

2025년 05월 15일 | 키움증권 리서치센터

산업분석 | 화장품/의류 하반기 전망

## 햇살은 수출에서 찾자

화장품/의류 Analyst 조소정 sojcho@kiwoom.com



## Contents



|                              |   |
|------------------------------|---|
| 2025년 하반기 전망:<br>햇살은 수출에서 찾자 | 2 |
|------------------------------|---|

### I. 화장품: 미국을 넘어, 전 세계로 3

|                                        |    |
|----------------------------------------|----|
| 》 미국의 보호무역주의:<br>위기를 기회로               | 3  |
| 》 글로벌 확장의 비결은<br>'온라인 바이럴' & '글로벌 B2B' | 8  |
| 》 화장품 업종 투자전략                          | 15 |

### II. 섬유 의복: 기회는 중국에 있다 16

|                      |    |
|----------------------|----|
| 》 비중국: 비우호적인 영업환경 지속 | 16 |
| 》 중국: 성장하는 아웃도어 시장   | 19 |
| 》 섬유 의복 업종 투자전략      | 23 |

### 기업분석 24

|                 |    |
|-----------------|----|
| 》 에이피알 (278470) | 25 |
| 》 실리콘투 (257720) | 28 |
| 》 한국콜마 (161890) | 31 |
| 》 F&F (383220)  | 34 |

#### Compliance Notice

- 당사는 05월 15일 현재 보고서에 언급된 종목들의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

## 햇살은 수출에서 찾자

### >>> 화장품: 글로벌 확장기

하반기 K-뷰티 산업은 글로벌 시장을 향해 계속 나아갈 전망이다. 미국의 보호무역 기조는 단기 리스크로 작용할 수 있으나, 동시에 국내 브랜드의 매력을 부각시킬 수 있는 기회 요인이기도 하다. 실제로 2022~23년 인플레이션 시기, 국내 브랜드들은 합리적인 가격과 제품력을 바탕으로 미국 시장 내 입지를 강화하였다. 이번 인플레이션에서도 K뷰티의 가성비 매력이 부각될 것이며, 외형 성장세가 더욱 강화될 전망이다.

한편 미국 외 지역에서도 높은 성장세가 기대된다. 미국에서의 온라인 바이럴이 유럽, 동남아, 중남미 등지로 확산되면서 K뷰티 브랜드들의 인지도가 향상되고 있다. 특히 미국 내 SNS 바이럴과 아마존 순위 등은 해외 시장 진출의 신호탄 역할을 하고 있으며, 글로벌 B2B 파트너는 현지 유통망과 소비자 이해를 바탕으로 브랜드의 빠른 정착을 돕고 있다. 하반기에도 K뷰티의 글로벌 확장이 지속될 것이며, 성장의 핵심인 브랜드사 뿐 아니라, 유통업체, ODM사의 수혜를 기대한다.

화장품 업종 최선호주로 에이피알, 관심종목으로는 실리콘투와 한국콜마를 제시한다.

### >>> 섬유 의복: 중국 선호

최근 중국 내 트레킹, 등산 등 야외 활동이 젊은 소비자층을 중심으로 일상 여가로 자리잡으며 관련 수요가 빠르게 확대되고 있다. 실제로 5월 연휴 전후로 아웃도어 콘텐츠 조회수와 제품 판매가 동반 상승한 점은 수요 기반이 견고함을 시사한다.

이러한 흐름 속에서 F&F는 디스커버리 브랜드를 앞세워 중국 시장 공략에 속도를 내고 있다. 현재 매장 수는 10개 수준이나, 연말까지 100개 매장 출점을 목표로 하고 있으며, 현지 전용 라인 출시 전임에도 매장당 월 매출이 1억 원 이상을 기록하는 등 초기 반응이 긍정적이다. 하반기에는 전용 제품 출시 및 출점 확대에 따라 성장이 본격화될 전망이다.

섬유 의복 업종 최선호주로 F&F를 제시한다.

# I. 화장품: 미국을 넘어, 전 세계로

글로벌 경기와 무역 환경의 불확실성이 지속되는 가운데, K-뷰티는 오히려 그 속에서 새로운 기회를 포착하고 있다. 미국 내 보호무역주의 기조와 인플레이션 흐름은 단기적으로 도전이 되겠지만, 가성비와 품질을 강점으로 내세운 국내 브랜드에게는 기회가 될 것이다. 한편 K뷰티의 브랜드 인지도는 온라인 바이럴 효과 덕분에 미국을 넘어 유럽, 동남아, 중남미 등으로 확산되고 있으며, 글로벌 B2B 채널을 활용한 유통 전략 역시 수출 확대의 견인차 역할을 하고 있다. 2025년 하반기, K-뷰티의 글로벌 확장력에 주목해보자.

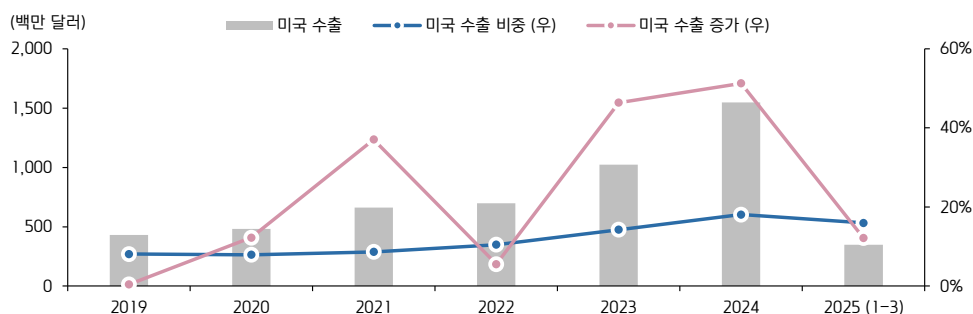
## >>> 미국의 보호무역주의: 위기를 기회로

최근 미국과 중국 간의 무역 협상이 긍정적으로 진전되며, 관세 이슈가 일시적으로 진정 국면에 접어든 듯한 모습을 보이고 있다. 하지만 이는 관세 정책의 전면 철회나 보호무역주의의 종식으로 해석하기에는 이르다. 미국 정부의 보호무역 기조는 여전히 유지되고 있으며, 향후 정치·경제적 변수에 따라 관련 정책이 재부상 할 가능성도 상존한다.

### 인플레이션은 필연적, 가성비 수요 증가 기대

트럼프의 무역 정책은 K뷰티 생태계에 단기적으로 도전이 될 수 있겠으나, 길게 봤을 때는 K뷰티의 판이 커지는 기회가 될 수 있다. 트럼프 행정부가 기업들에게 요구하는 것은 1) 미국으로 생산라인을 이전하던가, 2) 관세를 내던가, 둘 중 하나다. 어떤 선택을 하든 결국 기업의 비용 부담 증가로 귀결되기 때문에 제품의 가격이 인상될 가능성이 높다. 인플레이션이 발생한다면, 현재 국내 브랜드사들의 매력 중 하나인 가성비가 한층 더 부각될 수 있기에, 성장의 기회가 될 것이다.

### 국내 화장품의 미국 수출 비중



자료: Trass, 키움증권리서치

### (1) 미국으로 공급망 이전 가능성

현재 미국에서 제품을 판매하는 대부분 브랜드사들은 해외 공급망에 의존하고 있다. 가격 경쟁력 측면에서 해외 생산이 훨씬 유리하기 때문이다.

미국으로 생산을 이전할 경우 생산원가 상승이 불가피함에도 불구하고, 최근 많은 브랜드사들이 공급망을 미국으로 이전하고 있다. 실제로 코스맥스와 한국콜마는 최근 실적발표 자리에서 미국으로의 생산 이전에 대한 문의가 증가하고 있다고 언급했다. 글로벌 브랜드사들의 움직임에도 변화가 포착되고 있다. 에스티로더는 최근 실적 발표에서 미국 판매 제품의 75%가 미국에서 생산되고 있다고 밝혔고, 로레알도 미국 내에서 판매되는 제품의 절반 이상은 현지에서 생산되고 있다고 밝혔다.

미국으로 공급망을 이전하면 생산 가격은 오를 수 밖에 없다. 업계 관계자에 따르면, 화장품의 경우 미국 내 생산 비용이 국내보다 평균 2배 정도 비싸다. 한 제품을 생산하는 데 있어서, 비용은 용기 35%, 원재료 35%, R&D 8%, 생산 인건비 6%, 기타 비용 17%(감가상각비, 기타 판매관리비)로 구성되는데, 이 중 대부분의 비용이 상승하기 때문이다. 플라스틱 용기를 예시로 들어보자면, 플라스틱 용기 소재는 LDPE (저밀도 폴리에틸렌), HDPE (고밀도 폴리에틸렌), PP (폴리프로필렌), PET (폴리에틸렌 테레프탈레이트) 등이 있다. 이 중에서도 LDPE는 튜브형 용기, 펌프 내부 튜브, 스퀴즈형 용기에 주로 사용되고, HDPE는 샴푸, 바디워시, 스킨/토너, 로션, 오일 등 용기에 주로 사용된다. 지난 5년간 LDPE와 HDPE의 가격 데이터를 살펴보면, 아시아 지역의 가격대가 미국보다 훨씬 낮다. 용기는 일부에 불과하며, 그 외 원부자재도 미국에서의 조달 비용이 더 높을 것으로 추정된다.

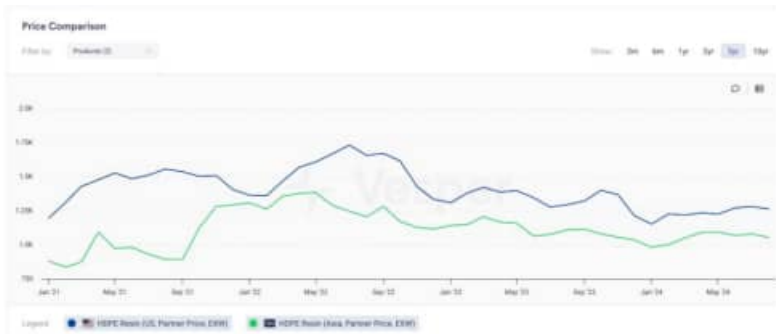
원부자재나 인력 등에 들어가는 가시적인 비용 외에도 규제 준수 등에 필요한 눈에 보이지 않는 비용들도 고려할 필요가 있다. 예컨대 환경 등 다양한 측면에서 미국의 공장 운영 및 규제는 동남아나 중국과 같은 지역보다 엄격할 가능성이 높다. 규제 준수에 들어가는 다양한 비용들을 고려했을 때도 미국에서 생산은 기존 생산지 (중국, 한국, 동남아 등) 지역보다 비용 부담이 클 수밖에 없다.

#### LDPE 미국 vs 아시아 지역 가격 추이 비교



자료: Vesper, 키움증권리서치

#### HDPE 미국 vs 아시아 지역 가격 추이 비교



자료: Vesper, 키움증권리서치

## 미국 vs 아시아 지역 생산 비교

|        | 미국       | 아시아         |
|--------|----------|-------------|
| 인건비    | 높음       | 상대적으로 낮음    |
| 환경 규제  | 상대적으로 엄격 | 유연          |
| 제조 인프라 | 분산 ▷고비용  | 집중화 ▷효율성 증대 |

자료: 키움증권리서치

## (2) 관세 부담 결정 가능성

미국으로 공급망을 이동하지 않고 관세 부담을 선택하는 업체들도 있다. 이들도 비용 부담이 증가하는 것은 마찬가지다. 브랜드사의 유통 구조에 따라 비용 부담의 정도가 달라질 수는 있겠으나, 결과적으로 업체의 수익성에 하방압력으로 작용할 수 밖에 없다.

대형사를 제외하고 미국으로 수출하는 대부분의 브랜드사들은 미국 현지 법인이 없고, 해외 유통사에게 제품을 판매한다. 이 경우 관세의 기준이 되는 수출 가격은 도매가가 된다. 예를 들어 브랜드사의 A제품의 미국 내 소비자 판매 가격이 \$10고, 도매가가 \$5라면, 수출 가격은 \$5가 된다. 위 기준으로 관세를 (25% 가정) 적용한다면, 브랜드사의 관세 부담액은 \$1.25 (소매가의 13%)가 된다. 따라서 관세 부담을 선택하는 경우에도 브랜드사는 가격 인상을 고려해야 한다.

## 관세 적용 여부에 따른 브랜드사의 OPM 변화 (관세 외 판관비 중립 가정)

|                | 관세 적용 전 | 관세 적용 후 |
|----------------|---------|---------|
| 소매가<br>(매출)    | \$10    |         |
| 도매가<br>(수출 가격) | \$5     |         |
| 생산원가           | \$2.0   |         |
| 관세             | -       | \$1.25  |
| 영업이익           | \$3.00  | \$1.75  |
| OPM            | 30%     | 18%     |

자료: 키움증권리서치

미국이 보호무역주의 정책 기조를 내세운다면, 미국 화장품 시장 내 인플레이션은 필연적이다. 미국으로 생산 기지를 이전하든, 해외 중심 공급망을 유지하여 관세 부담을 갖게 되든, 결국 브랜드사의 비용 부담이 상승할 수 밖에 없고, 이는 가격 인상으로 이어질 전망이다.

## 과거 인플레이션은 K뷰티 업체에게 기회로 작용

사실 가장 최근에 발생했던 미국의 인플레이션은 우리 업체들에게 기회가 되었다.

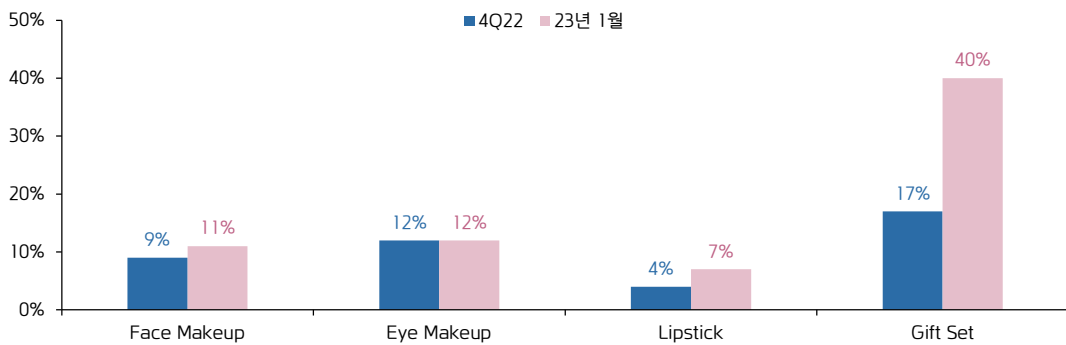
22년 공급망 대란으로 야기된 물류비 증가는 미국 뷰티 업계의 가격 인상으로 이어졌다. 물류 및 운송이 필요한 대부분의 생산 단계에서 가격 인상 효과가 나타났으며, Glossier, The Ordinary, Elf Beauty, Estée Lauder Companies, Procter and Gamble 등 많은 브랜드사들이 가격 인상을 결정했다. 이에 미국 화장품 CPI도 22년부터 23년 말 까지 꾸준한 상승세를 보였다.

## 22년~23년 미국 브랜드사의 가격 인상 사례

| 브랜드사         | 가격 인상 내용                                             |
|--------------|------------------------------------------------------|
| ELF Beauty   | 22년 3월, 일부 제품에 대하여 가격 \$1 인상 발표                      |
| Glossier     | 22년 6월, 미국/캐나다/유럽 일부 지역에서 \$1~4 가격 인상                |
| Loreal       | 22년 7월, 실적 발표 자리에서 비용 상승을 상쇄하기 위해 가격을 계속 인상할 것이라고 발표 |
| The Ordinary | 23년 1월, 메인 제품들에 대하여 평균 \$1.12 가격 인상                  |
| P&G          | 23년 10월, 화장품 제품에 대해 가격 8% 인상                         |

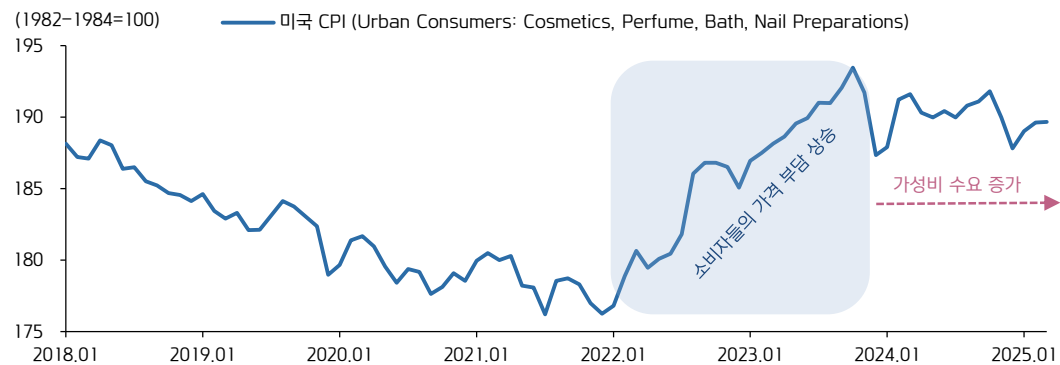
자료: 키움증권리서치

## 화장품 세부 품목별 가격 변화 YoY



자료: Catalina Shopper Intelligence Platform, 키움증권리서치

## 미국 CPI (Urban Consumers: Cosmetics, Perfume, Bath, Nail Preparations)



자료: Bloomberg, 키움증권리서치

당시 브랜드사의 가격 인상으로 미국 소비자들 사이에서는 가격 저항 현상이 발생했고, 가성비 수요가 급증했다. 실제로 당시 미국 유통업체의 실적 컨퍼런스 콜에서는 소비자들인 가성비 제품을 선호한다는 내용이 종종 언급되었다. 이에 맞춰 품질이 우수하고 가격이 합리적인 국내 브랜드사들이 미국 소비자들 사이에서 입소문을 타기 시작했으며, 코스알엑스, 조선티너 등, 모두 그때 미국에서 대 히트를 거두었다.

현재 미국 내 확장 및 성장을 노리고 있는 브랜드사는 대부분 중저가 시장을 타겟팅하고 있다. 이번 보호무역주의 정책으로 인플레이션이 재차 발생한다면, 미국 화장품 시장 내 가성비 수요가 급증하는 계기가 될 수 있다.

## Walmart 23년 초 실적 컨퍼런스 콜 내용

### Walmart의 23년 2월 21일 (4Q23) 실적 컨퍼런스 콜 내용

While the supply chain issues have largely abated, prices are still high. And there is considerable pressure on the consumer.... And it's more important than ever in this environment, as consumers manage household budgets more tightly, making frequent trade-offs and biasing spending toward everyday essentials.

물류망 문제는 대부분 해소되었지만, 여전히 가격 수준은 높습니다. 그리고 소비자들에겐 상당한 압박이 가해지고 있습니다... 현재와 같은 환경에서는 소비자들이 가게 예산을 더 엄격하게 관리하고, 끊임없이 지출을 조정하며 생필품 중심으로 소비를 집중하는 경향이 커지고 있기 때문에, 우리의 '가성비(value proposition)'를 강화하는 것이 그 어느 때보다 중요합니다.

자료: Walmart, 키움증권리서치

## 24년 주요 브랜드사들의 매출 증가

| 회사     | 브랜드                   | 24년 매출<br>(십억원) | YoY  |
|--------|-----------------------|-----------------|------|
| 더파운더즈  | 아누아                   | 427.8           | 199% |
| 구다이글로벌 | 스킨 1004, 티르티르, 라운드랩 등 | 330.9           | 137% |
| 비나우    | 넘버즈인                  | 266.4           | 134% |
| 모먼츠킴퍼니 | 비플레인                  | 55.0            | 89%  |
| 달바글로벌  | 달바                    | 309.1           | 54%  |
| 포컴퍼니   | 아비브                   | 84.6            | 41%  |
| 에이피알   | 메디큐브 등                | 722.8           | 38%  |

자료: DART, 키움증권리서치

다만 국내 브랜드사들이 이번 기회를 실질적인 성과로 전환하기 위해서는, 보호무역주의로 인한 비용 상승분을 전적으로 소비자에게 전가해서는 안된다. 당분간 가격은 단순한 요소를 넘어 핵심 경쟁력으로 작용할 가능성이 크기 때문이다. 이에 브랜드사들은 증가하는 비용 부담을 소비자, OEM/ODM, 유통업체 등 이해관계자들과 함께 분담하는 구조를 구축해 나갈 것으로 예상된다.

국내 화장품 업계에 있어서 미국의 보호무역주의와 인플레이션은 기회이자 도전이다. 비용 부담 상승은 불가피한 악재지만, 미국 소비자의 가성비 수요 확대는 분명 국내 화장품 업계에 유리한 시장 흐름이다. 그리고 이 기회를 실질적인 성장으로 연결할 수 있는 주체는 결국 브랜드사다. 브랜드가 경쟁력을 확보하고 시장에서 자리매김해야, 이를 기반으로 OEM/ODM, 유통업체 등 밸류체인 전반의 동반 성장이 가능하다. 브랜드의 경쟁력이 곧 산업의 경쟁력이 되는 구조 속에서, 이번 변화는 단기적으로는 도전으로 보일 수 있지만, 장기적으로는 국내 화장품 산업이 한 단계 도약할 수 있는 전환점이자 기회가 될 것이다.

## >>> 글로벌 확장의 비결은 ‘온라인 바이럴’ & ‘글로벌 B2B’

미국을 중심으로 성장해온 K뷰티는 이제 무대를 넓혀가고 있다. 최근 화장품 수출 지표를 살펴보면, 유럽, 동남아, 중남미 등 비-미국 지역에서도 국내 화장품에 대한 수요가 빠르게 증가하고 있다.

