

COMPANY ANALYSIS

BUY

Stock Price

목표주가	17,602원
현재주가	9,500원
상승여력	85.3%

Stock Information

시가총액	5,731억원
발행주식수	6,033만주
유동주식비율	47.24%
52주 최고가	10,120원
52주 최저가	1,695원
외국인 지분율	4.56%
KOSPI	2,402.58
KOSDAQ	795

Valuation Wide

Multiple	2022	2023E	2024E
P/E	13.29	16.1	12.3
MKT P/E	13.29	16.4	11.2

Share Performance

주가상승률	1M	6M	12M
절대주가(%)	14.5	222.6	396.1
상대주가(%)	28.8	246.2	434.4

Price Trend



KUVIC Research N Team

멘토	33기 Mentor 김성연
메일	kuvic_korea@naver.com
팀장	38기 Senior 정혜원
팀원	39기 Senior 정상일
	40기 Junior 박현규
	40기 Junior 박현재
	40기 Junior 신의희
	40기 Junior 이송우

Who We Are



실리콘투 (257720)

Mom, I want to be IVE's Wonyoung

Key Point

온라인 플랫폼 'StyleKorean'과 글로벌 지사 등의 물류 인프라를 활용해, 비용부담으로 직진출이 어려운 인디 브랜드 제품을 활발히 수출하여 지속적인 실적성장이 전망된다. 특히 새롭게 진입한 유럽 시장에서 네덜란드, 폴란드에 지사와 물류창고를 설립하면서 앞으로 유럽향 매출상승이 기대된다.

인디 브랜드 제품을 매입해 해외에 유통하는 단독 비즈니스 모델과 온라인 플랫폼을 토대로, B2C로 시작해 B2B로 매출이 연결되는 상호보완적인 사업 구조를 지니고 있다. 먼저 B2C 비즈니스로 개인 소비자의 침투율을 높이고, 그 과정에서 뷰티 트렌드에 따라 특정 브랜드가 흥행하면, 도매상이 해당 브랜드의 제품을 대량으로 구매하는 B2B 비즈니스로 이어질 수 있다.

물류창고의 확대로 글로벌 네트워크를 구축하고 물류 인프라의 현지화로 효율적인 재고운영을 이끌고 있다. 물류창고를 통해 항공운송에서 해상운송으로 전환되어 운송비 믹스 개선 효과가 발생해, 작년에는 매출액 대비 4%가량을 차지했던 운반비가 올해에는 말레이시아 물류창고의 본격 가동 등으로 매출액 대비 3% 정도로 감소하는 추세를 보여주었다. 따라서 물류창고의 확장은 비용절감 효과를 일으켜 동사의 마진 개선에 기여할 것이다.

2024E 매출액 5,737억원, 영업이익 928억원 전망

23년, 24년 동사의 매출액은 각각 4,098억원(YoY +148%), 5,737억원(YoY +40%)으로 전망하며 영업이익은 각각 630억원, 928억원으로 전망한다. 이러한 실적은 글로벌 화장품 시장에서 조선미녀, 코스알엑스를 비롯한 인디 브랜드가 대흥행하여, 흥행 브랜드를 중심으로 활발한 B2C, B2B 유통이 이루어진 점과 23년 유럽에 새롭게 지사와 물류창고를 설립하며, 재고 운영이 더욱 활발해지고 운송비가 절감된 점 등에 기인한다.

투자 의견 'Buy', 목표주가 '17,602원'

우리나라 인디 브랜드가 북미, 동남아, 유럽에 활발히 진출하며, 자체 온라인 플랫폼을 기반으로 하여 지속적인 브랜드 확보를 통한 B2C, B2B 해외 유통과 글로벌 물류창고 확대로 모멘텀이 지속 발생할 전망이다. 12MF PER에 따른 멀티플 12.3배를 적용하여 2024E 목표주가 17,602원으로 매수 의견(Buy)을 제시한다.

Earnings and valuation metrics

계산기 (12월)	2020	2021	2022	2023F	2024F
매출액 (십억원)	99.4	131.0	165.3	409.8	573.7
YoY (%)	53.2	31.8	26.2	148.0	40.0
영업이익 (십억원)	8.0	8.8	14.2	63.0	92.8
YoY (%)	80.4	9.1	62.6	342.6	47.3
영업이익률 (%)	8.1	6.7	8.6	15.4	16.2
당기순이익 (십억원)	5.7	8.2	11.1	58.6	86.3
EPS (원)	134	155	185	971	1,431
P/E (배)	N/A	20.79	13.29	16.1	12.3

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 당기순이익

자료: KUVIC Research 6팀

CONTENTS

I. 산업분석	3
모든 길은 실리콘투로 향한다.	3
K-뷰티의 기술력은 해외 성장의 중요한 발판	4
K-뷰티는 K-POP과 동반성장 중	4
SNS를 통해 퍼지는 K-뷰티	5
중저가 제품에 대한 MZ세대의 사랑	5
우수한 품질과 중저가 제품, 두 마리 토끼를 다 잡은 K-뷰티	6
II. 기업분석	7
국내 유일무이 화장품 '유통' 전문 회사, 실리콘투	7
최다 매출의 주력 B2B 사업, CA 부문	8
B2C 사업으로 소비자들에게 친근하게! PA 사업	9
사업확장 승부수는 풀필먼트 사업으로!	10
유통 회사답게 재고 관리도 잘해요~	11
주가 추이 분석	13
III. 투자 Point	14
K-뷰티 수출은 실리콘투로부터	14
자사 플랫폼으로 B2C에서 B2B로 이어지는 구조적 장점	17
물류창고 확대로 효율성 제고 및 마진 개선	17
IV. 투자 Risk	19
B2C 경쟁사 복병, 올리브영	19
조선미녀의 트래픽 감소	20
V. Valuation	21
매출 추정 논리	21
비용 추정 논리	24
Valuation Method	25

I. 산업분석

캘리포니아에 거주 중인 스테파니, “Mom, I want to be IVE’s Wonyoung.”

아이브의 신곡 ‘Off the record’를 듣고 아이브의 팬이 된 스테파니는 장원영의 화장법에 호기심을 가지게 된다. 스테파니는 장원영이 모델로 활동하는 ‘이니스프리’를 알게 되고, 해당 화장품을 구매해 장원영 메이크업을 따라하고자 한다. 해당 제품을 구매하기 위해 한국 화장품의 직구 플랫폼인 “스타일코리아닷컴”을 알게 되고 이니스프리 이외에도 여러 K-뷰티 제품을 접하게 되며 SNS에서 보이던 제품의 우수성을 실감하게 된다.

1. 모든 길은 실리콘투로 향한다.

중저가 화장품 브랜드의 경쟁

뷰티 산업의 밸류체인은 ‘원재료 업체 → ODM/OEM 업체 → 브랜드 업체’로 구성된다. 브랜드 업체는 외주를 통해 판매할 경우, 매출원가율이 약 30%인 점을 보았을 때, 화장품 산업은 수익성이 매우 좋다. 이 밸류체인은 소규모 자금으로도 창업이 가능한 구조로 작용하며 이는 다양한 중소형 브랜드와 벤처 브랜드의 시장 진입을 일으킨다. 하지만 화장품 산업의 진입이 쉬운 만큼 엄청난 경쟁을 불러오기도 하는데, 실제로 22년 기준 화장품 책임판매업자 수는 28,015개로 매우 포화상태이다.

해외 유통 플랫폼 비즈니스의 중요성

브랜드의 해외 진출은 기업의 성장에 있어 매우 유의미한 역할을 한다. 하지만 성장이 기대되는 만큼 소모되는 비용이 매우 크다. **이 점에서 해외 유통 플랫폼 비즈니스가 이 길을 열어줄 것이다.** 여러 고객사를 가지고 있고, 온라인 플랫폼을 통해 브랜드와의 연결은 해외로의 길을 열 수 있다.

중국향 화장품 수출은 대기업 브랜드를 중심으로 이루어졌지만, 외교적 문제로 매출이 끊어지게 되고, 한국은 화장품 유통/브랜드로 분리되었다. 이는 화장품 유통의 이커머스 시장 성장을 불러오고 현재는 내수 화장품 시장이 역성장을 하고 있다. **이를 바탕으로 많은 화장품판매업의 해외진출은 필수적인 요소가 되었으며 판매업체들은 유통플랫폼을 통한 수출을 진행한다.**

이러한 중저가 K-뷰티 화장품을 전세계에 유통할 수 있는 기업은 ‘실리콘투’가 유일하다. ‘StyleKorean’ 사이트 운영을 통해 B2C뿐만 아니라 B2B까지 관리하고 있으며, 220개의 브랜드와 12,000여개의 제품을 전 세계에 분포하고 있는 6개의 해외지사 및 물류창고를 거쳐 100개가 넘는 국가에 성공적으로 유통하고 있다.

2. K-뷰티의 기술력은 해외 성장의 중요한 발판

우수한 기술력

세계에서 발전하고 선진적인 산업이 전개될 때의 특징으로 드러나는 점이 ‘기술개발’인데, 이 지표는 특허 출원 수로 확인할 수 있다. 실제로 대한민국은 1960년대 밀수 화장품 규제가 생기며 기업들이 직접 화장품을 개발하기 시작했다. 오래전부터 개발된 화장품 기술은 특허 출원 현황을 통해서 높은 수준임을 확인할 수 있다. 23년 4월 공개된 세계 화장품

최신 특허 출원 현황을 통해 보다 구체적으로 살펴보면 **23년 4월에 178건의 특허 정보가 공개되었는데 그 중 대한민국이 155건으로 압도적으로 높은 수**를 보이며, 해외 특허는 총 23건으로서 프랑스가 8건, 일본 4건, 미국 3건의 특허 공개가 있다.

