7	25.0	27.3	96.6	95.9
영업이익률(%)	23.5	23.8	29.6	25.9	24.0	25.0	25.3	24.8	15.4	25.7	24.8
순이익률(%)	15.8	13.6	29.9	30.2	20.1	20.4	19.4	19.0	9.2	22.4	19.7
매출(% YoY)	112.6	51.8	23.8	26.6	4.5	7.5	22.2	16.7	23.0	46.1	12.7
영업이익(% YoY)	3,764.5	130.5	114.4	54.6	6.6	12.7	4.6	11.9	93.4	143.5	8.9
순이익(% YoY)	1,536.7	202.6	293.2	156.2	33.0	61.5	-20.7	-26.5	144.6	254.3	-0.7

주: 4Q24 지배주주순이익은 추정치
 자료: 브이티, 메리츠증권 리서치센터

3) 한국콜마: 견조한 국내, 북미 사업 모멘텀 기대

4분기 연결 매출 5,905억원(YoY 7.0%), 영업이익은 368억원(YoY -1.4%)으로 시장 기대치(OP 510억원)에 크게 못미치는 부진한 실적을 기록했다. 국내 별도 법인에서 인센티브와 충당금 등으로 판관비가 43억원 증가했고, 연우와 HK 이노엔 영업이익도 부진했기 때문이다. 다만, 미국 법인 매출이 YoY 76% 증가하면서 흑자전환한 점은 고무적이다. 2024년 연간 한국콜마의 국내 사업 실적은 늘 좋았다. 중국과 미국 사업 불확실성이 실적과 주가의 발목을 잡아왔었는데, 미국 사업에 대한 우려가 많이 해소될 수 있게 되었다.

2025년 실적이 기대된다. 1분기 베이스가 낮아지는 가운데, 미국 사업 실적 턴어라운드는 실적 모멘텀을 확대시키는 요인이다. 미국 2공장 가동을 앞두고 많은 바이어들이 계약을 조율 중에 있는 것으로 파악되고 있다. 1분기 연결 영업이익은 476억원(YoY 47%)으로 추정한다. 국내 법인의 견조한 매출 성장이 지속되는 가운데, 미국 매출이 YoY 40% 이상 성장할 것으로 기대한다. 회사 측에서는 2025년 가이드선으로 국내 매출 YoY 15%, 중국 매출 1,500억원(OP 80억원), 미국 연간 BEP, 캐나다 매출 400억원(OP - 70억원), 연우 매출 2,800억원, 영업이익률 3%, 이노엔 매출 YoY 7%, 영업이익률 10%를 제시했다. 국내 견조한 실적 개선과 함께 미국 법인 실적 모멘텀이 기대되며, 중국 사업 회복은 플러스 알파다. 현재 주가는 12MF PER 10.3배로 밸류에이션도 여유가 있다. 지속적인 비중 확대가 유효하다.

표3 한국콜마 분기별 실적 전망

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24P	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024P	2025E
매출액	574.8	660.3	626.5	590.5	617.9	719.7	685.9	652.8	2,155.7	2,452.1	2,676.3
한국	247.8	297.0	273.6	241.3	277.5	341.5	314.6	284.9	856.5	1,059.7	1,218.7
중국	34.6	52.7	36.6	29.9	33.5	52.7	36.2	31.3	158.1	153.7	153.7
북미	15.9	26.0	26.7	28.7	22.9	29.0	28.5	34.7	83.4	97.4	115.1
연우	67.2	74.0	72.8	61.5	68.6	75.4	74.3	62.7	236.4	275.5	281.0
HK이노엔	212.6	219.3	229.5	235.7	223.2	230.2	241.0	247.5	828.9	897.1	942.0
영업이익	32.4	71.7	54.5	36.8	47.6	69.3	61.6	51.3	136.1	195.6	229.8
한국	22.8	44.2	37.2	18.1	27.8	44.4	39.3	28.7	79.7	122.4	140.1
중국	1.8	6.7	1.0	-1.5	0.7	6.3	0.9	0.1	12.7	8.0	8.0
북미	-4.6	-2.2	-5.2	-0.9	-1.8	-2.3	-0.8	-0.4	-11.5	-12.9	-5.2
연우	0.0	1.2	1.2	-1.0	1.7	1.9	1.9	1.6	0.4	1.4	7.0
HK이노엔	17.3	24.3	22.2	24.4	21.2	21.9	22.9	23.5	65.0	88.2	89.5
지배주주순이익	6.3	34.9	15.4	40.9	25.3	45.0	37.4	27.6	5.2	97.4	135.3
영업이익률(%)	5.6	10.9	8.7	6.2	7.7	9.6	9.0	7.9	6.3	8.0	8.6
한국	9.2	14.9	13.6	7.5	10.0	13.0	12.5	10.1	9.3	11.5	11.5
중국	5.1	12.7	2.7	-5.0	2.0	12.0	2.5	0.3	8.0	5.2	5.2
북미	-29.0	-8.3	-19.5	-3.1	-7.7	-7.8	-2.9	-1.1	-13.7	-13.2	-4.5
연우	0.0	1.7	1.6	-1.6	2.5	2.5	2.5	2.5	0.2	0.5	2.5
HK이노엔	8.1	11.1	9.7	10.3	9.5	9.5	9.5	9.5	7.8	9.8	9.5
순이익률(%)	1.1	5.3	2.5	6.9	4.1	6.3	5.4	4.2	0.2	4.0	5.1
매출액(% YoY)	17.9	10.1	21.3	7.0	7.5	9.0	9.5	10.6	15.5	13.7	9.1
한국	22.8	16.7	47.0	12.6	12.0	15.0	15.0	18.1	18.2	23.7	15.0
중국	4.8	-6.6	1.5	-8.4	-3.0	0.0	-1.0	4.7	30.4	-2.8	0.0
북미	-13.6	15.2	22.3	40.2	43.8	11.3	6.9	20.9	12.5	16.8	18.2
연우	33.1	17.1	19.0	-0.1	2.0	2.0	2.0	2.0	123.3	16.5	2.0
HK이노엔	15.0	7.3	6.5	5.2	5.0	5.0	5.0	5.0	-2.1	8.2	5.0
영업이익(% YoY)	168.9	28.9	75.7	-1.4	46.8	-3.4	12.9	39.3	85.8	43.6	17.5
한국	68.6	27.6	185.0	-1.6	21.6	0.4	5.6	58.3	15.3	53.7	14.5
중국	212.2	-27.5	-40.0	적전	-62.3	-5.5	-9.4	흑전	흑전	-37.1	0.4
북미	적지	-21.0	적지	적지							
연우	적지	0.7	-27.0	적전	흑전	52.1	54.7	흑전	흑전	286.9	388.0
HK이노엔	206.0	58.9	-0.9	12.9	22.9	-10.2	3.1	-3.6	23.7	35.7	1.5
순이익(% YoY)	8.7	0.2	33.8	흑전	300.1	29.1	143.0	-32.5	흑전	1,776.5	38.8

자료: 한국콜마, 메리츠증권 리서치센터

4) 코스맥스: K-뷰티 글로벌 모멘텀을 그대로 흡수한 실적

4분기 연결 매출 5,580 억원(YoY 27.8%), 영업이익 398 억원(YoY 76.8%)으로 시장 기대치(OP 375 억원)를 넘어서는 양호한 실적을 기록했다. 국내 사업 매출이 YoY 40% 성장한 게 크게 기여했다. 미국 사업 부진(매출 YoY -21%)은 동남아 고성장(매출 YoY 49%)이 충분히 상쇄하고 있다. 1분기 연결 영업이익 451 억원(YoY -1%)으로 추정하고 있다. 국내 매출 YoY 23%, 중국 매출 YoY -6%를 가정한 보수적인 수치다. 감익은 전년도 중국 사업이 일시적으로 매출이 컸기 때문으로 2 분기부터는 다시 높은 이익 증가세가 예상된다.

회사 측에서는 2025 년 가이드نس로 매출 YoY 국내 20%, 광저우 10%(잇센 JV 20%), 상해 3%, 인도네시아 25%, 태국 50%, 미국 10%를 제시하고 있다. 국내 사업 영업이익률 10%, 미국 분기 BEP 달성을 목표로하고 있다. 특히, 동남아 지역은 코스맥스 인도네시아 법인만 할랄 인증 설비를 유일하게 보유하고 있어 당분간 독보적 성장이 가능해 보인다.

현재 주가는 12MF PER 15.4 배로 i) K-뷰티 글로벌 확대 최대 수혜가 예상되며, ii) 글로벌 ODM 사업 확장으로 독보적 가격 및 카테고리 경쟁력을 보유하고 있다. 아울러 iii) 중국 한한령 해제 및 소비경기 회복시 추가적인 실적 모멘텀 가능하다. 지속적인 비중 확대가 바람직하다.