국내 화장품 수출 데이터 (국가별)

|       | Year       | 중화권     | 북미      | 유럽      | 일본    | 중동    | 중남미  | 전체      |
|-------|------------|---------|---------|---------|-------|-------|------|---------|
| 백만 \$ | 2019       | 3,348.8 | 456.1   | 392.9   | 342.8 | 45.4  | 23.1 | 5,322.3 |
|       | 2020       | 3,784.1 | 513.7   | 441.0   | 547.8 | 65.1  | 21.8 | 6,112.4 |
|       | 2021       | 4,747.5 | 695.0   | 580.9   | 665.3 | 81.5  | 36.2 | 7,660.6 |
|       | 2022       | 3,559.1 | 749.1   | 601.3   | 622.5 | 106.5 | 38.9 | 6,687.4 |
|       | 2023       | 2,981.5 | 1,089.8 | 916.0   | 667.2 | 150.3 | 51.7 | 7,181.9 |
|       | 2024       | 2,886.3 | 1,651.0 | 1,186.2 | 840.4 | 286.0 | 88.4 | 8,566.6 |
|       | 2025 (1-3) | 680.5   | 380.1   | 351.5   | 227.5 | 89.2  | 29.3 | 2,182.8 |
| 비중    | 2019       | 63%     | 9%      | 7%      | 6%    | 1%    | 0%   | 100%    |
|       | 2020       | 62%     | 8%      | 7%      | 9%    | 1%    | 0%   | 100%    |
|       | 2021       | 62%     | 9%      | 8%      | 9%    | 1%    | 0%   | 100%    |
|       | 2022       | 53%     | 11%     | 9%      | 9%    | 2%    | 1%   | 100%    |
|       | 2023       | 42%     | 15%     | 13%     | 9%    | 2%    | 1%   | 100%    |
|       | 2024       | 34%     | 19%     | 14%     | 10%   | 3%    | 1%   | 100%    |
|       | 2025 (1-3) | 31%     | 17%     | 16%     | 10%   | 4%    | 1%   | 100%    |
| YoY   | 2019       | 6%      | 1%      | 17%     | 34%   | 39%   | 18%  | 8%      |
|       | 2020       | 13%     | 13%     | 12%     | 60%   | 43%   | -6%  | 15%     |
|       | 2021       | 25%     | 35%     | 32%     | 21%   | 25%   | 66%  | 25%     |
|       | 2022       | -25%    | 8%      | 4%      | -6%   | 31%   | 7%   | -13%    |
|       | 2023       | -16%    | 45%     | 52%     | 7%    | 41%   | 33%  | 7%      |
|       | 2024       | -3%     | 51%     | 29%     | 26%   | 90%   | 71%  | 19%     |
|       | 2025 (1-3) | -1%     | 78%     | 38%     | 15%   | 64%   | 81%  | 12%     |

자료: Trass, 키움증권리서치

주: 중화권은 홍콩, 대만, 중국 합산

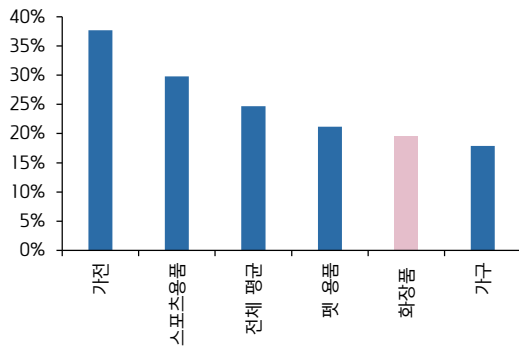
당분간 K뷰티의 비-미국 지역으로 확장은 지속될 전망이다. 온라인과 글로벌 B2B가 성장전략의 중심에 위치할 것이다. 미국에서의 인지도가 온라인을 통해 비-미국으로 확장되고, B2B 채널을 통해 실질적인 성장성이 가시화될 것으로 기대한다.

### 1) 美 온라인 바이럴 → 비-미국 지역 확장

우리 업체들이 낯선 시장에서 브랜드 인지도를 쌓는 데 가장 큰 역할을 했던 채널은 단연 온라인이다. 특히 미국 시장에서 온라인을 통해 축적된 브랜드 인지도는 비-미국 지역으로 확산되며 글로벌 진출의 핵심 동력으로 작용하고 있다.

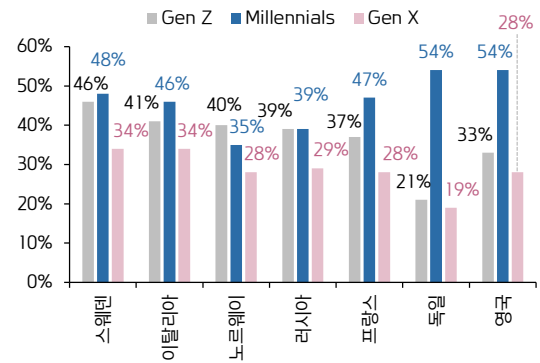
미국 소비 시장의 영향력을 많이 받고 있는 대표적인 지역로는 유럽이 있다. 유럽 시장에 대해 간략하게 소개하자면, 유럽 화장품 시장 내 온라인 채널의 침투율은 약 19%로 수준이다. 국가마다 세대별 비중은 상이하며, 대체로 Z세대 뿐 아니라, M 세대들의 선호도 높은 편이다. 최근에는 SNS의 영향력이 확대되고 있는데, 특히 나이가 어린 세대 사이에서 인스타그램, Tiktok 등이 유행하고 있기 때문인 것으로 파악된다.

### 유럽 주요 소비재의 온라인 침투율



자료: Mckinsey, 키움증권리서치

### 온라인 뷰티 채널의 국가별 세대 비중



자료: Cirroecommerce.com, 키움증권리서치

### 메디큐브 제품을 리뷰하는 카일리 제너와 글로벌 인플루언서들



자료: Tiktok, 키움증권리서치

유럽은 미국과 문화적 유사성이 높기 때문에, 트렌드가 동행하는 모습을 자주 포착되는 지역이다. 실제로 유럽 지역에서 성과를 보이고 있는 국내 브랜드들의 사례를 보면, 미국에서 먼저 입소문을 탄 제품들이 유럽, 중동, 동남아 등 다양한 시장에서도 좋은 반응을 얻고 있는 모습이 뚜렷하게 나타난다. 예를 들어 라네즈의 ‘립 슬리핑 마스크’는 과거에는 미국 내 히트 제품에 머물렀지만, 최근에는 유럽에서도 매출이 가파르게 증가하고 있으며, 메디큐브의 제로모공패드나 PDRN 앰플 또한 미국에서의 성공 이후 유럽·중동 등으로 확장되며 글로벌 성장을 견인하고 있다.

미국의 주요 플랫폼 순위도 중요한 마케팅 수단이다. 실제로 많은 현지 유통사나 플랫폼 바이어들은 미국 시장 내 SNS 반응이나 플랫폼 순위를 브랜드 선별 기준으로 삼고 있다. 미국 내에서의 인지도가 곧 비-미국 시장에서의 진출 타당성을 증명하는 신호가 되고 있는 것이다. 특히 아마존과 같은 플랫폼 내 상위 노출은 강력한 마케팅 자산이 된다. 소비자에게는 “미국에서 잘 팔리는 화장품” 혹은 “요즘 유행하는 화장품”이라는 인식을 심어줄 수 있고, 유통사에게는 “우리 지역에 판매한다면 잘 팔릴 만한 화장품”으로 인식될 가능성이 높기 때문이다. 미국 플랫폼 내의 성과와 반응은 동남아·중남미 등 다양한 지역의 유통사들에게도 브랜드의 신뢰도를 높이는 지표로 활용되고 있다.

미국 아마존 순위 Top25 (Beauty & Personal Care Products)

| Top 25 Products on Amazon Q4 2024 |                                                                          |        | Top 25 Products on Amazon Q1 2025                                                    |        |
|-----------------------------------|--------------------------------------------------------------------------|--------|--------------------------------------------------------------------------------------|--------|
| Rank                              | Product                                                                  | Price  | Product                                                                              | Price  |
| 1                                 | Hero Cosmetics Mighty Patch Original – Pimple Patch – 36 count           | \$13.0 | Hero Cosmetics Mighty Patch Original – Pimple Patch – 36 count                       | \$13.0 |
| 2                                 | Clean Skin Club Clean Towels XL, 50 Ct, 1 Pack                           | \$18.0 | Schick Hydro Silk Touch-up Multipurpose Dermaplaning Tool 3 ct                       | \$5.9  |
| 3                                 | Sacheu Lip Liner Stay-N – Peel Off Lip Liner Color p-INKED               | \$12.0 | Clean Skin Club Clean Towels XL, 50 count                                            | \$18.0 |
| 4                                 | BIODANCE Bio-Collagen Real Deep Mask, 34g 4ct                            | \$19.0 | Amazon Basics Cotton Swabs, 500 Count                                                | \$2.9  |
| 5                                 | Neutrogena Cleansing Fragrance Free Makeup Remover Face Wipes,           | \$10.0 | eos Shea Better Body Lotion-Vanilla Cashmere 16 fl oz                                | \$9.0  |
| 6                                 | Julep Eyeshadow 101 Crème to Powder Waterproof Eyeshadow Stick,          | \$8.0  | Neutrogena Cleansing Fragrance Free Makeup Remover Face Wipes,                       | \$10.0 |
| 7                                 | Amazon Basics Hypoallergenic 100% Cotton Rounds, 100 Count               | \$3.0  | Amazon Basics Hypoallergenic 100% Cotton Rounds, 100 Count                           | \$3.0  |
| 8                                 | Essence Lash Princess False Lash Effect Mascara                          | \$5.0  | Mrs. Meyers Liquid Hand Soap Lemon Verbena Scent 33 oz.                              | \$6.3  |
| 9                                 | Mielle Organics Rosemary Mint Scalp & Hair Strengthening Oil             | \$9.4  | Essence Lash Princess False Lash Effect Mascara                                      | \$5.0  |
| 10                                | La Roche-Posay Toleriane Double Repair Face Moisturizer                  | \$21.6 | La Roche-Posay Toleriane Double Repair Face Moisturizer                              | \$22.0 |
| 11                                | Nizoral Anti-Dandruff Shampoo with 1% Ketoconazole, Fresh Scent, 7 Fl Oz | \$15.9 | BIODANCE Bio-Collagen Real Deep Mask, 34g 4ct                                        | \$19.0 |
| 12                                | eos Shea Better Body Lotion – Vanilla Cashmere 16 fl oz                  | \$9.0  | PanOxyl Acne Foaming Wash Benzoyl Peroxide 10% Maximum Strength Antimicrobial, 5.5Oz | \$9.8  |
| 13                                | Tree Hut Vitamin C Shea Sugar Scrub, 18 oz                               | \$8.0  | Sacheu Lip Liner Stay-N – Peel Off Lip Liner Color p-INKED                           | \$12.0 |
| 14                                | TruSkin Vitamin C Serum – Anti Aging Facial Serum – 2 oz                 | \$21.4 | Nizoral Anti-Dandruff Shampoo with 1% Ketoconazole, Fresh Scent, 7 Fl Oz             | \$15.9 |
| 15                                | Nutrafol Women's Balance Hair Growth Supplements, 1 Month Supply         | \$88.0 | Maybelline Lash Sensational Sky High Washable Mascara                                | \$8.3  |
| 16                                | YANIBEST Satin Silk Bonnet                                               | \$14.0 | Medicube Zero Pore Pads 2.0 70 pads                                                  | \$17.9 |
| 17                                | Amazon Basics Cotton Swabs, 500 Count                                    | \$2.6  | SOL DE JANEIRO Cheirosa '62 Hair & Body Fragrance Mist                               | \$25.0 |
| 18                                | Q-tips Cotton Swabs 100% Cotton 625 Count                                | \$4.5  | The Ordinary Glycolic Acid 7% Exfoliating Toner 8.11 oz                              | \$13.0 |
| 19                                | e.l.f. Monochromatic Multi Stick – Dazzling Peony                        | \$5.0  | Dove Body Wash with Pump Deep Moisture For Dry Skin 30.6 oz                          | \$11.0 |
| 20                                | CeraVe Daily Moisturizing Lotion for Dry Skin, 19 Ounce                  | \$17.8 | VALITIC Kojic Acid Dark Spot Remover Soap Bars (2 Pack)                              | \$15.0 |
| 21                                | Dove Body Wash with Pump Deep Moisture For Dry Skin 30.6 oz              | \$10.0 | CeraVe Daily Moisturizing Cream for Dry Skin, 19 Ounce                               | \$18.4 |
| 22                                | VALITIC Kojic Acid Dark Spot Remover Soap Bars (2 Pack)                  | \$15.0 | Nutrafol Women's Balance Hair Growth Supplements, 1 Month Supply                     | \$83.6 |
| 23                                | NYK1 Nail Bond Super Strong Brush On Nail Glue (8ml)                     | \$10.0 | COSRX Snail Mucin 96% Power Repairing Essence, 100ml                                 | \$18.7 |
| 24                                | Maybelline Lash Sensational Sky High Washable Mascara                    | \$8.3  | CeraVe Daily Moisturizing Lotion for Dry Skin, 19 Ounce                              | \$15.5 |
| 25                                | Paula's Choice-2% BHA Liquid Salicylic Acid Exfoliant – 4 oz Bottle      | \$35.0 | Neutrogena Makeup Remover Facial Cleansing Towelettes, Daily Face Wipes              | \$6.9  |
|                                   | Average                                                                  | \$15.3 | Average                                                                              | \$15.4 |
|                                   | Median                                                                   | \$10.0 | Median                                                                               | \$13.0 |

자료: beautmatter, 키움증권리서치

온라인은 단순한 홍보 수단을 넘어, 글로벌 채널 확장의 테스트베드로 기능하고 있다. 미국에서 검증된 반응은 비-미국 지역 유통사들의 입점 검토에 영향을 미치고, 이는 다시 글로벌 매출 성장으로 이어진다. 결과적으로 미국 온라인 시장에서의 성공은 단기 매출에 그치지 않고, 브랜드의 비-미국 글로벌 확장 전략에 있어 매우 전략적인 기점이 되고 있다.

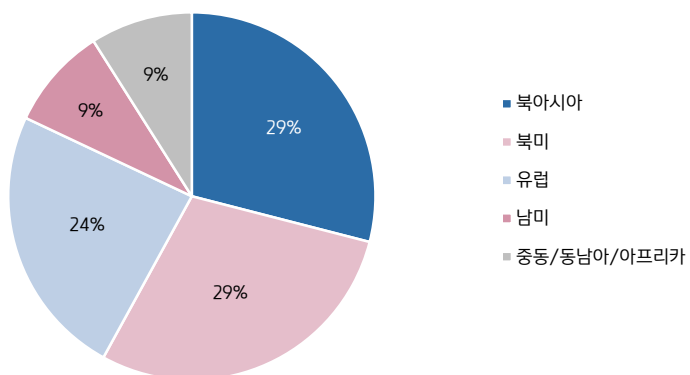
## 2) 빠른 채널 확장은 글로벌 B2B 덕분

온라인 채널이 제품과 브랜드 인지도를 높이는 데 중요한 역할을 한다면, 글로벌 B2B는 채널 확장의 측면에서 핵심적인 역할을 한다. 글로벌 B2B사는 국내 브랜드로부터 제품을 도매가에 사입해 자사가 보유한 현지 유통망을 통해 판매한다. 이들은 각 지역 시장과 소비자에 대한 깊은 이해를 바탕으로, 어떤 제품이 현지에서 잘 팔릴지, 어떻게 접근해야 할지에 대한 노하우를 갖추고 있다.

현재 국내 화장품의 해외 수출을 견인하고 있는 주체는 대부분 인디 브랜드들인데, 투자 여력이나 자체 유통망이 크지 않기 때문에, 해외 채널 확장 시 글로벌 B2B 채널과의 협력이 필수적일 수밖에 없다. 특히 현지 시장에 대한 정보가 부족한 상황에서 해당 지역 판매를 확대하고자 할 때, 글로벌 B2B와의 협력은 가장 효과적인 채널 확장 전략이다.

대표적으로 유럽은 글로벌 B2B 채널을 활용하기에 적합한 지역이다. 유럽은 북미와 비교해도 시장 규모가 작지 않은 매우 매력적인 시장이지만, 국가 수가 많고 문화권이 지역별로 다르며, 각 지역의 메인 뷰티 채널이 상이하다. 예컨대 로레알은 유럽 지역을 총 8개 문화권으로 구분하여 접근하고 있을 정도다. 이러한 특성은 브랜드에게 진입장벽으로 작용할 수 밖에 없기에, 많은 브랜드들이 유럽 시장에서는 글로벌 B2B 파트너와의 협력을 통해 시장을 공략하고 있다. 코스알엑스는 유럽 매출의 약 절반 가량이 글로벌 B2B 를 통해 발생하고 있고, 메디큐브는 유럽향 매출 전부가 글로벌 B2B 에서 발생한다.

## 글로벌 화장품 시장 점유율



자료: 로레알, 키움증권리서치

## 로레알의 유럽 문화권 분류



자료: 로레알, 키움증권리서치

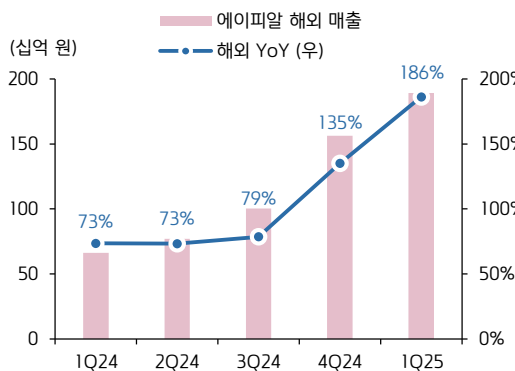
## 유럽 국가별 메인 뷰티 채널

| 국가   | 유통시장 특징                                                 | 주요 채널                                                                                    |
|------|---------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------|
| 프랑스  | 다양한 형태의 유통 채널 발달<br>마트/하이퍼마켓이 가장 강세                     | 마트: TESCO<br>백화점: Lafayette<br>드럭스토어: MyFrenchPharma<br>뷰티전문채널: Sephora                  |
| 독일   | 드럭스토어, 슈퍼마켓이 가장 강세                                      | 마트: Galeria Kaufhuf<br>백화점: LA RINASCENTE<br>드럭스토어: Rossmann<br>뷰티전문채널: DM               |
| 이탈리아 | MBS 보다는 원브랜드샵이 강세<br>원브랜드샵, 뷰티전문채널, 드럭스토어 순             | 마트: Aldi<br>백화점: Barasch Brother'Department Store<br>드럭스토어: Parashop&Pharmacies          |
| 네덜란드 | 드럭스토어가 강세, 다음으로는 슈퍼마켓, 백화점<br>시장 내 소규모 아시아 뷰티 편집 매장이 존재 | 마트: Albert Heijn<br>백화점: De Bijenkorf<br>드럭스토어: Maison de Bonneterie<br>뷰티전문채널: Cosmania |

자료: 키움증권리서치

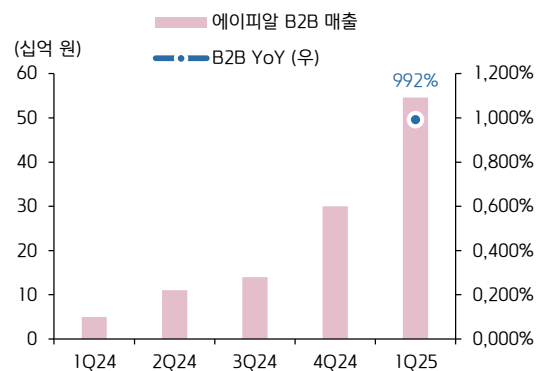
최근 에이피알의 실적 호조도 글로벌 B2B가 이끌었다. 에이피알의 25년 1분기 매출은 2,660억원 (+79% YoY)을 기록, 해외 매출이 성장을 이끌었다. 특히 미국과 글로벌 B2B 채널의 성과가 좋았는데, 미국은 SNS 바이럴 효과로 히트 제품이 늘면서 +186% 증가했고, 글로벌 B2B는 진출 국가가 100개국까지 확대되면서 +992% 증가했다. 글로벌 B2B 채널은 유럽, 동남아, 중동 지역 성장세가 좋았고, 수익성도 우수하여 동사의 이익 성장에도 기여가 컸다. 에이피알의 올해 B2B 채널 매출은 1,800억 이상으로 확대될 전망이다.

### 에이피알 해외 매출 증가



자료: 에이피알, 키움증권리서치

### 에이피알 글로벌 B2B 증가



자료: 에이피알, 키움증권리서치

이처럼 글로벌 B2B는 브랜드사의 채널 확장과 이익 성장의 주축이 될 수 있다. 다만 해당 채널에 지나치게 의존할 경우의 리스크도 존재한다. B2B사는 재고 부담을 떠안는 대신 가격 협상력과 마케팅 방향에 일정 부분 영향력을 행사할 수 있기 때문이다. 특히 일정 규모 이상으로 성장한 브랜드의 경우, 브랜드 정체성과 마진 확보 측면에서 직접 유통(D2C)이나 리테일 진출 전략을 병행할 필요가 있다.