해외에서의 성장추세

K-뷰티의 해외 성장추세는 수출 규모를 통해 확인할 수 있다. 식품의약품안전처에 따르면 수출실적은 2년 연속 10조원을 상회하였으며, **세계 4위 수출규모를 기록**하였다. 중국으로의 수출은 감소하였으나, 한류 영향으로 베트남, 대만, 태국, 필리핀 등 동남아시아 국가 중심으로 전년 대비 수출이 증가하였으며 수출국도 21년 153개국에서 22년 163개국으로 다변화했다. 또 산업통상자원부에 따르면 23년도, 올해 3분기까지의 화장품 누적 수출액은 모두 62억 3,900만 달러를 기록하며, 이는 지난해 같은 기간의 누적 실적 60억 3,300만 달러보다 2억 600만 달러가 증가한 수치이고, **무역수지와 수출추이 모두 꾸준한 상승세를 보인다.**

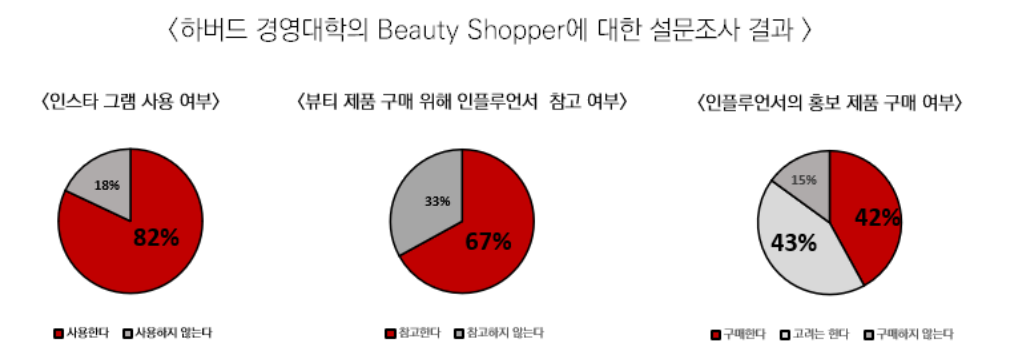
3. K-뷰티는 K-POP과 동반성장 중

K-뷰티는 튼튼한 기술력을 바탕으로 K-문화의 흐름에 올라타 함께 성장한다. 실제로 2020년에 방영된 '사랑의 불시착' 드라마의 흥행과 함께, 출연진 손예진이 사용한 화장품이 큰 인기를 끌었다. 이는 배우 손예진을 모델로 내세우는 '마녀공장' 기업을 상장까지 이끄는 데 큰 역할을 했다. 현재는 한류의 흐름에 얻어타 유럽, 미국, 일본에 다 퍼지고 있다. 이 국가들은 자국의 브랜드보다는 더 기술력이 좋은 브랜드, 가치가 있는 제품을 선호하는 국가이며 자리만 잡는다면 오히려 영화나 K팝보다 더 오래가고 부가가치가 크게 뷰티 시장이다. **한류 이전에도 기술력을 무기로 삼아 해외시장에 나름의 성공을 이뤘지만 한류라는 파도에 폭발적인 흐름을 탄 것이다.**

4. SNS를 통해 퍼지는 K-뷰티

많은 사람들이 SNS를 통해 K-Beauty를 접하기 시작했다. 다양한 인플루언서와 아이돌이 화장을 하거나, **화장품을 소개하는 영상이 많은 조회수를 기록하면서 이는 제품에 대한 구매로 연결되고 있다.** 하버드 비즈니스 스쿨에 따르면 뷰티 관련 쇼핑객의 82%가 매일 인스타그램을 사용하며, 이는 뷰티 브랜드에게 이상적인 매체임을 의미한다. 또한 67%가 새로운 제품을 발견하기 위해 인플루언서에 의존하며, 42%가 인플루언서가 추천한 제품에 대해 구매한다고 말할 정도로 의존도가 높음을 알 수 있다.

그림 1. 하버드 경영대학의 Beauty Shopper에 대한 설문조사 결과



자료: Harvard Business School, KUVIC 리서치 6팀

이와 같이 SNS로 자국 내에서 한국 화장품의 인기가 실감되면, 로컬 유통업체는 한국 화장품의 수입방법을 고민할 것이다. 이때, 동사를 발견하면 안정적으로 제품을 유통받을 수 있다. 예를 들어, 로컬 유통업체가 동사에게 접근하여 2,000 달러의 자본을 가지고 화장품 비즈니스 모델 관련 자문을 구하면 동사가 지금까지 수집한 국가별 데이터를 활용해 인기 화장품 타입과 브랜드 추천을 진행하는 방식이다. 이러한 장점으로, 로컬 유통업체들은 동사를 통해 한국 화장품 매입을 활발히 진행하며, 화장품 중심의 판매 사업에 주력하고 있다.

5. 중저가 제품에 대한 MZ세대의 사랑

결국 중요한 것은 가격

미국 화장품 소비자 중 52%가 MZ세대이며 이들의 구매력은 화장품 시장에 중요한 영향을 미친다. 하지만 이들의 경제력은 부족하고, **가격에 민감하게 반응하는 경향이 있다.** 실제로 전체 화장품 소비자의 구매의사에 미치는 요소로 가격영향이 가장 크다.

BNPL을 통한 MZ의 구매력 상승

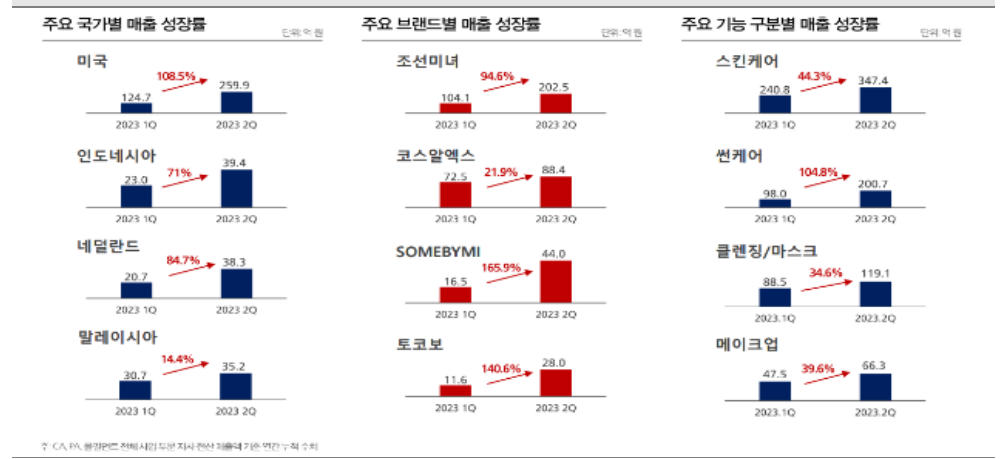
BNPL(Buy Now Pay Later)이란, 선구매 후결제 시스템으로 고객은 구매 금액을 무이자로 일정 간격 나눠서 납부하는 서비스이다. 코로나 이후로 BNPL의 결제 비율이 점차 증가하는데, 점차 커지는 BNPL 시장의 주 이용자는 바로 MZ세대이다. 이는 75%에 달하는 만큼, 해외 저소득층, 또는 금융거래 이력이 없는 **MZ세대가 BNPL을 통해 할부 서비스를 이용하며 구매력을 올리는 추세이다.** BNPL의 결제 상품 비중에 '건강 및 뷰티' 아이템이 전체 카테고리에서 2위를 차지하는 만큼 인기가 좋으며, 이 구매력 상승은 중저가 브랜드 화장품 구매를 더욱 늘린다.

6. 우수한 품질과 중저가 제품, 두 마리 토끼를 다 잡은 K-뷰티

K-뷰티는 우수한 기술력을 통한 품질과 함께, '중저가'를 선호하는 메이크업 시장에 확실한 입지를 보여주고 있다. 대한민국의 대표적인 중저가 화장품인 'COSRX'는 중저가 브랜드 최상단에 위치하는 만큼, 이미 많은 관심을 보이고 있으며, 한국투자증권에 따르면 2023년 8월 기준으로 아마존뷰티 제품 1위를 차지하기도 하였다. 'COSRX'는 첫 수출부터 동사에 총판을 맡기며 동남아에서 대흥행을 거두었고, 이후 동사는 아모레퍼시픽으로 4,700억에 매각했다. 또한 현재 **미국 매출이 1천억원을 돌파했음에도 고정비와 오버헤드 비용을 고려해, 미국을 포함한 해외로 수출 시 직접유통이 아닌 동사를 통해서 수출을 진행하고 있다.**

COSRX 뿐만 아니라 Beauty of Joseon, Helmhish 등, 다른 한국의 가성비 좋은 중저가 화장품도 관심도가 증가하고 있으며, 이는 동사 IR자료의 주요 브랜드 매출 성장을 통해 확인할 수 있다. 트렌드 추이를 확인하였을 때도, **미국뿐만 아니라 동남아, 유럽 등 전 세계적으로 한국 화장품에 대한 관심도가 증가하고 있다.**

그림 2. 2Q23 주요 국가/브랜드/기능 구분별 매출성장률



한편, 일본에서 리들샷을 통해 흥행한 브이티의 경우에도 향후 동사를 통해서 해외진출계획이 있다고 밝혔는데, 이는 곧 중저가 인디 브랜드의 해외 수출을 위해서는 반드시 동사를 거쳐야 한다는 것을 의미함으로써 동사에게 좋은 기회라고 볼 수 있다.

II. 기업분석

1. 국내 유일무이 화장품 ‘유통’ 전문 회사, 실리콘투

역직구 판매 & B2B 수출

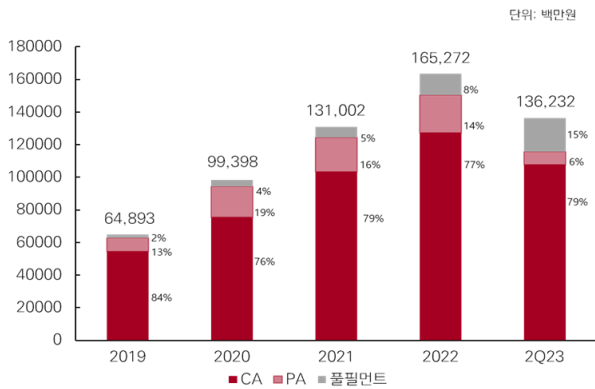
동사는 K-뷰티 브랜드 제품을 자사 플랫폼인 Stylekorean.com 통해 전세계 약 150여개의 국가에 E-commerce 역직구(Retail) 판매 및 기업 고객(Wholesale)에게 수출하고 있다. 동사의 사업 부문은 크게 CA(Corporate Account), PA(Personal Account), 풀필먼트 등으로 나뉜다.