표4 코스맥스 분기별 실적 전망

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24P	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024P	2025E
매출액	526.8	551.5	529.8	558.0	596.5	641.3	619.1	636.5	1,777.5	2,166.1	2,493.3
국내	315.4	348.2	347.8	346.3	387.9	424.8	416.9	397.8	1,057.5	1,357.6	1,627.3
중국	157.4	147.6	114.4	155.0	147.4	150.5	126.5	160.7	547.5	574.4	585.2
미국	38.8	36.0	32.5	29.8	33.0	36.0	37.4	37.6	139.9	137.1	143.9
동남아	33.6	35.7	43.5	44.0	44.8	46.7	54.9	57.0	111.3	156.7	203.5
영업이익	45.5	46.7	43.4	39.8	45.1	53.3	57.4	62.2	115.7	175.4	218.1
국내	30.1	34.5	39.5	34.6	36.9	42.5	43.8	39.6	86.8	138.7	162.7
중국	14.3	11.8	-0.4	4.4	5.9	7.9	7.2	12.9	42.4	30.2	33.9
미국	-3.9	-3.2	-2.0	-1.5	-1.6	-1.4	0.0	0.2	-14.0	-10.6	-2.9
동남아	2.4	3.6	7.6	7.5	5.2	5.6	7.7	10.7	6.4	21.1	29.2
세전이익	33.9	51.7	22.6	29.4	35.8	44.1	48.1	52.9	84.2	137.6	181.0
지배주주순이익	19.2	33.6	21.1	7.3	23.7	29.1	31.8	35.0	57.1	81.2	119.5
영업이익률(%)	8.6	8.5	8.2	7.1	7.6	8.3	9.3	9.8	6.5	8.1	8.7
국내	9.5	9.9	11.3	10.0	9.5	10.0	10.5	10.0	8.2	10.2	10.0
중국	9.1	8.0	-0.3	2.9	4.0	5.3	5.7	8.0	7.7	5.3	5.8
미국	-10.0	-9.0	-6.0	-5.0	-5.0	-4.0	0.0	0.6	-10.0	-7.7	-2.0
동남아	7.2	10.0	17.4	17.1	11.7	12.0	13.9	18.8	5.7	13.5	14.4
세전이익률(%)	6.4	9.4	4.3	5.3	6.0	6.9	7.8	8.3	4.7	6.4	7.3
순이익률(%)	3.7	6.4	3.9	2.3	4.0	4.5	5.1	5.5	2.1	4.1	4.8
매출액(% YoY)	30.6	15.1	15.6	27.8	13.2	16.3	16.8	14.1	11.1	21.9	15.1
국내	29.6	25.1	20.8	39.7	23.0	22.0	19.9	14.9	23.8	28.4	19.9
중국	28.5	-4.1	-7.5	5.1	-6.3	2.0	10.5	3.7	-1.7	4.9	1.9
미국	43.2	-5.6	-11.8	-21.3	-15.0	0.0	15.0	26.1	-14.7	-2.0	5.0
동남아	38.6	29.5	44.9	48.9	33.5	30.8	26.4	29.6	28.6	40.8	29.8
영업이익(% YoY)	229.1	1.4	30.4	76.7	-0.7	14.2	32.3	56.3	117.9	51.6	24.3
국내	130.7	13.6	52.7	97.6	22.5	23.0	10.9	14.5	102.3	59.8	17.3
중국	47.2	-19.8	적전	-57.0	-58.7	-32.8	흑전	190.0	-21.5	-28.8	12.4
미국	적지	적지	적지	적지	적지	적지	흑전	흑전	적지	적지	적지
동남아	-26.9	124.4	478.3	5496.8	116.5	57.1	1.1	42.2	763.3	232.3	38.5
세전이익(% YoY)	244.6	38.1	-15.9	191.2	5.8	-14.8	113.3	80.0	1265.1	63.4	31.5
지배주주순이익(% YoY)	187.0	10.5	38.2	53.8	23.1	-13.5	51.0	378.8	174.1	42.2	47.2

주: 해외법인별 영업이익은 추정치
 자료: 코스맥스, 메리츠증권 리서치센터

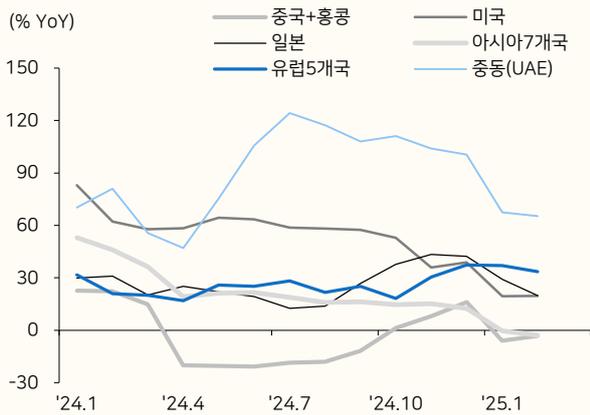
2. 1~2월 화장품 수출 YoY 5%에 그침, 중국 부진, 미국 둔화

1~2월은 설 명절 기간차 영향 때문에 합산해서 봐야 한다. 1~2월 화장품 수출은 13.7억 달러로 YoY 5% 증가에 그쳤다. 대 중국 (중국+홍콩) 수출이 YoY 15% 감소했고, 대 미국 수출이 2.2억 달러로 YoY 10% 증가에 그친 영향이 컸다. 대 중국 수출이 4분기 내내 증가세를 보였다는 점을 감안하면 중국 소비 경기 회복 기대에 찬물을 끼얹는 아쉬운 숫자다. 물론, 2개월 수치를 갖고 실망하기에는 이르다. 전년도 1월 대 중국 수출이 명절 기간차 영향을 감안해도 YoY 92%나 증가했을 정도로 지나치게 높았다. 아무튼, 중국 소비 회복에 대한 선부른 기대를 접고 냉철하게 3월 수출 실적을 기다려야 할 때다.

대 미국 수출 역시 YoY 10%면 아쉬운 상황이다. 물론, 전술한 바와 같이 12월 재고 확충을 위한 선수출이 많이 발생했기 때문일 수 있다. 하지만, 2024년과 같은 높은 증가세는 기대하기 어려웠다는 점은 분명하다. 절대 금액 기준으로 봐도 2024년에는 월평균 YoY 3~4천만 달러씩 증가하던 수출 증가액이 1~2월에는 YoY 천만 달러로 줄어들었다. 엘프뷰티와 아마존에서 우려한 것처럼 2023~24년 과도했던 화장품 소비가 전체적으로 위축되고 있는 것은 아닌지 의심이 커진다. 최근 미국 소비심리 둔화 영향 역시 배제할 수 없는 요소다. 3월 대 미국 수출 증가액 역시 YoY 천만달러 수준에 그친다면 미국 모멘텀에 대한 기대를 다소 낮춰야 할 것이다.

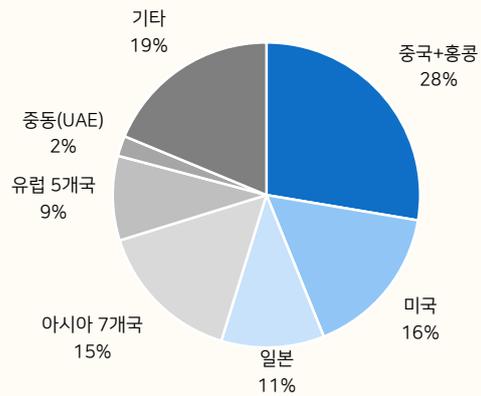
반면, 일본(YoY 15%)과 유럽(폴란드 YoY 160%), 중동(YoY 64%)으로 수출 증가는 K-뷰티 글로벌 모멘텀의 확장 기대감을 높이고 있다. 유럽 5개국 수출 금액을 합하면 1.2억 달러로 미국의 절반을 넘어서고 있다. 아시아 7개국 합산 수출액은 2.2억 달러로 미국과 같다. 이제 미국과 일본에 이어 유럽, 중동 모멘텀이 본격화 되고 있음을, K-뷰티의 글로벌 지역 포트폴리오가 빠르게 균형을 잡아가고 있음을 보여주는 건전한 지표이다.

그림4 한국 화장품 지역별 수출 증가율(3개월 이동평균)



자료: 관세청, 메리츠증권 리서치센터

그림5 1~2월 한국 화장품 지역별 수출 비중



자료: 관세청, 메리츠증권 리서치센터

3. 2025년 화장품 밸류체인 위 개별 업체간 온도차 커질 듯

K-뷰티의 글로벌 모멘텀은 여전히 견조한 상황에서 그 수혜는 점점 코스맥스와 한국콜마 등 ODM 톱2로 집중되는 모습이다.

첫째, 인디 브랜드들의 대형화이다. 최근 뉴스에서 유난히 많이 언급되는 내용이 인디 브랜드들의 글로벌 화장품 대형 오프라인 유통 업체에 진출이다. 코스알엑스, 스킨1004의 얼타뷰티, 라운드랩과 마녀공장의 코스트코 등 2024년 4월 이후 공식 뉴스로 보도된 것만 15건이다. 2024년 사업 규모를 한껏 키우면서 매출 규모가 3천억원을 넘어서는 인디 브랜드들이 크게 늘게 되었고, 커진 몸집만큼 해외 영업과 유통 채널의 폭도 빠르게 넓히고 있다. 이제 대형 오프라인 유통 업체들에게도 자체적인 영업을 가능해진 것이다.

이런 또 한단계 레벨업 국면을 실리콘투는 누리지 못한다. 실리콘투에게 이런 대형 오프라인 유통 업체는 주 거래처가 아니기 때문이다. 물론, 여전히 인디 브랜드들은 많고, 글로벌 수요는 실리콘투 혼자 감당이 안될 정도로 크다. 하지만, K-뷰티의 글로벌 모멘텀을 온전히 흡수하지 못하는 것 또한 부인할 수 없는 사실이다. 부자재/용기 업체들은 생산 캐파 부족으로 이런 모멘텀을 다 향유하고 있지 못하고 있다. 현재, K-뷰티의 글로벌 확장 모멘텀을 그대로 흡수하는 밸류체인 상 업종은 ODM 업체들이라고 할 수 있겠다.