종합하자면, K-뷰티 브랜드들의 글로벌 확장은 미국 뿐 아니라 비-미국에서도 두드러질 전망이다. 온라인은 브랜드 인지도 형성과 초기 수요 창출의 기회가 되고, 글로벌 B2B는 현지 유통망 확보와 오프라인 진출의 발판이 될 것이다.

## >>> 화장품 업종 투자전략

화장품 업종에 대해 비중확대를 제시한다. K 뷰티는 올해도 꾸준히 성장할 전망이다. 미국의 보호무역주의가 야기할 인플레이션과 K 뷰티의 글로벌 확장은 국내 화장품 업계가 한층 더 성장할 수 있는 기회가 될 것이다. 이에 미국 중저가 시장에서 입지를 빠르게 넓히고 있는 브랜드사, 리쇼어링 수요로 수혜를 기대할 수 있는 OEM 사, 비-미국 지역 내 유통망을 확보하고 있는 유통업체 모두 주목할 필요가 있다.

브랜드사: 화장품 업종 최선호주로 에이피알을 제시한다. 향후 미국의 뷰티 시장 내 가성비 제품의 수요 증가와 비-미국 시장에서의 성장 가능성을 고려했을 때, 브랜드사 중 단연 돋보이는 업체다. 미국의 중저가 시장에서 입지를 빠르게 다지고 있으며, 비-미국 시장에서도 온라인과 B2B채널을 통한 높은 성장세가 기대되기에, 최선호주로 제시한다.

유통업체: 브랜드사들의 비-미국향 진출 확대 현상도 간과할 수 없다. 브랜드사들의 지역 포트폴리오가 다양화될수록 K뷰티 유통업체의 역할은 더욱 커질 전망이다. 특히 유럽과 같이 국가마다 영업 환경이 상이한 국가일수록 글로벌 B2B에 대한 니즈가 확대될 수 밖에 없다. K뷰티 유통업체 실리콘투를 관심종목으로 제시한다.

OEM: OEM사는 히트 제품을 많이 내는 브랜드사가 늘어날수록 좋다. 서구권 채널에서 성공하는 브랜드사가 많아질수록 수혜가 기대되는 업종이다. 더군다나 최근 미국의 보호무역주의 강화에 따른 리쇼어링 수요 증가는 미국 현지 공장을 보유하고 있는 업체들에게 분명 긍정적인 변화다. 한국콜마를 관심종목으로 제시한다.

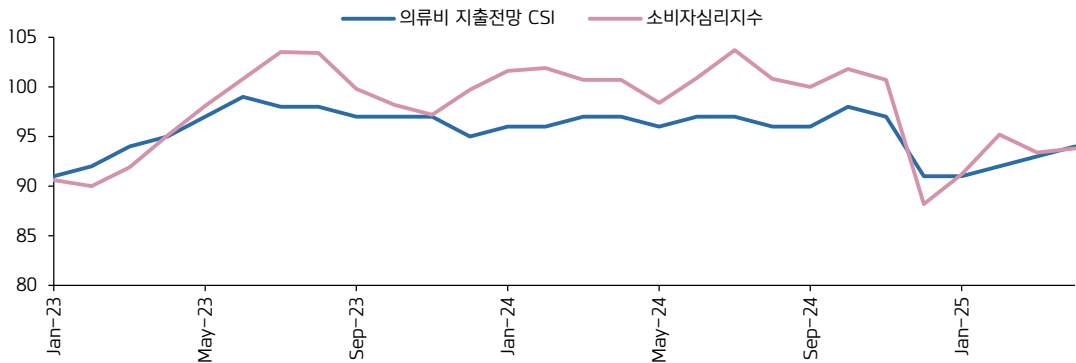
## II. 섬유·의복: 기회는 중국에 있다

### >>> 비중국: 비우호적인 영업환경 지속

#### 내수 브랜드사: 내수 경기 반등이 필요

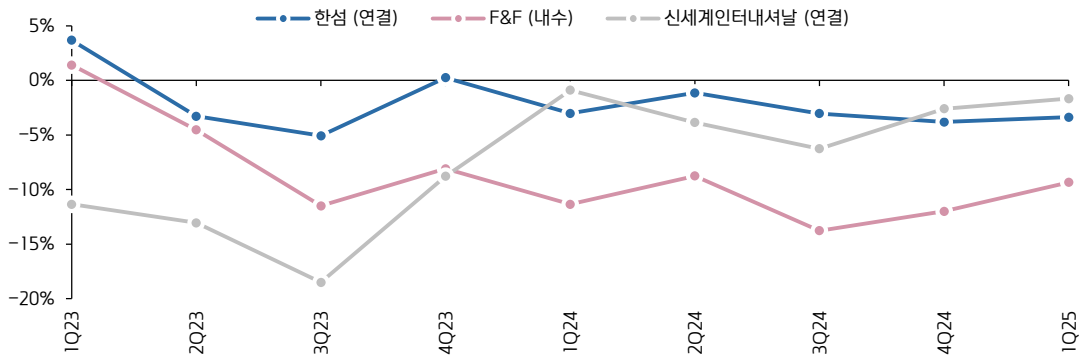
내수 브랜드사들의 업황은 내수 경기 반등과 함께 변화를 보일 전망이다. 그동안 의류 경기가 부진한 흐름을 보이면서 내수 브랜드사들의 매출은 감소하는 모습을 보였다. 향후 내수 업체들의 실적은 경기 반등과 함께 회복세를 보일 전망이다.

#### 소비자심리지수 (전체/의류 CSI) 추이



자료: 한국은행경제통계시스템, 키움증권리서치

#### 한섬/신세계인터내셔널/F&F 국내 매출 YoY 추이

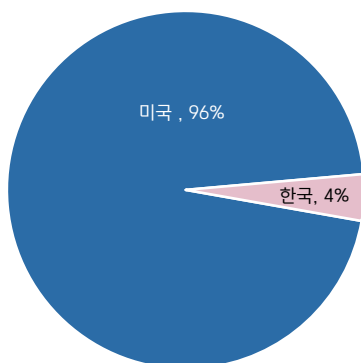


자료: 각 사, 키움증권리서치

#### 의류 OEM: 관세 불확실성의 완전한 해소가 절실

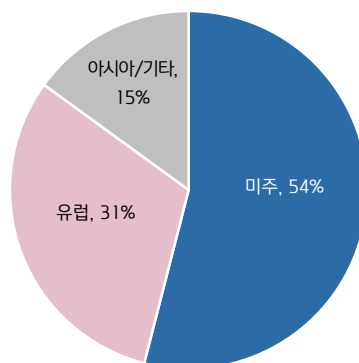
국내 주요 업체들의 미국향 수출 비중은 24년 사업보고서 기준 한세실업 96%, 영원무역 54%, 화승엔터프라이즈 30%로, 대부분 미국의 보호무역주의 정책의 영향에서 자유롭기 어렵다. 최근 미국과 중국의 관세 협상이 타결되면서 관세 이슈에 대한 우려가 한층 낮아졌지만, 미국 정부의 보호무역 기조는 여전히 유지되고 있다. 향후 정치·경제적 변수에 따라 관련 정책이 재부상할 가능성도 무시할 수는 없기에, 관련 이슈는 생산지와 미국과의 관세 협상이 마무리되기 전까지 불확실성으로 작용할 전망이다.

한세실업 국가별 매출 비중



자료: DART, 키움증권리서치

영원무역 국가별 매출 비중



자료: 영원무역, 키움증권리서치

국내 의류 OEM업체들은 대체로 유럽 혹은 미국 브랜드사들을 고객사로 두고 있으며, 고객사들의 주문을 받아서 인건비가 저렴한 해외 지역에서 (주로 동남아) 의류를 생산한 뒤, 유럽 혹은 미국으로 보내는 비즈니스 구조를 갖는다. 따라서 만약 미국이 동남아 지역에 관세를 부과한다면, 의류 OEM 업체들의 실적에도 영향을 미칠 수 밖에 없다. 현재 우려되는 사항은 크게 두 가지로, 1) 관세 비용 부담에 따른 수익성 감소, 2) 고객사의 가격 인상으로 인한 의류 수요 둔화 가능성이다.

## 한세실업 해외 생산 법인

### 해외 의류 생산 법인

한세실업 경쟁력의 핵심인 6개국 11개 해외생산 법인에서는 각 C/O별 특징에 맞는 전략으로 원가 경쟁력을 유지하며 최고의 의류 완제품을 생산하고 있습니다.

|                                                                                                     |   |                                                                    |   |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------|---|--------------------------------------------------------------------|---|
| <b>베트남</b><br>Hansae Vietnam Co. Ltd. Hansae TN Co., Ltd.<br>Hansae TG Co., Ltd. C&T Vina Co., Ltd. | → | <b>니카라과</b><br>Hansae International S.A.                           | → |
| <b>과테말라</b><br>Hansae Pinula S.A. HS Apparel S.A.                                                   | → | <b>인도네시아</b><br>PT. Hansae Indonesia Utama PT. Bomin Permata Abadi | → |
| <b>미얀마</b><br>Myanmar Ayeeyarwaddy MFG. Co. Ltd Hansae Myanmar                                      | → | <b>아이티</b><br>Hansae Haiti S.A.                                    | → |

자료: 한세실업, 키움증권리서치

## 영원무역 해외 생산 법인

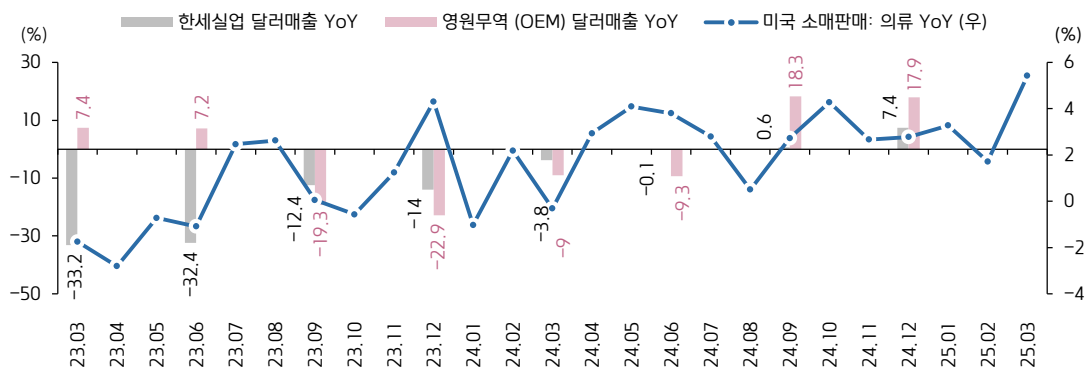


자료: 영원무역, 키움증권리서치

대다수 의류 OEM 업체들은 FOB 방식으로 납품하고 있어서 관세 부과 시 통상적으로는 브랜드사가 부담을 진다. 하지만 이번 관세는 부담 규모가 크고 예상보다 강도 높게 적용될 수 있어, 브랜드사들이 의류 OEM 업체에 일정 부분 분담을 요구하고 있는 상황이다. 아직 정확한 분담 비중은 미정이나, 2 분기부터 관세 비용 분담과 관련된 협상이 본격화되고 있기에, 관세 부담에 따른 실적 타격은 하반기부터 현실화될 가능성이 높다.

한편 또 다른 우려는 P 변화에 따른 Q 감소 가능성이다. 고객사들의 마진 부담이 커질 경우 가격 인상이 불가피한데, 이 경우 소비자들의 가격 저항으로 의류 수요가 감소할 가능성도 있다. 문제는 의류 OEM 업체들은 노동집약적 산업 특성 때문에 고정비 부담이 크기 때문에, 수주 감소는 곧 고정비 레버리지 효과 약화 및 이익 축소로 직결된다. 전방 시장 내 의류 수요가 감소한다면 실적 타격은 내년부터 본격화될 가능성이 있다.

## 미국 소매판매 YoY, 주요 OEM 매출 YoY



자료: 각 사, 키움증권리서치

결과적으로 이번 보호무역주의 강화는 국내 의류 OEM 업계에 부담 요인으로 작용할 수밖에 없지만, 이는 동시에 공급망 재편과 고객사 다변화 등 구조적인 체질 개선을 모색할 수 있는 계기가 될 수 있다. 관세 분담 협상, 수요 조정 등 단기적 대응을 넘어서, 중장기적으로는 더 견고한 사업 기반을 마련할 수 있는 전략적 전환점으로 삼는 것이 필요한 시점이다.

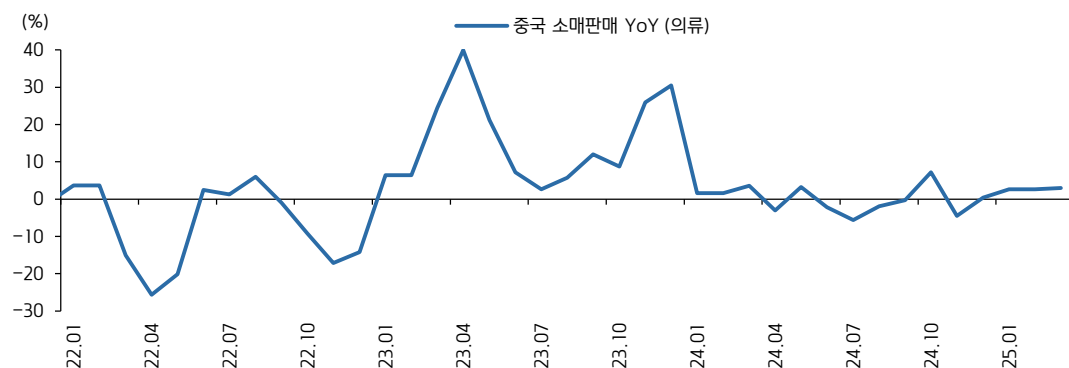
## >>> 중국: 성장하는 아웃도어 시장

### 중국 아웃도어 시장, 작년에도 양호했던 흐름

2024 년 중국 소비 시장은 전반적으로 둔화된 흐름을 보였다. 특히 의류 카테고리의 경우, 소비심리 위축과 부동산 침체의 여파로 수요 회복이 더뎠지만 그 와중에도 아웃도어 시장은 예외적인 성장세를 보였다. 24 년 의류 소매판매는 +0.1% 증가에 그쳤고, 해외 브랜드사의 중국 채널 매출은 컬럼비아 스포츠 +15%, 아머스포츠 (아크테릭스 브랜드사) +54% 성장했다. .

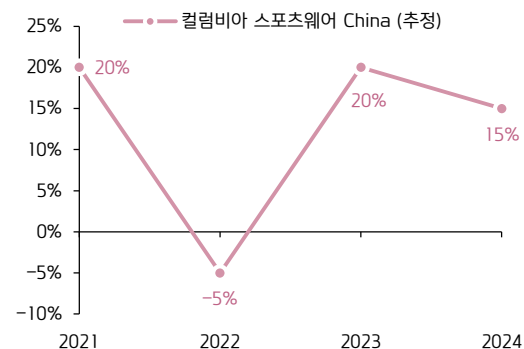
한편 중국은 1 분기 GDP 성장률이 시장 예상치를 상회한 가운데, 정부의 소비 진작 정책과 내수 확대 기조가 이어지고 있다. 올해부터는 중국 경제 전반의 거시 경기 회복이 실질적인 소비 회복으로 이어진다면, 아웃도어 시장은 추가적인 성장을 기대해 볼 수 있다.

### 중국 의류 소매판매 YoY



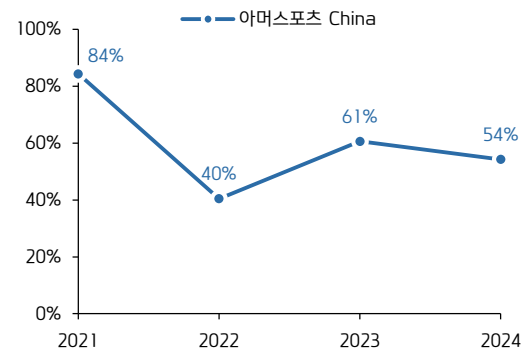
자료: Bloomberg, 키움증권리서치

### 컬럼비아 스포츠웨어 중국 매출 YoY (추정)



자료: 컬럼비아 스포츠웨어, 키움증권리서치

### 아머스포츠 (아크테릭스 브랜드사) 중국 매출 YoY



자료: 아머스포츠, 키움증권리서치

## 중국에서 아웃도어 제품이 잘 팔리는 이유

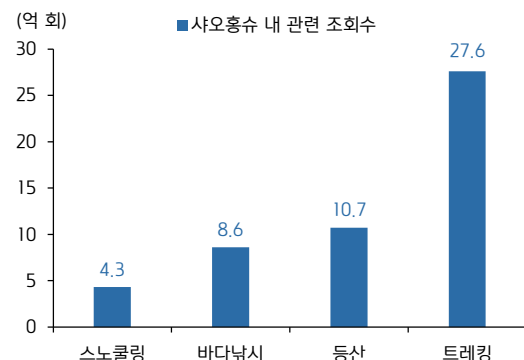
아웃도어 시장의 견조한 성장세는 중국 소비자들의 라이프스타일 변화와 맞물려, 아웃도어 활동이 일상적인 여가 소비로 자리 잡고 있다는 점이 근본적인 성장 배경으로 작용하고 있다.

특히 젊은 세대를 중심으로 아웃도어 취미에 대한 관심이 빠르게 확대되고 있다. 샤오홍슈 데이터에 따르면, 최근 중국의 근로자의 날 연휴를 앞두고 약 한 달간 (4/5 일~5/5 일) 아웃도어 활동 관련 검색량은 △트레킹 27.6 억 회 △등산 10.7 억 회 △바다낚시 8.6 억 회 △스노클링 4.3 억 회를 기록했다. 이는 중국 내 아웃도어 관련 소비 시장이 활성화되고 있음을 시사한다.

그 중에서도 가장 인기를 끌고 있는 종목은 트레킹이다. 메이탄에 따르면, 2024 년 기준 ‘트레킹’ 관련 검색량은 전년 대비 100% 증가, 관련 팁 공유 콘텐츠는 190% 증가, 후기 게시물은 400% 이상 급증했다. 진입 장벽이 낮고, 운동/여행/사교 요소를 동시에 갖춘 활동이라는 점이 젊은 소비자에게 매력적으로 작용하고 있는 것으로 풀이된다.

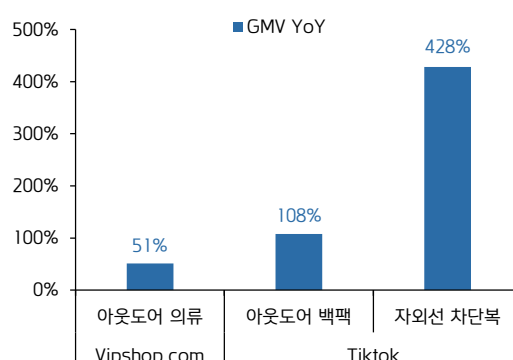
이러한 관심은 실제 구매로도 이어지고 있다. 최근 중국 언론 보도에 따르면, 현지에서는 5/1 일 근로자의 날 연휴를 앞두고 아웃도어 구매가 증가했다. 중국의 이커머스 플랫폼 Vipshop.com 내 아웃도어 의류 판매가 전주 대비 51% 증가했으며, 도우인에서는 자외선 차단복 GMV 는 428%, 아웃도어 백팩 GMV 는 108% 증가한 것으로 나타났다.

샤오홍슈 아웃도어 관련 조회수



자료: 샤오홍슈, 키움증권리서치  
주: <https://www.huxiu.com/article/4333548.html>

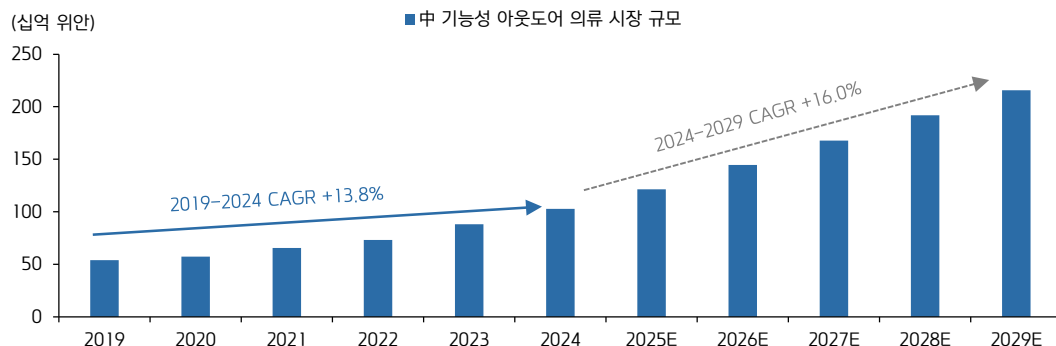
주요 플랫폼 내 아웃도어 관련 물품 GMV YoY



자료: 키움증권리서치  
주: <https://baijiahao.baidu.com/s?id=1831734416480171706&wfr=spider&for=pc>

중국 소비자들의 아웃도어 취미 수요 증가는 아웃도어 의류 시장의 성장으로 이어질 수 밖에 없다. 중국 의류 협회 데이터에 따르면 중국 기능성 아웃도어 의류 시장 규모는 24 년 기준 1,027 억 위안에서 29 년 약 2,158 억 위안 까지 확대될 것으로 예상된다. (24-29 연평균 +16% 성장 전망)

## 중국 기능성 아웃도어 시장 규모



자료: 中중국의류협회, 키움증권리서치

주: <https://baijiahao.baidu.com/s?id=1831734416480171706&wfr=spider&for=pc>

중국의 아웃도어 의류 수요에 맞춰 여러 브랜드들이 중국 시장에서 경쟁을 펼치고 있다. 24년 기준 상위 10개 브랜드의 점유율은 27.2%으로, 브랜드간 경쟁이 치열한 것으로 파악된다. 아크테릭스, 노스페이스, 살로몬과 같은 글로벌 브랜드 뿐 아니라, 카일라스, 탐로더와 같은 현지 브랜드의 반응이 좋은 편이고, 그 외에도 안타, 보스덩 등 캐주얼 기반 신규 플레이어도 양호한 성장세를 보이고 있다.