1Q23 기준 매출액 1360억원, 영업이익은 178억원으로, 매출 비중은 CA 78.5%, PA 6.4%, 풀필먼트 15.1%으로 CA 부문 매출 비중이 가장 높고 전체 매출에서 수출이 89%, 내수가 11%를 차지하는 수출 중심 기업이다.

미국향 매출 30% 미국 내 인디 브랜드의 성장

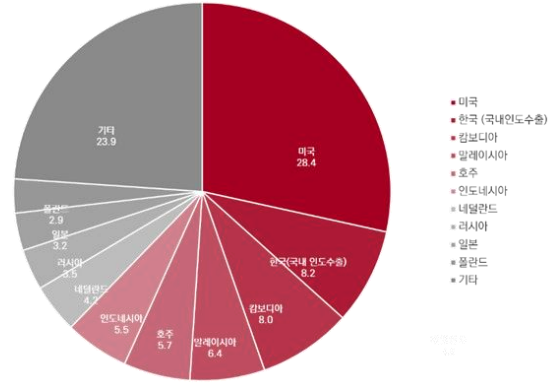
특히 동사는 미국향 매출이 약 30%이다. 이는 글로벌 화장품 시장 규모 1위를 차지하는 미국 내의 GenZ세대 선호에 힘입어 Mass제품(\$5~\$20)을 취급하는 Ulta beauty나 Elf beauty같은 인디 브랜드의 성장세가 가파르고, 미국 내 한국 화장품 수입 규모가 커지고 있다는 점에서 최근 Beauty 업계 매출 트렌드에 적합하다. 또한 약 150여개 국가에 진출함으로써 수출국이 다양화되어 매출이 잘 분산되어 있고, 중국향 매출이 0%인 점은 타 화장품 회사와 달리 중국 리스크가 없다는 장점으로 작용한다. 또한 화장품 회사는 일반적으로 3분기가 화장품 비수기라 매출이 꺾이는 지점인데, 동사의 경우 북반구와 남반구 가릴 것 없이 글로벌 시장에 납품을 진행하고 있어 계절성과 상관없이 매출이 고르게 나온다.

그림 3. 사업부문별 매출추이



자료: 사업보고서, KUVIC 리서치 6팀

그림 4. 국가별 매출비중



자료: 실리콘투 IR, KUVIC 리서치 6팀

SNS & 인플루언서로 K-뷰티 전파

동사는 우수한 마케팅 전략으로 뷰티계의 큰 손으로 작용한다. 모든 것을 자체적으로 하는 기업답게 대표 온라인 플랫폼 ‘StyleKorean.com’과 자체 SNS 채널, 인플루언서 Pool을 보유하고 있다. K-뷰티 직구 성지인 스타일코리안은 입점 브랜드 수만 현재 250개가 넘으며 가입한 회원수가 100만명이 넘는다. 외에도 17.3만 명, 34.5만 명이라는 높은 구독자 수를 보유한 Youtube 채널 ‘Beauty Cookie’와 Instagram 채널 ‘stylekorean_global’을 운영하며 K-뷰티 제품을 소개, 리뷰하는 콘텐츠를 생산하고 있다. Tiktok과 Twitter 등 다른 SNS 팔로워까지 합치면 300만명이 넘는다. 유튜브 채널의 경우, 최근 평균 3.2천회의 조회수를 보여주고 있으며 전세계 13개국에서 활동하고 있는 인플루언서도 2000명이 넘는다. 이러한 화력으로 동사 최고 매출액 브랜드인 ‘조선미녀’, ‘COSRX’, ‘SOME BY MI’는 각 매출이 각 103.3배, 3.97배, 10.3배 증가하였다.

그림 5. 최근 5년 'StyleKorean' 검색량 트래픽



자료: KUVIC 리서치 6팀

2. 최다 매출의 주력 B2B 사업, CA 부문

플랫폼을 통한 B2B 판매

동사의 주력이라 할 수 있는 CA 사업의 고객은 해외 각 지역에서 K-뷰티를 판매하는 사업자이다. 동사의 비즈니스 구조는 100% 사업인데, **동사의 자체 플랫폼 wholesale.stylekorean.com을 통해 현지 도소매 기업과 파트너에게 화장품을 판매한다.** 다품종 소량 판매 방식으로 재고 관리가 이루어지고 고객들은 해당 도매 사이트를 통해 실시간으로 재고와 단가 확인 및 주문 배송 확인이 가능하다. 매출이 가장 크게 일어나는 사업부가 CA이다보니 기업 고객을 유치하는 것이 동사에겐 굉장히 중요한데, 이를 위해 동사는 거래처별로 CA 계정을 제공 및 관리하고 PA(개인 고객 대상)에 비해 저렴한 가격을 제공함으로써 글로벌 기업 고객들의 수요를 유치하고 있다.

글로벌 지사 확장으로 비즈니스 파트너와 긴밀한 관계

또한 CA 파트너들이 현지 비즈니스를 성공할 수 있도록 단순 제품 공급이 아니라 판매 전략 지원, 마케팅 소스지원 등을 통해 CA 파트너들의 Lock-in 효과를 통해 궁극적으로 K-뷰티의 현지 진출을 지원하는 파트너로서 성장시킨다. 이를 위해 동사는 2015년 **미국 캘리포니아 현지 법인을 시작으로 인도네시아(2018년), 말레이시아(2022년), 폴란드(2023년), 네덜란드(2023년)까지 글로벌 지사를 확장하여 현지 비즈니스 파트너와 긴밀한 관계를 유지하기 위해 노력**하고 있다. 이와 같은 전략을 통해 실제로 동사의 CA KPI(판매 거래처 수)는 2020 2Q 664개에서 2023 2Q 기준 1,001개로 지속적으로 늘어나고 있다.

중저가 브랜드의 해외진출 시 반드시 필요한 실리콘투

동사의 강점은 **국내 중저가 화장품 브랜드의 해외진출을 위해선 별도의 유통사가 필요하다는 점**에서 나온다. 진입장벽이 상대적으로 낮은 K-뷰티 브랜드 회사와 달리, K-뷰티 브랜드의 글로벌 유통 플랫폼의 경우 높은 진입장벽을 형성하고 있다. 글로벌 유통을 위해서는 K-뷰티 제품을 수요하는 글로벌 고객 Pool, 플랫폼에 입점하여 유통, 영업, 물류, 마케팅 등을 요청하는 K-뷰티 브랜드사 Pool과 더불어 제품의 글로벌 각국을 담당할 영업인력, 제품의 적시출고를 위한 물류시스템과 물류창고의 구축 등 전반적인 글로벌 영업, 물류, 마케팅 플랫폼이 필수적이다. 개별 브랜드 회사들은 규모의 경제 상 이러한 플랫폼을 구축하기 어렵기 때문에 동사를 통해 해당 브랜드사의 제품들을 유통시키고 있으며, 높은 진입장벽에 따라 신규로 해당 플랫폼을 구축하는 후속주자가 등장하기 어려운 바 동사의 K-뷰티 글로벌 유통 플랫폼은 과점적인 성격을 지닌다고 할 수 있다.

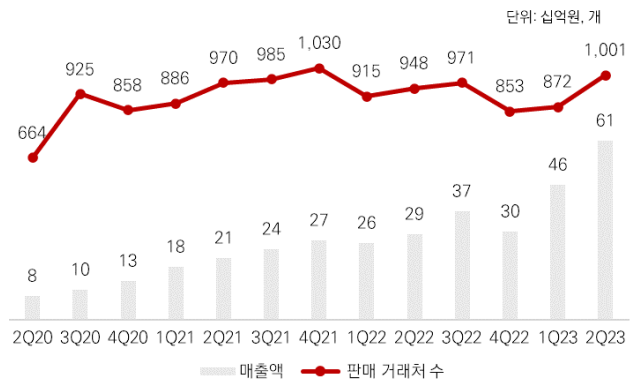
그림 6. 스타일코리안 wholesale 플랫폼

그림 7. CA KPI

Cart Management

Image	Product Code	Product Name	Retail Price	Weight	Qty	Amount	Select
	PeriFCM01-AD0010	[Peripera] NK ARRY VELVET 010 Twinkle Pinkism (AD) Bar Code: 8809644492839 98 ea (Pieces per box : 360 ea)	USD 7.40	50g	100 ea	740.00	Wishlist Remove
	PeriFCM01-AD0002	[Peripera] NK ARRY VELVET 009 100Point Coral (AD) Bar Code: 8809644492842 42 ea (Pieces per box : 360 ea)	USD 7.40	50g	100 ea	740.00	Wishlist Remove
	PeriFCM02-102	[Peripera] [PERIPERA] Peribera ink the galato #009 Bar Code: 8809598294942 10 ea (Pieces per box : 10 ea)	USD 7.40	60g	100 ea	740.00	Wishlist Remove
	PeriFCM02-005	[Peripera] [PERIPERA] Peribera ink the galato #002 Bar Code: 8809598291638 1 ea (Pieces per box : 10 ea)	USD 7.40	35g	100 ea	740.00	Wishlist Remove

자료: 실리콘투 IR



자료: 실리콘투 IR, KUVIC 리서치 6팀

3. B2C 사업으로 소비자들에게 친근하게! PA 사업

PA 사업의 고객은 해외 개인 소비자이다. PA 사업부는 동사가 개발한 전 세계 150여개국에 K-뷰티 제품을 판매하는 스타일코리안닷컴 (stylekorean.com)을 운영하며 이외에도 일본, 러시아를 대상으로 각 부서에서 stylekorean.jp 와 stylekorean.ru를 스프인포하여 현지에 맞게 최적화하여 사이트를 관리하고 있다. 국가별 스타일코리안 사이트는 단순히 외국어로 번역된 사이트가 아니라, 해외 시장에 알맞게 전 과정을 현지화시켜 구축한 사이트로, 최초 설계부터 검색엔진최적화(SEO, Search Engine Optimization)를 통해 구글 등을 통해 쉽게 노출될 수 있도록 설계되어 소비자의 접근성을 높였다.