표5 한국 인디 브랜드 글로벌 대형 오프라인 유통업체 입점 사례

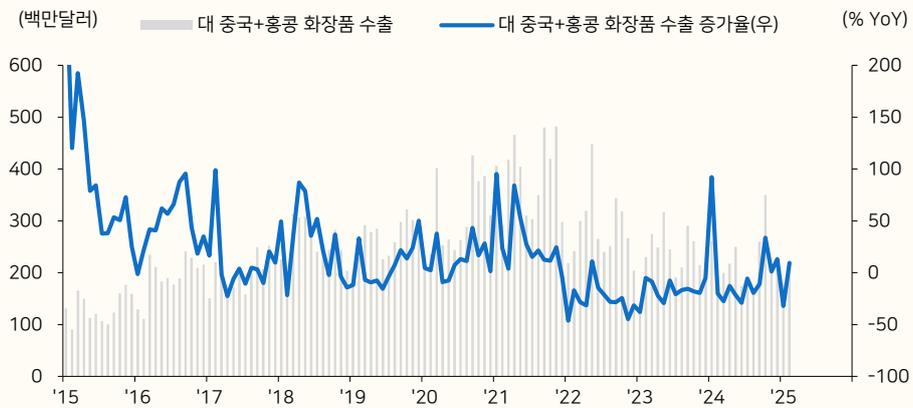
브랜드명	채널명	보도일시	상세 내용
티르티르	얼타뷰티	2025.02	8월 400개 이상 매장에서 '마스크 핏 레드 쿠션' 중심 전개, 얼타 프레스티지존(에스티로더, 랑콤 등)
아누아	얼타뷰티	2025.02	24년 12월 얼타 온라인몰 입점 시작으로 2월 2일 1,400개 오프라인 매장 동시 입점, 직접 진출
마녀공장	타겟	2025.02	타겟 전체 매장 중 90% 가량인 1,788개 매장 입점. 이례적으로 Fan Favorites 코너에 입점
에스트라	세포라	2025.01	세포라 미 전역 400개 이상 매장 진출
스킨1004	코스트코	2024.12	1월 코스트코 온오프라인 입점, 오프라인 매장 400개, 타겟 1,600개 매장에도 입점 예정
믹순	코스트코	2024.11	11월부터 시그니처 콩 에센스 코스트코 200개 매장 입점
혁슬리	코스트코	2024.10	혁슬리 미국 코스트코 약 400여개 매장 입점
스킨1004	얼타뷰티	2024.09	온라인 론칭과 동시에 653개 입점, 2025년 초까지 739개 매장 추가 입점 예정
쏘피컴퍼니	코스트코	2024.09	유통사인 쏘피컴퍼니가 북미 코스트코 요청으로 유명 K-뷰티 브랜드 제품 기획세트 판매
라운드랩	코스트코	2024.09	7월 미국 코스트코 300개 매장에서 독도 토너 세트 완판, 11월부터 미국 400개, 캐나다 100개, 멕시코 40개 매장으로 확장
메디큐브	TJX	2024.08	TJX와 메디큐브 화장품, 부스터프로 디바이스 공급계약 체결
마녀공장	코스트코	2024.07	24년 7월 미국 코스트코 오프라인 300개 매장 입점, 본격적 판매 시작
마녀공장	얼타뷰티	2024.04	24년 7월부터 얼타뷰티 470개 매장 입점
코스알엑스	얼타뷰티	2024.04	17년부터 입점해있었음, 24년 초 얼타 매장 1,400개 중 600개 매장에 브랜드 전용 매대
코스알엑스	코스트코	2024.04	24년 3월 입점, 하반기까지 전체 매장 600개의 75% 가량 입점 확정

자료: 언론 보도 종합, 메리츠증권 리서치센터

둘째, ODM 톱 2의 캐파 증설이다. 코스맥스, 한국콜마 모두 약 20% 캐파 증설을 하게 되면서 인디 브랜드의 신제품/리뉴얼 수요를 모두 충족할 수 있게 되었다. 톱2로 ODM 집중도는 더 커지게 되었다. ODM 시장 점유율을 더욱 키울 수 있게 되었으며, 2024년처럼 하위 업체들에 대한 수주 분산 효과가 제한적일 가능성이 크다. 이는 2024년과 달리 실적 모멘텀 측면에서 코스메카코리아와 씨앤씨인터내셔널보다 코스맥스/한국콜마가 우위에 서는 이유다.

셋째, 중국 화장품 시장의 회복 가능성이다. 2024년 4분기 이후 대 중국 화장품 수출(중국+홍콩)이 YoY (+) 증가세를 지속하고 있다. 이번 1~2월 역신장 했지만 누적으로 보면 YoY 5% 성장이다. 최근 중국 화장품 소비에서 긍정적인 시그널들이 여럿 나오고 있다. 전술한 수출 지표와 박람회 같은 데 뿐 아니라 중국 로컬 브랜드가 국내 ODM에 생산을 의뢰하는 경우가 나타나고 있는데, 중국 내수 판매용이다. 과거 중국 브랜드의 일본 판매용으로 'Made in Korea' 수요가 있었던 적은 있지만, 중국 내수 판매용으로 중국 브랜드가 한국 내 ODM 생산을 의뢰하는 것은 드문 현상이다. 중국 생산보다 가격이 올라가는 것은 자명하다. 이는 i) 중국 내 한국 화장품의 선호도가 높다는 점, 그리고, ii) 중국 소비자의 구매력이 올라오기 시작했다는 의미가 될 수도 있다. 한한령 해제와 중국 소비경기 회복이 맞물린다면 중국 사업 비중이 높은 코스맥스, 아모레퍼시픽, LG생활건강의 실적과 주가에 플러스 알파가 될 수 있다.

그림6 대 중국(중국+홍콩) 화장품 수출



자료: 관세청, 메리츠증권 리서치센터

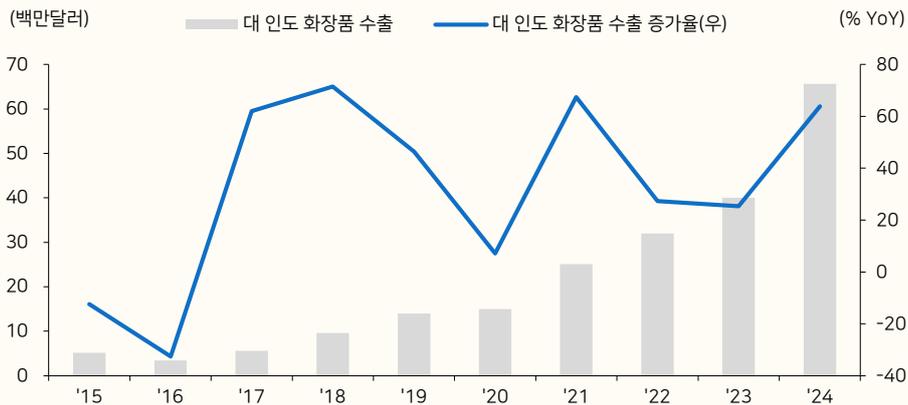
4. 인도 시장을 서두르지 않는 이유

스킨1004가 인도 최대 뷰티 이커머스 '티라'를 비롯해 '나이카', '아마존' 등 현지 주요 플랫폼 9곳에 입점했다고 한다. 나이카는 '인도의 올리브영'으로 불린다. 최근 인도에선 뷰티 인플루언서 및 커뮤니티를 중심으로 K뷰티 수요가 급격히 증가하고 있다. 2026년까지 인도 내 K뷰티 시장은 연 평균 9.4% 성장할 것이라 전망도 있다(모더인텔리전스). 올해 인도 뷰티 및 퍼스널 케어 시장 규모는 331억달러(약 47조3,300억원)에 달할 전망이다(스태티스타). 인도는 한국 화장품 산업에서 대표적인 신흥시장이다. 인도 내 한국 인지도 또한 대단히 높다. 네루대학교 한국어과 강의에는 40명 정원에 10만 명이 지원했을 정도다. 인구는 중국을 넘어서 세계 1위다. 더구나 25세 이하 인구 비율이 40%에 이를 정도로 젊은 국가이고 그만큼 화장품 산업의 잠재 여력이 크다.

하지만, 대부분 국내 브랜드 업체들이 그렇게 인도를 서두르지 않고 있다. 개발도상국 시장의 한계 때문이다. 투명하지 않은 유통, 그레이 마켓이 워낙 크다. 동남아 유통에도 그렇게 적극적이지 않은 이유도 여기에 있다. 더구나 인도 관공서의 부정부패는 혀를 내두를 정도다. 해당 관정에 15개 부서가 있다면 15명의 각 부서별 담당자에게 모두 뇌물을 줘야 공장을 세울 수 있다고 한다. 중국 시장에서 갖가지 수난을 경험한 한국 브랜드 업체들 입장에서는 조심스러운 수밖에 없다. 인도 무역벤처가 주문한다고 무턱대고 제품을 팔았다가는 브랜드 인지도만 훼손될 수 있다. 철저한 사전 준비가 필요한 것이다. 그런데, 미국을 비롯, 일본, 유럽 시장에서 고성장하고 있는 상황이다. 굳이 이들 투명한 선진국 시장의 큰 성장 여력을 놔두고 인도 시장에 서둘러 들어갈 하등의 이유가 없는 것이다.

아무튼, 인도 시장은 계속 한국 화장품에 러브콜을 보내고 있다. 수요가 없는 게 아니라 공급을 안하고 있는 것 뿐이다. 유럽과 중동 이후에는 인도, 동남아라고 봐야 한다. K-뷰티의 글로벌 확장 여력은 아직 경계선을 긋기에는 이를 정도로 충분하다.