## 중국 24년 광군제 아웃도어 브랜드 순위 (브랜드 플래그십 스토어 매출 기준)

| 순위 | 브랜드               | 전년과 비교 |
|----|-------------------|--------|
| 1  | The North Face    | -      |
| 2  | Camel (브랜드)       | -      |
| 3  | Pelloit           | 2위 ↑   |
| 4  | KolonSports       | 1위 ↓   |
| 5  | Columbia          | 1위 ↓   |
| 6  | Decathlon         | 2위 ↓   |
| 7  | Kailas            | 3위 ↑   |
| 8  | CanadaGoose       | -      |
| 9  | Arcteryx          | 3위 ↓   |
| 10 | Nike              | 1위 ↑   |
| 11 | Aigle             | 2위 ↓   |
| 12 | Camel (의류)        | 3위 ↑   |
| 13 | BoSiDeng          | 4위 ↑   |
| 14 | Fila              | 신규 진입  |
| 15 | Anta              | 5위 ↑   |
| 16 | Pioneer Camp      | 신규 진입  |
| 17 | Salomon           | 신규 진입  |
| 18 | Urban Exploration | 5위 ↓   |
| 19 | Timberland        | 3위 ↓   |
| 20 | Jack Wolfskin     | 8위 ↓   |

자료: 중티몰, 키움증권리서치

주: [https://www.thepaper.cn/newsDetail\\_forward\\_29573775](https://www.thepaper.cn/newsDetail_forward_29573775)

한편 국내 기업 중 중국 아웃도어 시장에 출시표를 던진 업체로는 F&F 가 있다. F&F 는 지난해 말, 브랜드 디스커버리의 아시아 사업권을 확보하면서 중국 시장 공략을 본격화하고 있다. 올해 5 월 기준, 중국 내 디스커버리 매장은 약 10 개 수준이지만, 올해 연말까지 약 100 개 매장 출점 계획을 세우고 있다. 특히 주목할 만한 점은, 아직 중국 현지 소비자 니즈를 반영한 전용 라인이 출시되지 않았음에도 불구하고, 매장당 월 매출이 1 억 원 이상 수준을 기록하고 있다는 점이다. 하반기부터 중국 전용 제품 출시와 매장 출점이 본격화될 경우 중국 채널의 성장이 기대된다.

#### 중국 디스커버리 매장 (5월 기준, 총 10개)



자료: 中 F&F 웹사이트, 키움증권리서치

#### 중국 디스커버리 도우인 페이지



자료: 中 F&F 도우인 계정, 키움증권리서치

## >>> 섬유·의복 업종 투자전략

섬유·의복 업종에 대해 투자의견 중립을 제시한다.

내수 브랜드사: 내수 브랜드사는 경기가 회복세를 보일 때까지 보수적인 접근이 필요하다. 다만 주가는 금리 인하, 부양책 등 영향으로 기대감이 일시적으로 반영될 가능성이 있기에, 관련 정책에 따라 트레이딩 할 것을 권한다.

의류 OEM: OEM 업체는 미국의 보호무역주의 정책 기조가 여전히 불확실성으로 작용할 전망이다. 최근 미-중간 관세 협상 타결로 관련 이슈에 대한 우려가 축소되었으나, 미국의 보호무역주의 정책 태도는 여전하기에, 관련 리스크는 유의할 필요가 있다. 이에 동남아 지역과 미국의 관세 협의 관련 뉴스를 살피면서 접근할 것을 추천한다.

수출 브랜드사: 중국의 아웃도어 시장은 성장이 기대된다. 작년 중국의 경기 상황이 좋지 않았음에도 불구하고 글로벌 브랜드사들의 중국 채널은 성장세를 유지했다. 근본적으로 중국 젊은 층에서 트레킹과 같은 스포츠 취미 수요가 증가하고 있다는 것이 성장의 핵심이다. 중국 내 아웃도어 시장 성장과 더불어 올해 중국의 소비 경기 상황이 회복될 경우 추가적인 성장을 기대해볼 수 있을 것이다. 하반기부터 중국 아웃도어 사업을 본격적으로 개시할 F&F 를 최선호주로 제시한다.



## 기업분석

에이피알 ★  
(278470)

BUY(Maintain)/목표주가 140,000원  
고성장 궤도 진입 ↗

실리콘투  
(257720)

BUY(Maintain)/목표주가 50,000원  
수출 채널 다각화에 필요한 파트너☺

한국콜마  
(161890)

BUY(Maintain)/목표주가 110,000원  
국내 탄탄, 미국은 +α

F&F ★  
(383220)

BUY(Maintain)/목표주가 100,000원  
F/W만 기다리는 中

에이피알 (278470)



BUY(Maintain)

목표주가 140,000원

주가(5/15) 110,500원

화장품/섬유의복 Analyst 조소정  
sojcho@kiwoom.com

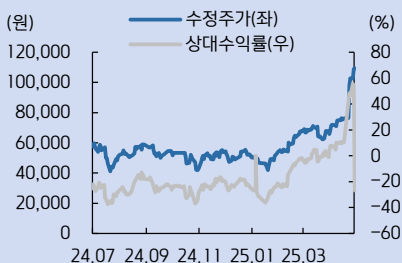
#### Stock Data

|              |    |            |         |
|--------------|----|------------|---------|
| KOSPI (5/15) |    | 2,621.36pt |         |
| 시가총액         |    | 41,417억원   |         |
| 52주 주가동향     |    | 최고가        | 최저가     |
|              |    | 110,500원   | 41,000원 |
| 최고/최저가 대비 등락 |    | 0.0%       | 169.5%  |
| 주가수익률        |    | 절대         | 상대      |
|              | 1M | 67.9%      | 58.7%   |
|              | 6M | 157.3%     | 137.2%  |
|              | 1Y | 65.7%      | 72.6%   |

#### Company Data

|             |           |
|-------------|-----------|
| 발행주식수       | 37,582천주  |
| 일평균 거래량(3M) | 747천주     |
| 외국인 지분율     | 21.4%     |
| 배당수익률(25E)  | 0.0%      |
| BPS(25E)    | 13,860원   |
| 주요 주주       | 김병훈 외 5 인 |
|             | 33.5%     |

#### Price Trend



## 고성장 궤도 진입 ↗

### >>> 25년 미국 +149% YoY 전망

온라인 바이럴 효과로 히트 제품이 증가하면서 브랜드 인지도가 점차 상승하고 있고, 채널 확장에도 속도가 붙고 있다. 그동안은 온라인에서만 판매가 이뤄졌다면, 이제는 오프라인에서도 동사의 제품을 찾아볼 수 있다. 8월부터 Ulta의 전 매장에서 판매될 예정이며 모공패드, 콜라겐 마스크 팩, PDRN 앰플 등, 인기 제품들 중심으로 판매가 개시될 예정이다. (SKU 두 자리 수)

### >>> 25년 글로벌 B2B +267% YoY 전망

미국 외 해외 국가는 글로벌 B2B채널을 통해 공략 중이다. 미국에서의 바이럴 효과가 타 지역으로 확장되면서 글로벌 인지도가 상승하고 있으며, 미국 외 채널은 글로벌 B2B를 통해 판매 채널을 빠르게 늘리고 있다. 주요 히트 제품은 미국에서 인기를 얻고 있는 제품들과 유사하며, 이는 미국에서의 성장 모멘텀이 기타 지역으로도 빠르게 확장되고 있음을 시사한다.

### >>> 최신후주, 목표주가 140,000원

해외 비중이 24년 55%에서 25년 74%, 26년 78%까지 확대될 전망이다. 1) 히트 제품 증가에 따른 브랜드 인지도 상승, 2) 채널 확장으로 높은 성장성이 기대된다. 해외 채널을 중심으로 성장세가 빠르게 나타나고 있다는 점을 고려하여 목표 PER을 +10% 상향조정했다. (20배 → 22배)

| (십억원, IFRS 연결) | 2023  | 2024  | 2025F   | 2026F   | 2027F   |
|----------------|-------|-------|---------|---------|---------|
| 매출액            | 523.8 | 722.8 | 1,195.8 | 1,554.6 | 1,710.1 |
| 영업이익           | 104.2 | 122.7 | 233.8   | 303.9   | 334.3   |
| EBITDA         | 118.1 | 145.2 | 238.4   | 304.9   | 338.1   |
| 세전이익           | 105.8 | 133.3 | 255.0   | 325.2   | 355.6   |
| 순이익            | 81.5  | 107.6 | 206.6   | 260.1   | 284.5   |
| 지배주주지분순이익      | 81.5  | 107.6 | 206.6   | 260.1   | 284.5   |
| EPS(원)         | 2,249 | 2,842 | 5,420   | 6,823   | 7,461   |
| 증감률(% YoY)     | 166.3 | 26.4  | 90.7    | 25.9    | 9.3     |
| PER(배)         | 0.0   | 17.6  | 20.2    | 16.0    | 14.7    |
| PBR(배)         | 0.00  | 5.89  | 7.89    | 5.30    | 3.90    |
| EV/EBITDA(배)   |       | 13.1  | 16.6    | 12.3    | 10.3    |
| 영업이익률(%)       | 19.9  | 17.0  | 19.6    | 19.5    | 19.5    |
| ROE(%)         | 54.9  | 41.3  | 48.5    | 39.6    | 30.6    |
| 순차입금비용(%)      | -55.9 | -2.9  | -26.5   | -43.2   | -56.4   |

자료: 키움증권 리서치센터

에이피알 세부 실적 추정치

| (십억원)  |                | 1Q24  | 2Q24  | 3Q24  | 4Q24  | 1Q25  | 2Q25  | 3Q25  | 4Q25  | 2024  | 2025    | 2026    |
|--------|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|---------|---------|
| 매출     |                | 148.9 | 155.5 | 174.1 | 244.2 | 266.0 | 278.2 | 292.6 | 359.0 | 722.8 | 1,195.9 | 1,555   |
| YoY    |                | 22%   | 22%   | 43%   | 61%   | 79%   | 79%   | 68%   | 47%   | 38%   | 65%     | 30%     |
| (사업부별) | 디바이스           | 66.8  | 68.2  | 74.5  | 103.4 | 90.9  | 100.1 | 113.2 | 131.1 | 312.8 | 435.3   | 560.3   |
|        | YoY            | 30%   | 40%   | 62%   | 47%   | 36%   | 47%   | 52%   | 27%   | 45%   | 39%     | 29%     |
|        | 화장품 등          | 65.4  | 71.6  | 85.0  | 116.3 | 165.0 | 177.6 | 191.5 | 213.1 | 338.4 | 710.2   | 954.0   |
|        | YoY            | 37%   | 33%   | 54%   | 103%  | 152%  | 148%  | 125%  | 83%   | 58%   | 110%    | 34%     |
|        | 미국             | 11    | 13    | 25    | 37    | 57    | 66    | 54    | 74    | 86    | 252     | 393     |
|        | YoY            | 96%   | 79%   | 146%  | 182%  | 415%  | 411%  | 119%  | 99%   | 138%  | 192%    | 56%     |
|        | 기타<br>(패션 등)   | 16.8  | 15.7  | 14.7  | 24.5  | 10.1  | 11.5  | 11.5  | 15.7  | 71.6  | 50.4    | 40.3    |
|        | YoY            | -27%  | -37%  | -29%  | 0%    | -40%  | -26%  | -22%  | -36%  | -23%  | -30%    | -20%    |
| (채널별)  | 국내             | 82.8  | 78.4  | 73.9  | 88.0  | 76.8  | 76.0  | 72.8  | 91.1  | 323.1 | 316.6   | 307.1   |
|        | YoY            | -2%   | -6%   | 12%   | 3%    | -7%   | -3%   | -1%   | 3%    | 1%    | -2%     | -3%     |
|        | 해외             | 66.1  | 77.1  | 100.3 | 156.2 | 189.3 | 202.2 | 219.8 | 267.9 | 399.6 | 879.2   | 1,247.5 |
|        | YoY            | 73%   | 73%   | 79%   | 135%  | 186%  | 162%  | 119%  | 72%   | 95%   | 120%    | 42%     |
|        | 미국             | 24.8  | 25.8  | 39.6  | 69.0  | 70.9  | 83.1  | 98.9  | 134.5 | 159.1 | 395.6   | 561.4   |
|        | YoY            | 196%  | 116%  | 123%  | 131%  | 186%  | 222%  | 150%  | 95%   | 134%  | 149%    | 42%     |
|        | 기타<br>(B2B 포함) | 14    | 21    | 24    | 44    | 61    | 59    | 61    | 54    | 60    | 220     | 385     |
|        | YoY            | 80%   | 154%  | 184%  | 316%  | 340%  | 184%  | 157%  | 22%   | -     | 267%    | 75%     |
| 영업이익   |                | 27.8  | 28.0  | 27.2  | 39.6  | 54.5  | 56.3  | 57.6  | 65.4  | 122.7 | 233.8   | 303.9   |
| YoY    |                | 20%   | 13%   | 25%   | 15%   | 49%   | 61%   | 83%   | 43%   | 18%   | 91%     | 30%     |
| OPM    |                | 18.6% | 18.0% | 15.6% | 16.2% | 20.5% | 20.2% | 19.7% | 18.2% | 17.0% | 19.5%   | 20%     |
| 순이익    |                | 24.1  | 24.1  | 16.0  | 42.0  | 49.9  | 47.2  | 48.2  | 61.0  | 106.2 | 206.3   | 259.8   |
| YoY    |                | 19%   | 28%   | -13%  | 74%   | 107%  | 96%   | 201%  | 45%   | 30%   | 94%     | 26%     |
| OPM    |                | 16.2% | 15.5% | 9.2%  | 17.2% | 18.8% | 17.0% | 16.5% | 17.0% | 14.7% | 17.3%   | 16.7%   |

자료: 에이피알, 키움증권리서치

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

| 12월 결산, IFRS 연결      | 2023A | 2024A | 2025F   | 2026F   | 2027F   |
|----------------------|-------|-------|---------|---------|---------|
| <b>매출액</b>           | 523.8 | 722.8 | 1,195.8 | 1,554.6 | 1,710.1 |
| 매출원가                 | 128.4 | 179.2 | 307.7   | 400.1   | 440.1   |
| 매출총이익                | 395.4 | 543.6 | 888.1   | 1,154.6 | 1,270.0 |
| 판매비                  | 291.3 | 420.9 | 654.3   | 850.6   | 935.7   |
| <b>영업이익</b>          | 104.2 | 122.7 | 233.8   | 303.9   | 334.3   |
| <b>EBITDA</b>        | 118.1 | 145.2 | 238.4   | 304.9   | 338.1   |
| 영업외손익                | 1.6   | 10.6  | 21.3    | 21.3    | 21.3    |
| 이자수익                 | 3.5   | 5.5   | 11.5    | 20.8    | 32.9    |
| 이자비용                 | 1.3   | 3.8   | 3.8     | 3.8     | 3.8     |
| 외환관련이익               | 4.8   | 17.2  | 10.8    | 10.8    | 10.8    |
| 외환관련손실               | 5.3   | 10.9  | 9.8     | 9.8     | 9.8     |
| 종속 및 관계기업손익          | 0.0   | 0.0   | 0.0     | 0.0     | 0.0     |
| 기타                   | -0.1  | 2.6   | 12.6    | 3.3     | -8.8    |
| <b>법인세차감전이익</b>      | 105.8 | 133.3 | 255.0   | 325.2   | 355.6   |
| 법인세비용                | 24.3  | 25.7  | 48.4    | 65.0    | 71.1    |
| 계속사업손익               | 81.5  | 107.6 | 206.6   | 260.1   | 284.5   |
| <b>당기순이익</b>         | 81.5  | 107.6 | 206.6   | 260.1   | 284.5   |
| <b>지배주주순이익</b>       | 81.5  | 107.6 | 206.6   | 260.1   | 284.5   |
| <b>증감율 및 수익성 (%)</b> |       |       |         |         |         |
| 매출액 증감율              | 31.7  | 38.0  | 65.4    | 30.0    | 10.0    |
| 영업이익 증감율             | 165.6 | 17.8  | 90.5    | 30.0    | 10.0    |
| EBITDA 증감율           | 136.3 | 22.9  | 64.2    | 27.9    | 10.9    |
| 지배주주순이익의 증감율         | 172.1 | 32.0  | 92.0    | 25.9    | 9.4     |
| EPS 증감율              | 166.3 | 26.4  | 90.7    | 25.9    | 9.3     |
| 매출총이익율(%)            | 75.5  | 75.2  | 74.3    | 74.3    | 74.3    |
| 영업이익율(%)             | 19.9  | 17.0  | 19.6    | 19.5    | 19.5    |
| EBITDA Margin(%)     | 22.5  | 20.1  | 19.9    | 19.6    | 19.8    |
| 지배주주순이익율(%)          | 15.6  | 14.9  | 17.3    | 16.7    | 16.6    |

현금흐름표

(단위: 십억원)

| 12월 결산, IFRS 연결          | 2023A | 2024A  | 2025F | 2026F | 2027F |
|--------------------------|-------|--------|-------|-------|-------|
| <b>영업활동 현금흐름</b>         | 107.8 | 79.1   | 135.0 | 205.0 | 267.6 |
| 당기순이익                    | 81.5  | 107.6  | 206.6 | 260.1 | 284.5 |
| 비현금항목의 가감                | 39.9  | 54.5   | 47.7  | 51.4  | 48.3  |
| 유형자산감가상각비                | 13.5  | 21.6   | 3.4   | 0.0   | 3.1   |
| 무형자산감가상각비                | 0.4   | 0.9    | 1.2   | 1.0   | 0.7   |
| 지분법평가손익                  | 0.0   | 0.0    | 0.0   | 0.0   | 0.0   |
| 기타                       | 26.0  | 32.0   | 43.1  | 50.4  | 44.5  |
| 영업활동자산부채증감               | 1.1   | -58.3  | -79.0 | -59.0 | -23.5 |
| 매출채권및기타채권의감소             | -1.7  | -20.3  | -32.1 | -24.4 | -10.6 |
| 채고자산의감소                  | -4.5  | -63.5  | -71.8 | -54.5 | -23.6 |
| 매입채무및기타채무의증가             | 10.0  | 31.3   | 25.7  | 20.8  | 11.7  |
| 기타                       | -2.7  | -5.8   | -0.8  | -0.9  | -1.0  |
| 기타현금흐름                   | -14.7 | -24.7  | -40.3 | -47.5 | -41.7 |
| <b>투자활동 현금흐름</b>         | -28.3 | -109.7 | 0.8   | 0.5   | 0.2   |
| 유형자산의 취득                 | -9.7  | -45.0  | 0.0   | 0.0   | 0.0   |
| 유형자산의 처분                 | 0.0   | 0.1    | 0.0   | 0.0   | 0.0   |
| 무형자산의 순취득                | -2.2  | -2.8   | 0.0   | 0.0   | 0.0   |
| 투자자산의감소(증가)              | -9.9  | -44.3  | 0.0   | 0.0   | 0.0   |
| 단기금융자산의감소(증가)            | -6.3  | -21.3  | -2.9  | -3.1  | -3.5  |
| 기타                       | -0.2  | 3.6    | 3.7   | 3.6   | 3.7   |
| <b>재무활동 현금흐름</b>         | -11.5 | -4.8   | -11.7 | -11.7 | -11.7 |
| 차입금의 증가(감소)              | -11.1 | -7.5   | 0.0   | 0.0   | 0.0   |
| <b>자본금·자본잉여금의 증가(감소)</b> | 9.0   | 74.3   | 0.0   | 0.0   | 0.0   |
| 자기주식처분(취득)               | 0.0   | -59.9  | 0.0   | 0.0   | 0.0   |
| 배당금지급                    | 0.0   | 0.0    | 0.0   | 0.0   | 0.0   |
| 기타                       | -9.4  | -11.7  | -11.7 | -11.7 | -11.7 |
| 기타현금흐름                   | 0.0   | 0.4    | 3.5   | 3.5   | 3.5   |
| <b>현금 및 현금성자산의 순증가</b>   | 68.1  | -35.0  | 127.6 | 197.2 | 259.6 |
| 기초현금 및 현금성자산             | 57.3  | 125.3  | 90.4  | 218.0 | 415.2 |
| 기말현금 및 현금성자산             | 125.3 | 90.4   | 218.0 | 415.2 | 674.8 |

