

## COMPANY ANALYSIS

BUY

## Stock Price

목표주가	47,000원
현재주가	24,600원
상승여력	91.1%

## Stock Information

시가총액	3,050억원
발행주식수	1,240만주
유동주식비율	97.7%
52주 최고가	29,700원
52주 최저가	13,930원
외국인 지분율	3.85%
KOSPI	2450.1
KOSDAQ	817.1

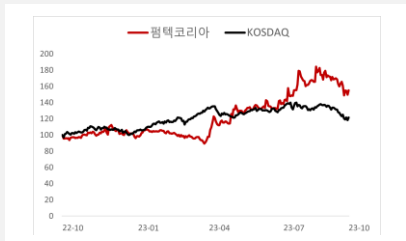
## Valuation Wide

Multiple	2022	2023E	2024E
P/E	10.7	11.6	9.6
MKT P/E	16.4	16.9	11.4

## Share Performance

주가상승률	1M	6M	12M
절대주가(원)	-10.1	58.6	55.7
상대주가(원)	-0.7	59.4	30.7

## Price Trend



## KUVIC Research N Team

메일	kuvic_korea@naver.com
팀장	39기 Senior 이동기
팀원	39기 Senior 김석환 39기 Senior 강유현 40기 Junior 김희원 40기 Junior 이정민 40기 Junior 주청미 40기 Junior 하기현

## Who We Are



## 펄텍코리아 (251970)

## ‘용기’있는 자가 세상을 얻는다

## Key Point

인디 브랜드의 성장이 두드러지면서 비용 부담이 낮은 프리몰드 용기의 수요가 증가할 것으로 보인다. 동사의 프리몰드 용기에 대한 선제적인 침투와 차별화된 영업방식으로 쌓은 레퍼런스는 프리몰드 수요 증가에 따른 매출액, 영업이익의 수혜를 가져올 것이다.

공격적으로 CAPA를 증설해 나가고 있다. 이를 바탕으로 국내 화장품 시장 및 인디 브랜드 성장으로 인한 수요 증가에 적절히 대응할 수 있을 것으로 예상된다. 또한 동사는 경쟁사의 M&A에 따라 자사 원료 공개를 우려하는 고객사들이 이탈하는 등의 반사 수혜를 누릴 수 있을 것으로 보인다.

국내뿐만 아니라 북미, 일본, 유럽 등 대형 고객사 위주로 레퍼런스를 확대하고 있으며, 특히 일본 전담부서를 통한 적극적인 영업 활동이 매출 실적을 견인할 것으로 보인다.

경쟁사들의 인수 금액을 기준으로 현재 동사의 기업 가치는 10% 이상의 상승 여력이 있다.

## 2025F 매출액 3,700억원, 영업이익 492억원 전망

23년, 24년 동사의 매출액은 각각 2,940억원(YoY +24.1%), 3,300억원(YoY +12.2%)으로 전망하며, 영업이익은 각각 390억원(YoY +38.5%), 440억원(YoY +22.2%) 수준을 달성할 것으로 기대한다.

이러한 실적은 인디 브랜드 성장과 프리몰드 수요 증가로 인한 외형 성장 및 이익률 개선, 국내외 신규 고객사 확보 및 CAPA 증설, 그리고 경쟁사 고객 이탈로 인한 반사 수혜의 요인으로부터 기인한다

## 투자 의견 ‘Buy’, 목표주가 ‘47,000원’

인디 브랜드 성장으로 인한 프리몰드 수요 증가, 국내외 신규 고객사 확보, CAPA 증설, 경쟁사 고객 이탈로 인한 반사 수혜 등 하반기를 지날수록 모멘텀이 지속 발생할 전망이다. 24F P/E 9배 수준으로 최근 3년간, 경쟁사와 비교해봐도 여전히 밸류에이션 부담이 낮은 상황이다. 1) 프리몰드 수요 증가로 인한 외형 성장 및 이익률 개선 2) 국내외 대형 고객사 확보, 3) CAPA 증설을 통한 신규 수요 대응 4) 경쟁사 고객 이탈로 인한 반사 수혜 등을 고려하였을 때 현재를 매수 적기로 판단한다. Peer Valuation에 따른 멀티플 15.4배를 적용하여 목표주가 47,000원으로 매수 의견을 제시한다.

## Earnings and valuation metrics

계산기 (12월)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액 (십억원)	222	237	294	330	370
YoY (%)	12.7	6.8	24.1	12.2	12.1
영업이익 (십억원)	26	26	39	44	49
YoY (%)	-4.7	1.5	45.9	13.5	11.4
영업이익률 (%)	11.8	11.2	13.2	13.3	13.3
당기순이익 (십억원)	20	20	30	34	38
EPS (원)	1,430	1,543	2,417	2,745	3,082
P/E (배)	11.8	10.7	10.2	9	8

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 당기순이익  
자료: KUVIC Research 2팀

## CONTENTS

<b>I. 산업분석</b>	<b>3</b>
제 아무리 금이라도 담을 그릇은 필요하다!	3
살아나는 중국 경기, 들어오는 타이공!	5
Mommy, わたし(와타시)는 커서 장원영이 될래요!	6
화장품 시장의 새로운 트렌드, 인디!	7
신은 용기 있는 자를 돕는다!	9
<b>II. 기업분석</b>	<b>10</b>
기업개요 및 사업부 소개	10
실적분석	11
국내외 남녀노소 모두에게 인기 있는 펄텍코리아	13
펄텍코리아의 경쟁사, 연우와 삼화	14
주가추이 분석	16
<b>III. 투자 Point</b>	<b>18</b>
프리몰드의 대가	18
공격적인 설비 투자	19
국내외 메이저 고객사 수주 확대	21
경쟁사 인수 이슈(연우, 삼화 등)로 얻을 수 있는 반사이익	23
Peer 대비 밸류에이션 매력 보유	23
<b>IV. 투자 Risk</b>	<b>24</b>
공격적 CAPA 증설에 따른 금융 리스크	24
밸류체인 특성 상 계절성 및 경기변동에 민감	25
<b>V. Valuation</b>	<b>27</b>
매출 추정 논리	27
비용 추정 논리	32
Valuation Method: Peer P/E	34

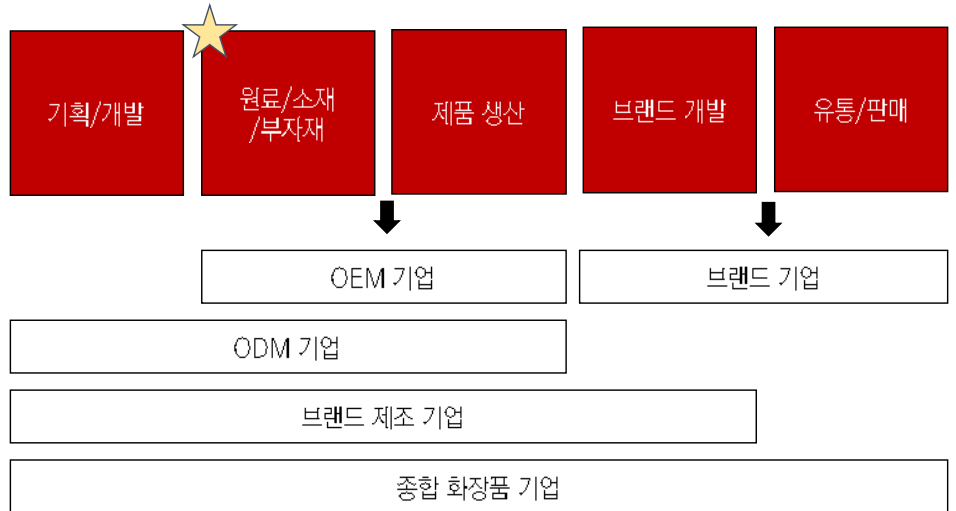
# I. 산업분석

화장품 산업과 케를 같이 하는  
화장품 '용기' 사업

## 제 아무리 금이라도 담을 그릇은 필요하다!

매년 김장철이 도래하면 김장 김치를 담을 '통'에 대한 수요가 늘어난다. 그러나 최근에는 직접 김장을 하는 가구가 줄어들고, MZ세대의 김치 선호도가 낮아짐에 따라 김치를 담는 '통'에 대한 수요도 낮아지고 있다. 대부분의 '용기' 산업이 그러하듯, **용기를 필요로 하는 소비재의 수요에 따라 용기의 수요도 변화한다.** 그러나 소비재의 수요만큼 용기 수요로 이어질지는 또 다른 문제이다. 즉, **전방 산업의 증감 경향성은 따라갈지라도 그 수요량은 다를 수 있다**는 것이다. 예를 들어 김치통의 경우, 한번 산 용기를 재활용하여 쓰는 경우가 많기 때문에 겨울철 배추의 수요만큼 김치통의 수요가 증가하지 않을 수 있다. 그렇다면 화장품 수요량과 화장품 용기의 수요량은 어떤 상관관계를 보일까? 밸류체인과 부자재의 특성을 통해 알아보자.

그림 1. 화장품 산업 밸류체인



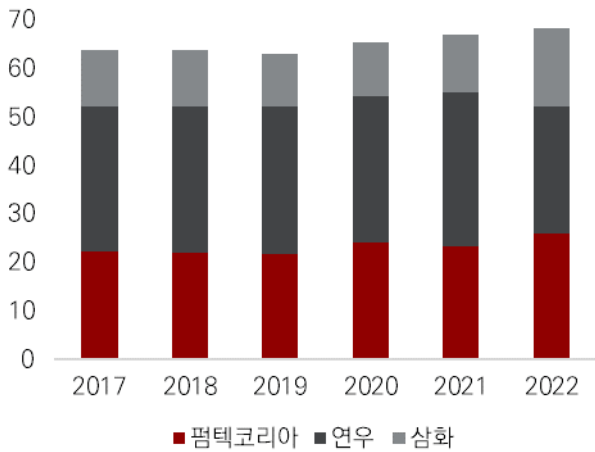
자료: KUVIC 리서치 2팀

국내 3사가 꼭 잡고 있는 내수  
용기사업  
높은 진입장벽, 높은 기술력  
등을 통해 이미 확보한  
프리미엄 레퍼런스

화장품 용기 산업은 밸류체인 상 부자재에 해당한다. 부자재 용기 산업은 100% 내수 산업이라고 말해도 과언이 아닌데, 프랑스, 일본 등 품질이 좋은 원료를 수입할 수밖에 없는 원료 산업과는 달리 부자재 산업에 해당하는 **국내 용기 기업들은 이미 뛰어난 기술력을 바탕으로 글로벌 경쟁력을 확보하여 제품을 생산하고 있기** 때문이다. 국내에서는 펄텍코리아를 비롯해 연우, 삼화 3사가 **국내 화장품 용기 시장의 약 70%**를 차지하고 있으며, 국내 기업뿐 아니라 해외 프리미엄 브랜드들과 지속적인 계약 관계를 맺으며 **고객사를 확대해 나가고 있다.** 간혹 100% 내수라는 수치에 의문을 제기하며, 비용절감을 위해 중국으로부터 저가 용기를 수입할 가능성이 있지 않느냐는 질문을 할 수 있다. 그러나 화장품 용기 산업은 **개별 화장품 품목마다 특화된 용기 제품과 기술력이 요구된다.** 중국산 용기의 기술력과 품질은 국내 기업 대비 다소 열위적인 위치에 있으며 각 기업들마다 다품종 소량생산을 해야 하는 화장품 용기 산업의 특징을 고려하면 **운송비 부담도 적지 않기** 때문에 사실상 수입은 불가하다. 더불어 다품종 소량생산에 맞는 **커스터마이징 능력과 제품의 안정성**