그림7 대 인도 화장품 수출



자료: 관세청, 메리츠증권 리서치센터

표6 주요 화장품 업체별 4분기 잠정 실적 및 컨센서스 비교

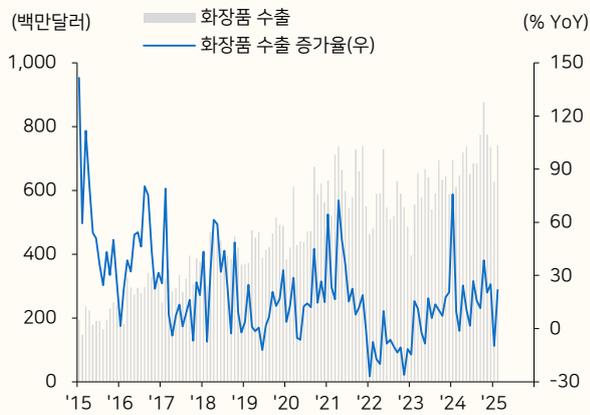
(십억원, %)	항목	4Q23	4Q24P	YoY(%)	2023	2024P	YoY(%)	컨센서스	
								4Q24	2024
아모레퍼시픽 (090430)	매출	926.0	1,091.7	17.9	3,674.0	3,885.1	5.7	1,036.3	3,774.1
	영업이익	20.7	78.5	279.7	108.2	220.5	103.8	81.0	223.0
	순이익	42.7	-46.2	적전	180.1	601.0	233.7	76.3	686.9
	OPM(%)	2.2	7.2	-	2.9	5.7	-	7.8	5.9
LG생활건강 (051900)	매출	1,567.2	1,609.9	2.7	6,804.8	6,811.9	0.1	1,593.2	6,832.1
	영업이익	54.7	43.4	-20.7	487.0	459.0	-5.7	56.6	476.6
	순이익	-122.1	-85.6	적지	142.8	189.1	32.5	23.9	303.7
	OPM(%)	3.5	2.7	-	7.2	6.7	-	3.6	7.0
코스맥스 (192820)	매출	436.7	558.0	27.8	1,777.5	2,166.1	21.9	515.4	2,122.9
	영업이익	22.5	39.8	76.7	115.7	175.4	51.6	37.5	172.8
	순이익	4.7	11.9	150.6	57.1	85.8	50.2	18.9	92.2
	OPM(%)	5.2	7.1	-	6.5	8.1	-	7.3	8.1
한국콜마 (161890)	매출	551.9	590.5	7.0	2,155.7	2,452.1	13.7	609.2	2,470.3
	영업이익	37.4	36.8	-1.4	136.1	195.6	43.7	51.0	210.0
	순이익	-46.9	40.9	흑전	5.2	97.4	1,776.5	14.5	72.6
	OPM(%)	6.8	6.2	-	6.3	8.0	-	8.4	8.5
펄텍코리아 (251970)	매출	72.7	89.9	23.6	284.5	337.5	18.6	86.8	334.6
	영업이익	8.2	13.0	58.7	35.3	48.4	37.1	12.3	47.8
	순이익	5.4	10.8	98.1	27.0	32.7	21.1	8.2	31.2
	OPM(%)	11.3	14.5	-	12.4	14.3	-	14.2	14.3
실리콘투 (257720)	매출	105.7	173.6	64.2	342.9	691.5	101.7	192.4	714.0
	영업이익	14.9	26.0	74.4	47.8	137.0	186.6	39.0	152.0
	순이익	10.0	33.9	239.9	38.0	122.7	222.6	29.2	121.0
	OPM(%)	14.1	15.0	-	13.9	19.8	-	20.3	21.3
브이티 (018290)	매출	88.8	112.4	26.6	295.5	431.7	46.1	109.1	425.5
	영업이익	18.8	29.1	54.9	45.6	110.9	143.3	30.5	111.8
	순이익	13.3	34.0	156.2	27.3	96.6	254.3	21.2	84.1
	OPM(%)	21.2	25.9	-	15.4	25.7	-	28.0	26.3
아이패밀리에스씨 (114840)	매출	42.0	48.4	15.2	148.7	204.9	37.8	50.8	207.4
	영업이익	7.6	5.8	-23.6	24.0	33.6	40.2	9.3	37.2
	순이익	7.0	4.5	-35.1	20.0	28.5	42.5	7.4	31.3
	OPM(%)	18.2	12.0	-	16.1	16.4	-	18.3	17.9
코스메카코리아 (241710)	매출	122.7	128.3	4.6	470.7	524.3	11.4	130.8	536.4
	영업이익	15.0	13.3	-11.3	49.2	60.4	22.8	16.5	65.9
	순이익	4.7	11.8	154.3	22.3	42.8	92.0	9.8	41.5
	OPM(%)	12.3	10.4	-	10.4	11.5	-	12.6	12.3
씨앤씨인터내셔널 (352480)	매출	63.2	56.3	-10.9	220.3	282.9	28.4	60.9	289.9
	영업이익	9.1	0.0	-99.7	32.1	29.0	-9.8	4.7	34.7
	순이익	8.8	3.9	-55.0	31.4	33.2	5.8	1.8	34.6
	OPM(%)	14.3	0.1	-	14.6	10.2	-	7.7	12.0
클리오 (237880)	매출	89.7	78.3	-12.7	330.6	351.4	6.3	95.5	368.6
	영업이익	11.6	0.1	-99.1	33.8	24.6	-27.2	9.7	34.4
	순이익	6.7	2.4	-64.5	27.7	27.9	0.6	7.6	31.5
	OPM(%)	12.9	0.1	-	10.2	7.0	-	10.2	9.3
애경산업 (018250)	매출	175.8	171.1	-2.6	668.9	679.1	1.5	170.5	678.5
	영업이익	11.6	3.9	-66.4	61.9	47.4	-23.5	8.3	51.5
	순이익	7.4	8.0	7.2	48.8	40.2	-17.4	6.4	37.5
	OPM(%)	6.6	2.3	-	9.3	7.0	-	4.9	7.6

주1: 브이티 4Q24P 지배주주순이익은 추정치
 자료: 각 사, FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

II. 산업동향과 매크로 분석

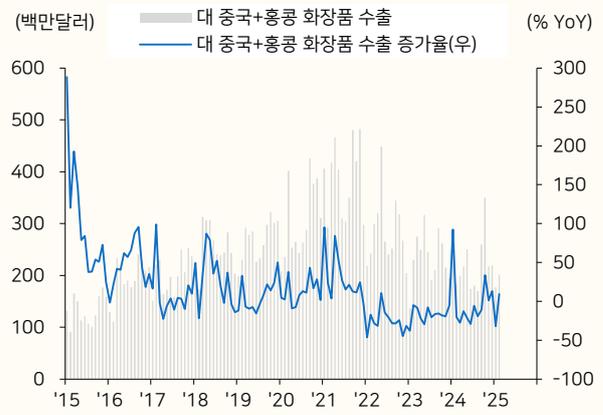
- 2월 한국 화장품 수출액: 7.4억달러(YoY 21.7%)
 - 중국+홍콩: 2.0억달러(YoY 9.4%)
 - 미국: 1.2억달러(YoY 19.1%)
 - 일본: 0.8억달러(YoY 9.0%)
 - 아시아 7개국: 1.1억달러(YoY 7.9%)
 - 유럽 5개국: 0.7억달러(YoY 42.4%)
- 국가별 수출 비중: 중국+홍콩 27%, 미국 16%, 일본 10%, 아시아 7개국 15%, 유럽 5개국 9%
- 2월 외국인 입국자 수: 111.7만명(YoY 26.8%)
- 2월 중국인 입국자 수: 36.4만명(YoY 30.1%)