자료: 키움증권 리서치센터

재무상태표

(단위: 십억원)

| 12월 결산, IFRS 연결 | 2023A | 2024A | 2025F | 2026F   | 2027F   |
|-----------------|-------|-------|-------|---------|---------|
| <b>유동자산</b>     | 219.3 | 286.0 | 521.3 | 801.4   | 1,099.6 |
| 현금 및 현금성자산      | 125.3 | 90.4  | 218.0 | 415.2   | 674.8   |
| 단기금융자산          | 7.2   | 28.5  | 31.4  | 34.5    | 38.0    |
| 매출채권 및 기타채권     | 23.6  | 49.1  | 81.2  | 105.6   | 116.1   |
| 채고자산            | 56.5  | 109.7 | 181.6 | 236.1   | 259.7   |
| 기타유동자산          | 6.7   | 8.3   | 9.1   | 10.0    | 11.0    |
| <b>비유동자산</b>    | 68.0  | 279.1 | 274.5 | 273.5   | 269.7   |
| 투자자산            | 17.7  | 62.0  | 62.0  | 62.0    | 62.0    |
| 유형자산            | 14.2  | 51.4  | 48.0  | 47.9    | 44.8    |
| 무형자산            | 4.3   | 5.8   | 4.6   | 3.7     | 2.9     |
| 기타비유동자산         | 31.8  | 159.9 | 159.9 | 159.9   | 160.0   |
| <b>자산총계</b>     | 287.3 | 565.1 | 795.8 | 1,074.9 | 1,369.3 |
| <b>유동부채</b>     | 82.3  | 145.1 | 170.9 | 191.6   | 203.3   |
| 매입채무 및 기타채무     | 39.8  | 70.1  | 95.8  | 116.6   | 128.3   |
| 단기금융부채          | 16.8  | 21.5  | 21.5  | 21.5    | 21.5    |
| 기타유동부채          | 25.7  | 53.5  | 53.6  | 53.5    | 53.5    |
| <b>비유동부채</b>    | 8.1   | 96.5  | 96.5  | 96.5    | 96.5    |
| 장기금융부채          | 5.8   | 88.1  | 88.1  | 88.1    | 88.1    |
| 기타비유동부채         | 2.3   | 8.4   | 8.4   | 8.4     | 8.4     |
| <b>부채총계</b>     | 90.4  | 241.6 | 267.4 | 288.1   | 299.8   |
| <b>자본지분</b>     | 196.9 | 323.5 | 528.4 | 786.8   | 1,069.5 |
| 자본금             | 3.6   | 3.8   | 3.8   | 3.8     | 3.8     |
| 자본잉여금           | 61.1  | 136.8 | 136.8 | 136.8   | 136.8   |
| 기타자본            | 7.9   | -47.2 | -47.2 | -47.2   | -47.2   |
| 기타포괄손익누계액       | 0.6   | 1.1   | -0.7  | -2.4    | -4.2    |
| 이익잉여금           | 123.7 | 229.1 | 435.7 | 695.9   | 980.3   |
| 비지배지분           | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0     | 0.0     |
| <b>자본총계</b>     | 196.9 | 323.5 | 528.4 | 786.8   | 1,069.5 |

투자지표

(단위: 원, %, 배)

| 12월 결산, IFRS 연결  | 2023A  | 2024A | 2025F  | 2026F  | 2027F  |
|------------------|--------|-------|--------|--------|--------|
| <b>주당지표(원)</b>   |        |       |        |        |        |
| EPS              | 2,249  | 2,842 | 5,420  | 6,823  | 7,461  |
| BPS              | 5,414  | 8,486 | 13,860 | 20,637 | 28,053 |
| CFPS             | 3,349  | 4,282 | 6,671  | 8,173  | 8,727  |
| DPS              | 0      | 0     | 0      | 0      | 0      |
| <b>주가배수(배)</b>   |        |       |        |        |        |
| PER              | 0.0    | 17.6  | 20.2   | 16.0   | 14.7   |
| PER(최고)          | 0.0    | 32.9  | 20.5   |        |        |
| PER(최저)          | 0.0    | 13.5  | 7.7    |        |        |
| PBR              | 0.00   | 5.89  | 7.89   | 5.30   | 3.90   |
| PBR(최고)          | 0.00   | 11.02 | 8.03   |        |        |
| PBR(최저)          | 0.00   | 4.52  | 3.00   |        |        |
| PSR              | 0.00   | 2.62  | 3.49   | 2.68   | 2.44   |
| PCFR             | 0.0    | 11.7  | 16.4   | 13.4   | 12.5   |
| EV/EBITDA        |        | 13.1  | 16.6   | 12.3   | 10.3   |
| <b>주요비율(%)</b>   |        |       |        |        |        |
| 배당성향(%·보통주, 현금)  | 0.0    | 0.0   | 0.0    | 0.0    | 0.0    |
| 배당수익률(%·보통주, 현금) |        | 0.0   | 0.0    | 0.0    | 0.0    |
| ROA              | 34.6   | 25.2  | 30.4   | 27.8   | 23.3   |
| ROE              | 54.9   | 41.3  | 48.5   | 39.6   | 30.6   |
| ROIC             | 132.1  | 49.8  | 75.2   | 76.4   | 74.9   |
| 매출채권회전율          | 23.4   | 19.9  | 18.4   | 16.6   | 15.4   |
| 채고자산회전율          | 9.8    | 8.7   | 8.2    | 7.4    | 6.9    |
| 부채비율             | 45.9   | 74.7  | 50.6   | 36.6   | 28.0   |
| 순차입금비용           | -55.9  | -2.9  | -26.5  | -43.2  | -56.4  |
| 이자보상배율, 현금       | 82.3   | 32.6  | 62.0   | 80.6   | 88.7   |
| 총차입금             | 22.6   | 109.5 | 109.5  | 109.5  | 109.5  |
| 순차입금             | -110.0 | -9.4  | -139.8 | -340.2 | -603.3 |
| EBITDA           | 118.1  | 145.2 | 238.4  | 304.9  | 338.1  |
| FCF              | 80.3   | -15.8 | 115.0  | 185.1  | 247.8  |

실리콘투 (257720)



BUY(Maintain)

목표주가 50,000원

주가(5/15) 37,550원

화장품/섬유의복 Analyst 조소정  
sojcho@kiwoom.com

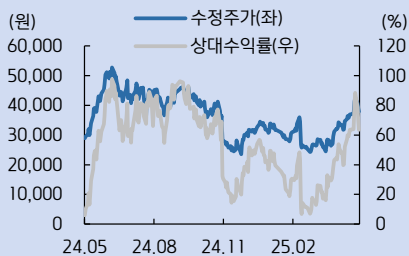
#### Stock Data

|               |         |          |
|---------------|---------|----------|
| KOSDAQ (5/15) |         | 733.23pt |
| 시가총액          |         | 22,970억원 |
| 52주 주가동향      | 최고가     | 최저가      |
|               | 52,800원 | 23,550원  |
| 최고/최저가 대비 등락  | -28.9%  | 59.4%    |
| 주가수익률         | 절대      | 상대       |
|               | 1M      | 17.3%    |
|               | 6M      | 33.9%    |
|               | 1Y      | 39.1%    |

#### Company Data

|             |            |
|-------------|------------|
| 발행주식수       | 61,172천주   |
| 일평균 거래량(3M) | 1,605천주    |
| 외국인 지분율     | 5.4%       |
| 배당수익률(25E)  | 0.0%       |
| BPS(25E)    | 7,149원     |
| 주요 주주       | 김성운 외 16 인 |
|             | 47.7%      |

#### Price Trend



## 수출 채널 다각화에 필요한 파트너☺

### >>> 미국 회복, 유럽/중동 성장세 지속

1분기 매출 2,457억 (+64% Y/Y, +41% Q/Q), 영업이익 477억 (+62% Y/Y, +79% Q/Q, OPM 19%) 기록했다. 사업보고서 기준 지역별 매출에서 미국 지역은 +17% Q/Q로 회복세를 보였다. 한편 주력 성장 지역인 유럽은 진출 국가가 기존 10개에서 20개로 확대되면서 성장세를 보였고, 중동은 법인 설립으로 사업이 본격화되면서 외형 확장을 이뤘다. 조선미녀, 바이오던스, 달바 등, 해외 성장 모멘텀 우수한 인디 브랜드가 성장을 견인했다.

2분기에도 전체적인 QoQ 성장세는 견조할 전망이다. 미국은 회복세가 지속되고, 유럽과 중동 등 지역이 성장을 이끌 예정이다.

### >>> 관심종목, 목표주가 50,000원

K뷰티는 이제 미국을 넘어서 유럽, 중동으로 나아가는 중이다. 이 과정 속에서 브랜드사는 현지 시장에 대한 깊은 이해와 광범위한 유통망을 확보하고 있는 해외 B2B와의 협력이 반드시 필요하다. 특히 유럽과 같이 국가간 문화, 주력 뷰티 채널이 상이한 지역은 초기 접근이 쉽지 않아 B2B파트너가 절실하기 때문에, 동사의 유럽, 중동 지역 중심 성장 전략은 유효하다고 판단한다. 향후 K뷰티의 성장과 함께 동사의 수혜가 기대된다. 목표 PER 18배를 적용하였다.

| (십억원, IFRS 연결) | 2023  | 2024  | 2025F   | 2026F   | 2027F   |
|----------------|-------|-------|---------|---------|---------|
| 매출액            | 342.9 | 691.5 | 1,048.8 | 1,248.5 | 1,425.3 |
| 영업이익           | 47.8  | 137.6 | 204.7   | 248.8   | 290.1   |
| EBITDA         | 51.5  | 143.3 | 213.9   | 255.8   | 295.4   |
| 세전이익           | 48.1  | 148.7 | 213.9   | 258.0   | 299.3   |
| 순이익            | 38.0  | 120.7 | 168.1   | 202.7   | 235.1   |
| 지배주주지분순이익      | 38.0  | 120.7 | 168.1   | 202.7   | 235.1   |
| EPS(원)         | 631   | 1,990 | 2,761   | 3,330   | 3,863   |
| 증감률(% YoY)     | 241.2 | 215.7 | 38.7    | 20.6    | 16.0    |
| PER(배)         | 12.2  | 16.4  | 13.7    | 11.4    | 9.8     |
| PBR(배)         | 3.45  | 7.61  | 5.29    | 3.58    | 2.61    |
| EV/EBITDA(배)   | 9.7   | 14.4  | 10.7    | 8.3     | 6.2     |
| 영업이익률(%)       | 13.9  | 19.9  | 19.5    | 19.9    | 20.4    |
| ROE(%)         | 32.9  | 60.9  | 48.2    | 37.6    | 30.8    |
| 순차입금비용(%)      | 23.3  | 26.5  | -4.0    | -31.6   | -55.7   |

자료: 키움증권 리서치센터

## 실리콘투 세부 실적 추정치

| (십억원)       | 1Q24  | 2Q24  | 3Q24  | 4Q24  | 1Q25  | 2Q25  | 3Q25  | 4Q25  | 2024  | 2025  | 2026  |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출          | 149.9 | 181.4 | 186.7 | 173.6 | 245.7 | 255.4 | 267.9 | 279.8 | 692   | 1,049 | 1,248 |
| YoY         | 158%  | 132%  | 85%   | 64%   | 64%   | 41%   | 44%   | 61%   | 102%  | 52%   | 19%   |
| CA          | 125.7 | 154.2 | 166.3 | 161.2 | 227.7 | 239.1 | 251.0 | 263.6 | 607   | 981   | 1,187 |
| YoY         | 176%  | 152%  | 110%  | 88%   | 81%   | 55%   | 51%   | 64%   | 123%  | 62%   | 21%   |
| PA          | 4.9   | 5.7   | 6.1   | 9.8   | 9.9   | 8.3   | 8.9   | 9.7   | 26    | 37    | 43    |
| YoY         | 18%   | 24%   | 11%   | 197%  | 104%  | 45%   | 46%   | -1%   | 51%   | 39%   | 16%   |
| Fulfillment | 19.3  | 21.5  | 13.7  | 2.0   | 8.1   | 8.1   | 8.0   | 6.5   | 57    | 31    | 18    |
| YoY         | 134%  | 75%   | -15%  | -88%  | -58%  | -62%  | -42%  | 228%  | 6%    | -46%  | -40%  |
| 영업이익        | 29.5  | 38.9  | 42.6  | 26.6  | 47.7  | 52.4  | 55.5  | 49.0  | 138   | 205   | 249   |
| YoY         | 297%  | 275%  | 182%  | 79%   | 62%   | 35%   | 30%   | 84%   | 188%  | 49%   | 22%   |
| OPM         | 20%   | 21%   | 23%   | 15%   | 19%   | 21%   | 21%   | 18%   | 20%   | 20%   | 20%   |
| 순이익         | 25.5  | 33.4  | 29.9  | 32.0  | 38.8  | 42.7  | 45.1  | 41.5  | 120.7 | 168.1 | 202.7 |
| YoY         | 303%  | 289%  | 127%  | 221%  | 52%   | 28%   | 51%   | 30%   | 218%  | 39%   | 21%   |
| NPM         | 17%   | 18%   | 16%   | 18%   | 16%   | 17%   | 17%   | 15%   | 17%   | 16%   | 16%   |

자료: 실리콘투, 키움증권리서치

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

| 12월 결산, IFRS 연결      | 2023A | 2024A | 2025F   | 2026F   | 2027F   |
|----------------------|-------|-------|---------|---------|---------|
| <b>매출액</b>           | 342.9 | 691.5 | 1,048.8 | 1,248.5 | 1,425.3 |
| 매출원가                 | 227.8 | 458.7 | 717.3   | 853.8   | 974.8   |
| 매출총이익                | 115.1 | 232.8 | 331.5   | 394.7   | 450.6   |
| 판매비                  | 67.3  | 95.3  | 126.9   | 145.9   | 160.5   |
| <b>영업이익</b>          | 47.8  | 137.6 | 204.7   | 248.8   | 290.1   |
| <b>EBITDA</b>        | 51.5  | 143.3 | 213.9   | 255.8   | 295.4   |
| 영업외손익                | 0.3   | 11.1  | 9.2     | 9.2     | 9.2     |
| 이자수익                 | 0.7   | 1.4   | 2.9     | 6.0     | 10.9    |
| 이자비용                 | 0.7   | 5.6   | 5.6     | 5.6     | 5.6     |
| 외환관련이익               | 3.9   | 17.7  | 9.6     | 9.6     | 9.6     |
| 외환관련손실               | 4.6   | 7.5   | 4.6     | 4.6     | 4.6     |
| 종속 및 관계기업손익          | 1.5   | 1.3   | 2.7     | 2.7     | 2.7     |
| 기타                   | -0.5  | 3.8   | 4.2     | 1.1     | -3.8    |
| <b>법인세차감전이익</b>      | 48.1  | 148.7 | 213.9   | 258.0   | 299.3   |
| 법인세비용                | 10.1  | 28.0  | 45.9    | 55.3    | 64.2    |
| 계속사업손익               | 38.0  | 120.7 | 168.1   | 202.7   | 235.1   |
| <b>당기순이익</b>         | 38.0  | 120.7 | 168.1   | 202.7   | 235.1   |
| <b>지배주주순이익</b>       | 38.0  | 120.7 | 168.1   | 202.7   | 235.1   |
| <b>증감율 및 수익성 (%)</b> |       |       |         |         |         |
| 매출액 증감율              | 107.5 | 101.7 | 51.7    | 19.0    | 14.2    |
| 영업이익 증감율             | 235.7 | 187.9 | 48.8    | 21.5    | 16.6    |
| EBITDA 증감율           | 203.9 | 178.3 | 49.3    | 19.6    | 15.5    |
| 지배주주순이익 증감율          | 240.6 | 217.6 | 39.3    | 20.6    | 16.0    |
| EPS 증감율              | 241.2 | 215.7 | 38.7    | 20.6    | 16.0    |
| 매출총이익율(%)            | 33.6  | 33.7  | 31.6    | 31.6    | 31.6    |
| 영업이익율(%)             | 13.9  | 19.9  | 19.5    | 19.9    | 20.4    |
| EBITDA Margin(%)     | 15.0  | 20.7  | 20.4    | 20.5    | 20.7    |
| 지배주주순이익율(%)          | 11.1  | 17.5  | 16.0    | 16.2    | 16.5    |

현금흐름표

(단위: 십억원)

| 12월 결산, IFRS 연결        | 2023A | 2024A | 2025F | 2026F | 2027F |
|------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>영업활동 현금흐름</b>       | -18.5 | 60.1  | 79.9  | 179.8 | 282.1 |
| 당기순이익                  | 38.0  | 120.7 | 168.1 | 202.7 | 235.1 |
| 비현금항목의 가감              | 14.7  | 29.6  | 49.9  | 54.0  | 56.4  |
| 유형자산감가상각비              | 3.7   | 5.7   | 9.2   | 7.0   | 5.3   |
| 무형자산감가상각비              | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0   |
| 지분법평가손익                | -2.9  | -3.4  | -2.9  | -2.9  | -2.9  |
| 기타                     | 13.9  | 27.3  | 43.6  | 49.9  | 54.0  |
| 영업활동자산부채증감             | -67.0 | -65.2 | -89.5 | -22.1 | 49.4  |
| 매출채권및기타채권의감소           | -17.9 | -14.2 | -26.1 | -14.6 | -12.9 |
| 채고자산의감소                | -49.8 | -60.1 | -75.4 | -42.1 | -37.3 |
| 매입채무및기타채무의증가           | -0.6  | -8.0  | 13.4  | 36.2  | 101.4 |
| 기타                     | 1.3   | 17.1  | -1.4  | -1.6  | -1.8  |
| 기타현금흐름                 | -4.2  | -25.0 | -48.6 | -54.8 | -58.8 |
| <b>투자활동 현금흐름</b>       | -18.4 | -72.1 | -22.3 | -22.3 | -22.3 |
| 유형자산의 취득               | -18.3 | -75.8 | 0.0   | 0.0   | 0.0   |
| 유형자산의 처분               | 5.5   | 12.4  | 0.0   | 0.0   | 0.0   |
| 무형자산의 순취득              | -0.6  | -0.9  | 0.0   | 0.0   | 0.0   |
| 투자자산의감소(증가)            | -4.9  | -6.2  | -5.5  | -5.5  | -5.5  |
| 단기금융자산의감소(증가)          | 0.1   | 15.1  | 0.0   | 0.0   | 0.0   |
| 기타                     | -0.2  | -16.7 | -16.8 | -16.8 | -16.8 |
| <b>재무활동 현금흐름</b>       | 32.9  | 80.8  | -3.0  | -3.0  | -3.0  |
| 차입금의 증가(감소)            | 34.9  | 83.8  | 0.0   | 0.0   | 0.0   |
| 자본금·자본잉여금의 증가(감소)      | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0   |
| 자기주식처분(취득)             | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0   |
| 배당금지급                  | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0   |
| 기타                     | -2.0  | -3.0  | -3.0  | -3.0  | -3.0  |
| 기타현금흐름                 | 0.0   | 0.0   | 31.8  | 31.8  | 31.8  |
| <b>현금 및 현금성자산의 순증가</b> | -4.0  | 68.8  | 86.4  | 186.3 | 288.6 |
| 기초현금 및 현금성자산           | 21.2  | 17.2  | 86.0  | 172.4 | 358.8 |
| 기말현금 및 현금성자산           | 17.2  | 86.0  | 172.4 | 358.8 | 647.4 |

자료: 키움증권 리서치센터

재무상태표

(단위: 십억원)

| 12월 결산, IFRS 연결 | 2023A | 2024A | 2025F | 2026F | 2027F   |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|---------|
| <b>유동자산</b>     | 136.4 | 297.1 | 486.4 | 731.1 | 1,071.7 |
| 현금 및 현금성자산      | 17.2  | 86.0  | 172.4 | 358.8 | 647.4   |
| 단기금융자산          | 15.1  | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0     |
| 매출채권 및 기타채권     | 23.3  | 50.4  | 76.5  | 91.0  | 103.9   |
| 채고자산            | 78.5  | 145.9 | 221.3 | 263.5 | 300.8   |
| 기타유동자산          | 2.3   | 14.8  | 16.2  | 17.8  | 19.6    |
| <b>비유동자산</b>    | 78.9  | 160.7 | 158.3 | 158.1 | 159.6   |
| 투자자산            | 17.5  | 25.1  | 31.9  | 38.7  | 45.5    |
| 유형자산            | 54.1  | 106.5 | 97.3  | 90.4  | 85.0    |
| 무형자산            | 0.7   | 1.6   | 1.6   | 1.6   | 1.6     |
| 기타비유동자산         | 6.6   | 27.5  | 27.5  | 27.4  | 27.5    |
| <b>자산총계</b>     | 215.3 | 457.8 | 644.8 | 889.2 | 1,231.3 |
| <b>유동부채</b>     | 74.2  | 189.3 | 202.7 | 238.9 | 340.3   |
| 매입채무 및 기타채무     | 3.0   | 8.3   | 21.7  | 57.9  | 159.3   |
| 단기금융부채          | 57.8  | 148.7 | 148.7 | 148.7 | 148.7   |
| 기타유동부채          | 13.4  | 32.3  | 32.3  | 32.3  | 32.3    |
| <b>비유동부채</b>    | 6.1   | 6.8   | 6.8   | 6.8   | 6.8     |
| 장기금융부채          | 6.0   | 6.5   | 6.5   | 6.5   | 6.5     |
| 기타비유동부채         | 0.1   | 0.3   | 0.3   | 0.3   | 0.3     |
| <b>부채총계</b>     | 80.3  | 196.2 | 209.6 | 245.8 | 347.2   |
| <b>자본지분</b>     | 135.0 | 261.6 | 435.2 | 643.4 | 884.1   |
| 자본금             | 30.3  | 30.5  | 30.5  | 30.5  | 30.5    |
| 자본잉여금           | 30.2  | 30.8  | 30.8  | 30.8  | 30.8    |
| 기타자본            | 0.8   | 0.3   | 0.3   | 0.3   | 0.3     |
| 기타포괄손익누계액       | 2.8   | 8.4   | 13.9  | 19.5  | 25.0    |
| 이익잉여금           | 70.8  | 191.5 | 359.6 | 562.3 | 797.4   |
| 비자본지분           | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0     |
| <b>자본총계</b>     | 135.0 | 261.6 | 435.2 | 643.4 | 884.1   |