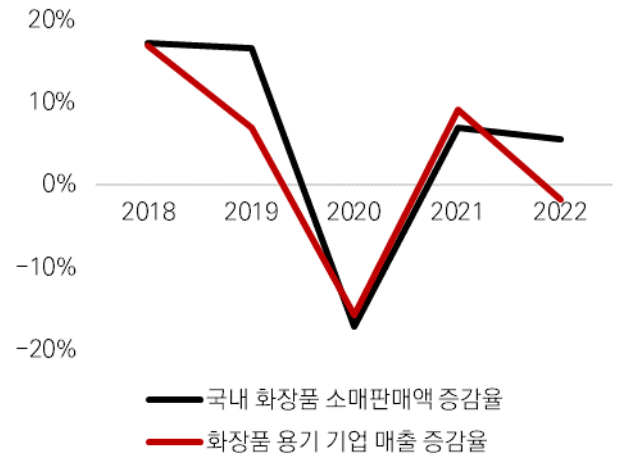
은 장기간에 걸친 레퍼런스와 R&D투자가 뒷받침되어야 하기 때문에 **초기 시장 진입장벽이 높다**. 이 역시 국내 3사에 수요가 집중되는 이유이기도 하다. 결국, 화장품 용기 산업이 내수 산업인 만큼 전방 산업의 실적이 밸류체인을 따라 용기 산업의 실적으로 이어질 수 있다. 실제 국내 화장품 소매판매액 증감률과 국내 화장품 용기 기업의 매출 증감률을 도식화 해본 결과, **전방산업의 매출액 증감 추이를 따라가는 것을 확인할 수 있었다**.

그림 2. 국내 화장품 용기 시장 매출 비중



자료: 각 사, KUVIC 리서치 2팀

그림 3. 화장품 소매판매액과 화장품 용기 기업 매출 증감율

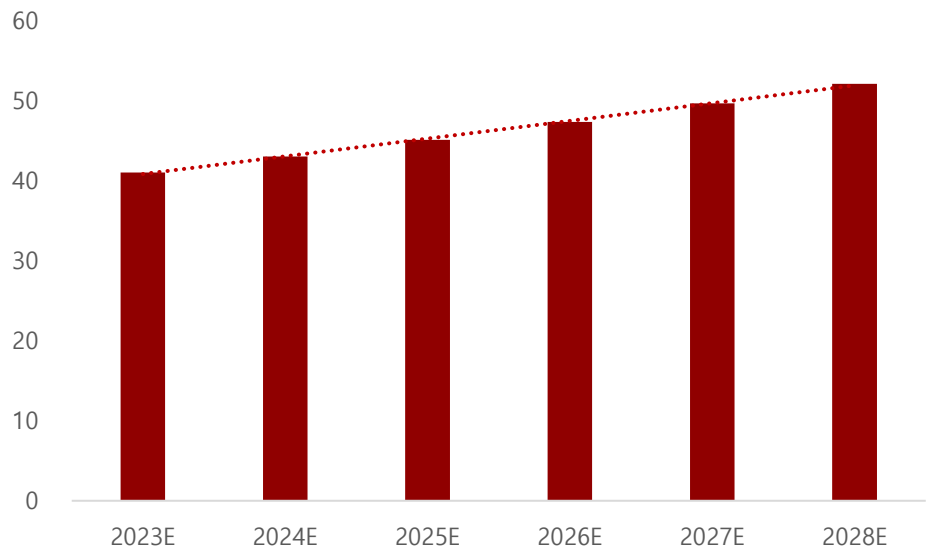


자료: 통계청, 각 사, KUVIC 리서치 2팀

화장품 시장과 함께 지속적  
성장이 예측되는 용기시장

이처럼 화장품 용기 시장 성장은 **화장품 시장 성장과 궤를 같이한다**. 미국의 시장조사기관인 FMI는 전 세계적으로 화장품 및 퍼스널 케어 산업이 지속적으로 발전하며 화장품 용기 판매가 증가하고 있다고 밝혔다. 이에 따라 2023년 기준 글로벌 화장품 용기 시장의 규모는 41억 달러로 형성될 것으로 예측되며, **향후 10년간 연평균 4.9%** 수준으로 지속적으로 성장할 것으로 전망된다.

그림 4. 글로벌 화장품 용기 시장 전망



자료: FMI, KUVIC 리서치 2팀

### 살아나는 중국 경기, 들어오는 타이퐁!

국내 화장품 산업의 위치  
높은 중국 의존도 때문에  
안 좋았던 코로나 시기 수출실적

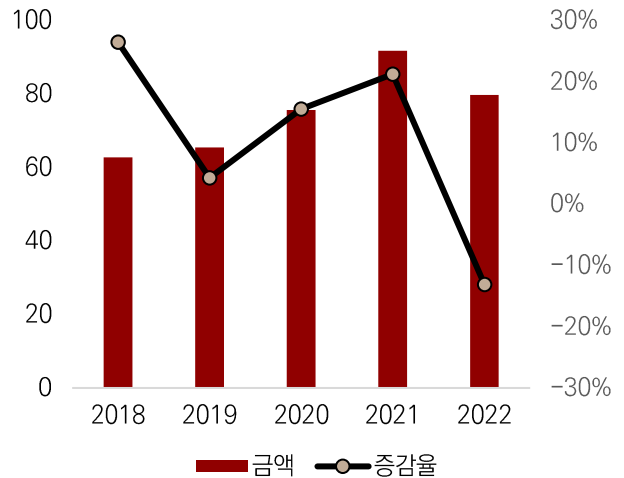
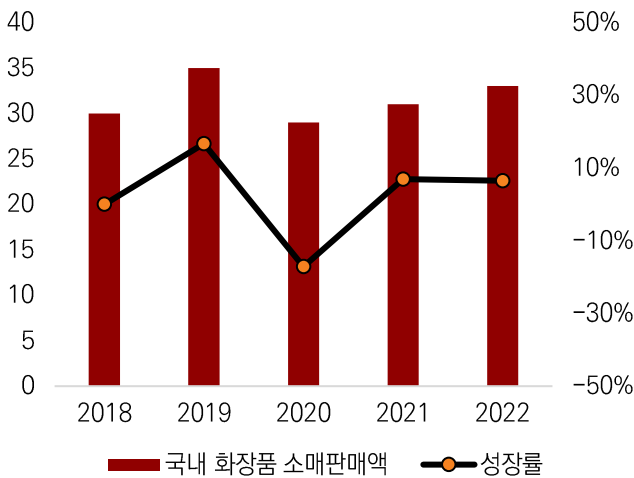
앞서 화장품 용기 산업은 내수 산업이자 전방 산업인 화장품 산업의 영향을 많이 받고 있음을 확인하였다. 따라서 **국내 화장품 산업의 현위치**에 대해서도 확인할 필요가 있다. 통계청 자료에 따르면 국내 화장품 소매판매액은 COVID-19로 인해 소비 심리가 위축되었던 2020년에 감소세를 보였으나 시간이 흐름에 따라 이전 수준으로 회복되어 가고 있다. 그러나 화장품 수출실적은 중국 의존도가 상당히 높은 까닭에 2022년 크게 감소하였다. 이는 중국의 제로코로나 정책으로 인한 물류 운송 지체 및 소비 둔화 등이 크게 작용한 것으로 판단된다. COVID-19 당시 우려되었던 중국 중심의 높은 수출 의존도의 실체가 밝혀진 것이다.

그러나 회복 중인 중국 시장,  
국내 화장품 매출상승 견인 예측

하지만, 다행히 중국 정부의 단체 관광 제한 정책 해제로 중국 내 가게 체력이 회복세를 보이고 있다. 8월 중국 소매판매는 +4.6% YoY 성장을 보이며 컨센서스를 상회했고, 그 중 화장품 소매판매는 +9.7%의 높은 YoY 성장률을 보였다. 최근 국내에서도 백화점 앞에서 이불을 깔고 다음날 개장 시간을 기다리는 **타이퐁** 혹은 **유커들이 다수** 목격되고 있으며, 동대문의 유명 면세 백화점은 **방한 관광객을 겨냥해 리뉴얼 개장**하였다. COVID-19 이전, 면세점이 국내 화장품 산업에서 차지하는 채널 비중이 47%, 면세점 채널의 화장품 매출 비중은 2019년 기준 전체의 70%까지 이르렀다는 점에서 **중국 정부의 정책 변화는 화장품 매출 실적 상승을 충분히 견인할 수 있을** 것으로 보인다.

그림 5. 국내 화장품 시장 규모 (단위: 조)

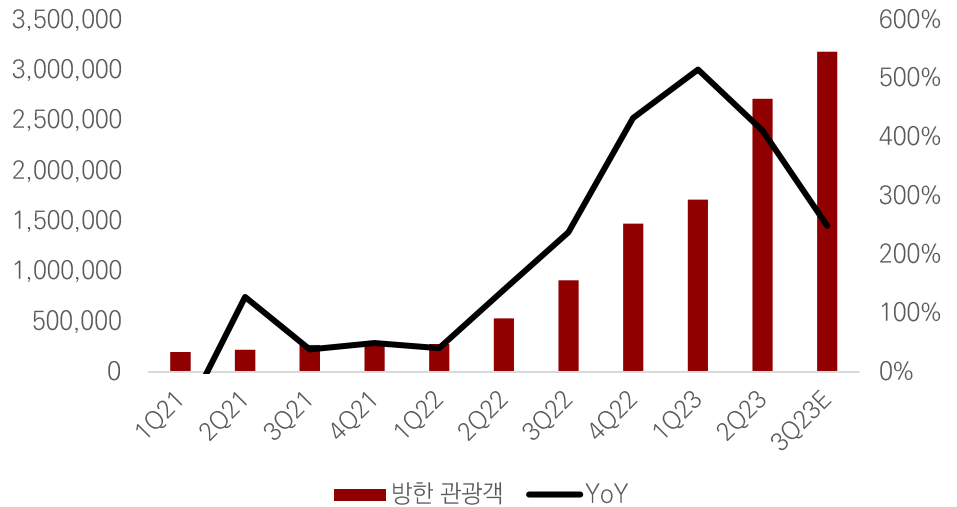
그림 6. 화장품 수출 실적 (단위: 억 달러)



자료: 통계청, KUVIC 리서치 2팀

자료: 관세청, KUVIC 리서치 2팀

그림 7. 방한 외국인 관광객 수 및 전년 대비 성장률



자료: 한국관광공사, KUVIC 리서치 2팀

### Mommy, わたし(와타시)는 커서 장원영이 될래요!

온라인 유통채널의 확대, 미국과 일본의 확대, 인디 브랜드의 기회

COVID-19로 인해 중국 중심의 높은 수출 의존도를 체감하였고, 단기적인 화장품 수출 불황도 발생하였다. 그러나, 유통채널의 변화라는 훈풍 또한 함께 불어오며 **미국과 일본 중심으로 수출 비중이 확대**되는 계기가 되기도 했다. 기존의 로드샵, 면세점 등 오프라인 채널과 중국에 의존했던 과거와 달리 현재 고정비가 적게 드는 온라인 채널을 위주로 국경의 제한 없이 K-Beauty가 전파되어 가고 있다. NETFLIX를 비롯한 OTT 서비스 및 아이돌 중심의 K-POP 흥행 역시 한국 문화에 대해 관심을 갖게 하는 요인으로 작용하였다.