인기 & 트렌드한 라인업 중심

동사는 PA 사업을 위해 현지에서 인기 있는 화장품 라인업과 트렌드에 맞춰 제품을 추천하며 판매 데이터 분석 후 국가별 판매 플랫폼에 맞춘 전략을 수립한다. 해외 약 150여개국에서 원활하게 판매될 수 있도록 국가별 맞춤 결제 시스템과 배송사를 제공하여, 고객들로 하여금 가장 편한 결제 서비스를 제공함으로써 스타일코리안의 접근성을 높이고 있다.

PA 사업의 경우 1Q23 기준 매출 비중이 대략 6%로 동사의 매출액 성장에 기여하는데 일정 부분 한계를 지니고 있다. 이를 극복하기 위해 자사 플랫폼 stylekorea.com을 통해 K-뷰티 상품뿐 아니라 K-Food와 K-Pop 등 다양한 K-브랜드를 런칭하여 판매하고 있다. K-pop과 K-뷰티의 높은 상관관계는 지난 몇 년간 꾸준히 증명된 바, 아무래도 K-Culture에 관심을 가진 해외 소비자들이 다양한 K-브랜드에 관심을 갖게 되어 소비하는 경향이 있으므로 동사는 기 축적된 글로벌 마케팅 및 수출 노하우를 바탕으로 K-브랜드 카테고리를 확대함으로써 매출 다변화를 위해 노력하고 있다

그림 8. 스타일코리안 Retail 플랫폼



[Peripera] *NEW* Ink Airy Velvet (11 colors)

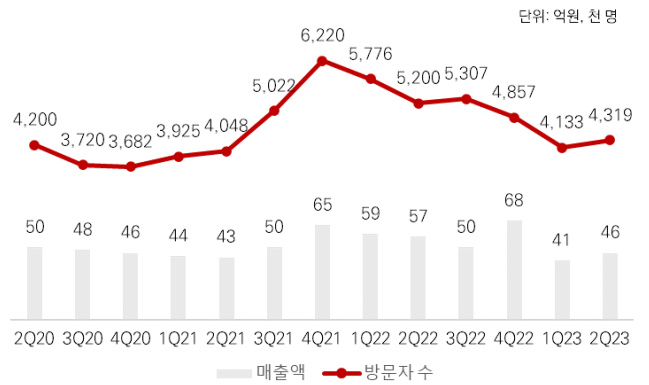
12.00 USD
9.90 USD
★★★★★ (1490)



[Peripera] Ink The Velvet (27 colors)

12.00 USD
9.90 USD
★★★★★ (828)

그림 9. PA KPI



자료: WWW.STYLEKOREAN.COM

자료: 실리콘투 IR, KUVIC 리서치 6팀

4. 사업확장 승부수는 풀필먼트 사업으로!

동사는 단순히 K-뷰티를 판매하는 것에서 그치지 않는다. 직접 유통 구조를 개설하여 제품을 ONE-STOP으로 글로벌하게 조달하는 풀필먼트 사업 역시 운영하고 있다. 즉, **오픈마켓 입점 및 직접운영이 어려운 영세 K-뷰티 브랜드를 대상으로 운영 및 위탁 배송을 진행하거나 브랜드 특성에 맞는 오픈마켓 입점 제안 및 실리콘투 납품에 관한 서비스를 제공**하는 것이다. 해당 사업에서 동사가 주력하는 것은 **신속한 브랜드의 수출을 위한 물류 인프라**이다. 동사는 기존 외주 창고 보관 형태인 3PL에 IT기술을 접목하여 온라인 판매채널에서 접수되는 주문정보를 토대로 주문확인, 상품포장, 배송, 재고 관리, 사후처리 등의 모든 과정을 담당하는 종합 솔루션을 도입했다. 현재 이는 한국 외에도 6개국에 글로벌 네트워크를 구축하고 있으며 다품종 소량 재고에 최적화된 자동화 물류 시스템으로서 체계적인 재고 관리 및 빠른 배송 속도를 보여주고 있다.

운영 & 배송 & 오픈마켓 입점 & 납품 & 물류 솔루션 제공

자율주행로봇으로 물류효율성 UP!

뿐만 아니라 동사는 2020년부터 **K-뷰티 업계 최초로 AGV(Automated Guided Vehicle 물류용 자율 주행 로봇)을 도입함으로써 작업 인력의 효율성을 크게 높이고 있다**. 쉽게 말해 로봇에 미리 운반 및 포장 계획을 입력시키면 기존에 인간이 하던 일을 로봇이 신속하게 처리하는 것이다. Picking (Picker가 Workstation에서 AGV가 가지고 오는 제품을 Packer에게 전달하는 과정)작업과 Packing (Picking된 제품을 각 고객에게 적합한 컨디션으로 Packing하는 과정) 작업에서 AGV를 도입했을 시, Picker의 작업에서 인원수는 50%가 감소되며 작업시간은 3배 이상 단축되는 효율을 보여주고 있다. 동사는 위에서도 언급했듯이 해외 물류 시스템을 구축하고 있어 각 나라별로 상이한 택배 시스템에 최적화된 서비스 제공이 가하다는 점에서 타 쇼핑몰 및 물류업체보다 우위에 있다고 할 수 있다. 풀필먼트 사업 매출 중 8.27%를 차지하는 아마존 역시 AGV를 도입한 기업 중 하나인데, 이처럼 동사는 다품종 소량 상품을 취급하는 B2C기업에 알맞은 AGV 방식을 채택함으로써 인건비 절감 및 작업 효율화를 달성하고 있다.

동사는 지난 6월, 물류 시스템 개편 효과로써 매출 성장세를 기록하자, 적극적인 사업 확장을 추진하기 위해 200억을 차입했다. 앞서 지난 5월에는 151억원을 투입해 경기도 성남시 분당구에 사무실 공간을 확보했다. 이는 모두 사업 확장을 위한 규모 및 인원 확대를 위해 이루어진 조치이다. 이는 동사가 꾸준한 매출 증가라는 실적을 직접 보여주며 외형성장하고 있음을 증명한다.

그림 10. 실리콘투 물류센터 AGV



자료: 실리콘투 반기보고서

그림 11. 해외 거점 및 물류 인프라 설립 계획



자료: 실리콘투 IR

5. 유통 회사답게 재고 관리도 잘해요~

특히 화장품 유통의 핵심은 해외에서 하나의 브랜드가 흥행하면, 빠르게 대응할 수 있는 재고를 확보해두는 것이다. 과거에 해외에서 흥행했지만 원활한 재고확보와 유통이 이루어지지 못해 금방 인기가 식어버린 브랜드들이 있다. 그러나 동사는 재고 관리에 무척이나 강하다. 유통 회사 입장에서 재고관리는 영업의 핵심이라고 할 수 있는데, 동사의 경우 자체 생산하는 제품이 없고 타사의 상품을 100% 사입하는 방식임에도 불구하고 안정적인 재고 관리에 성공하고 있다. 재고 관리를 잘하기 위해선 정확한 재고 분석과 자동화된 재고관리 시스템, 그리고 고객 수요를 정확하게 예측하고 판매 주기를 파악하는 것이 중요하는데 동사의 경우 이러한 방면에서 모두 두각을 드러내고 있다.

수주 발생 시 재고 사입
정확한 수요량 예측

동사가 재고 관리에 능한 이유로는 먼저 동사의 경우 무턱대고 브랜드를 사입하는 게 아니라 수주가 발생하면 재고 자산을 가져오는 시스템을 갖추고 있기 때문이다. 해외 고객사의 수주에 한하여 국내 중저가 화장품 회사에게 다품종 소량 구매 형식으로 재고자산을 사입하므로 수요량을 정확하게 예측하고 재고 자산을 보유하는 방식이다. 또한 동사의 주력인 CA 사업의 경우에도 stylekorean.wholesale 플랫폼을 통해 다품종 소량 판매 방식으로 재고 관리가 이루어지고, 고객사 입장에서 실시간으로 재고를 확인할 수 있는데 이 역시 동사가 정확하게 재고를 분석하고 있으며 재고 관리에 강하다는 것을 자신감 있게 어필하는 것으로 볼 수 있다.

반도체 재고 관리로 쌓은
우수한 재고 관리 능력

또한 동사는 2002년 법인 설립 시점부터 2012년 K-뷰티 유통으로 사업을 전환할 때까지 반도체 유통업을 영위했었다. 반도체 유통업의 경우도 재고자산 보유에 드는 비용과 평가손실을 고려하면 재고 관리가 핵심인데, 동사는 반도체 유통업을 영위하면서 얻은 유통 및 재고 관리에 대한 노하우를 기반으로 현재의 재고 관리 능력을 갖추게 되었다.

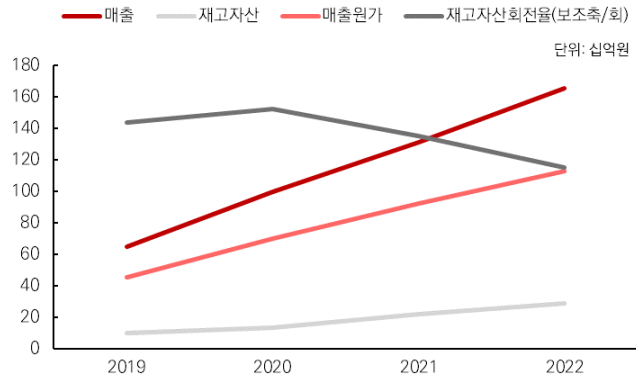
이러한 재고 관리 능력을 바탕으로 동사의 재고자산회전율은 꾸준히 유지되고 있다. 연간 재고자산회전율은 2019년 5.57, 2020년 5.91, 2021년 5.24, 2022년 4.47이고 2023년 분기별 재고자산회전율은 1분기 1.09, 2분기 1.98로 2022년과 2023년의 경우 재고자산과 매출원가가 동시에 증가하여 일시적인 회전을 감소구간이나 매출액이 증가하고 있어서 추후 회전을 개선되면 매출액의 지속적 증가로 이어질 수 있다.