그림8 한국의 화장품 수출



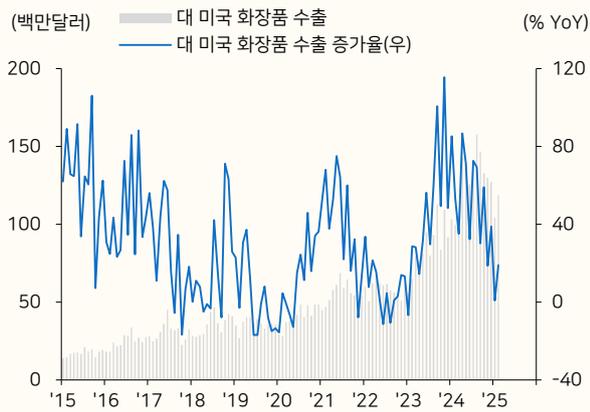
자료: 관세청, 메리츠증권 리서치센터

그림9 대 중국+홍콩 화장품 수출



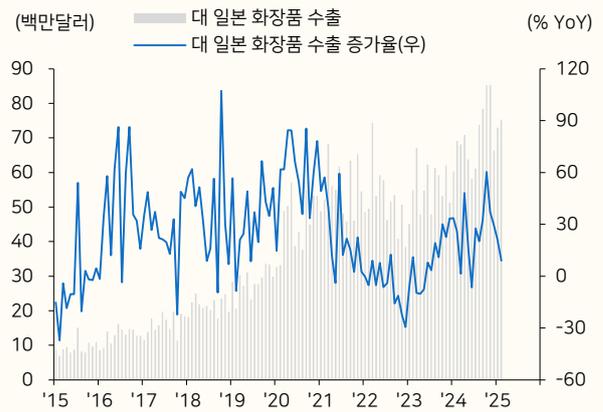
자료: 관세청, 메리츠증권 리서치센터

그림10 대 미국 화장품 수출



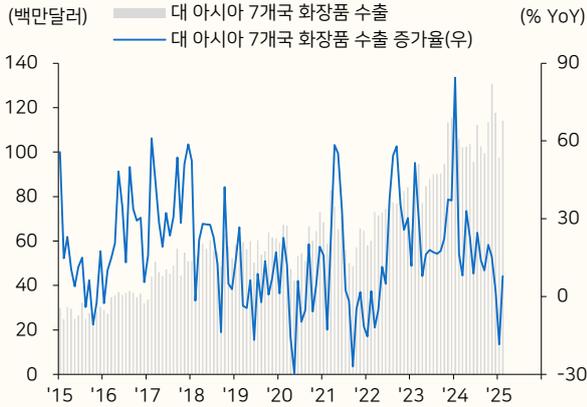
자료: 관세청, 메리츠증권 리서치센터

그림11 대 일본 화장품 수출



자료: 관세청, 메리츠증권 리서치센터

그림12 대 아시아 7개국 화장품 수출



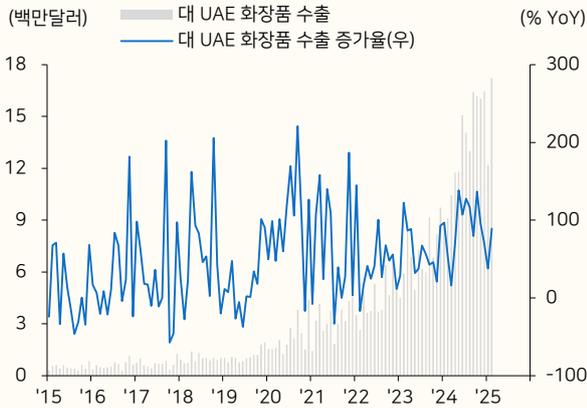
자료: 관세청, 메리츠증권 리서치센터

그림13 대 유럽 5개국 화장품 수출



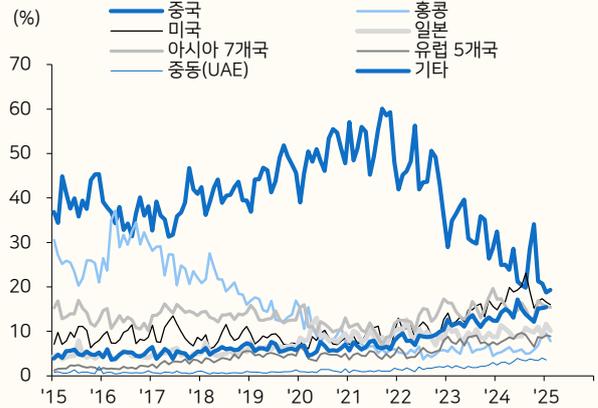
자료: 관세청, 메리츠증권 리서치센터

그림14 대 중동(UAE) 화장품 수출



자료: 관세청, 메리츠증권 리서치센터

그림15 한국 화장품 수출 국가별 비중



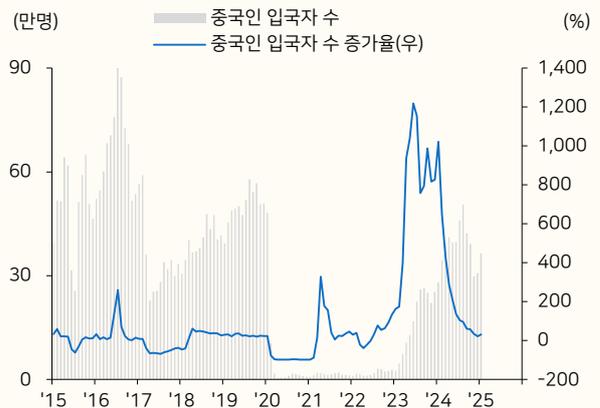
자료: 관세청, 메리츠증권 리서치센터

그림16 외국인 입국자 수 추이



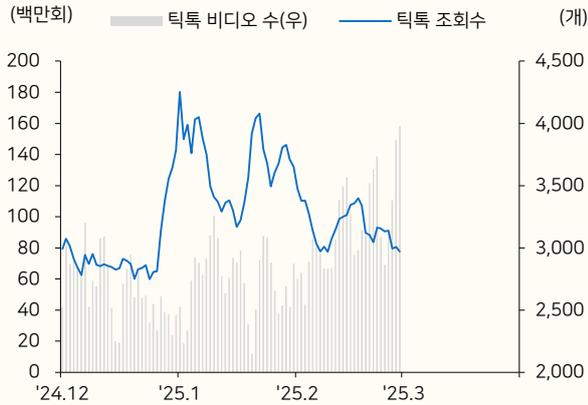
자료: 한국관광공사, 메리츠증권 리서치센터

그림17 중국인 입국자 수 추이



자료: 한국관광공사, 메리츠증권 리서치센터

그림18 #kbeauty 틱톡 트렌드



자료: exolyt, 메리츠증권 리서치센터

그림19 #koreanskincare 틱톡 트렌드



자료: exolyt, 메리츠증권 리서치센터

그림20 #koreanmakeup 틱톡 트렌드



자료: exolyt, 메리츠증권 리서치센터

그림21 #glassskin 틱톡 트렌드



자료: exolyt, 메리츠증권 리서치센터

그림22 #reedleshot 틱톡 트렌드



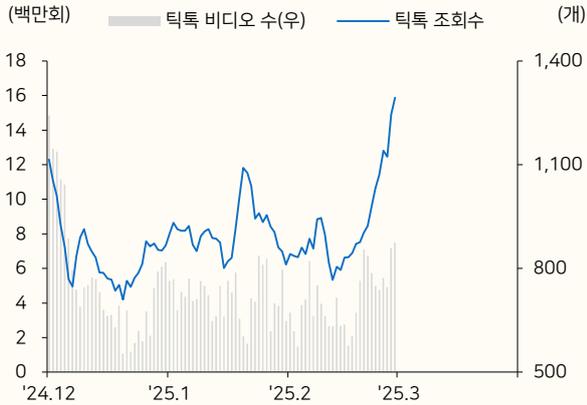
자료: exolyt, 메리츠증권 리서치센터

그림23 #auna 틱톡 트렌드



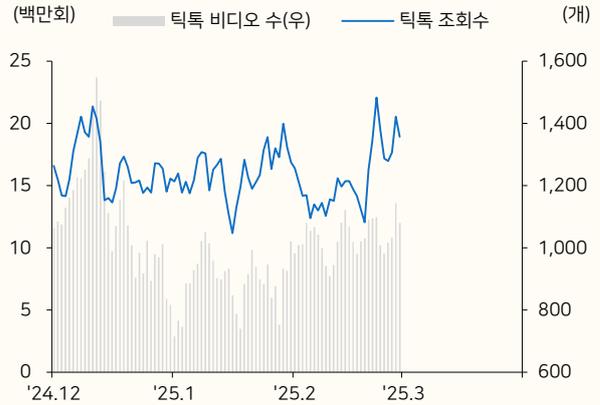
자료: exolyt, 메리츠증권 리서치센터

그림24 #medicube 틱톡 트렌드



자료: exolyt, 메리츠증권 리서치센터

그림25 #skin1004 틱톡 트렌드



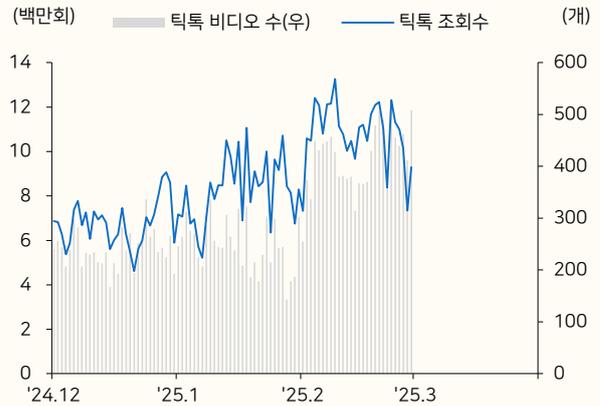
자료: exolyt, 메리츠증권 리서치센터

그림26 #cosrx 틱톡 트렌드



자료: exolyt, 메리츠증권 리서치센터

그림27 #romand 틱톡 트렌드



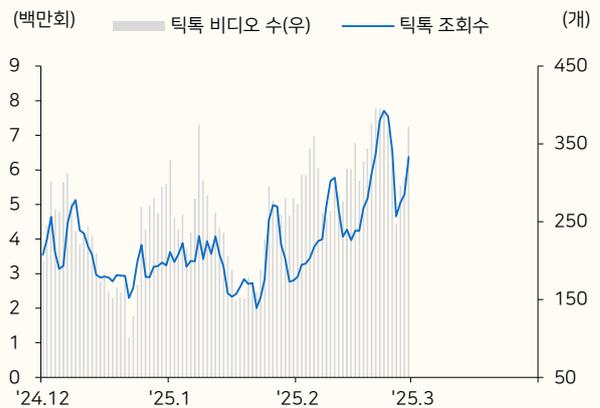
자료: exolyt, 메리츠증권 리서치센터

그림28 #beautyofjoseon 틱톡 트렌드



자료: exolyt, 메리츠증권 리서치센터

그림29 #laneige 틱톡 트렌드



자료: exolyt, 메리츠증권 리서치센터

III. 기업 Update

실리콘투 4Q24 실적: 미국 매출 부진이 추세적인 것만 아니라면

1. 4Q24 실적	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 매출 1,736억원(YoY 64.2%), 영업이익 260억원(YoY 74.7%) - 미국 매출 QoQ 50% 감소 i) 아이허브 선블럭 부진(OTC 규제로 인해 정체), ii) 아마존 경쟁심화 단가 하락 iii) 고객사 재고 소진으로 발주 위축 - 중동 일시적 부진: 급격한 매출 증가로 운영 미숙, 11월 긴 연휴(중동+한국) - 매출총이익률 소폭 하락 - 판관비 증가: 상여금 YoY 3배 증가, 물류이전비용 - 순이익 증가: 외화환산이익/외환차익 효과 							
2. 2025년 1분기 전망	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 매출 YoY 23%, 영업이익 379억원(YoY 29%) 추정 아이허브 매출 및 신제품 납품 정상화, 미국 QoQ 큰 폭 회복 예상 ▪ 유럽 고신장, 중동 1분기 법인 설립 및 물류센터 2개 확보 예정 							
3. 투자판단(Buy, 적정주가 4.2만원/CP 2.66만원)	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 시장 기대치 크게 미달하는 어닝 쇼크 ▪ 미국 이외, 유럽/중동 지역 고성장, 오프라인 빠른 성장 고무적 지역 및 채널 균형으로 K뷰티 글로벌 모멘텀 흡수 지속 ▪ 12MF PER 11.2배, 1분기 실적이 의심스럽다고 해도 조금 비중을 늘려 놓고 1분기 실적을 기다려도 부담 없는 가격 							
(십억원, %)	4Q23	4Q24P	% YoY	2023	2024P	% YoY	컨센서스	
							4Q24	2024
매출액	105.7	173.6	64.2	342.9	691.5	101.7	192.4	714.0
영업이익	14.9	26.0	74.4	47.8	137.0	186.6	39.0	152.0
순이익	10.0	33.9	239.9	38.0	122.7	222.6	29.2	121.0
영업이익률(%)	14.1	15.0	-	13.9	19.8	-	20.3	21.3