온라인 채널 확대에 따라 낮아진 소비자의 구매 진입장벽, 높아진 인디 브랜드의 광고효과

이처럼 온라인 채널 중심으로 유통채널이 확대되며 로드샵 위주였던 과거 오프라인 채널 대비 **구매의 진입장벽이 낮아졌고, 이는 '인디 브랜드'에게 큰 기회가 되었다.** 자신의 제품의 특성과 퀄리티를 유튜브, 인스타그램 등 SNS를 통해 홍보할 수 있게 되었고, COVID-19로 인해 TV, 스마트폰 사용시간이 늘어남에 따라 상대적으로 높은 광고 효과를 보게 된 것이다. 이를 통해 인디 브랜드들에게는 시장 진입 초기 취약하다고 할 수 있는 **인지도를 빠르게 쌓을 수 있는 기회**가 되기도 하였으며 임대료 등 고정비를 절감할 수 있어 비용을 절감할 수 있었다.

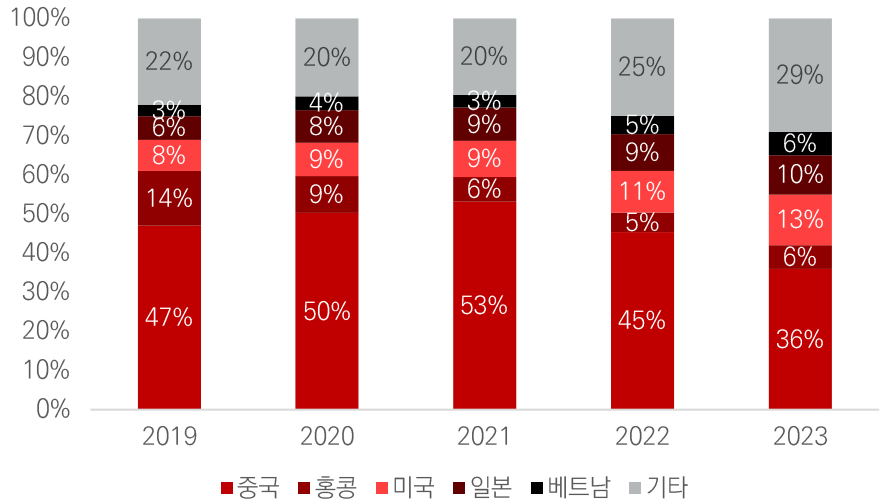
온라인 채널 확대뿐 아니라, 코로나 종식 기대감 상승 전세계적으로 피부 및 색조 수요 증가 및 가성비 브랜드 흥행 기조

유통채널의 변화와 맞물려 COVID-19가 종식되기 시작하며 **1) 마스크 착용에 따른 피부 트러블 해소 필요성 2) 색조 화장품에 대한 수요 증가 3) 인디·중저가(가성비) 브랜드 흥행** 등 복합적 요인이 한국 화장품 수요를 증가시킨 것으로 판단된다. 미국에서는 라네즈, 이니스프리, 미샤 등 **국내 중저가 화장품 인디 브랜드가 아마존을 중심으로 저변을 확대**하고 있다. 또한 미국 국제무역위원회에 따르면, 올해 7월 기준 이들 브랜드를 중심으로 한국 화장품이 **미국 화장품 수입액의 20.1%**를 차지하며 1위에 올라섰다.

일본에서는 저렴하지만 프리미엄 브랜드 수준의 높은 품질을 의미하는 **'쁘띠프라'** 트렌드가 유행하며 **한국의 가성비 색조 화장품 브랜드(롬앤, 클리오 등)가 인기를 끌고** 있다. 2022년 일본화장품공업연합회에 의하면, 일본의 전체 화장품 수입액에서 한국 화장품이 차지하는 비중이 약 23.4%(약 776억 엔)로 **30년간 1위를 차지하던 프랑스(샤넬 등)를 제치고 1위**에 올라섰다. 일본 내 중저가 브랜드 선호 트렌드가 가시화된 것이다. 특히 일본에서는 외모에 관심이 많은 10대를 중심으로 색조 화장품 수요가 급격하게 증가하고 있는데, **색조 화장품의 경우 기초 화장품에 비해 원재료비 내 부자재 비중이 압도적으로 높기 때문에 부**

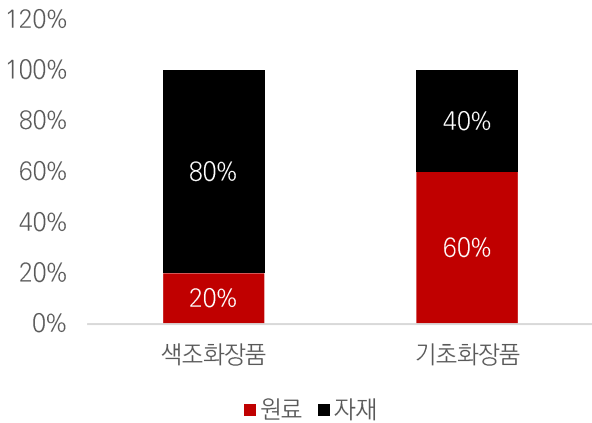
자재 중 하나인 화장품 용기 업체 역시 수혜가 기대된다.

그림 8. 국가별 화장품 수출액 비중



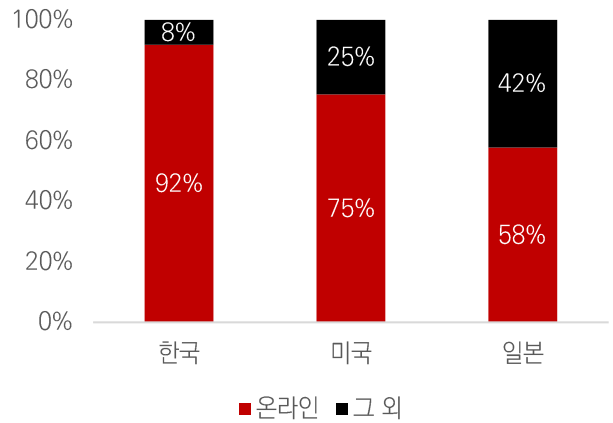
자료: 관세청, 대한화장품산업연구원, KITA, KUVIC 리서치 2팀

그림 9. 화장품별 원재료비 구성비 추정치



자료: 교보증권, KUVIC 리서치 2팀

그림 10. 한·미·일 화장품 온라인 침투율



자료: Opensurvey, KUVIC 리서치 2팀

### 화장품 시장의 새로운 트렌드, 인디!

COVID-19 팬데믹 후 MZ세대가 주요 고객층으로 떠오름과 동시에 화장품 산업도 “안티 에이징”하며 새로운 트렌드로 변화하고 있다. 과거만큼 대형 화장품 브랜드의 충성도가 높지 않고 인디 브랜드를 중심으로 화장품 수요가 변화하고 있는 것이다. 지금부터 그 이유를 소비자, 공급자로 나누어 자세히 살펴보자.

인디 브랜드는 매우 다양한 소비자의 수요에 맞추기 최적화에 따라 소비자 트렌드를 따라가고, 또 이끌어가는 인디 브랜드들

소비자들은 유튜브, 틱톡, 홈쇼핑 등 다양한 제품들을 접할 수 있는 경로가 많아졌고, 인디 브랜드들은 세분화되어 있던 소비자들의 취향을 저격할 수 있었다. 과거에는 대형 기업의 메이저 화장품을 선호하는 것이 소비 트렌드였다면, 현재는 처음 보는 브랜드일지라도 기능적, 가격적, 심미적 부분 중 하나라도 마음에 들면 즉각적인 구매로 이어지기도 한다. 소비자들의 파편화, 고도화된 취향은 인디 브랜드에 대한 관심을 증폭시켰으며 소비자들의 선택의 폭은 더욱 넓어졌다. 인디 브랜드들이 대거 등장하며 화장품 생산방식이 다품종 소량생산으로 변화하였고, 소비자의 이성 및 감성에 맞는 코드와 유니크함을 내세워 특정 소비자의 인목에 적극적으로 호소하는 것이 가능해졌다. 일부 인디 브랜드들이 비건, 힙 등 하나의 테마를 잡아 정체성

마케팅을 벌이기도 하는 이유 역시 특정 소비층을 겨냥하기 위해서이다. 롬앤의 경우 전세계적으로 인기를 끌고 있는 ‘산리오’ 캐릭터와의 콜라보를 통해 많은 MZ세대를 겨냥하였다. 실제로 콜라보 제품 출시 이후 올리브영 내 조회수 랭킹이 크게 상승하였고, 해당 브랜드의 인기는 특정 연령에 그치지 않고, 일본 내에서 큰 인기를 끄는 것에 성공하였다. **이처럼 소비자 중심의 트렌드 변화는 인디 브랜드의 지속적인 성장을 이끌 것으로 판단된다.**

**그림 11. 롬앤의 성공적인 일본 타겟팅**



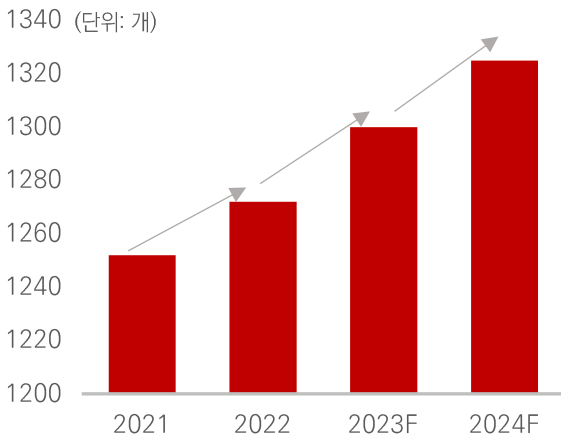
자료: 올리브영, KUVIC 리서치 2팀

**올리브영과 함께 동반성장 중인 인디 브랜드**

공급자 측면에서는 COVID-19의 여파로 온라인 쇼핑이 수요가 늘어남에 따라 매장 없이도 성장할 수 있는 환경이 조성되었고, **온라인 전용 브랜드가 많이 파생된 것이 인디 브랜드 성장에 큰 역할을 했다고 볼 수 있다.** 무엇보다도 **올리브영의 역할이 상당히 컸는데, 성공 가능성이 있는 신진 브랜드들을 온라인으로 신규 입점시키고, 매출이 늘어나면 오프라인 매장에서도 판매할 수 있도록 하는 인큐베이팅 전략**을 통해 인디 브랜드들과 동반성장을 하고 있는 추세를 보여주고 있다. 현재 전국 올리브영의 매장수는 약 1,300개이며 그 수는 전국 스타벅스의 개수를 능가할 정도이다. **자연스럽게 신진 브랜드들은 큰 비용을 들이지 않고 유통경로를 형성할 수 있게 되었고, 올리브영 역시 그 속에서 함께 이익을 얻으며 서로 윈-윈할 수 있는 환경을 조성한 것이다.** 작년 올리브영 입점 브랜드 중 연매출 100억을 돌파한 브랜드는 21개로, **전년대비 38% 증가**하였고 그 중 19개의 브랜드는 **중소기업일만큼 인디 브랜드가** 현재 뷰티 시장을 장악하고 있다고 봐도 무방하다. 또한 올리브영은 올해에도 100억 클럽 브랜드 수가 작년 대비 30% 증가할 것이라고 예상한 바 있다. **이처럼 인디 브랜드가 장벽 없이 설 수 있는 공간이 많아지면서, 소비자 수요 트렌드 변화에 발맞추어 인디 브랜드가 지속적으로 성장할 수 있었다.**