표 1. 매출액/재고자산/재고자산회전율

단위: 십억원	2019	2020	2021	2022	2Q 2023
매출액	64.8	99.4	131	165.3	136.2
재고자산	10	13.4	21.8	28.6	64.6
재고자산회전율	5.6	5.9	5.2	4.5	2
(기초재고+기말재고)/2	8.1	11.8	17.6	25.2	46.6
매출원가	45.2	69.6	92.3	112.5	92.2

자료: KUVIC 리서치 6팀

그림 12. 매출액/재고자산/재고자산회전율의 추이 및 상관관계



자료: KUVIC 리서치 6팀

6. 주가 추이 분석

그림 13. 주가 추이 분석



자료: KUVIC 리서치 6팀

동사의 주가 상승은 크게 두가지 구간으로 정할 수 있다. **첫번째 구간에서는 22년 6월 자사주 소각과 무상증자로 인하여 주가가 상승했다.** 무상증자의 경우, 당시 기업의 실적이 꾸준히 개선되고 있는 상황이었으나 관심도가 낮아 진행된 것이다. 상승한 직후에는 지속적인 추가적인 상승 모멘텀 부재로 하락했지만, 뒤늦게 실적개선으로 인한 무상증자 효과가 빛을 발했는지 **2023년도에는 K-뷰티의 도약과 함께 동사의 구조적인 매출 증가로 꾸준히 주가 상승을 보여주고 있다.**

2023년 5월 9일에 발표한 23년도 1분기 보고서에서 매출액 580억으로 전년 동기 대비 **64.4% 증가하였고, 컨센서스를 높게 상회하여 이는 곧바로 주가에 반영되어 가파르게 상승하였다.** 이후 8월 11일에 발표한 반기보고서에서 2023년 2분기 기준 전년 동기 대비 매출이 109.9%로 엄청난 성장을 보이며, 지속적인 성장을 이루고 있음을 잇따라 증명하였고, 주가의 지속적인 상승이 이루어지고 있다.

III. 투자 Point

1. K-뷰티 수출은 실리콘투로부터

북미, 동남아, 유럽에서의
K-뷰티 열풍

최근 미국에서 양호한 성과를 보이는 한국 화장품들은 대부분 스킨케어 브랜드다. 미국 스킨케어 시장의 성장은 한국 화장품 기업들에게 중국을 대체할 수 있는 새로운 기회가 되고 있다. 그 배경에는 글로벌 유명 화장품 브랜드와 비교해 가성비가 좋다는 점이다. 실제로 라네즈와 이니스프리, 미샤 등 한국 화장품 브랜드는 7월 진행된 아마존의 대규모 쇼핑행사 프라임데이 때 양호한 매출 성과를 기록한 것으로 파악됐다. 9월 19일 국제무역센터 ITC통계에 따르면 올해 7월 기준 미국이 화장품을 수입한 나라 가운데 한국의 비중이 20.1%로 1위를 차지하기도 했다.

한국 브랜드의 인기는 동남아시아에서도 확인할 수 있다. 동남아시아 최대의 이커머스 플랫폼 '쇼피'에서는 한국 화장품은 매년 거래액이 평균 2배 이상 증가할 만큼 상위 판매 카테고리 자리잡고 있다. 화장품 시장이 급성장중인 인도네시아에서도 한국 화장품의 인기를 확인할 수 있다. 인도네시아의 올리브영으로 불리는 '소시올라'에서 국내 화장품 브랜드들이 많이 전시되어 있으며 현지에서는 K-뷰티를 표방하는 제품이 인기를 끌고 있다는 점도 확인할 수 있다. 이 제품들은 한국의 OEM 업체 및 한국 전문가와의 협업을 통해 표방한다. 이를 통해 K-뷰티에 대한 이미지만으로 인기를 끌 수 있다는 점을 확인할 수 있다.

K-뷰티의 열풍은 유럽에서까지 영향을 미친다. Euromonitor에 따르면, 전년 대비 유럽 내 한국 화장품 수출 증감 추이는 립 제품 41.8%, 아이 메이크업 34.6%, 바디케어 22.2% 상승했다. 독일에서는 K-뷰티의 인지도가 상승하는 점을 수출액을 통해 확인할 수 있다. 국제무역연구기관 GTA에 따르면 독일 수출액은 전년 대비 63.7% 증가했다. 이 외에도 유럽에서의 한국 화장품의 인기는 여러 뷰티 매장에 한국 화장품 매대 확대를 통해서도 확인할 수 있다.

저희 브랜드도 북미, 동남아, 유럽에 팔고 싶은데, 어디로 가야하죠?

자체 온라인 플랫폼과
글로벌 지사 보유로
수출에 강점

실리콘투이다. 브랜드의 해외 진출은 기업의 성장에 있어 매우 유의미한 역할을 한다. 하지만 성장이 기대되는 만큼 소모되는 비용이 매우 크다. 해외에 첫 발을 내딛는 만큼 소비자들에게 인식을 심어주기 위한 마케팅 비용과 판매촉진비가 필요하기 때문이다. 이 점에서 해외 유통 플랫폼 비즈니스가 이 길을 열어줄 것이다. 여러 고객을 가지고 있고, 온라인 플랫폼을 통한 브랜드와의 연결은 해외로의 길을 개척하여 소비자들에게 인식을 심는 작업에 용이하다. 이러한 K-뷰티 화장품을 전세계에 유통할 수 있는 기업은 '실리콘투'가 유일하다. 특히 동사는 K-뷰티가 열풍인 북미, 동남아, 유럽에 지사를 가지고 있어 해당 국가로의 수출에 강점을 가지고 있다. 실제로 북미와 동남아의 K-뷰티 인기는 실적으로 증명되었으며, 동사가 새롭게 진입한 유럽 시장에서의 흥행도 매우 기대된다. 유럽에서의 중저가 K-뷰티의 수요 확대 전망이 동사 실적 성장을 견인할 것으로 보인다.

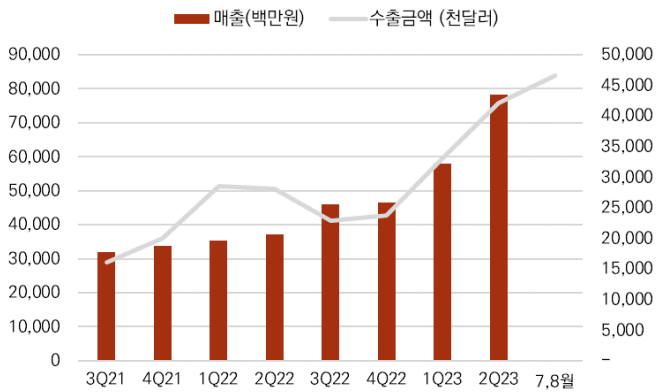
유럽에서 중저가 K-뷰티 수요
확대 전망

네덜란드 지사 설립 완료!

동사는 **2023년 6월 12일에 네덜란드에 지사 설립을 완료**했으며, 하반기부터 해당 지역의 매출이 본격적으로 반영될 예정이다. 유럽으로의 수출 증가는 두 가지 지표로 확인할 수 있는데, 먼저 동사의 23년 2분기 네덜란드 매출이 전분기 대비 80% 상승하였다.

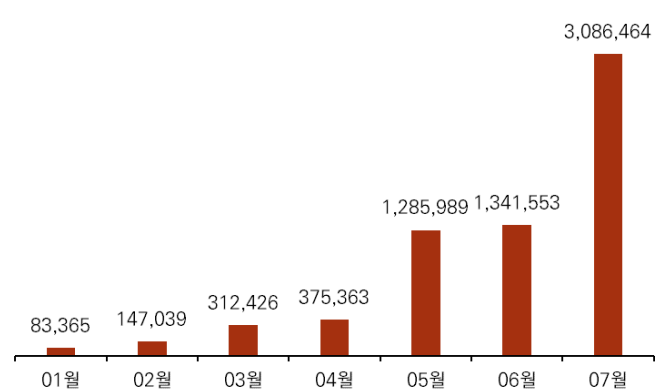
다음으로는 지역 수출 데이터를 통해 확인할 수 있다. 성남시에 본사가 위치해 있는 동사는 성남시에 몰려있는 뷰티기업들의 수출에 있어서 많은 역할을 하고 있기 때문에 성남시에서의 기초화장품 수출액에서 중국 수출액을 제외한 데이터와 동사 매출액의 상관계수를 구했을 때 86%로 높은 관련성을 있음을 도출하였다. 따라서 성남시의 네덜란드향 기초화장품 수출액 데이터를 통해 동사의 유럽 수출액 추이를 확인해 볼 수 있는데 실제로 6월 이후의 네덜란드 수출액이 급증한 사실을 알 수 있다.