투자지표

(단위: 원, %, 배)

| 12월 결산, IFRS 연결 | 2023A | 2024A | 2025F | 2026F  | 2027F  |
|-----------------|-------|-------|-------|--------|--------|
| <b>주당지표(원)</b>  |       |       |       |        |        |
| EPS             | 631   | 1,990 | 2,761 | 3,330  | 3,863  |
| BPS             | 2,235 | 4,297 | 7,149 | 10,570 | 14,524 |
| CFPS            | 874   | 2,479 | 3,580 | 4,217  | 4,789  |
| DPS             | 0     | 0     | 0     | 0      | 0      |
| <b>주가배수(배)</b>  |       |       |       |        |        |
| PER             | 12.2  | 16.4  | 13.7  | 11.4   | 9.8    |
| PER(최고)         | 16.8  | 27.2  | 16.4  |        |        |
| PER(최저)         | 3.7   | 3.8   | 8.5   |        |        |
| PBR             | 3.45  | 7.61  | 5.29  | 3.58   | 2.61   |
| PBR(최고)         | 4.75  | 12.61 | 6.35  |        |        |
| PBR(최저)         | 1.06  | 1.76  | 3.30  |        |        |
| PSR             | 1.36  | 2.87  | 2.20  | 1.85   | 1.62   |
| PCFR            | 8.8   | 13.2  | 10.6  | 9.0    | 7.9    |
| EV/EBITDA       | 9.7   | 14.4  | 10.7  | 8.3    | 6.2    |
| <b>주요비율(%)</b>  |       |       |       |        |        |
| 배당성향(%·보통주·현금)  | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0    | 0.0    |
| 배당수익률(%·보통주·현금) | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0    | 0.0    |
| ROA             | 22.1  | 35.9  | 30.5  | 26.4   | 22.2   |
| ROE             | 32.9  | 60.9  | 48.2  | 37.6   | 30.8   |
| ROIC            | 33.1  | 52.1  | 49.1  | 52.0   | 64.1   |
| 매출채권회전율         | 22.1  | 18.8  | 16.5  | 14.9   | 14.6   |
| 채고자산회전율         | 6.4   | 6.2   | 5.7   | 5.2    | 5.1    |
| 부채비율            | 59.5  | 75.0  | 48.2  | 38.2   | 39.3   |
| 순차입금비율          | 23.3  | 26.5  | -4.0  | -31.6  | -55.7  |
| 이자보상배율·현금       | 67.2  | 24.7  | 36.8  | 44.7   | 52.1   |
| <b>총차입금</b>     | 63.8  | 155.2 | 155.2 | 155.2  | 155.2  |
| 순차입금            | 31.5  | 69.2  | -17.3 | -203.6 | -492.2 |
| EBITDA          | 51.5  | 143.3 | 213.9 | 255.8  | 295.4  |
| FCF             | -40.0 | -10.4 | 80.5  | 180.3  | 282.6  |

한국콜마 (161890)



BUY(Maintain)

목표주가 110,000원

주가(5/15) 83,500원

최종/점유익 Analyst 조소정  
sojcho@kiwoom.com

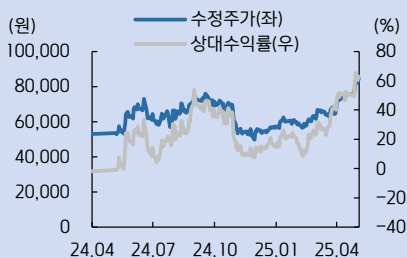
#### Stock Data

|              |         |            |
|--------------|---------|------------|
| KOSPI (5/15) |         | 2,621.36pt |
| 시가총액         |         | 19,710억원   |
| 52주 주가동향     | 최고가     | 최저가        |
|              | 84,400원 | 49,800원    |
| 최고/최저가 대비 등락 | -1.1%   | 67.7%      |
| 주가수익률        | 절대      | 상대         |
|              | 1M      | 15.3%      |
|              | 6M      | 53.8%      |
|              | 1Y      | 55.8%      |

#### Company Data

|             |          |
|-------------|----------|
| 발행주식수       | 23,605천주 |
| 일평균 거래량(3M) | 262천주    |
| 외국인 지분율     | 36.0%    |
| 배당수익률(25E)  | 0.9%     |
| BPS(25E)    | 36,547원  |
| 주요 주주       | 한국콜마홀딩스  |
|             | 외 23 인   |
|             | 26.6%    |

#### Price Trend



## 국내 탄탄, 미국은 +α

### >>> 국내 펀더멘탈은 튼튼, 해외는 +α

1분기 매출액 6,531억 (+14% YoY), 영업이익 599억 (+85% YoY, OPM 9.2%)을 기록했다. 국내 사업에서는 비-미국향 선케어 수출 수요가 반영되면서 이익이 예상보다 양호했다. 한편 중국은 경기 회복 덕분에 성장했고, 미국은 주요 고객사향 수주 증가와 비용 통제 덕분에 이익이 증가했다.

2분기에도 전반적인 성장 흐름은 여전하다. 국내외 SUN 수요가 이익 성장을 견인하고, 중국은 경기 회복 영향으로 양호한 흐름이 기대된다. 다만 미국은 2공장 가동으로 BEP에 그칠 것으로 예상된다.

### >>> 관심종목, 목표주가 110,000원

ODM사는 K뷰티 브랜드들의 합리적인 가격과 우수한 품질을 책임지는 든든한 파트너다. 올해도 동사는 고객사들의 수출 수요 덕분에 견조한 성장이 기대된다.

한편 최근 미국의 보호무역주의 정책 기조로 브랜드사들의 미국 생산 이전 수요가 늘고 있다. 때마침 동사의 미국 2공장도 곧 가동될 예정인 가운데, 향후 고객사의 리쇼어링 수요로 수주량이 증가할 경우 이익 업사이드를 기대할 수 있다. 향후 영업환경을 고려하여 적용 PER을 상향조정했다. (15배 → 18배)

| (십억원, IFRS 연결) | 2023    | 2024    | 2025F   | 2026F   | 2027F   |
|----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 매출액            | 2,155.7 | 2,452.1 | 2,786.3 | 3,089.7 | 3,360.7 |
| 영업이익           | 136.1   | 193.9   | 264.7   | 327.3   | 378.7   |
| EBITDA         | 229.9   | 285.8   | 377.4   | 422.8   | 459.7   |
| 세전이익           | 34.3    | 139.8   | 183.4   | 246.0   | 297.4   |
| 순이익            | 25.1    | 125.3   | 141.0   | 191.9   | 232.0   |
| 지배주주지분순이익      | 5.2     | 90.1    | 106.9   | 144.6   | 174.3   |
| EPS(원)         | 227     | 3,830   | 4,529   | 6,126   | 7,386   |
| 증감률(% YoY)     | 흑전      | 1,588.1 | 18.2    | 35.3    | 20.6    |
| PER(배)         | 236.2   | 14.4    | 18.6    | 13.8    | 11.4    |
| PBR(배)         | 1.89    | 1.64    | 2.31    | 2.05    | 1.80    |
| EV/EBITDA(배)   | 12.3    | 10.3    | 9.4     | 8.0     | 7.0     |
| 영업이익률(%)       | 6.3     | 7.9     | 9.5     | 10.6    | 11.3    |
| ROE(%)         | 0.8     | 12.5    | 12.9    | 15.8    | 16.8    |
| 순차입금비용(%)      | 57.9    | 62.5    | 49.4    | 34.4    | 19.6    |

자료: 키움증권 리서치센터

한국콜마 세부 실적 추정치

| (십억 원)  |           | 1Q24  | 2Q24  | 3Q24  | 4Q24  | 1Q25  | 2Q25  | 3Q25  | 4Q25  | FY24    | FY25    | FY26    |
|---------|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|---------|---------|---------|
| 매출 (연결) |           | 574.8 | 660.3 | 626.5 | 590.5 | 653.1 | 742.1 | 713.1 | 678.0 | 2,452.1 | 2,786.3 | 3,089.7 |
|         | 별도        | 247.8 | 297.0 | 273.6 | 241.3 | 274.3 | 338.0 | 319.6 | 288.9 | 1,059.7 | 1,220.8 | 1,339.9 |
|         | HK 이노엔    | 212.6 | 219.3 | 229.5 | 235.7 | 247.4 | 253.9 | 260.8 | 265.9 | 897.1   | 1,028.0 | 1,097.2 |
|         | 연우        | 67.2  | 74.0  | 72.8  | 61.5  | 63.7  | 70.3  | 72.8  | 62.7  | 275.5   | 269.5   | 300.7   |
|         | 중국법인 (무석) | 34.6  | 52.7  | 36.6  | 29.9  | 41.6  | 55.6  | 38.4  | 30.7  | 153.8   | 166.3   | 184.6   |
|         | 미국법인      | 7.0   | 13.4  | 17.5  | 20.0  | 21.7  | 23.3  | 25.2  | 28.1  | 57.9    | 98.3    | 129.4   |
|         | 캐나다법인     | 9.0   | 12.6  | 9.2   | 8.7   | 8.7   | 9.7   | 9.0   | 8.3   | 39.5    | 35.6    | 37.9    |
| YoY     |           | +18%  | +10%  | +21%  | +7%   | +14%  | +12%  | +14%  | +15%  | +14%    | +14%    | +11%    |
|         | 별도        | +23%  | +17%  | +47%  | +12%  | +11%  | +14%  | +17%  | +20%  | +24%    | +15%    | +10%    |
|         | HK 이노엔    | +15%  | +7%   | +6%   | +5%   | +16%  | +16%  | +14%  | +13%  | +8%     | +15%    | +7%     |
|         | 연우        | +33%  | +17%  | +19%  | -0%   | -5%   | -5%   | +0%   | +2%   | +16%    | -2%     | +12%    |
|         | 중국법인      | +5%   | -7%   | +5%   | -8%   | +20%  | +6%   | +5%   | +3%   | -3%     | +8%     | +11%    |
|         | 미국법인      | +8%   | +62%  | +55%  | +75%  | +210% | +74%  | +44%  | +40%  | +54%    | +70%    | +32%    |
|         | 캐나다법인     | -25%  | -12%  | -12%  | -4%   | -3%   | -23%  | -2%   | -5%   | -14%    | -10%    | +6%     |
| 영업이익    |           | 32.4  | 71.7  | 54.5  | 35.1  | 59.9  | 80.1  | 72.2  | 52.4  | 193.9   | 264.6   | 327.3   |
|         | 별도        | 22.8  | 44.2  | 37.2  | 18.1  | 33.9  | 49.0  | 42.5  | 22.7  | 122.3   | 148.1   | 162.2   |
|         | 중국법인      | 1.8   | 6.7   | 1.0   | -1.5  | 3.1   | 6.1   | 3.1   | 2.5   | 8.0     | 14.7    | 17.3    |
|         | 미국법인      | -2.1  | -1.3  | -3.4  | 1.2   | 1.5   | 0.0   | 0.0   | 0.0   | -5.6    | 1.6     | 6.5     |
|         | 캐나다법인     | -2.1  | -0.9  | -1.8  | -2.1  | -1.3  | -1.4  | -1.4  | -1.2  | -6.9    | -5.3    | -3.8    |
|         | HK 이노엔    | 17.3  | 24.4  | 22.2  | 24.4  | 25.4  | 25.0  | 26.5  | 27.2  | 88.2    | 104.1   | 119.9   |
|         | 연우        | 0     | 1.2   | 1.2   | -1.0  | -1.0  | 1.4   | 1.5   | 1.3   | 1.4     | 3.1     | 3.5     |
| YoY     |           | +169% | +29%  | +76%  | -6%   | +85%  | +12%  | +32%  | +49%  | +42%    | +36%    | +24%    |
|         | 별도        | +69%  | +28%  | +185% | -2%   | +48%  | +11%  | +14%  | +26%  | +54%    | +21%    | +10%    |
|         | 중국법인      | +200% | -27%  | -33%  | 적전    | +72%  | -9%   | +207% | 흑전    | -36%    | +84%    | +17%    |
|         | 미국법인      | 적자    | 적자    | 적자    | 흑전    | 흑전    | 흑전    | 흑전    | -98%  | 적자      | 흑자 전환   | +310%   |
|         | 캐나다법인     | 적자    | 적전    | 적자    | 적자    | 적자    | 적자    | 적자    | 적자    | 적자      | 적자      | 적자      |
|         | HK 이노엔    | +206% | +59%  | -1%   | +8%   | +47%  | +3%   | +19%  | +11%  | +34%    | +18%    | +15%    |
|         | 연우        | 흑전    | +0%   | -20%  | 적전    | 적전    | +17%  | +21%  | 흑전    | +567%   | +122%   | +12%    |
| OPM     |           | 5.6%  | 10.9% | 8.7%  | 6.0%  | 9.2%  | 10.8% | 10.1% | 7.7%  | 8%      | 9.5%    | 11%     |
|         | 별도        | 9%    | 14.9% | 13.6% | 7.5%  | 12.4% | 14.5% | 13.3% | 7.9%  | 12%     | 12%     | 12%     |
|         | 중국법인      | 5%    | 13%   | 3%    | -5%   | 7%    | 11%   | 8%    | 8%    | 5%      | 9%      | 9%      |
|         | 미국법인      | -30%  | -10%  | -19%  | 6%    | 5%    | 0%    | 0%    | 0%    | -10%    | 2%      | 5%      |
|         | 캐나다법인     | -23%  | -7%   | -20%  | -24%  | -20%  | -15%  | -15%  | -15%  | -17%    | -15%    | -10%    |
|         | HK 이노엔    | 8%    | 11%   | 10%   | 10%   | 10%   | 10%   | 10%   | 10%   | 10%     | 10%     | 11%     |
|         | 연우        | 0%    | 2%    | 2%    | -2%   | -2%   | 2%    | 2%    | 2%    | 1%      | 1%      | 1%      |
| 당기순이익   |           | 12.1  | 45.2  | 23.6  | 44.4  | 23.2  | 52.3  | 32.7  | 32.8  | 125.3   | 141.0   | 191.9   |
| YoY     |           | +87%  | +6%   | +20%  | 흑전    | +92%  | +16%  | +38%  | -26%  | +398%   | +13%    | +36%    |

자료: 한국콜마, 키움증권리서치

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

| 12월 결산, IFRS 연결      | 2023A   | 2024A   | 2025F   | 2026F   | 2027F   |
|----------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| <b>매출액</b>           | 2,155.7 | 2,452.1 | 2,786.3 | 3,089.7 | 3,360.7 |
| 매출원가                 | 1,577.5 | 1,753.1 | 1,948.4 | 2,160.6 | 2,350.1 |
| 매출총이익                | 578.1   | 698.9   | 837.9   | 929.1   | 1,010.6 |
| 판매비                  | 442.0   | 505.1   | 573.2   | 601.8   | 631.9   |
| <b>영업이익</b>          | 136.1   | 193.9   | 264.7   | 327.3   | 378.7   |
| <b>EBITDA</b>        | 229.9   | 285.8   | 377.4   | 422.8   | 459.7   |
| 영업외손익                | -101.8  | -54.1   | -81.3   | -81.3   | -81.3   |
| 이자수익                 | 8.4     | 6.7     | 11.4    | 17.5    | 24.6    |
| 이자비용                 | 45.0    | 46.5    | 46.5    | 46.5    | 46.5    |
| 외환관련이익               | 11.9    | 20.4    | 9.1     | 9.1     | 9.1     |
| 외환관련손실               | 11.4    | 5.1     | 4.0     | 4.0     | 4.0     |
| 종속 및 관계기업손익          | 3.3     | 12.2    | -55.0   | -55.0   | -55.0   |
| 기타                   | -69.0   | -41.8   | 3.7     | -2.4    | -9.5    |
| <b>법인세차감전이익</b>      | 34.3    | 139.8   | 183.4   | 246.0   | 297.4   |
| 법인세비용                | 9.2     | 14.4    | 42.4    | 54.1    | 65.4    |
| 계속사업손익               | 25.1    | 125.3   | 141.0   | 191.9   | 232.0   |
| <b>당기순이익</b>         | 25.1    | 125.3   | 141.0   | 191.9   | 232.0   |
| <b>지배주주순이익</b>       | 5.2     | 90.1    | 106.9   | 144.6   | 174.3   |
| <b>증감율 및 수익성 (%)</b> |         |         |         |         |         |
| 매출액 증감율              | 15.5    | 13.7    | 13.6    | 10.9    | 8.8     |
| 영업이익 증감율             | 85.7    | 42.5    | 36.5    | 23.6    | 15.7    |
| EBITDA 증감율           | 54.6    | 24.3    | 32.1    | 12.0    | 8.7     |
| 지배주주순이익의 증감율         | 흑전      | 1,632.7 | 18.6    | 35.3    | 20.5    |
| EPS 증감율              | 흑전      | 1,588.1 | 18.2    | 35.3    | 20.6    |
| 매출총이익률(%)            | 26.8    | 28.5    | 30.1    | 30.1    | 30.1    |
| 영업이익률(%)             | 6.3     | 7.9     | 9.5     | 10.6    | 11.3    |
| EBITDA Margin(%)     | 10.7    | 11.7    | 13.5    | 13.7    | 13.7    |
| 지배주주순이익률(%)          | 0.2     | 3.7     | 3.8     | 4.7     | 5.2     |

현금흐름표

(단위: 십억원)

| 12월 결산, IFRS 연결          | 2023A  | 2024A  | 2025F | 2026F | 2027F |
|--------------------------|--------|--------|-------|-------|-------|
| <b>영업활동 현금흐름</b>         | 112.2  | 215.4  | 227.7 | 269.6 | 303.2 |
| 당기순이익                    | 25.1   | 125.3  | 141.0 | 191.9 | 232.0 |
| 비현금항목의 가감                | 219.4  | 194.8  | 248.0 | 236.4 | 226.1 |
| 유형자산감가상각비                | 72.7   | 69.3   | 91.7  | 76.7  | 64.2  |
| 무형자산감가상각비                | 21.1   | 22.7   | 21.1  | 18.8  | 16.8  |
| 지분법평가손익                  | -4.2   | -12.6  | 0.0   | 0.0   | 0.0   |
| 기타                       | 129.8  | 115.4  | 135.2 | 140.9 | 145.1 |
| 영업활동자산부채증감               | -76.2  | -40.4  | -84.8 | -76.6 | -68.5 |
| 매출채권및기타채권의감소             | -59.5  | 39.8   | -40.1 | -36.4 | -32.5 |
| 채고자산의감소                  | -40.5  | -53.2  | -44.7 | -40.6 | -36.2 |
| 매입채무및기타채무의증가             | 25.9   | -7.0   | 2.8   | 3.4   | 3.6   |
| 기타                       | -2.1   | -20.0  | -2.8  | -3.0  | -3.4  |
| 기타현금흐름                   | -56.1  | -64.3  | -76.5 | -82.1 | -86.4 |
| <b>투자활동 현금흐름</b>         | -155.7 | -205.2 | 18.0  | 17.3  | 16.6  |
| 유형자산의 취득                 | -106.8 | -247.2 | 0.0   | 0.0   | 0.0   |
| 유형자산의 처분                 | 0.6    | 1.7    | 0.0   | 0.0   | 0.0   |
| 무형자산의 순취득                | -16.3  | -13.2  | 0.0   | 0.0   | 0.0   |
| 투자자산의감소(증가)              | -13.6  | -1.1   | 14.1  | 14.1  | 14.1  |
| 단기금융자산의감소(증가)            | -28.5  | 43.9   | -6.7  | -7.4  | -8.1  |
| 기타                       | 8.9    | 10.7   | 10.6  | 10.6  | 10.6  |
| <b>재무활동 현금흐름</b>         | -8.4   | -43.2  | -81.8 | -81.8 | -81.8 |
| 차입금의 증가(감소)              | 21.5   | 41.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0   |
| <b>자본금·자본잉여금의 증가(감소)</b> | 0.0    | 0.0    | 0.0   | 0.0   | 0.0   |
| 자기주식처분(취득)               | 0.0    | 0.0    | 0.0   | 0.0   | 0.0   |
| 배당금지급                    | -16.6  | -19.4  | -17.0 | -17.0 | -17.0 |
| 기타                       | -13.3  | -64.8  | -64.8 | -64.8 | -64.8 |
| 기타현금흐름                   | 2.6    | 4.1    | -24.4 | -24.4 | -24.4 |
| <b>현금 및 현금성자산의 순증가</b>   | -49.2  | -29.0  | 139.5 | 180.7 | 213.6 |
| 기초현금 및 현금성자산             | 220.1  | 170.8  | 141.9 | 281.4 | 462.1 |
| 기말현금 및 현금성자산             | 170.8  | 141.9  | 281.4 | 462.1 | 675.7 |