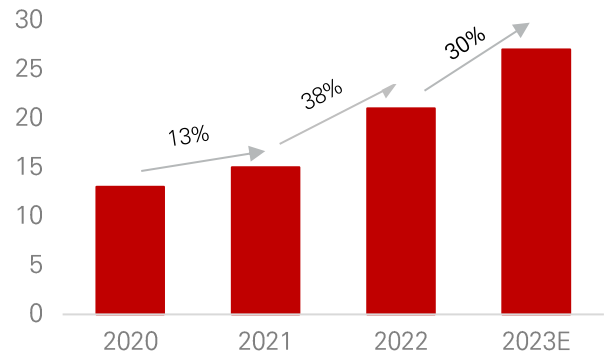


그림 12. 올리브영 입점 브랜드 추이



자료: 올리브영, KUVIC 리서치 2팀

그림 13. 올리브영 연 매출 100억 클럽 브랜드 수 증가 추이



자료: 올리브영, KUVIC 리서치 2팀

### 신은 용기 있는 자를 돕는다

인디 브랜드도, 용기 제조사도 모두 만족스러운 '프리몰드' 양쪽 모두 낮은 비용, 짧은 시간

앞에서 살펴본 본 바와 같이, 화장품 산업 트렌드가 변화하며 국내뿐 아니라 미국, 일본 등 주요 수출국으로 자리잡은 국가들을 중심으로 인디 브랜드 강세 흐름이 지속될 것으로 보인다. 인디 브랜드 중심 성장의 흐름 속에서 동사에 주목해야 하는 이유는 프리몰드에 있다. 화장품 용기의 생산 방식은 자체 금형 보유 여부에 따라 커스텀몰드와 프리몰드로 구분되는데, 프리몰드란 기업이 자체 개발한 금형을 토대로 용기를 제작 및 판매하는 것을 말한다. 커스텀몰드는 말 그대로 '커스텀', 즉 특정 고객사를 위한 특정 금형을 제작하는 방법이다. 프리몰드 방식은 커스텀몰드 방식에 비해 개발에 대한 비용이 매우 적게 들며 기존에 만들어진 하나의 몰드로 여러 고객사에 납품이 가능하기 때문에 커스텀몰드 방식 대비 마진율이 상당히 높다.

투자포인트에서 자세히 서술할 예정이지만, 일반적으로 화장품 인디 브랜드의 경우 프리몰드를 선호한다. 커스텀몰드의 경우 일반적으로 디자인부터 테스트까지 수많은 과정을 거쳐 제조되기 때문에 고객사 입장에서 부담해야 하는 비용도 높으며, 빠르게 공급받기 어렵다. 따라서 중소형사들은 낮은 가격으로, 빠르게 납품 받을 수 있는 프리몰드를 선호할 수밖에 없다. 동사와 같은 용기 제조업체 입장에서도 적은 개발비용으로 높은 마진을 챙기며 다수 고객사에 대응할 수 있는 프리몰드를 선호할 수밖에 없으며, 인디 브랜드가 성장함에 따라 프리몰드에 특화된 제조업체들이 수혜를 받을 것으로 예상된다.

그림 14. 프리몰드 vs 커스텀몰드

	프리몰드	커스텀몰드
금형 개발 시간	짧음	별도 프로젝트 시간 소요
개발 비용	저비용	고비용
제조 기준 마진	높음	낮음
고객 기준 만족도	범용적/보편적인 용기이므로 무작위함	고객의 요구에 맞추어 제작하므로 높음

자료: KUVIC 리서치 2팀

## II. 기업분석

크게 3개 사업부로 나뉜  
펄텍코리아: 펄프, 튜브, 건식

### 기업개요 및 사업부 소개

동사는 2001년 플라스틱 용기 제조 및 판매업을 주목적으로 설립되어, 2019년 7월 코스닥 시장에 상장하였다. 현재 화장품 용기를 전문으로 제조판매하고 있으며, 화장품 외 생활용품 등으로 제품 포트폴리오를 확장해 나가고 있다. 2021년 잘론네츄럴 지분 60%를 취득함으로써 건강기능식품 유통판매업을 추가적으로 영위하게 되었다. 동사는 현재 연결 기준 펄프사업부 펄텍코리아, 튜브사업부 부국티엔씨로 구성된 용기사업부와, 건식사업부 잘론네츄럴로 구성되어 있다.

‘선제안’하는 특별한 영업 방식,  
매우 광범위한 고객사

동사는 **다양한 영업 방식을 채택함으로써 고객사를 확대해 나가고 있다.** 특히 동사의 차별화된 영업방식 중 하나는 ‘자체’ 금형 몰드를 개발하고 **고객사들에게 선제안하는 것이다.** 이는 이미 확보된 소수 고객사에 대한 제한적인 영업을 넘어, 다수 업체를 중심으로 광범위하게 동사의 제품을 판매할 수 있는 전략으로 평가된다. 동사는 이를 기반으로 인디 및 일본 브랜드 고객사를 성공적으로 유치하여 **22년 기준 574개사의 고객사를 보유하고 있다.**

#### 1) 펄텍코리아(펄프)

다각화된 제품 포트폴리오,  
꾸준한 R&D를 통한 신제품

**동사의 주요 제품은 펄프, 콤팩트, 펄프튜브, 스틱 등의 용기이고, 이는 99% 화장품向으로 판매된다.** 2Q23 기준 제품별 점유율은 각각 45%, 21%, 10%, 6%, 18%로, 리오프닝에 힘입어 스틱류의 매출 증가세가 두드러지는 편이다. 펄프사업부는 특히 **제품 포트폴리오 다각화**를 통해 좋은 실적을 내고 있으며 꾸준히 저변을 확대하고 있다. 꾸준히 R&D에 많은 노력을 기울이고 있으며, 펄프튜브, 에어리스크ompact, 오토드로퍼 등의 신제품을 시장에 출시하는 등 혁신적인 기술력을 선보이고 있다.

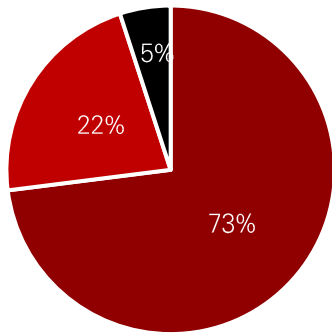
#### 2) 부국티엔씨(튜브)

부국티엔씨는 동사의 자회사로, 1969년에 설립되어 꾸준히 **튜브 용기 제조사업**을 영위하고 있다. 2Q23 기준 화장품 73%, 생활용품 17%, 제약용품 및 기타 10%의 매출 구조를 가지고 있으며, 매출액 증가로 인한 고정비 분산효과로 영업이익이 증가하는 추세이다. 부국티엔씨는 2019년 동사의 자회사로 편입되었는데, 2020년 COVID-19로 인해 전반적인 화장품 업종이 모두 타격을 입을 때 부국티엔씨가 수주공백을 메우며 하방을 지켜주었다. 또한 부국티엔씨 역시 동사의 포트폴리오 다각화에 큰 기여를 하며 동사의 성장을 이끌고 있다.

#### 3) 잘론네츄럴(건식사업)

잘론네츄럴은 2015년 설립되어 100% 종속회사인 인플루언서 플랫폼 ‘윈드랩’을 통해 다수의 인플루언서를 관리하여 당사 제품을 공동구매 형태로 판매하고 있다. SNS 마케팅과 커머스가 결합된 유통 구조로 향후에도 지속적인 성장을 기대하고 있다.

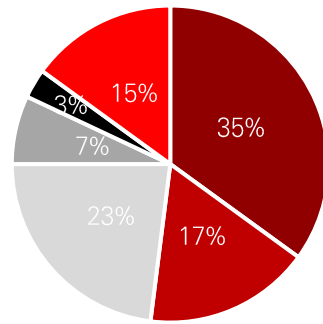
그림 15. 사업부별 매출 비중(2022년 기준)



■ 펄텍코리아 ■ 부국티앤씨 ■ 잘론네츄럴

자료: 펄텍코리아, KUVIC 리서치 2팀

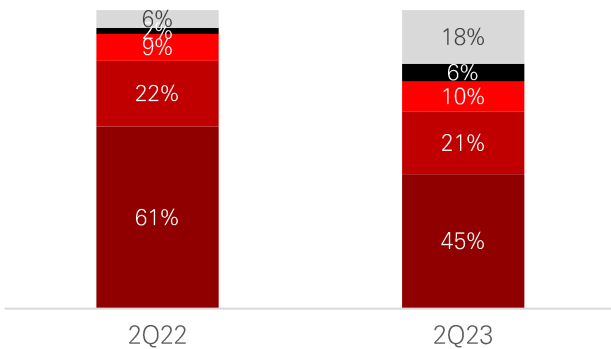
그림 16. 용기사업부 제품별 매출 비중(1H23 기준)



■ 펄프및용기류 ■ 컴팩트류 ■ 튜브류 ■ 드로퍼류 ■ 펄프튜브류 ■ 스틱류

자료: 펄텍코리아, KUVIC 리서치 2팀

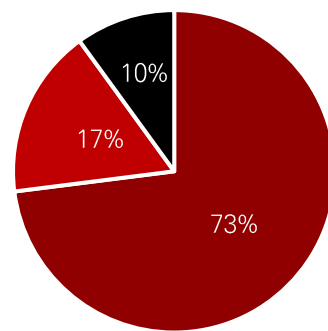
그림 17. 펄텍코리아(별도) 매출 구성



■ 펄프및용기류 ■ 컴팩트류 ■ 스포이드류 ■ 펄프튜브류 ■ 스틱류

자료: 펄텍코리아, KUVIC 리서치 2팀

그림 18. 부국티앤씨(별도) 매출 비중



■ 화장품 ■ 생활용품 ■ 제약용품/기타

자료: 펄텍코리아, KUVIC 리서치 2팀

### 실적분석

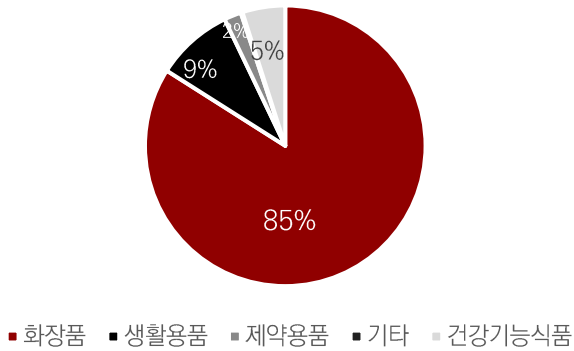
단 한번도 역성장한 적이 없는 동사의 실적, 최초로 영업이익의 100억 달성

동사는 2016년 매출액 약 1,460억원에서 2022년 2,366억원으로 증가하며 **기업 설립 이래 단 한번도 역성장하지 않고 매출을 성장시켜 왔다**. 동사는 2023년 2분기 매출액 758억원(YoY +23%)을 기록하며 성장성을 입증하였고, 특히 **올해 2분기 최초 영업이익 100억원을 달성하며(2Q23 영업이익 104억원, YoY +36%) 역대 최대 분기 실적을 기록**하였다. 이 중 펄프사업부가 기록한 영업이익이 86억원으로, 가히, 조선미녀 등 신규 고객사들의 제품 판매 호조가 이에 크게 기여한 것으로 파악된다. 국내 매출은 전방 대형 고객사들의 수요 부진으로 8% 감소했으나, **일본을 필두로 글로벌 고객사 수주가 확대**되며 수출은 34% 증가하였다.