그림 14. 성남시 기초화장품 수출액(중국 제외)과 실리콘투 매출액



자료: KUVIC 리서치 6팀

그림 15. 성남시 네덜란드향 기초화장품 수출액 (단위: \$)



자료: KUVIC 리서치 6팀

추가로 아래 표를 통해 7월 전분기 대비 130%의 성장률을 기록했음에도 8월 45%를 기록하면서 네덜란드향 수출액의 증가율이 다른 국가들에 비해 압도적임을 확인할 수 있고 3분기 동사의 유럽 매출액에도 긍정적인 영향을 미칠 것을 예상된다. 또한 **23년 8월 미국 수출액의 경우 약 382만 달러를 기록한 반면, 네덜란드 수출액은 약 447만 달러를 기록하면서 빠른 속도로 성장하고 있는 유럽 시장의 상황은 본격적인 유럽 진출을 시작한 동사와 좋은 시너지 효과를 낼 것으로 보인다.**

표 2. 2023년 성남시 기초화장품 국가별 수출액 (중국 제외)

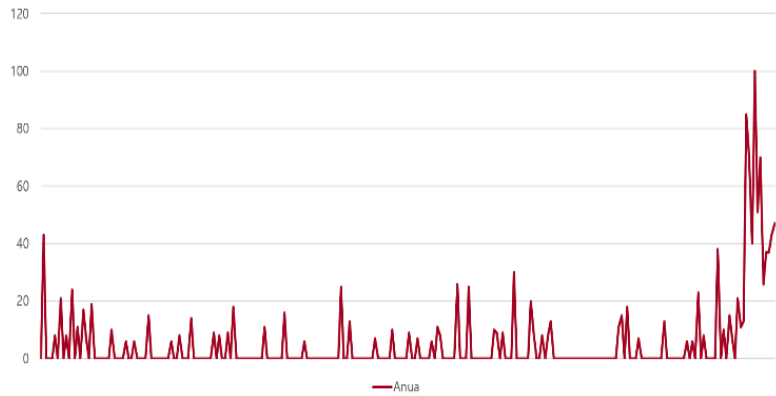
(단위: 백만 \$)	전체 금액-중국	미국	말레이시아	인도네시아	네덜란드
2023년	116.6	29.3	7.5	7.7	11.1
1월	7.9	3.2	0.3	0.0	0.1
2월	10.2	2.4	0.6	0.8	0.1
3월	15.1	3.1	1.9	1.1	0.3
4월	11.8	4.1	0.4	0.7	0.4
5월	15.1	3.4	1.5	1.3	1.3
6월	15.2	4.9	0.3	0.1	1.3
7월	18.0	4.3	1.0	1.9	3.1
8월	23.4	3.8	1.5	1.9	4.5

자료: KUVIC 리서치 6팀

유럽에서의 K 뷰티 수요 확대 전망은 먼저 Beauty of Joseon의 흥행을 통해 알 수 있다. IR 확인 결과, 올해 6월부터 유럽에 유통된 'Beauty of Joseon'의 경우, 현재 재고가 쌓이지 않고 지속적으로 판매가 이루어지고 있어 이를 통해 앞으로 유럽에서의 K 뷰티 수요의 확대가 기대된다.

한편, 구글 트렌드를 통해서도 확인할 수 있다. 추가로 2023년 6월에 법인을 설립한 네덜란드에서도 K-뷰티의 트래픽 증가를 확인할 수 있다. 스타일코리안 플랫폼에서 선정한 2023년 Hot Brands 중 하나인 'Anua'의 네덜란드 트래픽을 살펴보면 7월 말부터 급등한 사실을 알 수 있다.

그림 16. Anua 트래픽 (네덜란드)



자료: 구글트렌드,

2. 자사 플랫폼 ‘StyleKorean’으로 B2C에서 B2B로 이어지는 구조적 장점

단독 비즈니스 모델 영위

동사는 K-뷰티 인디 브랜드 제품을 매입해 유통하는 기업으로, 한국에는 이와 유사한 비즈니스 모델을 영위하는 기업이 거의 없다. 전세계적으로 보아도 화장품 중점적으로 유통하는 기업은 부재한 상황이다. 따라서 **한국의 신상 인디 브랜드가 소비자에게 노출되기 위해서는 거의 무조건 동사를 통해서만 판매 거래처를 확보**할 수 있으며, 이는 곧 동사의 실적 성장으로 직결된다. 이러한 유통 사업은 K-뷰티 브랜딩 사업보다 진입장벽이 높다. 요즘은 SNS의 발달로 ‘브랜드 베끼기’가 전보다 훨씬 쉬워져 차별화가 어려우며 모든 화장품의 성분 및 품질이 상향 평준화를 이루었기 때문에 화장품 생산 및 R&D 사업으로는 큰 메리트가 없는 상황이다. 그러나 유통업의 상황은 다르다. K-뷰티 생산업과는 다르게 **유통업은 인프라 구축에 초기 비용이 많이 들기 때문에 진입장벽이 굉장히 높다.**

B2B, B2C 유통 한방에 해결!

이에 더해 동사의 차별점은 여기서 끝나지 않는다. **‘StyleKorean’이라는 자체 사이트를 통해 B2B, B2C, 유통을 모두 처리한다는 구조적 장점을** 십분 활용한다. 드라마나 K-pop, 유튜브 등으로 한국 화장품을 사람들이 접하게 되면, 제품력을 인정받아 유행하는 화장품이 생기고 이는 동사의 B2C에 반영된다. 실제로 작년 8월, ‘조선미녀’ 브랜드의 톤 업 섀크림이 외국인들 사이에서 큰 인기를 끌었다. 서양인이 생각하는 ‘깨끗하고 보얀 아시안 피부’를 만들어 준다는 우수한 제품력을 인정받은 것이다. 이로 인해 해당 제품을 사는 개인 소비자가 늘어나고, 트렌드를 따라 도매상이 흥행하는 브랜드를 동사에서 대량으로 구매하는 현상이 발생한다. 이는 수익률을 크게 올릴 수 있는 B2B 실적으로 이어진다. 즉, **B2C는 큰 매출이 나는 B2B를 위한 ‘도움닫기’로 기능하여 서로 상호보완적인 사업구조로 작용하는 것이다.** 동사는 두 사업을 동일한 사이트에서 모두 처리할 수 있도록 하여 그 효율성과 편리성을 높이고 있다. 실제로 ‘조선미녀’는 B2C로 시작해 B2B로 매출액을 2021년 대비 2022년 103.3배나 늘려 동사 매출액 Top 1 브랜드로 자리매김했다.

자체 물류창고로 글로벌 네트워크 구축

3. 물류창고 확대로 효율성 제고 및 마진 개선

구조적 장점은 이뿐만이 아니다. 동사는 유통 업체인만큼 **자체 물류창고로 유연한 글로벌 네트워크를** 구축하고 있다. 미국 3곳(캘리포니아, 뉴저지, 산타페), 인도네시아, 말레이시아, 일본, 폴란드 등 7개의 물류창고와 지사를 포함한 물류인프라가 건설되어 있다. 특히 미국 산타페 물류지사는 800개이상의 팔레트를 보관할 수 있는 규모뿐만 아니라 현재 취급하고 있는 100개 이상의 브랜드들의 다품종 소량생산의 재고를 효율적으로 관리할 수 있는 설비가 확충되었다. 이와 같은 물류 인프라의 현지화는 각 나라별로 상이한 통관 절차 및 배송의 불편함을 해소하며 **재고 운영을 효율적으로 서포트**한다.

특히 올해부터 본격적으로 가동된 말레이시아 창고의 매출이 4Q22 18억이었던 것에 비해 1Q23 32억을 달성한 것은, 물류 시스템 현지화의 효율성을 여실히 보여준다. 유럽 역시 조만간 큰 매출을 달성할 수 있을 것으로 보인다. 올해 6월 법인을 설립한 네덜란드 매출이 본격적으로 반영되지 않았음에도 올해 상반기 매출이 YoY +230% 증가한 것을 감안하면, 영업활동이 활성화될 시, 더 큰 매출로 이어질 것으로 보인다.

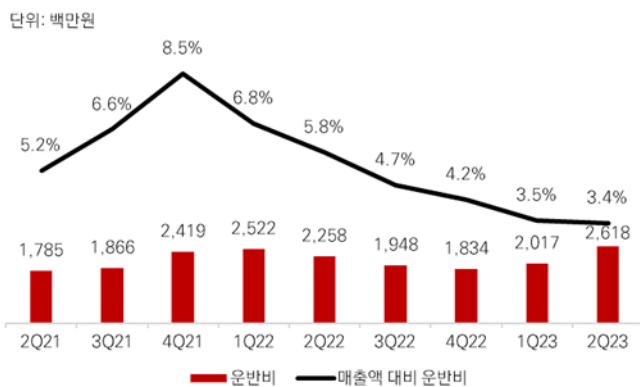
물류창고 증설로 운송 효율화

물류창고의 증설은 올해에 그치지 않는다. 20년도 해외 물류창고는 2개뿐이었으나 23년 5개까지 늘어났고, **남미와 인도를 기점으로 해외 물류창고는 앞으로도 늘어날 계획**이며 미국의 경우 창고 면적을 현재 4만 스퀘어 피트에서 최대 20만 스퀘어 피트까지 확대할 계획을 가지고 있다. 물류창고의 증가는 단순히 재고 운영을 서포트하고 매출을 늘리는 역할에 한하지 않는다. 현지에 물류창고가 건설될 경우 **항공 운송이 해상 운송으로 변해 운송 수단의 효율화가 이루어짐에 따라 운반비의 감소가 발생**하여 영업이익률이 구조적으로 개선될 수 있다.

매출액 대비 운반비 추이를 살펴보면 4Q21 8.5%였던 비중이 꾸준히 감소하여 2Q23 3.4%까지 감소하였다. **실제로 말레이시아 물류창고가 1Q23 본격적으로 가동되면서 4Q22 4.2%였던 운반비 비중이 1Q23 3.5%로 감소하여 운송비 믹스 개선 효과가 발생**하였다. 즉 해외 물류창고가 설립되면 해당 국가의 매출이 크게 늘어나고, 해당 국가의 매출이 늘어날수록 운반비 비중은 감소하는 구조이다. 동사는 2015년 미국 캘리포니아 현지법인인 시작으로 인도네시아(2018년), 말레이시아(2022년), 일본(2022년), 폴란드(2023년), 네덜란드(2023년)까지 진출하였으며 향후 인도, 남미, 러시아, 중동, 베트남 등으로 지사를 확장할 계획이다.

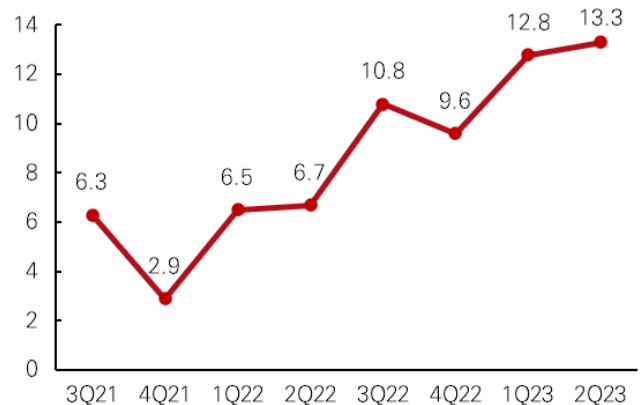
지사가 확장되면 물류창고도 확장되고 물류창고의 지속적인 확장은 장기적으로 비용(운반비)을 절감시켜 동사의 영업이익률은 지속적으로 개선될 것으로 보인다. 더불어 SCFI 지수가 작년 9월부터 하락하는 추세이고 올해 1월부터 Flat한 움직임을 보여주는데 이 역시 유통산업인 동사의 마진에 긍정적인 영향을 미치고 있다.