자료: 키움증권 리서치센터

재무상태표

(단위: 십억원)

| 12월 결산, IFRS 연결 | 2023A   | 2024A   | 2025F   | 2026F   | 2027F   |
|-----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| <b>유동자산</b>     | 898.4   | 858.7   | 1,092.5 | 1,360.6 | 1,654.4 |
| 현금 및 현금성자산      | 170.8   | 141.9   | 281.4   | 462.1   | 675.7   |
| 단기금융자산          | 111.2   | 67.3    | 74.0    | 81.4    | 89.6    |
| 매출채권 및 기타채권     | 323.8   | 294.5   | 334.6   | 371.0   | 403.6   |
| 채고자산            | 280.9   | 327.7   | 372.3   | 412.9   | 449.1   |
| 기타유동자산          | 11.7    | 27.3    | 30.2    | 33.2    | 36.4    |
| <b>비유동자산</b>    | 2,111.1 | 2,268.0 | 2,141.1 | 2,031.5 | 1,936.3 |
| 투자자산            | 53.4    | 54.5    | 40.4    | 26.3    | 12.2    |
| 유형자산            | 660.4   | 811.1   | 719.4   | 642.7   | 578.5   |
| 무형자산            | 1,271.0 | 1,249.3 | 1,228.2 | 1,209.4 | 1,192.6 |
| 기타비유동자산         | 126.3   | 153.1   | 153.1   | 153.1   | 153.0   |
| <b>자산총계</b>     | 3,009.4 | 3,126.7 | 3,233.6 | 3,392.0 | 3,590.7 |
| <b>유동부채</b>     | 1,283.7 | 1,215.0 | 1,217.8 | 1,221.2 | 1,224.8 |
| 매입채무 및 기타채무     | 389.6   | 360.4   | 363.2   | 366.6   | 370.2   |
| 단기금융부채          | 854.0   | 799.0   | 799.0   | 799.0   | 799.0   |
| 기타유동부채          | 40.1    | 55.6    | 55.6    | 55.6    | 55.6    |
| <b>비유동부채</b>    | 307.1   | 405.9   | 405.9   | 405.9   | 405.9   |
| 장기금융부채          | 248.9   | 351.2   | 351.2   | 351.2   | 351.2   |
| 기타비유동부채         | 58.2    | 54.7    | 54.7    | 54.7    | 54.7    |
| <b>부채총계</b>     | 1,590.8 | 1,621.0 | 1,623.7 | 1,627.2 | 1,630.7 |
| <b>자본지분</b>     | 648.6   | 792.6   | 862.7   | 970.4   | 1,107.9 |
| 자본금             | 11.4    | 11.8    | 11.8    | 11.8    | 11.8    |
| 자본잉여금           | 262.3   | 294.7   | 294.7   | 294.7   | 294.7   |
| 기타자본            | 0.4     | 0.4     | 0.4     | 0.4     | 0.4     |
| 기타포괄손익누계액       | 6.8     | -2.2    | -22.0   | -41.9   | -61.7   |
| 이익잉여금           | 367.6   | 487.9   | 577.8   | 705.4   | 862.8   |
| 비지배지분           | 770.0   | 713.1   | 747.2   | 794.4   | 852.1   |
| <b>자본총계</b>     | 1,418.6 | 1,505.7 | 1,609.9 | 1,764.9 | 1,960.0 |

투자지표

(단위: 원, %, 배)

| 12월 결산, IFRS 연결  | 2023A   | 2024A   | 2025F   | 2026F   | 2027F   |
|------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| <b>주당지표(원)</b>   |         |         |         |         |         |
| EPS              | 227     | 3,830   | 4,529   | 6,126   | 7,386   |
| BPS              | 28,347  | 33,579  | 36,547  | 41,111  | 46,936  |
| CFPS             | 10,688  | 13,611  | 16,480  | 18,145  | 19,404  |
| DPS              | 600     | 720     | 720     | 720     | 720     |
| <b>주가배수(배)</b>   |         |         |         |         |         |
| PER              | 236.2   | 14.4    | 18.6    | 13.8    | 11.4    |
| PER(최고)          | 267.5   | 20.5    | 19.4    |         |         |
| PER(최저)          | 162.8   | 11.3    | 12.2    |         |         |
| PBR              | 1.89    | 1.64    | 2.31    | 2.05    | 1.80    |
| PBR(최고)          | 2.14    | 2.34    | 2.41    |         |         |
| PBR(최저)          | 1.30    | 1.29    | 1.51    |         |         |
| PSR              | 0.57    | 0.53    | 0.72    | 0.64    | 0.59    |
| PCFR             | 5.0     | 4.0     | 5.1     | 4.7     | 4.3     |
| EV/EBITDA        | 12.3    | 10.3    | 9.4     | 8.0     | 7.0     |
| <b>주요비율(%)</b>   |         |         |         |         |         |
| 배당성향(%·보통주, 현금)  | 54.6    | 13.6    | 12.1    | 8.9     | 7.3     |
| 배당수익률(%·보통주, 현금) | 1.1     | 1.3     | 0.9     | 0.9     | 0.9     |
| ROA              | 0.8     | 4.1     | 4.4     | 5.8     | 6.6     |
| ROE              | 0.8     | 12.5    | 12.9    | 15.8    | 16.8    |
| ROIC             | 4.2     | 6.1     | 8.6     | 10.9    | 12.7    |
| 매출채권회전율          | 7.4     | 7.9     | 8.9     | 8.8     | 8.7     |
| 채고자산회전율          | 8.3     | 8.1     | 8.0     | 7.9     | 7.8     |
| 부채비율             | 112.1   | 107.7   | 100.9   | 92.2    | 83.2    |
| 순차입금비용           | 57.9    | 62.5    | 49.4    | 34.4    | 19.6    |
| 이자보상배율, 현금       | 3.0     | 4.2     | 5.7     | 7.0     | 8.1     |
| <b>총차입금</b>      | 1,102.8 | 1,150.2 | 1,150.2 | 1,150.2 | 1,150.2 |
| 순차입금             | 820.8   | 941.1   | 794.8   | 606.7   | 385.0   |
| EBITDA           | 229.9   | 285.8   | 377.4   | 422.8   | 459.7   |
| FCF              | -12.3   | -66.1   | 231.5   | 274.2   | 307.8   |

F&amp;F (383220)



BUY(Maintain)

목표주가 100,000원

주가(5/15) 69,500원

화장품/섬유의복 Analyst 조소정  
sojcho@kiwoom.com

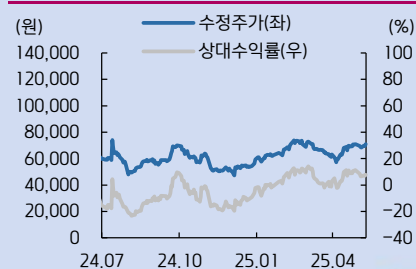
## Stock Data

|              |         |            |       |
|--------------|---------|------------|-------|
| KOSPI (5/15) |         | 2,621.36pt |       |
| 시가총액         |         | 26,623억원   |       |
| 52주 주가동향     | 최고가     | 최저가        |       |
|              | 74,000원 | 47,300원    |       |
| 최고/최저가 대비 등락 | -6.1%   | 46.9%      |       |
| 주가수익률        | 절대      | 상대         |       |
|              | 1M      | 9.6%       | 3.6%  |
|              | 6M      | 35.2%      | 24.7% |
|              | 1Y      | 2.2%       | 6.5%  |

## Company Data

|             |             |
|-------------|-------------|
| 발행주식수       | 38,307천주    |
| 일평균 거래량(3M) | 62천주        |
| 외국인 지분율     | 11.5%       |
| 배당수익률(25E)  | 1.2%        |
| BPS(25E)    | 51,833원     |
| 주요 주주       | F&F홀딩스 외 9인 |
|             | 62.8%       |

## Price Trend



## F/W만 기다리는 中

## &gt;&gt;&gt; 아웃도어 스포츠를 즐기는 90허우

중국의 90허우를 중심으로 트레킹, 등산 등 아웃도어 활동이 유행하고 있다. 올해 5/1일 근로자의 날 연휴 전후에도 트레킹/등산 관련 온라인 콘텐츠의 조회수가 급증했고, 관련 제품의 판매 또한 동반 상승하는 등 소비자 관심이 뚜렷하게 나타났다. 중국의류협회에 따르면, 중국 기능성 아웃도어 의류 시장은 2024~2029년 연평균 16%의 성장률을 기록, 2029년에는 시장 규모가 2,158억 위안에 이를 것으로 전망된다.

이에 동사의 브랜드 디스커버리의 중국 내 성장 잠재력을 높게 평가한다. 하반기부터 연말까지 매장 수가 100개까지 확대될 예정인 만큼 외형 성장에 대한 기대감은 점진적으로 높아질 것이다.

## &gt;&gt;&gt; 경기까지 좋아진다면 금상첨화

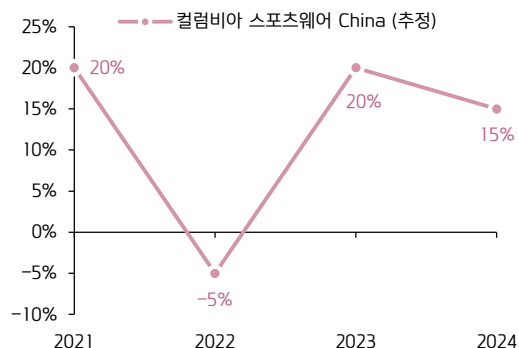
작년 중국 의류 경기가 전반적으로 부진했던 가운데서도, 글로벌 아웃도어 브랜드들은 중국 시장에서 견조한 성장세를 시현했다 (아머스포츠+54%, 컬럼비아+15%). 이는 아웃도어 스포츠에 대한 중국 소비자들의 관심 확대 현상으로 풀이되며, 경기 회복 시 관련 수요가 더욱 탄력적으로 확대될 가능성을 시사한다.

## &gt;&gt;&gt; 업종 최선후주, 목표주가 100,000원

| (십억원, IFRS 연결) | 2023    | 2024    | 2025F   | 2026F   | 2027F   |
|----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 매출액            | 1,978.5 | 1,896.0 | 2,112.6 | 2,333.7 | 2,523.9 |
| 영업이익           | 551.8   | 450.7   | 534.6   | 609.1   | 658.8   |
| EBITDA         | 625.7   | 551.9   | 640.2   | 603.8   | 692.9   |
| 세전이익           | 554.9   | 477.3   | 587.4   | 662.0   | 711.6   |
| 순이익            | 425.0   | 356.0   | 440.4   | 496.3   | 533.5   |
| 지배주주지분순이익      | 425.1   | 360.4   | 442.7   | 498.9   | 536.3   |
| EPS(원)         | 11,096  | 9,408   | 11,557  | 13,023  | 14,000  |
| 증감률(% YoY)     | -3.8    | -15.2   | 22.8    | 12.7    | 7.5     |
| PER(배)         | 8.0     | 5.8     | 6.1     | 5.4     | 5.1     |
| PBR(배)         | 2.65    | 1.33    | 1.37    | 1.10    | 0.91    |
| EV/EBITDA(배)   | 5.5     | 4.2     | 3.7     | 3.2     | 2.1     |
| 영업이익률(%)       | 27.9    | 23.8    | 25.3    | 26.1    | 26.1    |
| ROE(%)         | 38.4    | 25.3    | 25.0    | 22.4    | 19.7    |
| 순차입금비용(%)      | 1.3     | 14.9    | -18.9   | -32.2   | -43.4   |

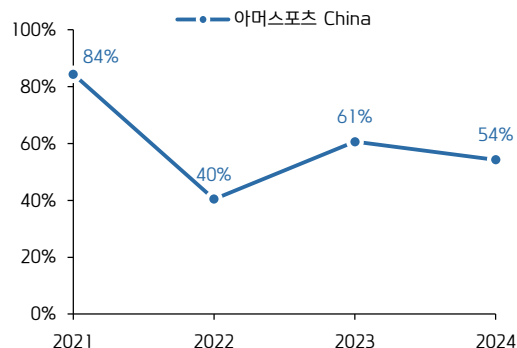
자료: 키움증권 리서치센터

### 컬럼비아 스포츠웨어 중국 매출 (추정)



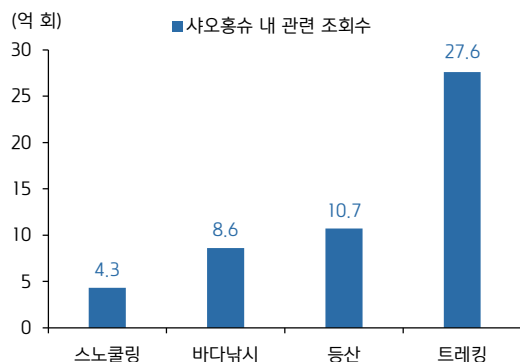
자료: 컬럼비아 스포츠웨어, 키움증권리서치

### 아머스포츠 (아크테릭스 브랜드사) 중국 매출



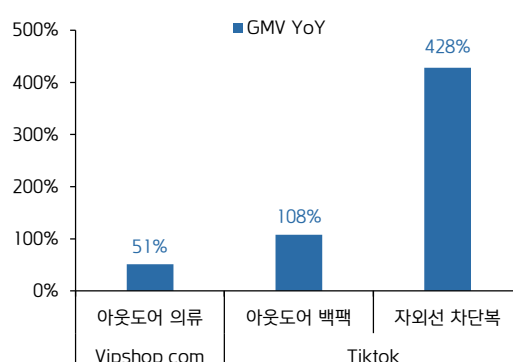
자료: 아머스포츠, 키움증권리서치

### 샤오홍슈 아웃도어 관련 조회수



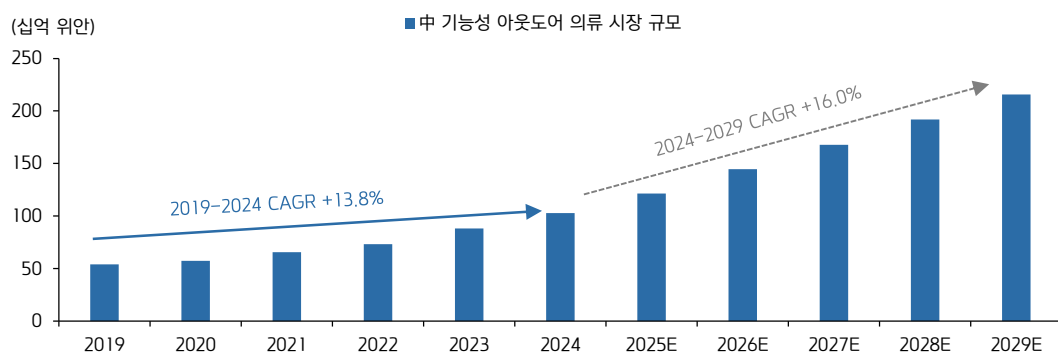
자료: 샤오홍슈, 키움증권리서치  
주: <https://www.huxiu.com/article/4333548.html>

### 주요 플랫폼 내 아웃도어 관련 물품 GMV YoY



자료: 키움증권리서치  
주: <https://baijiahao.baidu.com/s?id=1831734416480171706&wfr=spider&for=pc>

### 중국 기능성 아웃도어 시장 규모



자료: 중국기능성아웃도어협회, 키움증권리서치  
주: <https://baijiahao.baidu.com/s?id=1831734416480171706&wfr=spider&for=pc>

## F&F 세부 실적 추정치

| (십억원)      | 1Q24  | 2Q24  | 3Q24  | 4Q24  | 1Q25  | 2Q25  | 3Q25  | 4Q25  | 2024    | 2025    | 2026    |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|---------|---------|---------|
| 매출         | 507.0 | 391.5 | 451.0 | 546.4 | 505.6 | 389.5 | 558.6 | 658.8 | 1,895.9 | 2,112.6 | 2,333.7 |
|            | +2%   | -3%   | -8%   | -6%   | -0%   | -0%   | +24%  | +21%  | -4.2%   | +11%    | +10%    |
| (채널별) 면세   | 41.2  | 38.4  | 30.7  | 40.3  | 35.0  | 33.4  | 32.7  | 32.4  | 150.6   | 133.5   | 128.0   |
|            | -12%  | -14%  | -17%  | -25%  | -15%  | -13%  | +7%   | -20%  | -18%    | -11%    | -4%     |
| 내수         | 176.4 | 158.3 | 117.1 | 243.2 | 159.9 | 145.9 | 115.5 | 249.7 | 695.0   | 695.6   | 702.2   |
|            | -11%  | -9%   | -14%  | -12%  | -9%   | -8%   | -1%   | +3%   | -11%    | +0%     | +1%     |
| 해외법인/수출    | 267.0 | 179.6 | 282.5 | 239.5 | 288.9 | 210.2 | 406.7 | 370.0 | 968.5   | 1,275.9 | 1,503.6 |
|            | +10%  | +1%   | -6%   | +2%   | +8%   | +17%  | +44%  | +54%  | +1%     | +32%    | +18%    |
| (브랜드별) MLB | 235.2 | 162.3 | 314.5 | 220.0 | 267.0 | 165.6 | 340.8 | 229.7 | 932.0   | 990.9   | 1,038.2 |
|            | -8%   | -20%  | -13%  | -13%  | +14%  | +2%   | +8%   | +4%   | -13%    | +6%     | +5%     |
| 면세         | 35.5  | 33.1  | 25.0  | 30.5  | 28.5  | 28.1  | 27.0  | 27.0  | 124.1   | 110.6   | 105.1   |
|            | +0%   | -16%  | -19%  | -31%  | -20%  | -15%  | +8%   | -11%  | -21%    | -11%    | -5%     |
| 내수         | 55.3  | 58.4  | 46.2  | 58.0  | 55.7  | 59.6  | 46.2  | 58.0  | 217.9   | 219.5   | 226.0   |
|            | -19%  | -16%  | -17%  | -12%  | +1%   | +2%   | +0%   | +0%   | -16%    | +1%     | +3%     |
| MLB Kids   | 30.3  | 19.8  | 27.1  | 26.2  | 26.1  | 19.1  | 26.5  | 25.3  | 103.4   | 97.0    | 97.0    |
|            | +3%   | -15%  | -13%  | -19%  | -14%  | -4%   | -2%   | -4%   | -11%    | -6%     | +0%     |
| Discovery  | 106.7 | 87.4  | 62.6  | 175.8 | 95.2  | 74.6  | 65.4  | 182.8 | 432.5   | 442.6   | 487.9   |
| (수출 포함)    | -4%   | -1%   | -11%  | -10%  | -11%  | -15%  | +4%   | +4%   | -7%     | +2%     | +10%    |
| 영업이익       | 130.2 | 91.8  | 108.3 | 120.4 | 123.6 | 83.9  | 155.6 | 171.5 | 450.7   | 534.6   | 609.1   |
| YoY        | -13%  | -17%  | -27%  | -16%  | -5%   | -9%   | +44%  | +42%  | -18.3%  | +19%    | +14%    |
| OPM        | 25.7% | 23.4% | 24.0% | 22.0% | 24.4% | 21.5% | 27.9% | 26.0% | 23.8%   | 25.3%   | 26.1%   |
| 당기순이익      | 96.3  | 74.0  | 79.8  | 105.9 | 83.0  | 64.8  | 127.5 | 146.1 | 356.0   | 421.4   | 496.5   |
| YoY        | -19%  | -15%  | -33%  | +6%   | -14%  | -12%  | +60%  | +38%  | -16%    | +18%    | +18%    |
| NPM        | 19.0% | 18.9% | 17.7% | 19.4% | 16.4% | 16.6% | 22.8% | 22.2% | 18.8%   | 19.9%   | 21.3%   |

자료: F&F, 키움증권리서치

## F&F 중화권 실적 추정치

| (십억원)     | 1Q24  | 2Q24  | 3Q24  | 4Q24  | 1Q25  | 2Q25  | 3Q25  | 4Q25  | 2024  | 2025    | 2026    |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|---------|---------|
| 해외        | 261.2 | 171.7 | 265.8 | 215.4 | 278.0 | 183.2 | 332.5 | 271.6 | 914.1 | 1,066.4 | 1,265.6 |
|           | +15%  | +8%   | -4%   | -5%   | +6%   | +7%   | +25%  | +26%  | +3%   | +17%    | +19%    |
| MLB 중국    | 239.0 | 154.5 | 250.2 | 213.0 | 256.0 | 164.4 | 309.5 | 237.3 | 857.8 | 967.3   | 1,064.0 |
|           | +15%  | +10%  | -4%   | +4%   | +7%   | +6%   | +24%  | +11%  | +6%   | +12%    | +10%    |
| 오프라인      | 215.1 | 132.9 | 235.2 | 170.4 | 227.8 | 141.4 | 291.7 | 189.8 | 753.6 | 851.2   | 936.3   |
|           | +15%  | +13%  | -4%   | +0%   | +6%   | +6%   | +24%  | +11%  | +4%   | +13%    | +10%    |
| 온라인       | 23.9  | 21.6  | 15.0  | 42.6  | 28.2  | 23.0  | 17.8  | 47.5  | 103.1 | 116.1   | 127.7   |
|           | +15%  | -2%   | +5%   | +22%  | +18%  | +6%   | +18%  | +11%  | +12%  | +13%    | +10%    |
| MLB 홍콩    | 22.2  | 17.2  | 15.6  | 20.3  | 20.7  | 16.3  | 15.6  | 20.9  | 75.3  | 73.5    | 78.3    |
|           | +15%  | -9%   | -11%  | -4%   | -7%   | -5%   | +0%   | +3%   | -2%   | -2%     | +6%     |
| Discov 중국 |       |       |       | 1.3   | 1.3   | 2.4   | 7.4   | 13.4  |       | 24.4    | 123.3   |
|           |       |       |       |       |       |       |       | +930% |       |         | +405%   |