어쩔 수 없이 존재하는 계절성 그러나 그 정도는 축소되는 중

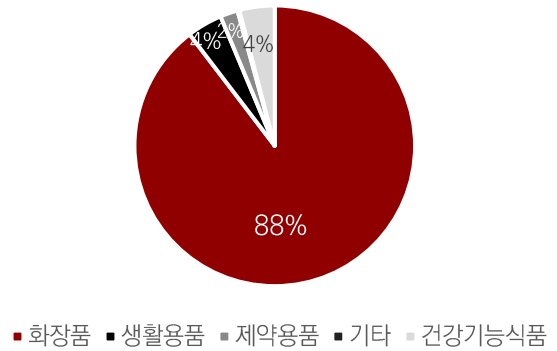
화장품 용기라는 동사의 **제품 특성상 계절성**을 띠는 것을 확인할 수 있다. 특히 외부활동이 증가하며 선(Sun)케어 제품의 판매가 확대되는 1-2분기 특성상 튜브사업부의 영업이익이 증가하는 것이 확인되었다. AL튜브류, LAMI튜브류 등의 매출이 QoQ +64.2%, +40.4% 등 증가하였고, 매출 증가에 따른 영업 레버리지 효과가 반영되어 영업이익률은 10%대에 도달하였다. **다만 최근 색조, 체취 방지용 제품이 개발 및 보편화되며 계절성이 축소되는 경향이 관찰**된다.

그림 19. 펄텍코리아 22년 2분기 매출비중



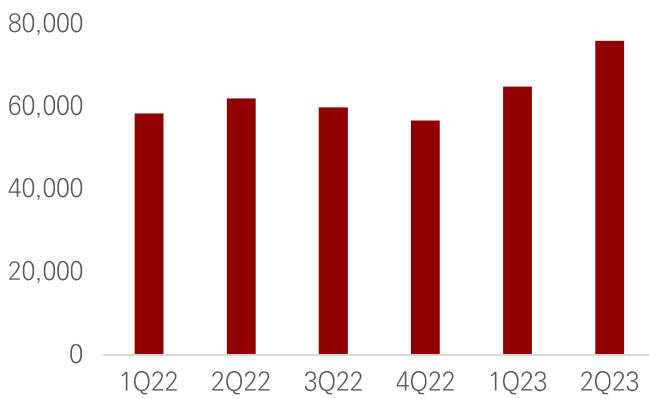
자료: 펄텍코리아, KUVIC 리서치 2팀

그림 20. 펄텍코리아 23년 2분기 매출비중



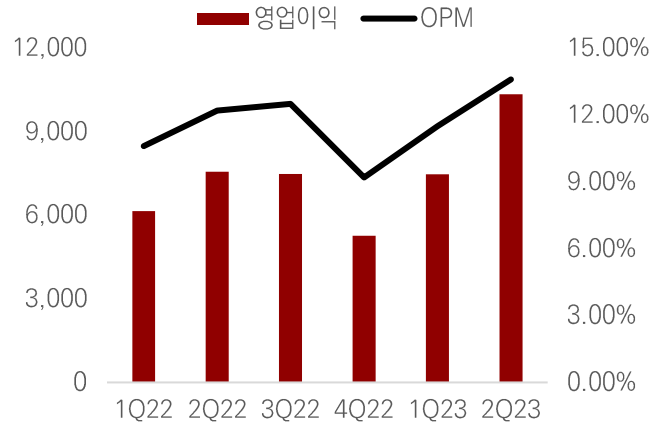
자료: 펄텍코리아, KUVIC 리서치 2팀

그림 21. 펄텍코리아 분기별 매출액 (단위: 백만원)



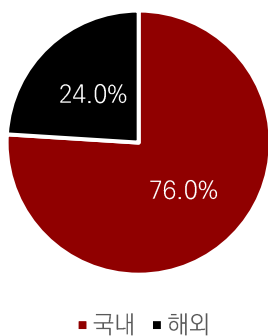
자료: 펄텍코리아, KUVIC 리서치 2팀

그림 22. 펄텍코리아 분기별 영업이익 (단위: 백만원)



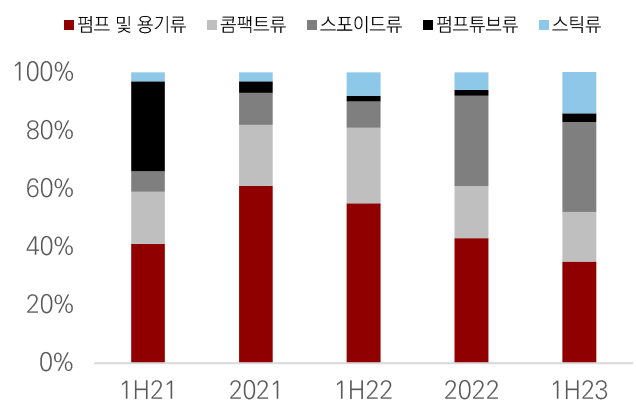
자료: 펄텍코리아, KUVIC 리서치 2팀

그림 23. 23년 2분기 국내/해외 매출비중



자료: 펄텍코리아, KUVIC 리서치 2팀

그림 24. 용기사업부 기준 제품별 매출 비중(반기별)



자료: 펄텍코리아, KUVIC 리서치 2팀

### 국내외 남녀노소 모두에게 인기 있는 펄텍코리아

























































국내+글로벌 레퍼런스  
모두 확대 중

동사는 국내와 해외 모두 다양한 고객사가 존재하며, 그 수가 500개 이상이다. 동사는 해외 고객사가 매출의 약 20~30% 비중을 차지하고 있으며, 주요 해외 고객사로는 CHANEL, SHISEIDO, ESTEE LAUDER, BIODERMA 등 **외국의 대형 명품 화장품 브랜드**가 있다. 국내 고객사로는 3CE, 롬앤, 아모레퍼시픽, LG생활건강, 가히 등이 있다. 특히 동사는 **2022년 누적 판매량 1,500만개를 넘긴 베스트셀러인 ‘가히 멀티밤’의 스틱 용기를 제조**하였다. 22년 4분기부터 리뉴얼 제품 초도 물량을 공급하였는데, 작년 10억원 미만에 불과했던 가히향 매출액이 올해는 펄텍사업부 매출액의 4% 비중으로 확대될 전망이다.

특히 일본 레퍼런스는 확대될 것

동사는 2017년 이후 **일본향 매출이 꾸준히 성장하고 있다. 이는 동사의 고객사 중 하나인 ‘시세이도’가 크게 기여한 것으로 보인다.** 시세이도는 일본 내 부동의 1위 화장품 기업이자 세계 화장품 브랜드 업계 5위에 랭크되어 있을 정도로 브랜드 파워 및 영향력이 강한 기업이다. 최근 **일본의 글로벌 패키징 회사인 요시노의 생산능력이 사실상 최대치에 도달하며 주문 물량이 동사로 넘어오고 있는 것이 확인되었다.** 이 과정에서 시세이도와 동사의 우호적 계약이 이루어졌고, **일본의 로컬업체들에 동사의 영향력이 확대되고 있는 것으로 추정**된다. 특히 **일본향 매출의 경우 국내보다 마진율이 더 높기 때문에** 이러한 현상은 동사에 유리한 포인트로 작용하며, 시세이도향 수주를 바탕으로 향후 일본향 고객사의 확장이 더욱 기대된다.

그림 25. 펄텍코리아 국내/해외 주요 고객사

국내	해외
   	   
   	   
   	   
   	   
   	   
   	   
   	   

자료: 펄텍코리아

### 펄텍코리아의 경쟁사, 연우와 삼화

불과 약 3년만에 압도적인 MS 1위사를 따라잡은 펄텍코리아 현재 펄프, 컴팩트류(2위) 제외 모든 부문 동사MS 1위

1위사 연우의 몰락, 1년째 영업이익 적자 기록 중

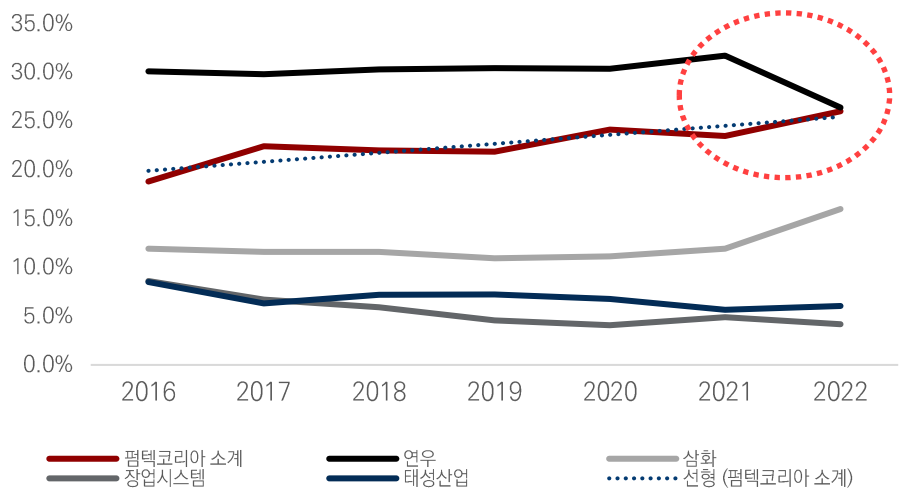
인수된 연우와 삼화 이들 고객사의 이탈가능성 제기

앞서 말했듯 동사의 주요 국내 경쟁사에는 연우, 삼화 등이 있다. 2022년 기준 국내 주요 화장품 용기 제조업체별 MS는 연우가 26.4%로 1위, 동사가 26%로 연우를 바짝 추격하고 있으며 삼화가 16%로 3위를 차지하고 있다. 국내 제조업체별 MS는 동사의 성장성을 보여주기도 하는데, 2019년 동사의 MS는 21.9%, 1위사 연우의 MS는 30.4%였으나 2023년 현재 0.6%p 밖에 차이하지 않는 모습을 볼 수 있다. 각 용기 카테고리별 MS 순위를 살펴보면 펄프류와 컴팩트류를 제외한 모든 부문에서 동사가 점유율 1위를 차지하고 있다.

연우의 주요 국내외 고객사로는 LG생활건강, 아모레퍼시픽, CHANEL, ESTEE LAUDER, P&G 등이 있다. 삼화의 주요 국내 고객사로는 LG생활건강, 닥터자르트, 코스맥스 등이 있으며 해외 고객사로는 DIOR, LOREAL, NARS, MAYBELLINE 등 해외 최상위 화장품 브랜드들이 있다. 특히 연우의 경우 국내 BIG2가 전체 고객사 중 32%나 차지하는 것을 볼 수 있는데, 최근 국내 대형고객사 및 미주 지역 수주가 부진하여 매출이 역성장하였고, 영업이익 역시 적자를 보이고 있다. 동사의 영업이익률이 꾸준히 상승하며 올해 2분기 100억원을 돌파한 것과 사뭇 비교되는 모습이다.