그림 17. 실리콘투 운반비 추이



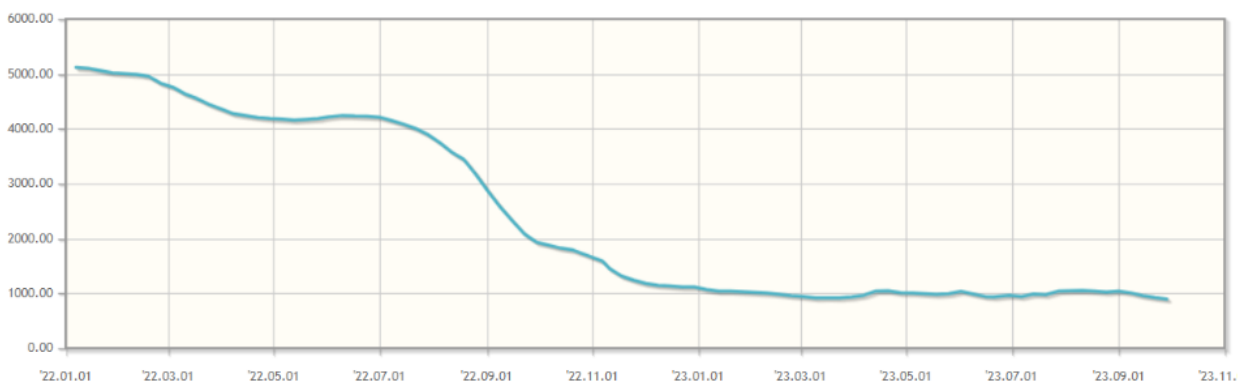
자료: 실리콘투 IR, KUVIC 리서치 6팀

그림 18. 실리콘투 영업이익률 추이



자료: KUVIC 리서치 6팀

그림 19. SCFI 지수 추이



자료: 한국관세물류협회

IV. 투자 Risk

B2C 경쟁사 복병, 올리브영

현재 동사 규모의 인프라로 전세계에 화장품을 유통하는 상장사는 동사가 유일하다고 봐도 무방하다. 특히나 한국에서 B2B, B2C 사업을 모두 하는 회사는 더더욱 그렇다. 그러나 아직 비상장이지만 ‘CJ 올리브영’이 상장한다면, 현재의 ‘올리브영 글로벌’이 동사의 치명적인 경쟁사가 되어 리스크가 될 수 있다. B2B는 계약 체제이기 때문에 영업 능력이 우선이다 치더라도, B2C의 경우는, O2O에도 큰 강점을 가지고 있는 올리브영을 따라잡기 힘들다. 특히 국내의 경우, 올리브영이 오프라인 H&B 스토어 중 시장 점유율이 90%여서 과징금이 부과될 정도로 B2C 사업은 올리브영의 입김이 굉장히 세기에 해외 B2C 시장의 올리브영 시장점유율을 무시할 수 없다.

표 3. 올리브영 외 오프라인 H&B 스토어 현황

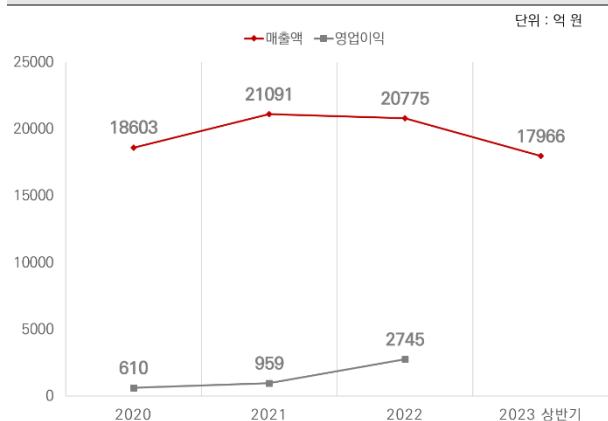
구분	브랜드	현황
오프라인	랄라블라 (GS 리테일)	2022년 사업 철수
H&B 스토어	롭스 (롯데쇼핑)	2022년 사업 철수

자료: KUVIC 리서치 6팀

그렇지만 올리브영은 국내 업체의 제품을 유통할 때, 편의상 중간 도매상을 거쳐 관리하고 있다. 이에 따라 브랜드 마진이 상대적으로 약한 편이다. 또한 향후 B2B 유통을 하게 되더라도 동사로부터 물량을 받은 뒤, 해외 도매상에게 유통하는 식으로 비즈니스가 이루어질 것으로 예상된다.

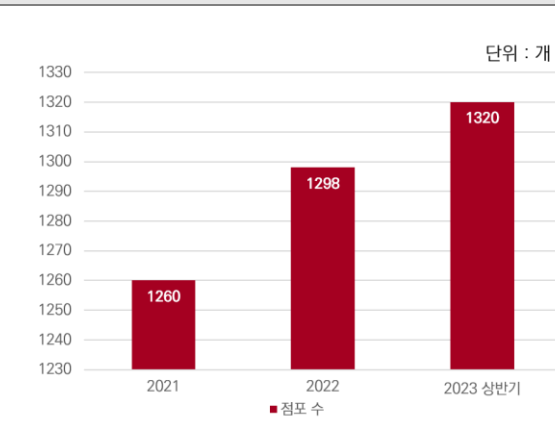
나아가, 동사도 이러한 리스크에 대비할 수 있는 상황이다. 2023년 상반기 기준 170국, 350개 이상의 브랜드가 ‘스타일코리안’에 입점해 있으며 B2B 바이어들과의 끈끈한 유대 관계를 유지하는 영업 경쟁력을 갖추고 있다. 실제로 올해 6월, 동사는 ‘조선미녀’와 파트너십을 맺어 유럽 독점계약도 맺고, 작년부터는 미국내 대형 유통채널인 Walmart 및 COSTCO 온/오프라인 벤더 등록을 마친 바 있다.

그림 20. 올리브영 실적 추이



자료: 금융감독원, KUVIC 리서치 6팀

그림 21. 올리브영 점포 수 추이

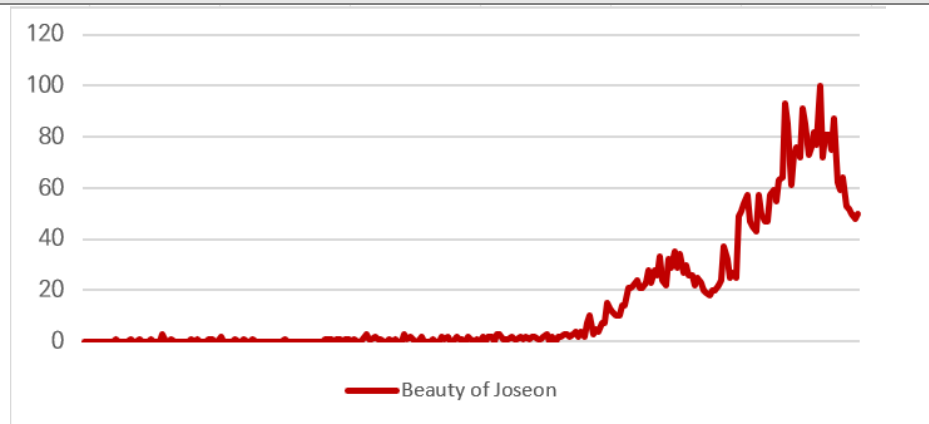


자료: CJ 그룹, KUVIC 리서치 6팀

조선미녀의 트래픽 감소

동사를 통해 미국 수출액이 급등한 조선미녀의 미국 트래픽 수치가 감소하고 있다. 22년을 기점으로 꾸준하게 상승 추세를 보이던 트래픽은 23년 3분기부터 조금씩 하락하고 있는 모습을 보이고 있다. 동사의 매출액에서 비중 1위를 차지했던 기업이 주요 시장에서의 관심도가 하락하고 있는 상황은 추후 조선미녀를 통한 동사 매출액과 관련하여 리스크로 보일 수 있다.

그림 22. Beauty of Joseon 트래픽 (미국)



자료: 구글트렌드

그러나 동사의 실적은 조선미녀 하나의 브랜드에 대한 비중이 20%를 넘기지 않아 의존도가 그리 높지 않고 다양한 인디 브랜드들의 동반 성장을 통해 매출액이 증가하는 구조를 가지고 있어 큰 영향을 미치지 않을 것으로 보인다. 또한 현재 미국에서의 Korean skincare 트래픽을 확인하면 계속해서 상승하는 추세를 보이고 있기에 조선미녀를 향한 시장의 관심도 또한 언제든지 반등할 수 있을 것으로 예상되고 추가로 조선미녀의 유럽향 매출까지 본격화된다면 오히려 동사의 실적은 더욱 상승할 것으로 판단된다.

V. Valuation

매출 추정 논리

매출추정은 2024년까지 진행했고, 화장품 유통 산업이지만 전 세계를 대상으로 수출을 하고 있는 동사의 특성상 계절성이 약하다는 점에서 23년은 분기별로, 24년은 연도별로 추정하였다.

또한 동사의 사업부는 CA, PA, 풀필먼트로 구성되어 있으나 각 사업부에 영향을 미치는 요소들이 거의 동일하고 사업비중을 예측하기 어렵기 때문에 사업부를 따로 구분하여 추정하지 않았다.