자료: 실리콘투, Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

브이티 4Q24 실적: 양호한 실적, 국내 사업 불확실성 해소 필요

- 1. 4Q24 실적**

 - 매출 1,123억원(YoY 26.6%), 영업이익 291억원(YoY 54.6%)
 - 브이티 별도(화장품): 매출 978억원(YoY 77%), 영업이익 283억원(YoY 116%. OPM 29%) 추정
 - 국내 YoY 188%, 12월 소비심리 하락으로 3분기 대비 매출 감소, 올리브영과 다이소 매출이 모두 QoQ 감소
 - 일본 YoY 20%, 온라인 매출 정체 불구 오프라인 입점 확대 효과 전분기 대비 견조한 성장세 지속
 - 중국 76억원(YoY 35%), 미국 48억원(YoY 2,158%), 기타 69억원(YoY 213%, 소피 32억원)등 매출 규모는 작지만 3분기 대비 두배 이상 성장세
 - 중국 광군제/왓슨스(재고확보 차원에서 증가) 등 매출 호조, 미국 아마존 등 확대, 기타 동남아/유럽 등 수출 확대
 - 이앤씨: 매출 378억원, 영업이익 21원 OPM 5%
 - 재고조정 영향(23억원 추정) 일시적 수익성 하락
- 2. 2025년 1분기 전망**

 - 1분기 매출 YoY 4%, 영업이익 255억원(YoY 7%) 추정
 - 국내외 계절적 프로모션 공백기, 국내 내수 부진 및 이커머스 리빙딩(컬리/쿠팡/지그재그 → 무신사/11번가) 영향 QoQ 매출 감소 전망
 - 스킨팩 공장 화재로 납품 지연
 - 중국 위생허가 이후 발주 4월부터 시작
- 3. 투자판단(Buy, 적정주가 4.6만원/CP 3.38만원)**

 - 기대치 소폭 미달하지만 양호한 실적
 - 국내 사업 부진 불구, 일본 오프라인 고신장, 중국/미국 등 신규 지역 확대 전략 가시화 등 고무적
 - 12MF PER 12.8배, 1분기 실적 모멘텀 악화 아쉬움, 국내 사업 불확실성 해소 필요

(십억원, %)	4Q23	4Q24P	% YoY	2023	2024P	% YoY	컨센서스	
							4Q24	2024
매출액	88.8	112.4	26.6	295.5	431.7	46.1	109.1	425.5
영업이익	18.8	29.1	54.9	45.6	110.9	143.3	30.5	111.8
순이익	13.3	34.0	156.2	27.3	96.6	254.3	21.2	84.1
영업이익률(%)	21.2	25.9	-	15.4	25.7	-	28.0	26.3

자료: 브이티, Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

한국콜마 4Q24 실적: 견조한 국내, 북미 사업 모멘텀 기대

▪ **연결 매출 5,905억원(YoY 7.0%), OP 368억원(YoY -1.4%, OPM 6.2%(YoY -0.6%p))**
 - 국내 별도: 매출 YoY 13%, 영업이익 181억원(YoY -2%, OPM 7.5%)
 선케어 매출 YoY 187% 증가, 비수기 불구 수출 브랜드 중심 선케어 매출 확대(선케어 매출 비중 25%, 약 3천억원)
 글로벌 브랜드 직수출 증가(직수출 비중 5% → 7%, * 간접수출(국내 브랜드사 수출) 비중 50% 추정)
 판관비: 인센티브 60억원(기존 예상 35억원), 총당금 18억원(고객 클레임 관련) → 예상보다 43억원 증가
 - 무석(중국): 매출 299억원(YoY -8%), 영업이익 -15억원(YoY 적자전환)
 경기 둔화에 따른 고객사 주문 감소
 카테고리별 매출 비중: 선케어 5%, 스킨케어 21%, 메이크업 72%
 - PTP(미국) 매출 200억원(YoY 76%), 영업이익 12억원(YoY 흑자전환)
 1공장 33억원, 연간 38억원 흑자 기록
 2공장 3월 말 완공, 기존 로컬 고객+한국/캐나다/프랑스 고객사 On-Shore 생산 논의중
 - CSR(캐나다) 매출 87억원(YoY -5%), 영업이익 -21억원(YoY 적자지속)
 글로벌 고객사 주문 감소 영향
 - 기타 계열사
 연우: 매출 615억원(YoY Flat), 영업이익 -10억원(YoY 적자전환), 사업구조 개선 중
 HKN: 매출 YoY 5%, 영업이익 244억원(YoY 13%, OPM 10.3%), 케이캡 처방 504억원(YoY 26%)
 ETC(순환기, 당뇨/신장) 합산 매출 946억원(YoY 112%),
 고혈압(카나브)/당뇨(직듀오,포시가,시다프비아)판매 효과 지속
 - 영업외손익
 관계기업처분이익 128억원: 라카 지분 매각 차이
 종속기업손상차손환입 317억원: 중국법인 실적 개선 영향
 해외법인 손상차손 205억원(미국 95억원, 캐나다 40억원, 석우캐나다 70억원)

1. 4Q24 실적

2. 1분기 및 2025년 전망

▪ 1분기 연결 영업이익 476억원(YoY 47%) 추정
 국내 견조한 매출 성장 지속, 중국 YoY 10% 이상, 미국 YoY 100% 이상, 연우 600억원 후반 예상
 ▪ 2025년 가이던스: 국내 매출 YoY 15%, 중국 매출 1,500억원 OP 80억원, 미국 연간 BEP
 캐나다 매출 400억원 OP -70억원, 연우 매출 2,800억원, OPM 3%, 이노엔 매출 YoY 7%, OPM 10%

3. 투자판단(Buy, 적정주가 7.6만원/CP 6.14만원)

▪ 시장 기대치 못미치는 부진한 실적(일회성 비용과 계열사 실적 부진 영향)
 ▪ 2025년 국내 견조한 실적 개선과 함께 미국 법인 실적 모멘텀 기대, 중국은 플러스 알파
 ▪ 12MF PER 9.7배, 비중 확대 유효

(십억원, %)	4Q23	4Q24P	% YoY	2023	2024P	% YoY	컨센서스	
							4Q24	2024
매출액	551.9	590.5	7.0	2,155.7	2,452.1	13.7	609.2	2,470.3
영업이익	37.4	36.8	-1.4	136.1	195.6	43.7	51.0	210.0
순이익	-46.9	40.9	흑전	5.2	97.4	1,776.5	14.5	72.6
영업이익률(%)	6.8	6.2	-	6.3	8.0	-	8.4	8.5

자료: 한국콜마, Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

코스맥스 4Q24 실적: K-뷰티 글로벌 모멘텀을 그대로 흡수한 실적

1. 4Q24 실적

- 연결 매출 5,580억원(YoY 27.8%), OP 398억원(YoY 76.8%), 지배주주순이익 73억원(YoY 53.1%)
 - 매출 YoY 39.7%, OP 346억원(YoY 97.6%), OPM 10%(YoY +2.9%p)
- 매출 증가에 따른 영업 레버리지 효과, 제품 믹스 개선(기초:색조=5:5, 티르티르 파운데이션 등 고마진 제품 호조)으로 높은 이익률 달성
 - 중국: 매출 YoY 5.1%, 순이익 13억원(YoY -63%)
- 상해: 매출 YoY -14%, 경기 부진 지속, 주요 고객사 매출 역성장
 - 광저우: 매출 YoY 43%, 신규 고객사 선전, 잇센JV 연결 효과
- 미국: 매출 YoY -21.3%, 손손실 147억, 기존 고객사 주문량 감소
 - 영업외 50억 일회성 비용(유형자산 폐기손실 및 손상차손 30억원+일회성 노무비 20억원(코로나 정부지원금 조사))
- 동남아: 매출 YoY 49%, 순이익 11억원(YoY 흑자전환), 로컬 제품 선호도 증가+인근 국가로 수출 물량 증가
 - 인도네시아: 매출 YoY 40%, 순이익 -17억원, 법인세 4분기 일시 인식('25년 이후 분기 반영)
 - 태국: 매출 YoY 78%, 순이익 28억원(흑전), 연매출 100억원 고객사 출현

2. 1분기 및 2025년 전망

- 1분기 영업이익 451억원(YoY -1%) 추정, 본사 매출 YoY 23%, 중국 매출 YoY -6% 가정
- 2025년 가이던스(매출 YoY): 국내 20%, 광저우10%(잇센JV 20%), 상해 3%, 인도네시아 25%, 태국 50%, 미국 10%
- 국내: 영업이익률 10%, 미국 분기 BEP 달성
- 인도네시아 할랄 인증 설비 유일, 당분간 독보적 성장 가능, 중국/미국 법인 신규 수주 및 고정비 부담 절감 효과

3. 투자판단(Buy, 적정주가 23만원/CP 17.13만원)

- 시장 기대치 넘어서는 좋은 실적
- 국내/동남아 고성장으로 중국/미국 사업 부진 극복, 중/미 실적은 신규 수주 증가로 2025년 상저하고 회복세 전망
- 12MF PER 13.8배, i) K-뷰티 글로벌 확대 최대 수혜, ii) 글로벌 ODM 사업 확장 독보적 경쟁력, iii) 중국 한한령 해제 및 소비경기 회복 시 추가적인 실적 모멘텀 가능

(십억원, %)	4Q23	4Q24P	% YoY	2023	2024P	% YoY	컨센서스	
							4Q24	2024
매출액	436.7	558.0	27.8	1,777.5	2,166.1	21.9	515.4	2,122.9
영업이익	22.5	39.8	76.7	115.7	175.4	51.6	37.5	172.8
순이익	4.7	11.9	150.6	57.1	85.8	50.2	18.9	92.2
영업이익률(%)	5.2	7.1	-	6.5	8.1	-	7.3	8.1