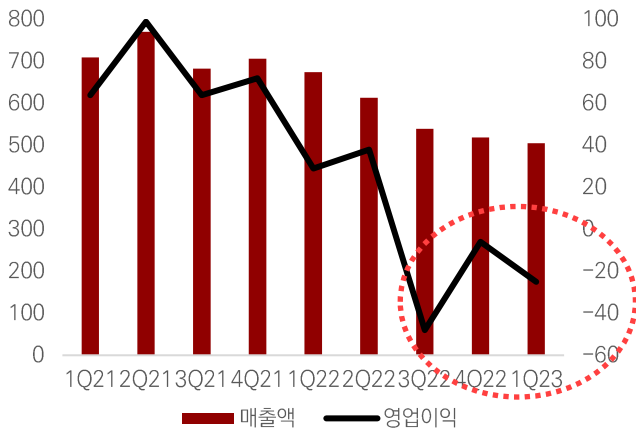
앞서 기술하였듯 MS 1위사인 연우는 2022년 한국콜마에, 3위사인 삼화는 최근 글로벌사 모펀드 TPG에 인수되었다. TPG는 아나스타샤 베버리힐즈(Anastasia Beverly Hills), 이엘에프 코스메틱(E.L.F cosmetics) 등의 주주로, 화장품산업에 이미 광범위한 영향력을 행사하고 있다. 동사의 경쟁사인 연우와 삼화가 인수된 것의 의의는 동사의 반사수혜 기대감에 있다. 제조공정상 화장품 용기는 화장품 성분에 대한 접근성이 가장 높다. 이들 용기 업체가 경쟁 브랜드를 소유하고 있는 기업으로 피인수되는 것은 연우/삼화의 기존 고객사 이탈 가능성을 높인다.

그림 26. 화장품 용기 시장 점유율



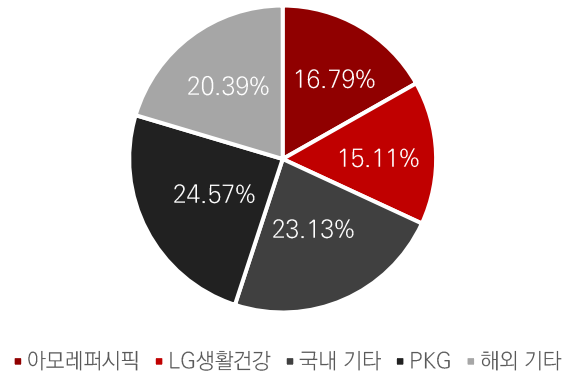
자료: KUVIC 리서치 2팀

그림 27. 연우 매출액/영업이익 추이



자료: 펄텍코리아, KUVIC 리서치 2팀

그림 28. 국내 주요 화장품 용기 제조업체별 MS



자료: 펄텍코리아, KUVIC 리서치 2팀

그림 29. 연우 주요 고객사(2022)

국내고객사	해외고객사
LG생활건강	ACON
아모레퍼시픽	ALBERTO CULVER
	BOOTS
	CHANEL
	COLLISTAR
	COTY
	ElizabethArden
	ESTEE LAUDER
	KOSE

자료: 연우, KUVIC 리서치 2팀

그림 30. 삼화 주요 고객사(2023)

국내고객사	해외고객사
AHC	BIOTHERM
LG생활건강	Bliss
닥터자르트	CARSLAN
더페이스샵	CHANEL
메디힐	DIOR
미샤	KOSE
아모레퍼시픽	Lauramercier
코리아나	LOREAL
코스맥스	SHISEIDO

자료: 삼화, KUVIC 리서치 2팀





감에 주가가 본격적으로 상승하였다. **2023년 5월 16일 그동안 저평가 요인으로 작용했던 오버행 물량이 시간외 블록딜로 전량 해소되며** 주가의 상승세는 심화되었다. **2023년 7월 14일 경쟁사인 “삼화”가 글로벌 사모펀드 TPG와 인수 계약을 맺은 것 또한 동사에 호재로 작용하였다.** 2023년 7월 20일 전체 발행주식수의 2.3% 가량의 자사주가 시간외 블록딜로 처분되었지만, **2023년 8월 10일 중국인 한국 단체 관광 재개 발표와 동사의 지속적인 실적 상승세, 중소 화장품사들의 흥행에 힘입어 8월 말까지 상승세가 지속된 뒤** 현재 조정 중인 모습이다.

종합: 동사가 제조판매하는 용기의 대부분은 화장품向이기에 동사의 주가 또한 화장품 업황에 크게 영향을 받는다. 하지만 일반적인 화장품사와 다르게 최근 중국 경기 침체에도 불구하고 **해외向 중에서도 비중국향 매출이 큰 동사의 성장세는 견조하다**는 것은 현 상황에서 동사에 큰 장점으로 작용한다. 이로 인해 국내 화장품사들의 매출이 저조했던 시기에도 **단 한번의 역성장 없이 외형 성장을 거듭해 왔다.** **저평가 요인으로 작용하던 오버행 물량 또한 최근 출회되었고,** 선제적 설비 투자가 수요 과잉을 뒷받침해줌으로써 대내외적으로 현재 시점 동사의 상황은 매우 적기로 볼 수 있다.

### III. 투자 Point

#### 프리몰드의 대가

산업분석에서 간단히 살펴봤듯이, 화장품 산업이 전반적으로 성장하고 있으며, 그 중에서도 인디 브랜드의 성장이 두드러지는 것을 확인할 수 있었다. 이에 따라 프리몰드의 비중이 높은 동사의 수혜가 클 것이라 판단한다.

금전적으로도, 시간적으로도 저렴한 프리몰드

사업을 안정적으로 영위하는 것이 더욱 중요한 인디 브랜드 입장에서는 프리몰드 제품을 싸야할 유인이 충분하다. 인디 브랜드는 **절감할 수 있는 비용을 최대한 줄여** 제품의 색감, 효과 등 다양한 화장품 품질에 대한 투자를 많이 진행하는데, 이를 위해서는 용기와 같은 부자재에 대한 투자 비중을 줄일 수밖에 없다. 실제로 화장품 회사들이 신제품을 개발할 때에 새로운 몰드를 제작하는 **커스텀몰드의 경우 한 신제품 당 최소 1,000만원에서 많게는 3,000만원 가량의 비용이 발생한다.** 비용도 비용이지만 몰드를 제작한다면 최초설계부터 생산까지 최소 몇개월 간의 리드타임이 발생하게 된다. 인디 브랜드사에게는 짧은 제작 기간 또한 중요한 요인이기 때문에, **빠른 시일내에 바로 공급받을 수 있는 프리몰드를 선호하게 된다.**

가격뿐 아니라 신뢰도, 안정성, 높은 기술력이 중요

그러나, 아무리 비용절감이 중요하다고 해도 **무작정 싼 값의 프리몰드 용기업체를 선택할 수는 없다.** 화장품 용기는 내용물의 장기 보관에 적합해야 하고, 잔량이 거의 남지 않는 높은 기술력을 보유해야 소비자의 제품 만족도가 높아진다. 또한 용기가 파손되면서 소비자가 다치는 경우 브랜드 이미지가 실추될 수 있기 때문에 **신뢰도와 안정성이 높은 대형 업체를 찾는 경우가 일반적이다.** 더불어 오히려 대형업체일수록 **높은 자동화 설비율과 가동률을 바탕으로 도매 가격이 더 싸게 형성되기도 한다.**

프리몰드 비중 75%, 높은 자동화율, 선제적 개발, 다각화된 제품 포트폴리오

동사는 자회사인 부국티앤씨 설립 당시부터 **프리몰드 사업에 대한 선제적인 투자를 통해 매출 비중을 지속적으로 늘려왔으며, 2023년 2분기 누적 기준 75%의 매출 비중, 70%의 높은 자동화율**을 자랑하고 있다. 나아가 경쟁사 대비 다양한 디자인, 재질을 가진 용기를 통해 인디 브랜드가 **용기를 선택할 폭을 넓혀주고, 유행이 예상되는 제품을 선제적으로 개발하여 고객사들에게 선제안하는 영업 방식**을 통해 고객군을 늘려가고 있다. 실제로 펄프와 튜브, 이 두 제품이 매출의 90%이상을 차지하는 연우와 달리, 동사는 스틱류, 컴팩트류, 미스트, 스포이드류 그리고 립틴트, 아이 등의 색조 제품군도 다양하게 보유하며 경쟁사 대비 **다각화된 제품 포트폴리오**를 가지고 있다. 이처럼 다양한 포트폴리오와 압도적인 프리몰드 시장점유율을 통해 국내 레퍼런스를 높여 22년 연우를 제치고 매출액 1위를 유지하고 있다.

그림 32. 프리몰드 마진율

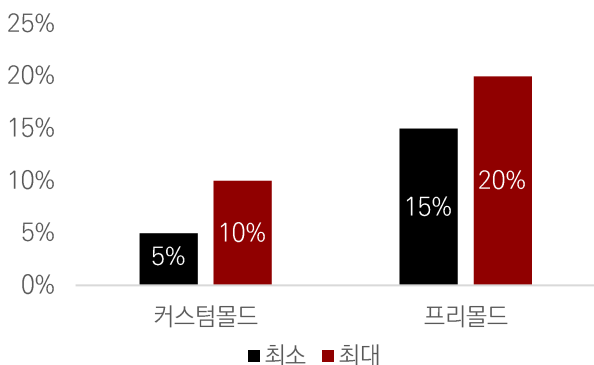
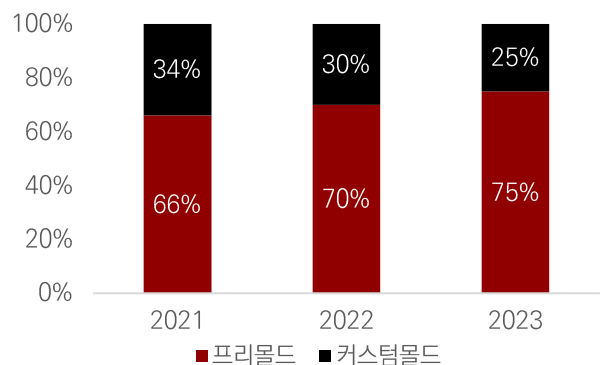


그림 33. 연도별 매출액 대비 프리몰드 용기 비중



자료: 펄텍코리아, KUVIC 리서치 2팀

자료: 펄텍코리아, KUVIC 리서치 2팀

높은 수준의 영업이익률 및  
중소형사 중심의 고객  
포트폴리오

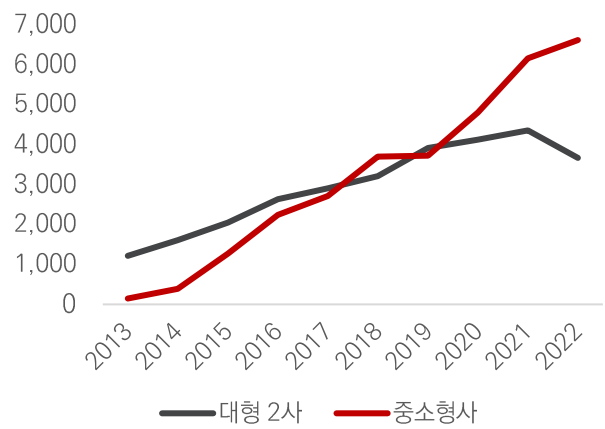
인디 브랜드 증가 트렌드와 맞물려 동사의 높은 프리몰드 매출 비중이 가져온 매출액과 영업이익의 변화는 경쟁사이자 국내 대형2사를 주요 고객으로 둔 연우와 비교하였을 때 더욱 명확해진다. **전체 화장품 수출액에서 대형 2사가 차지하는 비중이 감소하는 경향이 연우의 매출액에 악영향**을 끼치고 있음을 알 수 있다. 또한 커스텀몰드 방식을 통해 납품하고 있기 때문에, 매출액은 물론 영업이익률 역시 23년 1분기 적자를 기록했을 정도로 트렌드 변화에 따른 상황이 좋지 못하다. 반면, 중소기업사를 중심으로 한 인디 브랜드의 수요가 많은 동사의 경우, 중소기업사의 매출 수출액이 높아질 수록 동사의 매출액이 늘어나고 있는 추세를 확인할 수 있으며, **프리몰드 용기 위주의 납품을 통해 영업이익률 역시 경쟁사대비 상당히 높다**. 인디 브랜드 성장에 따른 프리몰드의 수요는 동사의 시장 점유율을 지속적으로 상승시킬 것으로 판단되며, 프리몰드 대가의 면모를 보여줄 것으로 기대된다.