자료: F&F, 키움증권리서치

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

| 12월 결산, IFRS 연결      | 2023A   | 2024A   | 2025F   | 2026F   | 2027F   |
|----------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| <b>매출액</b>           | 1,978.5 | 1,896.0 | 2,112.6 | 2,333.7 | 2,523.9 |
| 매출원가                 | 632.3   | 649.0   | 739.6   | 816.8   | 883.4   |
| 매출총이익                | 1,346.2 | 1,247.0 | 1,373.0 | 1,516.9 | 1,640.5 |
| 판매비                  | 794.4   | 796.3   | 838.4   | 907.8   | 981.8   |
| <b>영업이익</b>          | 551.8   | 450.7   | 534.6   | 609.1   | 658.8   |
| <b>EBITDA</b>        | 625.7   | 551.9   | 640.2   | 603.8   | 692.9   |
| 영업외손익                | 3.1     | 26.6    | 52.8    | 52.8    | 52.8    |
| 이자수익                 | 5.9     | 6.8     | 44.3    | 71.4    | 97.9    |
| 이자비용                 | 11.5    | 11.8    | 14.8    | 17.7    | 17.7    |
| 외환관련이익               | 16.0    | 22.9    | 14.4    | 14.4    | 14.4    |
| 외환관련손실               | 12.3    | 13.9    | 11.5    | 11.5    | 11.5    |
| 중속 및 관계기업손익          | 7.7     | 28.0    | 28.0    | 28.0    | 28.0    |
| 기타                   | -2.7    | -5.4    | -7.6    | -31.8   | -58.3   |
| <b>법인세차감이익</b>       | 554.9   | 477.3   | 587.4   | 662.0   | 711.6   |
| 법인세비용                | 129.9   | 121.3   | 147.0   | 165.7   | 178.1   |
| 계속사업손익               | 425.0   | 356.0   | 440.4   | 496.3   | 533.5   |
| <b>당기순이익</b>         | 425.0   | 356.0   | 440.4   | 496.3   | 533.5   |
| <b>지배주주순이익</b>       | 425.1   | 360.4   | 442.7   | 498.9   | 536.3   |
| <b>증감율 및 수익성 (%)</b> |         |         |         |         |         |
| 매출액 증감율              | 9.4     | -4.2    | 11.4    | 10.5    | 8.2     |
| 영업이익 증감율             | 5.1     | -18.3   | 18.6    | 13.9    | 8.2     |
| EBITDA 증감율           | 3.4     | -11.8   | 16.0    | -5.7    | 14.8    |
| 지배주주순이익의 증감율         | -3.8    | -15.2   | 22.8    | 12.7    | 7.5     |
| EPS 증감율              | -3.8    | -15.2   | 22.8    | 12.7    | 7.5     |
| 매출총이익율(%)            | 68.0    | 65.8    | 65.0    | 65.0    | 65.0    |
| 영업이익율(%)             | 27.9    | 23.8    | 25.3    | 26.1    | 26.1    |
| EBITDA Margin(%)     | 31.6    | 29.1    | 30.3    | 25.9    | 27.5    |
| 지배주주순이익율(%)          | 21.5    | 19.0    | 21.0    | 21.4    | 21.2    |

현금흐름표

(단위: 십억원)

| 12월 결산, IFRS 연결          | 2023A  | 2024A  | 2025F  | 2026F   | 2027F   |
|--------------------------|--------|--------|--------|---------|---------|
| <b>영업활동 현금흐름</b>         | 477.0  | 398.8  | 676.1  | 450.9   | 533.9   |
| 당기순이익                    | 425.0  | 356.0  | 440.4  | 496.3   | 533.5   |
| 비현금항목의 가감                | 205.5  | 202.4  | 195.6  | 79.1    | 104.5   |
| 유형자산감가상각비                | 66.5   | 78.6   | 76.1   | -30.7   | 12.4    |
| 무형자산감가상각비                | 7.3    | 22.5   | 29.6   | 25.3    | 21.7    |
| 지분법평가손익                  | -7.8   | -33.1  | -28.0  | -28.0   | -28.0   |
| 기타                       | 139.5  | 134.4  | 117.9  | 112.5   | 98.4    |
| 영업활동자산부채증감               | -13.1  | -24.1  | 144.9  | -25.2   | -18.9   |
| 매출채권및기타채권의감소             | 14.5   | -9.6   | -18.7  | -19.1   | -16.4   |
| 재고자산의감소                  | -19.2  | 30.2   | 113.7  | -22.1   | -19.0   |
| 매입채무및기타채무의증가             | -21.6  | -22.8  | 21.3   | 22.6    | 21.9    |
| 기타                       | 13.2   | -21.9  | 28.6   | -6.6    | -5.4    |
| 기타현금흐름                   | -140.4 | -135.5 | -104.8 | -99.3   | -85.2   |
| <b>투자활동 현금흐름</b>         | -100.3 | -452.9 | 13.6   | 13.6    | 13.5    |
| 유형자산의 취득                 | -23.2  | -434.6 | 0.0    | 0.0     | 0.0     |
| 유형자산의 처분                 | 0.3    | 0.0    | 0.0    | 0.0     | 0.0     |
| 무형자산의 순취득                | -50.7  | -64.3  | 0.0    | 0.0     | 0.0     |
| 투자자산의감소(증가)              | -1.7   | 16.6   | -0.3   | -0.3    | -0.3    |
| 단기금융자산의감소(증가)            | -0.1   | 14.7   | -0.7   | -0.8    | -0.8    |
| 기타                       | -24.9  | 14.7   | 14.6   | 14.7    | 14.6    |
| <b>재무활동 현금흐름</b>         | -261.3 | -44.9  | -28.2  | 2.4     | -91.8   |
| 차입금의 증가(감소)              | -164.6 | 107.7  | 90.0   | 90.0    | 0.0     |
| <b>자본금·자본잉여금의 증가(감소)</b> | 0.0    | 0.0    | 0.0    | 0.0     | 0.0     |
| 자기주식처분(취득)               | 0.0    | -33.4  | 0.0    | 0.0     | 0.0     |
| 배당금지급                    | -61.0  | -64.8  | -63.9  | -33.3   | -37.5   |
| 기타                       | -35.7  | -54.4  | -54.3  | -54.3   | -54.3   |
| 기타현금흐름                   | 2.6    | -1.1   | 40.4   | 40.4    | 40.4    |
| <b>현금 및 현금성자산의 순증가</b>   | 118.0  | -100.2 | 701.9  | 507.2   | 495.9   |
| 기초현금 및 현금성자산             | 102.0  | 220.0  | 119.8  | 821.7   | 1,329.0 |
| 기말현금 및 현금성자산             | 220.0  | 119.8  | 821.7  | 1,329.0 | 1,824.9 |

자료: 키움증권 리서치센터

재무상태표

(단위: 십억원)

| 12월 결산, IFRS 연결 | 2023A   | 2024A   | 2025F   | 2026F   | 2027F   |
|-----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| <b>유동자산</b>     | 745.6   | 636.8   | 1,246.5 | 1,798.0 | 2,332.8 |
| 현금 및 현금성자산      | 220.0   | 119.8   | 821.7   | 1,329.0 | 1,824.9 |
| 단기금융자산          | 21.7    | 6.9     | 7.6     | 8.4     | 9.2     |
| 매출채권 및 기타채권     | 148.5   | 163.3   | 182.0   | 201.0   | 217.4   |
| 재고자산            | 341.1   | 325.0   | 211.3   | 233.4   | 252.4   |
| 기타유동자산          | 14.3    | 21.8    | 23.9    | 26.2    | 28.9    |
| <b>비유동자산</b>    | 1,259.5 | 1,649.1 | 1,571.8 | 1,605.5 | 1,599.7 |
| 투자자산            | 654.1   | 665.6   | 693.9   | 722.2   | 750.6   |
| 유형자산            | 135.2   | 501.3   | 425.2   | 455.9   | 443.6   |
| 무형자산            | 177.7   | 213.7   | 184.1   | 158.8   | 137.0   |
| 기타비유동자산         | 292.5   | 268.5   | 268.6   | 268.6   | 268.5   |
| <b>자산총계</b>     | 2,005.1 | 2,285.9 | 2,818.3 | 3,403.5 | 3,932.5 |
| <b>유동부채</b>     | 486.9   | 522.1   | 593.5   | 666.0   | 688.0   |
| 매입채무 및 기타채무     | 248.3   | 198.9   | 220.2   | 242.8   | 264.7   |
| 단기금융부채          | 86.4    | 203.6   | 253.6   | 303.6   | 303.6   |
| 기타유동부채          | 152.2   | 119.6   | 119.7   | 119.6   | 119.7   |
| <b>비유동부채</b>    | 200.5   | 186.5   | 226.5   | 266.5   | 266.5   |
| 장기금융부채          | 173.0   | 157.4   | 197.4   | 237.4   | 237.4   |
| 기타비유동부채         | 27.5    | 29.1    | 29.1    | 29.1    | 29.1    |
| <b>부채총계</b>     | 687.4   | 708.6   | 820.0   | 932.5   | 954.5   |
| <b>자본지분</b>     | 1,290.5 | 1,562.2 | 1,985.6 | 2,460.9 | 2,978.0 |
| 자본금             | 3.8     | 3.8     | 3.8     | 3.8     | 3.8     |
| 자본잉여금           | 317.5   | 317.5   | 317.5   | 317.5   | 317.5   |
| 기타자본            | -19.1   | -52.5   | -52.5   | -52.5   | -52.5   |
| 기타포괄손익누계액       | 0.5     | 10.0    | 23.9    | 37.9    | 51.8    |
| 이익잉여금           | 987.8   | 1,283.4 | 1,692.8 | 2,154.2 | 2,650.2 |
| 비지배지분           | 27.2    | 15.1    | 12.8    | 10.1    | 7.3     |
| <b>자본총계</b>     | 1,317.7 | 1,577.3 | 1,998.3 | 2,471.0 | 2,978.1 |

투자지표

(단위: 원, %, 배)

| 12월 결산, IFRS 연결  | 2023A  | 2024A  | 2025F  | 2026F  | 2027F   |
|------------------|--------|--------|--------|--------|---------|
| <b>주당지표(원)</b>   |        |        |        |        |         |
| EPS              | 11,096 | 9,408  | 11,557 | 13,023 | 14,000  |
| BPS              | 33,689 | 40,781 | 51,833 | 64,241 | 77,553  |
| CFPS             | 16,458 | 14,576 | 16,603 | 15,020 | 16,654  |
| DPS              | 1,700  | 1,700  | 885    | 998    | 1,073   |
| <b>주가배수(배)</b>   |        |        |        |        |         |
| PER              | 8.0    | 5.8    | 6.1    | 5.4    | 5.1     |
| PER(최고)          | 14.0   | 9.5    | 6.5    |        |         |
| PER(최저)          | 7.1    | 5.0    | 4.7    |        |         |
| PBR              | 2.65   | 1.33   | 1.37   | 1.10   | 0.91    |
| PBR(최고)          | 4.62   | 2.19   | 1.44   |        |         |
| PBR(최저)          | 2.35   | 1.16   | 1.04   |        |         |
| PSR              | 1.73   | 1.10   | 1.29   | 1.16   | 1.08    |
| PCFR             | 5.4    | 3.7    | 4.3    | 4.7    | 4.3     |
| EV/EBITDA        | 5.5    | 4.2    | 3.7    | 3.2    | 2.1     |
| <b>주요비율(%)</b>   |        |        |        |        |         |
| 배당성향(%·보통주, 현금)  | 15.3   | 17.9   | 7.6    | 7.6    | 7.6     |
| 배당수익률(%·보통주, 현금) | 1.9    | 3.1    | 1.2    | 1.4    | 1.5     |
| ROA              | 23.8   | 16.6   | 17.3   | 16.0   | 14.5    |
| ROE              | 38.4   | 25.3   | 25.0   | 22.4   | 19.7    |
| ROIC             | 75.1   | 37.6   | 38.9   | 49.0   | 52.7    |
| 매출채권회전율          | 12.8   | 12.2   | 12.2   | 12.2   | 12.1    |
| 재고자산회전율          | 6.2    | 5.7    | 7.9    | 10.5   | 10.4    |
| 부채비율             | 52.2   | 44.9   | 41.0   | 37.7   | 32.0    |
| 순차입금비용           | 1.3    | 14.9   | -18.9  | -32.2  | -43.4   |
| 이자보상배율, 현금       | 47.8   | 38.1   | 36.1   | 34.3   | 37.1    |
| <b>총차입금</b>      | 259.4  | 361.1  | 451.1  | 541.1  | 541.1   |
| 순차입금             | 17.7   | 234.3  | -378.3 | -796.3 | 1,293.1 |
| EBITDA           | 625.7  | 551.9  | 640.2  | 603.8  | 692.9   |
| FCF              | 400.8  | -81.2  | 651.3  | 426.1  | 509.1   |

고지사항

- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

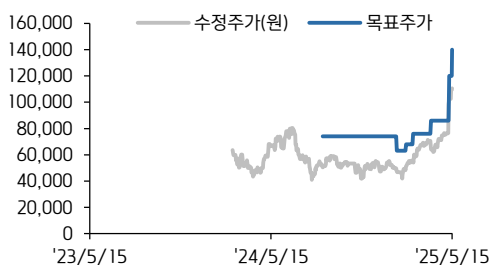
투자의견 변동내역 (2개년)

| 종목명              | 일자         | 투자의견          | 목표<br>주가 | 목표<br>가격<br>대상<br>시점 | 과리율(%)         |                |
|------------------|------------|---------------|----------|----------------------|----------------|----------------|
|                  |            |               |          |                      | 평균<br>주가<br>대비 | 최고<br>주가<br>대비 |
| 에이피알<br>(278470) | 2024-08-27 | Buy(Initiate) | 74,000원  | 6개월                  | -27.41         | -20.27         |
|                  | 2024-11-07 | Buy(Maintain) | 74,000원  | 6개월                  | -29.63         | -20.27         |
|                  | 2025-01-23 | Buy(Maintain) | 63,000원  | 6개월                  | -25.38         | -21.43         |
|                  | 2025-02-11 | Buy(Maintain) | 68,000원  | 6개월                  | -20.54         | -18.24         |
|                  | 2025-02-25 | Buy(Maintain) | 76,000원  | 6개월                  | -13.84         | -6.18          |
|                  | 2025-04-02 | Buy(Maintain) | 86,000원  | 6개월                  | -17.06         | 14.42          |
|                  | 2025-05-09 | Buy(Maintain) | 120,000원 | 6개월                  | -12.63         | -8.83          |
| 실리콘투<br>(257720) | 2025-05-15 | Buy(Maintain) | 140,000원 | 6개월                  |                |                |
|                  | 2024-08-13 | BUY(Initiate) | 60,000원  | 6개월                  | -33.79         | -23.00         |
|                  | 2024-11-26 | BUY(Maintain) | 60,000원  | 6개월                  | -40.54         | -23.00         |
|                  | 2025-05-15 | BUY(Maintain) | 50,000원  | 6개월                  |                |                |
| 한국콜마<br>(161890) | 2023-05-15 | Buy(Maintain) | 57,000원  | 6개월                  | -31.93         | -27.46         |
|                  | 2023-06-08 | Buy(Maintain) | 57,000원  | 6개월                  | -28.72         | -22.28         |
|                  | 2023-06-28 | Buy(Maintain) | 57,000원  | 6개월                  | -22.40         | -0.35          |
|                  | 2023-08-14 | Buy(Maintain) | 71,000원  | 6개월                  | -20.52         | -18.17         |
|                  | 2023-09-05 | Buy(Maintain) | 71,000원  | 6개월                  | -25.74         | -18.17         |
|                  | 2023-11-13 | Buy(Maintain) | 71,000원  | 6개월                  | -26.67         | -18.17         |
|                  | 2024-01-17 | Buy(Maintain) | 71,000원  | 6개월                  | -27.00         | -18.17         |
|                  | 2024-04-02 | Buy(Maintain) | 71,000원  | 6개월                  | -29.37         | -22.25         |
|                  | 2024-05-13 | Buy(Maintain) | 71,000원  | 6개월                  | -22.51         | -1.55          |
|                  | 2024-06-20 | Buy(Maintain) | 90,000원  | 6개월                  | -29.28         | -18.89         |
|                  | 2024-08-21 | Buy(Maintain) | 90,000원  | 6개월                  | -25.49         | -15.33         |
|                  | 2024-10-15 | Buy(Maintain) | 90,000원  | 6개월                  | -25.23         | -15.33         |
|                  | 2024-11-11 | Buy(Maintain) | 90,000원  | 6개월                  | -39.23         | -35.00         |
|                  | 2024-11-26 | Buy(Maintain) | 90,000원  | 6개월                  | -39.32         | -35.00         |
|                  | 2025-01-13 | Buy(Maintain) | 90,000원  | 6개월                  | -36.42         | -28.00         |
|                  | 2025-03-13 | Buy(Maintain) | 90,000원  | 6개월                  | -34.24         | -18.89         |
|                  | 2025-04-15 | Buy(Maintain) | 90,000원  | 6개월                  | -31.65         | -7.11          |
|                  | 2025-05-15 | Buy(Maintain) | 110,000원 | 6개월                  |                |                |
| F&F<br>(383220)  | 2023-06-08 | Buy(Maintain) | 195,000원 | 6개월                  | -34.77         | -30.67         |
|                  | 2023-07-06 | Buy(Maintain) | 195,000원 | 6개월                  | -39.33         | -30.67         |
|                  | 2023-08-01 | Buy(Maintain) | 195,000원 | 6개월                  | -42.04         | -30.67         |
|                  | 2023-10-06 | Buy(Maintain) | 195,000원 | 6개월                  | -43.30         | -30.67         |
|                  | 2023-10-30 | Buy(Maintain) | 174,000원 | 6개월                  | -49.93         | -45.00         |
|                  | 2024-01-12 | Buy(Maintain) | 140,000원 | 6개월                  | -47.98         | -43.57         |
|                  | 2024-02-08 | Buy(Maintain) | 120,000원 | 6개월                  | -41.92         | -36.25         |
|                  | 2024-04-17 | Buy(Maintain) | 100,000원 | 6개월                  | -35.23         | -34.00         |
|                  | 2024-05-02 | Buy(Maintain) | 100,000원 | 6개월                  | -34.58         | -26.00         |
|                  | 2024-07-19 | Buy(Maintain) | 100,000원 | 6개월                  | -34.82         | -26.00         |
|                  | 2024-07-29 | Buy(Maintain) | 100,000원 | 6개월                  | -37.51         | -26.00         |
|                  | 2024-10-15 | Buy(Maintain) | 100,000원 | 6개월                  | -39.54         | -36.10         |
|                  | 2024-11-11 | Buy(Maintain) | 85,000원  | 6개월                  | -39.68         | -37.88         |
|                  | 2024-11-26 | Buy(Maintain) | 85,000원  | 6개월                  | -35.79         | -26.00         |
|                  | 2025-01-21 | Buy(Maintain) | 85,000원  | 6개월                  | -33.40         | -21.18         |
|                  | 2025-02-10 | Buy(Maintain) | 85,000원  | 6개월                  | -27.82         | -13.18         |
|                  | 2025-04-22 | Buy(Maintain) | 90,000원  | 6개월                  | -23.32         | -21.44         |
|                  | 2025-04-30 | Buy(Maintain) | 100,000원 | 6개월                  | -30.03         | -29.00         |
|                  | 2025-05-15 | Buy(Maintain) | 100,000원 | 6개월                  |                |                |

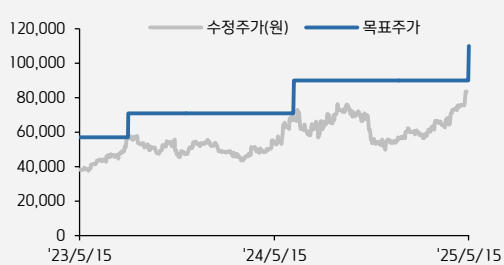
\*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

## 목표주가 추이 (2개년)

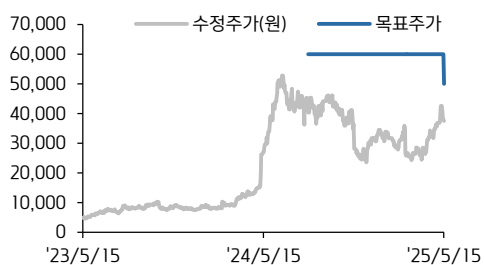
에이피알 (278470)



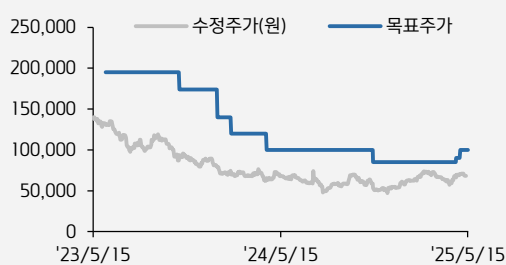
한국콜마 (161890)



실리콘투 (257720)



F&F (383220)



## 투자 의견 및 적용 기준

| 기업                     | 적용기준(6개월)              |
|------------------------|------------------------|
| Buy(매수)                | 시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상  |
| Outperform(시장수익률 상회)   | 시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상 |
| Marketperform(시장수익률)   | 시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상 |
| Underperform(시장수익률 하회) | 시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상 |
| Sell(매도)               | 시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상  |

| 업종                 | 적용기준(6개월)            |
|--------------------|----------------------|
| Overweight (비중확대)  | 시장대비 +10% 이상 초과수익 예상 |
| Neutral (중립)       | 시장대비 +10~-10% 변동 예상  |
| Underweight (비중축소) | 시장대비 -10% 이상 초과하락 예상 |

## 투자등급 비율 통계 (2024/04/01~2025/03/31)

| 매수     | 중립    | 매도    |
|--------|-------|-------|
| 95.90% | 4.10% | 0.00% |