자료: 코스맥스, Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

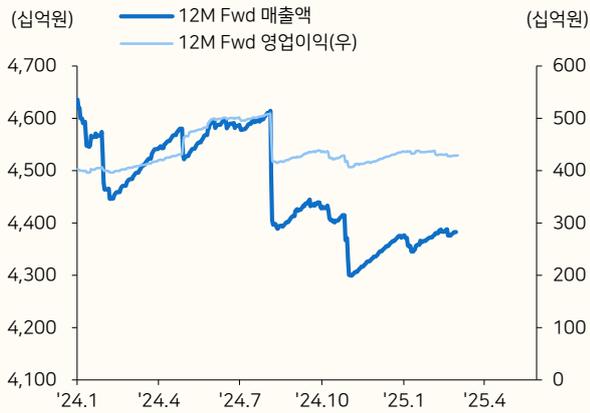
IV. 주요 화장품 기업 주가 수익률 및 컨센서스 추이

그림30 주요 화장품 기업 기간별 주가수익률 추이

회사명	종목코드	기간별 주가 수익률(%)					지수 대비 초과수익률(%)				
		1주일	1개월	3개월	6개월	1년	1주일	1개월	3개월	6개월	1년
KOSPI	KOSPI	-4.3	3.2	1.3	-4.9	-4.1	-	-	-	-	-
KOSDAQ	KOSDAQ	-3.8	5.7	7.7	-2.2	-13.8	-	-	-	-	-
업종지수	WICS 화장품	-1.2	-0.2	5.4	-9.0	0.4	3.1	-3.4	4.0	-4.0	4.6
아모레퍼시픽	090430	-1.3	-4.3	7.0	-8.6	-2.0	3.0	-7.5	5.7	-3.6	2.1
LG생활건강	051900	-2.3	6.3	-2.4	-10.0	0.2	2.0	3.1	-3.7	-5.1	4.3
코스맥스	192820	11.5	9.2	20.2	37.6	59.2	15.7	6.0	18.9	42.5	63.3
한국콜마	161890	6.4	4.6	10.0	-12.0	29.4	10.7	1.4	8.7	-7.1	33.5
코스메카코리아	241710	-6.0	-18.8	-25.9	-52.1	4.8	-1.7	-22.0	-27.2	-47.1	9.0
씨엔씨인터내셔널	352480	-6.7	0.7	-22.1	-67.0	-47.2	-2.5	-2.5	-23.4	-62.1	-43.0
팜텍코리아	251970	-0.8	-8.0	13.2	22.7	77.3	3.4	-11.2	11.9	27.6	81.5
실리콘투	257720	-25.9	-8.7	-5.5	-37.5	187.8	-21.6	-11.9	-6.8	-32.6	191.9
에이피알	278470	8.3	40.0	11.8	2.6	-1.3	12.5	36.8	10.5	7.6	#N/A
브이티	018290	-8.8	6.3	-13.5	8.3	103.7	-4.5	3.1	-14.8	13.3	107.8
아이패밀리에스씨	114840	-5.2	-12.8	6.1	-8.1	17.2	-0.9	-16.0	4.8	-3.1	21.4
클리오	237880	0.7	0.9	-0.7	-43.5	-39.5	5.0	-2.3	-2.0	-38.6	-35.4
에스티로더	EL US	-4.2	-13.1	-7.2	-22.3	-51.7	-3.8	-12.5	-5.6	-30.0	-67.4
로레알	OR FP	1.5	-0.2	7.1	-11.2	-20.1	1.3	-3.5	-4.7	-18.3	-22.4
시세이도	4911 JT	1.1	6.6	2.5	-15.2	-34.4	0.3	6.3	3.4	-15.1	-35.1
얼타뷰티	ULTA US	0.7	-10.2	-7.3	2.1	-33.4	1.2	-9.6	-5.7	-5.6	-49.0
엘프뷰티	ELF US	-6.8	-24.8	-44.9	-49.9	-67.7	-6.3	-24.1	-43.3	-57.6	-82.4

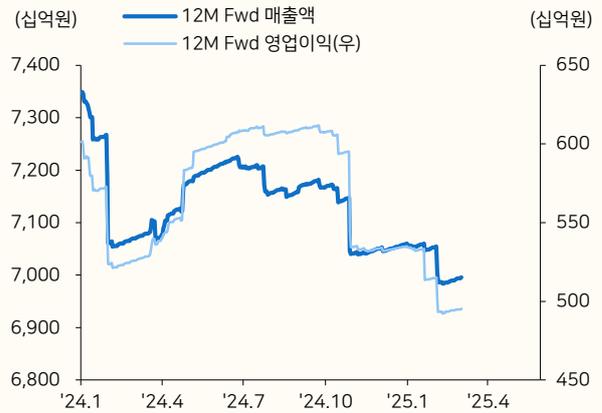
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림31 아모레퍼시픽 12M Fwd 컨센서스 추이



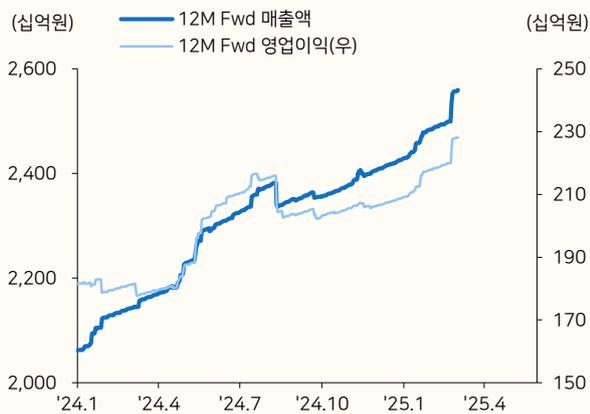
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림32 LG생활건강 12M Fwd 컨센서스 추이



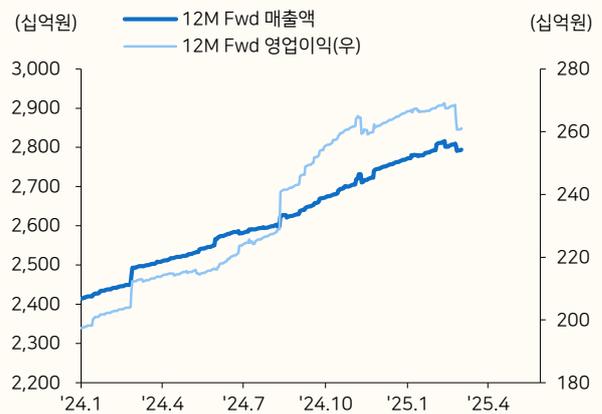
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림33 코스맥스 12M Fwd 컨센서스 추이



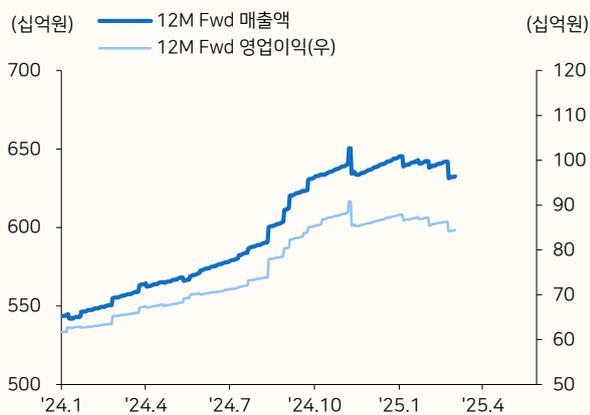
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림34 한국콜마 12M Fwd 컨센서스 추이



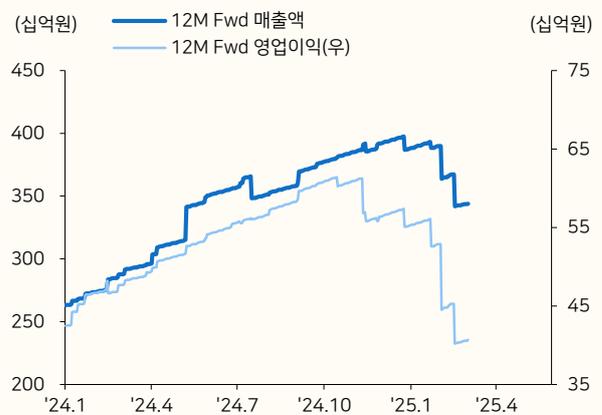
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림35 코스메카코리아 12M Fwd 컨센서스 추이



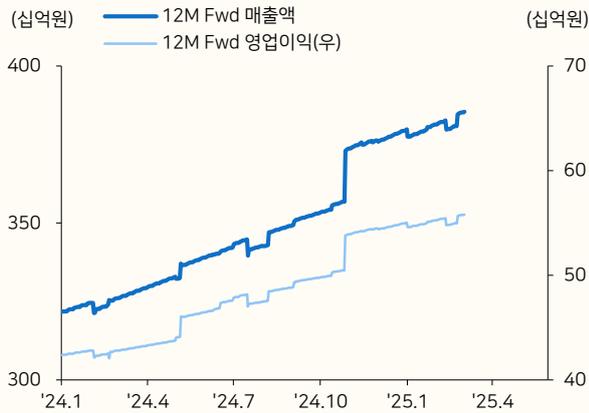
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림36 씨앤씨인터내셔널 12M Fwd 컨센서스 추이



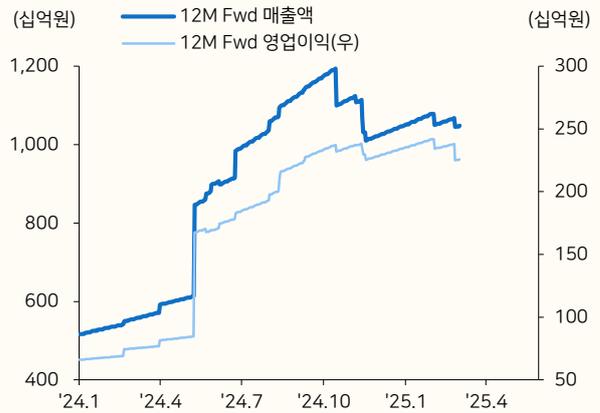
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림37 펌텍코리아 12M Fwd 컨센서스 추이