그림 34. 화장품 수출액 대비 대형 2사 합산 매출 비중 추이



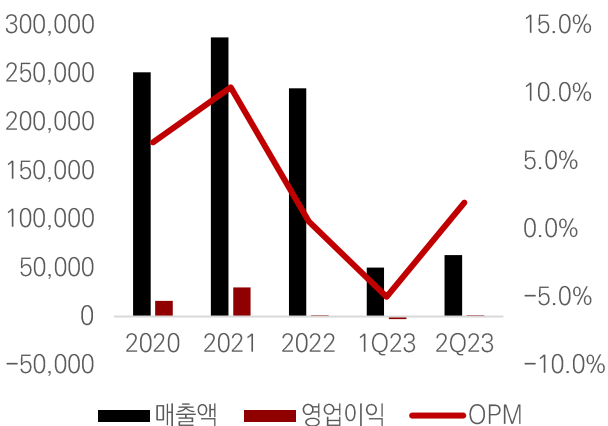
자료: KITA, KUVIC 리서치 2팀

그림 35. 대형 2사 및 중소기업사 수출액 추이



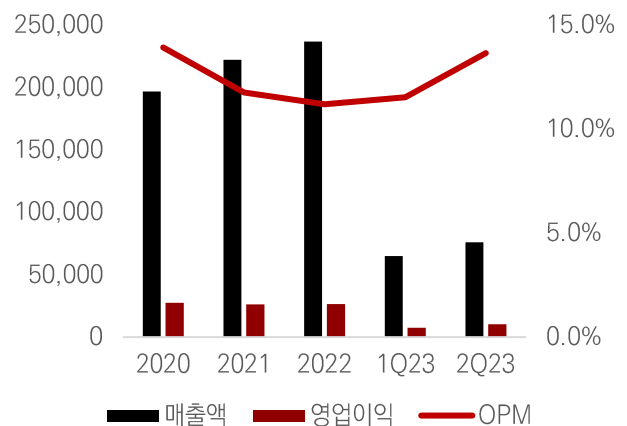
자료: KITA, KUVIC 리서치 2팀

그림 36. 연우 매출액, 영업이익 (단위: 백만원)



자료: 연우, KUVIC 리서치 2팀

그림 37. 펄텍코리아 매출액, 영업이익 (단위: 백만원)



자료: 펄텍코리아, KUVIC 리서치 2팀

### 공격적인 설비 투자

동사가 현재 운영하고 있는 공장은 총 3곳이다. 제1공장은 용기/콤팩트/스포이드 조립, 증착/코팅, 인쇄/스탬핑, 사출 성형 라인으로 구성되고, 제2공장은 펄프류 조립, 사출 성형, 스탬핑 라인, 제3공장은 튜브/스틱/립스틱/신제품 조립 라인과 사출 성형 라인으로 운영되

고 있다.

인디 브랜드의 강세 등에 힘입어 동사의 매출 증대에 따른 수익성 강화가 지속되고 있는 바, 동사는 **2023년 4월 20일 제4공장 준공을 위한 토지 매입 계약을 체결**하였다. 토지의 규모는 5,384m<sup>2</sup>로, 2015년 신축 이전한 본사인 제1공장 부지(6,781m<sup>2</sup>)의 80% 규모에 달한다. 이후 컨퍼런스 콜을 통해 제4공장을 사출 전문 동으로 사용할 것임을 밝혔다. 추가적으로 **2023년 7월 31일 생산설비 확충을 위해 제1공장 맞은편 4층 규모의 건물을 매입할 것임을 공시**하였다. 이에 대하여 동사는 현 생산설비로 물량을 모두 소화하기 힘든 상태에 이르렀고, 제4공장이 설립되기까지 기다릴 수가 없어 추가적으로 공장을 매입하기로 결정했다는 입장을 밝혔다. 해당 건물은 **생산 라인 구축을 완료하는 대로 2023년 하반기부터 가동할 예정**이라고 밝혔다. 해당 건물의 규모는 약 4,962m<sup>2</sup>로, 2019년 11월 준공된 제2공장 건물의 절반 규모, 본사인 제1공장 건물의 30% 규모에 달한다.

제4공장 준공을 위한 토지 매입, 추가적인 건물 매입 등 수요 확대 선제적으로 대응

표 1. 펄텍코리아 공장 현황

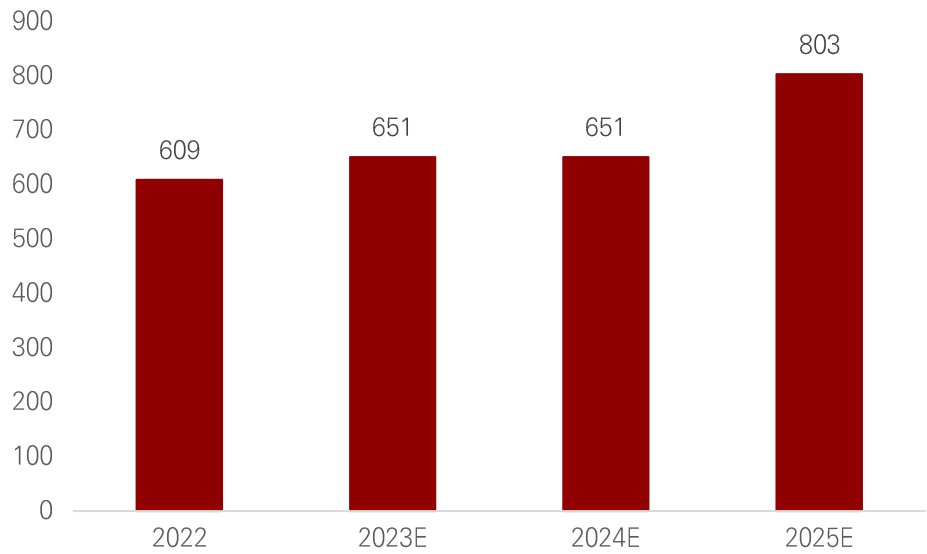
공장	설비	건물 면적	비고
제1공장	용기, 콤팩트, 스포이드 조립 라인 증착 / 코팅 라인 인쇄 / 스탬핑 라인 사출 성형 라인	16,453 m <sup>2</sup>	2015 준공, 신축이전
제2공장	펌프류 조립 라인 사출 성형 라인 스탬핑 라인	10,607 m <sup>2</sup>	2019 준공
제3공장	튜브, 스틱, 립스틱, 신제품 조립 라인 사출 성형 라인	5,588 m <sup>2</sup>	2016 준공
제4공장	사출 전문 동으로 사용할 계획	-	2024.06 토지 취득
기타 건물	-	4,962 m <sup>2</sup>	4Q23부터 가동 예정

자료: 펄텍코리아, KUVIC 리서치 2팀

7월 공시된 건물 취득을 통하여 **2022년 대비 연간 6.9%의 생산능력 확충**이, 이후 **제4공장 준공을 통해 전후 대비 연간 23.3%가량의 생산능력 확충**이 기대된다. 동사는 건물 매입과 제4공장 증설, 두 차례에 걸친 설비 투자를 통해 **단기적인 고객은 물론 중, 장기적인 추가 고객사 확보 및 수주 증가에도 대응이 가능**해졌다. 동사의 이러한 공격적인 설비 투자는 곧 견조한 실적 성장으로 이어지며, 향후 지속적으로 국내 화장품 용기 시장 업계 1위 자리를 굳건히 지킬 것을 기대한다.

Capex 투자를 통해 단기적으로는 물론, 중, 장기적인 수주 증가에 대응 가능

그림 38. 연결 펄텍코리아 CAPA 추이(추정)



자료: 펄텍코리아, KUVIC 리서치 2팀

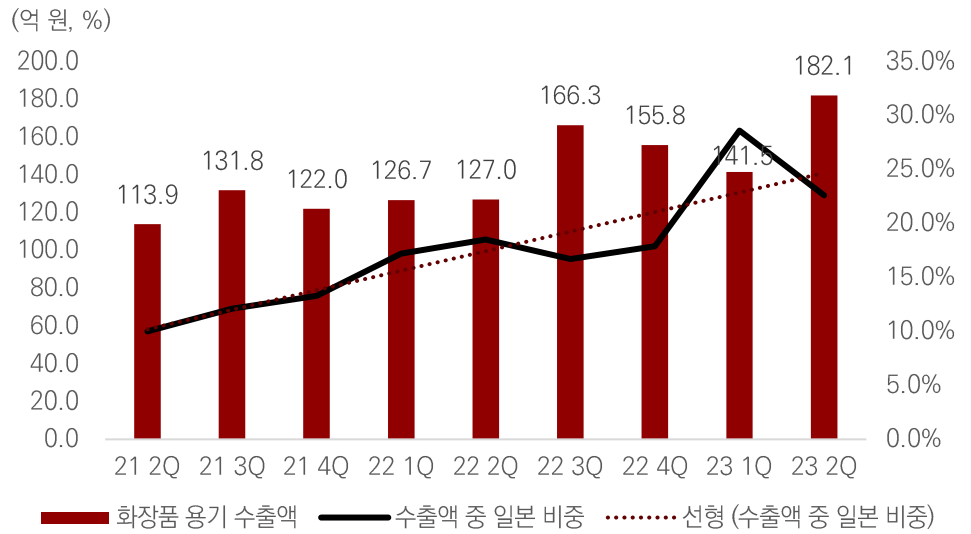
### 국내외 메이저 고객사 수주 확대

동사는 국내외 매출처 다변화를 위해 다양하고 공격적인 영업전략을 구사해왔다. 해외 매출의 경우 일본, 북미, 유럽을 중심으로 발생하고 있으며, 시장 규모가 큰 북미와 유럽 시장을 공략하기 위해 Sales Partner인 HCT(KDC/ONE)와 계약을 통해 해외 영업을 확대하였다. HCT는 연 매출액이 2조에 달하는 글로벌 ODM사로 2022년 4월부터 동사와 계약을 유지하고 있는데, **2023년 반기 기준 동사 전체 매출액 중 20.9%가 Sales Partner를 통한 것이다.** HCT가 안정적인 수출에 기여하고 있으나, 북미/유럽 시장 진출에 Sales Partner를 활용한 것은 문화적 장벽으로 인한 영업을 비효율성 때문이다. 따라서 현지의 대형 벤더에 판권을 넘겨주고, 그들이 고객사를 상대로 영업하도록 하는 방식을 따르고 있다.