표 4. 실리콘투 매출액

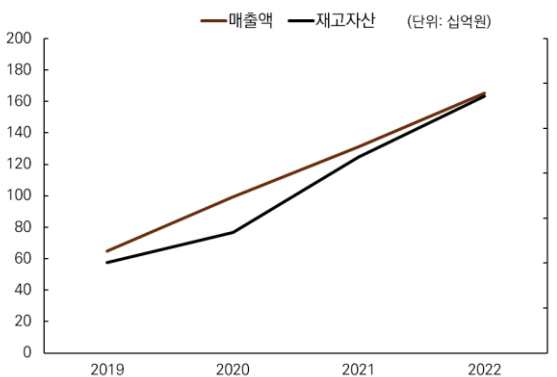
단위: 십억원	2020	2021	2022	2023E	2024E
매출액	99.4	131.0	165.3	409.8	573.7
% of growth		31.8%	26.2%	148.0%	40.0%

자료: KUVIC 리서치 6팀

(1) 2023년

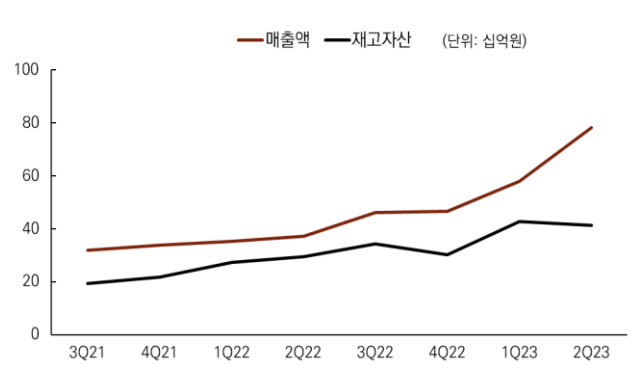
동사의 19년부터 22년까지의 연도별 재고자산과 매출액 사이의 상관관계를 확인했을 때 98.56%라는 높은 상관계수가 도출되었다. 분기별 상관계수 역시 97.75%임을 확인하여 두 지표 사이에 유의미한 관련성이 있음을 파악하여 23년 재고자산의 증가율을 23년 매출액 추정에 활용했다.

그림 23. 재고자산을 보조축으로 한 매출액과의 상관관계 (연도별)



자료: KUVIC 리서치 6팀

그림 24. 매출액과 재고자산의 상관관계 (분기별)



자료: KUVIC 리서치 6팀

표 5. 매출액과 재고자산

단위: 백만원	2019	2020	2021	2022	2023E
매출액	64,892	99,398	131,001	165,272	402,556
재고자산	10,096	13,442	21,781	28,602	63,417
매출 증가율 YoY	-	53%	32%	26%	144%
재고자산 증가율 YoY	-	33%	37%	55%	122%
재고자산/매출액의 비율	15.6%	13.5%	16.6%	17.3%	15.8%

자료: KUVIC 리서치 6팀

22년 대비 2Q23 기준 재고자산 증가율이 126%라는 점을 주목하여 2분기부터 본격적으로 시작된 유럽향 매출의 급증과 함께 물류창고 또한 확대될 계획인 만큼 상반기의 재고자산 증가율이 연말까지 충분히 지속될 수 있다고 판단했다.

다만 22년 당시, 연말 재고자산이 아마존프라임데이와 블랙프라이데이와 같은 주요 이벤트로 인해 2분기 대비 3.18% 감소했었다. 23년에도 마찬가지로 두 이벤트가 진행됨에 따라 재고자산의 감소 가능성을 반영하기 위해 22년 당시의 감소율을 적용하여 재고자산의 증가율을 추정했다. 이후 계산한 재고자산에 19년부터의 연간 매출액 대비 재고자산의 비율의 평균을 계산하여 23년에도 적용함으로써 매출액을 추정하였다.

23년 3분기와 4분기 매출액의 경우, 23년 매출액을 바탕으로 21년과 22년의 4분기 대비 3분기 매출액 비율의 평균을 적용하였다. 21년부터 동사의 3,4분기 주요 이벤트는 크게 차이가 없으며 21년, 22년의 비율이 94.4%와 98.9%로 큰 차이가 없기 때문에 23년 4분기 매출액은 3분기 대비 평균값인 97%로 계산했다.

표 6. 23년 분기별 매출액

단위: 백만원	1Q23	2Q23	3Q23E	4Q23E
매출액	58,012	78,220	134,710	138,877

자료: KUVIC 리서치 6팀

(2) 2024년

재고자산을 활용하는 방법은 단기적 추정에만 적용할 수 있기에 24년의 경우 물류창고의 증가 추이를 적용하였다. 먼저 물류창고의 증가가 매출액에 직접적인 영향을 미치는지를 파악하기 위해 인도네시아, 말레이시아 등의 사례를 분석하였다.

인도네시아 창고는 19년부터 본격적으로 가동된 후 18년 매출액 27억에서 19년 46억, 20년 76억으로 급등하는 모습을 보였다. 말레이시아와 네덜란드의 경우도 투자포인트에서 언급하였듯이 창고가 본격적으로 가동되자 매출액이 직후 분기부터 빠르게 반응하였던 것을 확인함으로써 매출추정시 물류창고의 증가를 반영하는 것은 합당하다는 결론을 도출하였다.

표 7. 물류창고 개수 (한국 제외)

연도	2020	2021	2022	2023E	2024E
개수	2	3	4	5	7
지역	미국(캘리포니아) 인도네시아	미국(캘리포니아) 인도네시아 미국(산타페)	미국(캘리포니아) 인도네시아 미국(산타페) 말레이시아	미국(캘리포니아) 인도네시아 미국(산타페) 말레이시아 폴란드	미국(캘리포니아) 인도네시아 미국(산타페) 말레이시아 폴란드 인도 남미E

자료: KUVIC 리서치 6팀

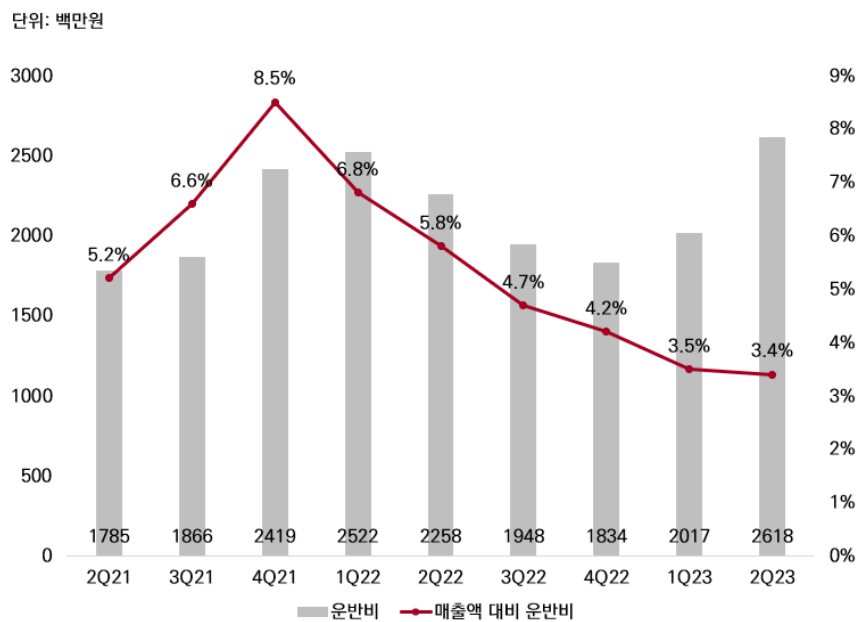
동사는 2분기에 폴란드에 물류창고를 세우면서 현재 한국을 제외하고 5개의 창고를 보유하고 있다. 24년 인도와 남미에 각각 1개씩을 설립하는 것을 목표로 하고 있어 23년 대비 24년의 물류창고 증가율을 매출액에 적용해 추정하였다.

비용 추정 논리

연결재무제표 상 매출원가와 비용은 기본적으로 % of Sales를 활용해 flat하게 추정했다. 인건비에는 최저임금상승률을 가산하고, 법인세에는 3개년 평균 유효법인세율을 적용했다.

운반비는 2Q22부터 시작된 SCFI 지수의 하락세에 따라, 동사의 매출액 대비 운반비 비중이 1Q23 3.5%, 2Q23 3.4%로 감소했다. SCFI 지수는 올해 1월부터 flat한 움직임을 보이고 있으며 9월부터는 다시 하락세를 보이고 있으나, 보수적으로 내년까지는 SCFI 지수가 더이상 하락하지 않을 것으로 가정하고 동사의 매출액 대비 운반비 비중이 감소하고 있음을 활용해 2Q23의 비중인 3.4%를 일괄적으로 적용했다.

그림 25. 매출액 대비 운반비 추이



자료: 실리콘투 IR, KUVIC 리서치 6팀

감가상각비는 2Q23 폴란드 물류창고의 취득가액이 약 120억 (12,490,826,455원)이며 동사 회계기준에 따라 건물의 내용연수 40년, 정액법으로 계산하여 연간 약 3억 (312,270,661원)을 2023년에 반영했다. 또한 2024년은 2개의 물류창고 설립과 해당 창고의 취득가액이 폴란드 물류창고와 동일하다고 가정하여 감가상각비에 반영했다.

Valuation Method

동사는 B2C, B2B 대상 화장품 해외 유통 플랫폼과 풀필먼트 서비스를 종합적으로 영위하고 있어 동사와 비즈니스 모델이 정확히 대응하는 경쟁사가 부재하고, 자체 플랫폼의 구조적 장점을 기반으로 활발한 해외유통 및 물류창고 확대를 통한 동사의 외형성장 추이를 반영하고자, **24년 기준 컨센서스의 12MF PER 12.3배(2023-10-10 기준)**를 제시한다.

따라서 **목표주가 17,602원, 매수의견(Buy)**를 제시한다.

표 8. Valuation – Valuation Method (2024E)

2024E 당기순이익 (단위: 십억원)	86.3
유통주식수 (2024E)	60,331,084
2024E EPS (단위: 원)	1,431
Target Multiple	12.3
현재주가 (2023-10-10 기준)	9,500
목표주가	17,602
상승여력	85.3%

자료: KUVIC 리서치팀 6조

Compliance Notice

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