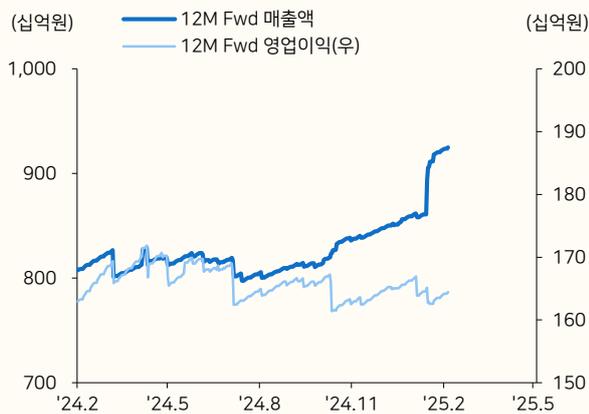
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림38 실리콘투 12M Fwd 컨센서스 추이



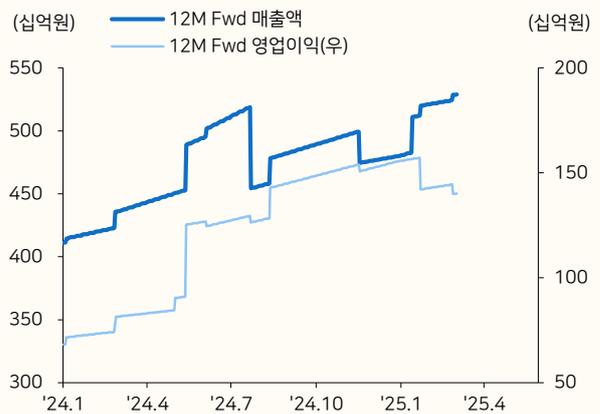
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림39 에이피알 12M Fwd 컨센서스 추이



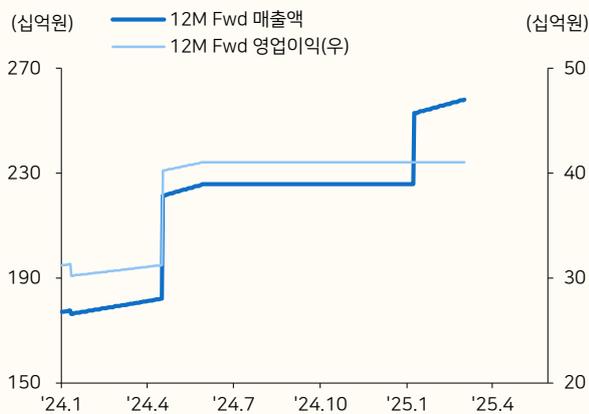
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림40 브이티 12M Fwd 컨센서스 추이



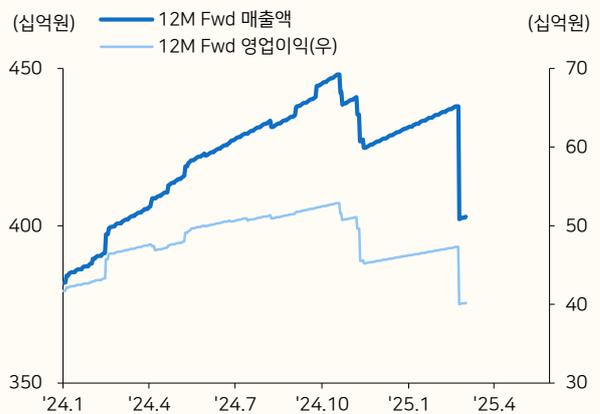
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림41 아이패밀리에스씨 12M Fwd 컨센서스 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림42 클리오 12M Fwd 컨센서스 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

V. 주간 주요 뉴스 Clipping

K뷰티 'ODM 투톱'... "대규모 해외 증설" (한국경제)

- 코스맥스, 한국콜마 미국, 중국 등에서 증설 추진
- 코스맥스는 1,300억원 투자해 중국 상하이 신사옥 건설
- 한국콜마는 상반기 미국 펜실베이니아 2공장 완공 예정

URL: <https://buly.kr/5UHGjK5>

티르티르, 美최대 뷰티숍 '얼타'입점... 북미·멕시코 시장 공략(싱글리스트)

- 티르티르, 8월 얼타 400개 이상 매장 입점 예정
- 얼타 멕시코 첫 진출 입점 브랜드로 선정
- 얼타 프레스티지존 배치, 에스티로더/펜티뷰티 등과 함께 진열

URL: <https://buly.kr/ESxulWe>

달리는 K뷰티, 짝퉁 암초... 작년 위조 의심 112만개, 美서도 발견(동아일보)

- 짝퉁 의심 제품 1년새 12% 급증
- K뷰티 위조 의심 제품 111만 5,816건 발견
- 재제 조치 8만 8,392건 불과

URL: <https://buly.kr/AapFXYM>

아마존 넘어서 코스트코로... 美 오프라인 진격하는 K뷰티(조선비즈)

- K뷰티, 미국 오프라인 시장 본격 공략
- 코스트코, 타겟 등 대형마트 입점해 소비자 저변 확대
- 온라인, 뷰티 전문 매장 넘어 대형 유통채널까지 진출

URL: <https://buly.kr/CLyq4lm>

"전 세계가 반했다" ...K뷰티 성지 올리브영(이코노미스트)

- 지난해 올리브영 매장에서 189개 국적 외국인 총 942건 결제
- 외국인 관광객 방문 매장 수 1,264개(전체 1,371개)
- 외국인 매출 YoY 140% 증가, 유럽권 성장세 두드러짐

URL: <https://buly.kr/EziCn1u>

'14억 대국'서도 K뷰티 열풍...스킨1004, '인도 올리브영' 뚫었다(한국경제)

- 인도 최대 뷰티 이커머스 '티라' 비롯, '나이카', '아마존' 등 현지 주요 플랫폼 9곳 입점
- 2026년까지 인도 내 K뷰티 시장 CAGR 9.4% 성장할 전망
- 아모레퍼시픽, 코스맥스도 인도 시장 네트워크 넓혀가는 중

URL: <https://buly.kr/3j7i0ko>

상장 앞둔 K-뷰티, 1조 밸류 속출... 잭팟 투자사(마켓인)

- 달비글로벌 상장 기대감 고조, F1간 구주거래 활발
- 비나우(넘버즈인), 최근 삼성증권 주관사로 IPO 본격화
- 높은 투자 매력도와 공모가 거품 우려 공존

URL: <https://buly.kr/7mB8ZWz>

에이피알 메디큐브, 유럽 전역 진출..."대량 공급 계약"(뉴스1)

- 유럽 현지 유통사와 대량 공급 계약
- 메디큐브/에이프릴스킨 화장품 22종, 뷰티 디바이스 '부스터 프로' 수출
- 금번 수출 물량 중 화장품 대량 발주

URL: <https://buly.kr/jYpMU6>

실리콘투, 발란 경영권 확보 조건으로 150억원 투자(한국경제)

- 발란 사모 CB 150억원 취득
- 만기이자율 4%, 전환가액 6만 1,171억원
- 발란 지분 50% 확보할 수 있는 콜옵션도 보유

URL: <https://buly.kr/9tAFu28>

Compliance Notice

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

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

투자등급 관련사항 (2023년 8월 4일부터 기준 변경 시행)

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

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	85.3%
중립	14.8%
매도	0.0%

2024년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

코스맥스 (192820) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2023.01.16	기업브리프	Buy	83,000	하누리	-4.2	3.4	
2023.03.10	기업브리프	Buy	98,000	하누리	-19.2	-17.1	
2023.04.13	기업브리프	Buy	100,000	하누리	-22.4	-14.3	
2023.05.15	기업브리프	Buy	140,000	하누리	-36.9	-32.7	
2023.07.04	기업브리프	Buy	150,000	하누리	-34.5	-17.5	
2023.08.11	기업브리프	Buy	200,000	하누리	-37.6	-23.3	
2024.03.08	기업브리프	Buy	165,000	하누리	-29.9	-21.2	
2024.04.12	기업브리프	Buy	160,000	하누리	-14.5	-1.4	
2024.05.14	기업브리프	Buy	190,000	하누리	-12.7	-9.3	
2024.05.31	산업분석	Buy	230,000	하누리	-34.5	-14.0	
2024.10.14				Univ Out			
2024.11.26	산업분석	Buy	195,000	박종대	-24.8	-14.1	
2025.01.20	산업분석	Buy	230,000	박종대	-	-	

한국콜마 (161890) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2023.02.28	기업브리프	Buy	52,000	하누리	-22.4	-18.4	
2023.04.13	기업브리프	Buy	55,000	하누리	-25.1	-18.5	
2023.05.15	기업브리프	Buy	62,000	하누리	-38.3	-36.5	
2023.05.24	Indepth	Buy	60,000	하누리	-30.5	-26.2	
2023.07.04	기업브리프	Buy	65,000	하누리	-26.4	-12.6	
2023.08.14	기업브리프	Buy	77,000	하누리	-30.9	-24.5	
2023.10.13	기업브리프	Buy	70,000	하누리	-28.5	-20.4	
2024.04.11	기업브리프	Buy	63,000	하누리	-17.8	-6.3	
2024.05.31	산업분석	Buy	75,000	하누리	-14.8	-2.7	
2024.08.12	기업브리프	Buy	85,000	하누리	-18.0	-10.4	
2024.10.14				Univ Out			
2024.11.26	산업분석	Buy	70,000	박종대	-21.2	-13.7	
2025.01.20	산업분석	Buy	76,000	박종대	-	-	

실리콘투 (257720) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2024.12.11	산업분석	Buy	37,000	박종대	-14.2	-6.6	
2025.01.20	산업분석	Buy	42,000	박종대	-	-	

브이티 (018290) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	

2024.12.11	산업분석	Buy	51,000	박종대	-23.3	-15.1	(원) — 브이티 — 적정주가
2025.01.20	산업분석	Buy	46,000	박종대	-	-	