그러나 일본은 문화적 차이가 적어 일본 현지 벤더를 통한 거래 외에도 일본에서 활동하는 한국 벤더, 직거래 등 3가지 방식을 병행하여 영업 중이다. 동사가 대표적으로 **직접 거래하는 거래처로 일본 화장품 브랜드 순위 1위인 시세이도가 있다.** 북미/유럽에 독점 판권을 넘겨준 것과 달리 일본의 경우 국내 영업처럼 자유롭게 영업하고 있다. 일본 전담부서를 따로 두어 현지 업체와의 거래 관계에 집중하는 만큼 그림 n과 같이 해외 수출액 증가와 함께 특히 일본 시장으로의 매출 성장이 두드러지게 나타나고 있다. 동사는 **일본 내 브랜드 순위 각각 1, 2위인 시세이도와 코세를 고객사로 확보하였고, 이들 업체와의 협업을 통해 얻은 레퍼런스를 바탕으로 일본 로컬브랜드까지 영업효과를 확장하였다.**

Sales partner와 레퍼런스를 기반으로 영업효과 확장

그림 39. 수출액 및 수출액 중 일본 비중

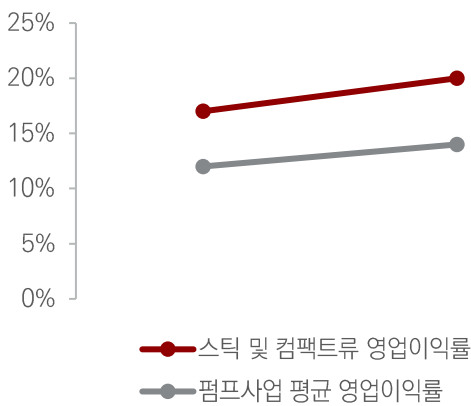


자료: 펄텍코리아, KUVIC 리서치 2팀

영업이익률 높은 제품에 집중. 해외 대형 고객사와의 협업을 통해 추가적인 레퍼런스 확보 기대.

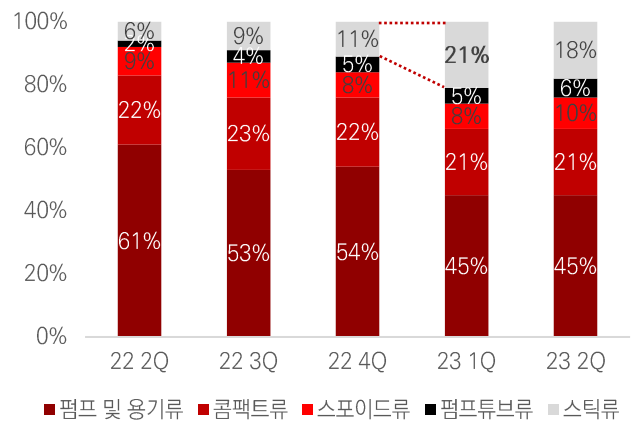
특히 동사의 2023년 하반기 실적부터 해외 대형 고객사向 단독 수주 건이 본격적으로 반영될 예정이다. 이는 핵심 품목인 프리몰드 스틱 제품으로, 이로 인한 실적 확대는 2024년 1분기에도 지속될 것으로 기대된다. 동사는 2014년 국내 최초로 선스틱 용기를 개발하여 2018년 시세 이도에 선스틱 용기를 납품하기 시작하였고, 해당 제품은 국내와 일본에서 큰 인기를 끌었다. 동사가 제조판매하는 펄프류의 영업이익률이 평균 10% 초중반인 것을 고려할 때, 멀티밤과 선스틱 등의 프리몰드 스틱류는 영업이익률이 10%대 후반에서 20% 초반에 달할 정도로 높다. 동사는 제품 포트폴리오에서 스틱류 점유율의 비중을 늘려가고 있어, 23년 반기까지 스틱형 제품의 호조가 이어지고 있는 양상이다. 해외 대형 고객사向 단독 수주건을 통해 스틱형 제품에서 동사가 보유하고 있는 기술력과 레퍼런스를 드러낼 수 있을 것이며, 이는 향후 추가적인 타 글로벌 브랜드와의 협업으로 이어질 여지가 충분하다.

그림 40. 스틱, 컴팩트류 영업이익률 추이



자료: 한국IR협회의 기업리서치센터

그림 41. 펄텍코리아 품목별 비중



자료: 펄텍코리아, KUVIC 리서치 2팀

### 경쟁사 인수 이슈(연우, 삼화 등)로 얻을 수 있는 반사이익

동사가 포함된 국내 화장품 용기업체 점유율 상위 3개 업체 중 나머지 두 업체인 연우와 삼화가 작년과 올해 각각 화장품 ODM업체 한국콜마와 사모펀드사 TPG에 인수되었다. 이는 화장품 용기 업체를 내부화하고, 고객 네트워크를 확장 및 연계하기 위한 움직임으로 보인다. 이러한 경쟁사들의 인수로 인해 동사가 반사이익을 얻을 수 있을 것으로 보인다.

원료 성분 등의 공개 우려로 이탈할 수 있는 경쟁사 고객 흡수 기대

화장품은 원료 성분에 따라 용기의 재질도 달라져야 하기에, 화장품 업체와 용기 업체는 화장품의 중요한 성분까지 서로 공유한다. 이는 용기 업체에 주문을 넣는 화장품 업체에 굉장히 중요한 문제이다. 바이오 산업을 예로 들면, 의약품을 위탁 생산하는 CMO 업체는 약물의 핵심 정보를 제공받기 때문에, 웬만해서는 신약 개발에 참여할 수 없다. 실제로 론자(Lonza), 우시 바이오로지스(Wuxi Biologics), 셀로닉(CELONIC) 등 글로벌 빅파마의 CMO를 수주하는 업체들은 기업 규모가 아무리 커져도 여전히 신약 개발을 하지 않는다. 이렇게 성분 레시피를 가지고 있는 업체와, 위탁생산 혹은 용기 제조 업체들 사이에는 신뢰 관계가 매우 중요하기 때문에, 최근 인수된 연우와 삼화로부터 고객 이탈이 발생할 수 있고, 그 물량이 동사의 신규 수주로 이어질 수 있다. 가령 삼화의 고객사들이 삼화와 거래를 하면 삼화의 대주주인 TPG에게 알리고 싶지 않은 정보까지 알려질 우려가 있다. 연우와 한국콜마의 경우도 마찬가지이다. 실제로 이러한 이유로 글로벌 메이저사에 대한 초도 물량이 납품되고, 신규 수주에 대한 협의가 계속 이루어지고 있는 것으로 파악된다.

신규 고객사별 향후 매출은 현재 매크로 상황과 트렌드 및 고객사의 전략 등이 동사의 매출과도 연관되는 부분이기에 동사의 단납기 발주 특성상 예측이 어려우며, 공개되지 않는다. 하지만 매출은 물론 고객사의 규모도 순증가하는 추세이고, 동사의 다양한 고객 및 제품 포트폴리오 또한 고려한다면 신규 고객을 흡수할 여지는 충분하다.

### Peer 대비 밸류에이션 매력 보유

동사의 주요 경쟁사인 연우와 삼화는 각각 작년과 올해 한국콜마와 글로벌 사모펀드 TPG에 인수되었다. 연우는 지분 55%가 2,864억원에, 삼화는 지분 100%가 3,000억원대 초 중반에 인수되었다. 연우 인수 계약에서 경영권 프리미엄 37%를 제외하면 연우의 기업 가치는 인수 당시 3,734억원으로 평가된 것을 확인할 수 있다. 2023년 10월 초 기준 동사의 시가총액은 3,000억원대 초반으로, Peer그룹의 기업 가치가 동사와 유사한 수준으로 평가된 것을 알 수 있다. 하지만 동사는 Peer 대비 경쟁 우위를 가지고 있다. 매출액, 영업이익, 당기순이익 등 대부분의 수익성 측면에서 경쟁사 대비 뛰어난 모습을 보인다. 동사가 훨씬 많은 수익을 창출하지만 시장에서 기업 가치가 Peer그룹과 유사한 수준으로 평가되고 있다는 것은 동사가 현재 저평가되어 있다는 것을 의미한다. 연우의 사례를 제외하더라도, 동사의 기업 가치는 현재 대비 최소 10% 이상 높게 평가받는 것이 합당하다.

연우, 삼화의 인수 금액 기준 가치로 보았을 때 동사는 현재 저평가

표 2. Peer그룹 밸류에이션 비교

	펄텍코리아	연우	삼화
시가총액	3,050억원 (23.10)	3,734억원 (인수 금액 기준)	2,189억원 (인수 금액 기준)
매출액	2,366억원	2,347억원	1,349억원
영업이익	265억원	13억원	188억원
영업이익률	11.2%	0.55%	13.9%
당기순이익	200억원	4억원	142억원
P/E	13.8 (23.10)	933.5	15.4

자료: 시가총액 외 자료는 2022년 기준, KUVIC 리서치 팀

## IV. 투자 Risk

### 공격적 CAPA 증설에 따른 금융 리스크

회사 보유 자금, IPO 자금 등 높은 수준의 가용 현금을 활용한 Capex 투자

동사는 표 3과 같이 공격적으로 설비를 증설하고 있으며, 이 과정에서 **자금 부담이 생길 우려가 존재**한다. 일반적으로 설비를 증설하면 추가 자금이 필요하게 되고, 이로 인해 차입금을 늘리는 등의 금융적 리스크가 발생할 수 있다. 그러나 동사가 공시한 바에 따르면 제4공장 설립을 위한 토지 매입에는 **당시 보유하고 있던 자금과 함께 2019년 IPO로 공모한 자금을 투입시켰고, 7월에 진행한 추가적인 부동산 매입도 회사 보유 자금으로 조달**하였다. 동사의 상장 당시 총 공모 자금은 729억원으로 여기서 제4공장 신축에만 120억원을 활용하고, 자사주 처분으로 확보한 69억원도 추가적으로 투입할 것으로 보인다. 공개된 자금조달 방식 외에도 **2023년 반기 말 기준 동사는 약 938억 원(현금 및 현금성자산+단기금융상품)의 가용 현금을 가지고 있다.**

또한, 동사의 공격적 설비 투자는 단순히 선행 투자가 아닌 고객사의 요구에 기반한 것으로 판단된다. **2023년 반기 기준 공장의 가동률은 72.2%까지 상승**하였다. 2022년 반기 가동률이 68.1%인 것에 비하면 수요가 확대되었음을 알 수 있다. 이에 4월 부지 매입 공시 이후 7월 건물 매입까지 잇따라 공시하였다. 건물 매입 건의 경우 현 생산설비로 물량을 모두 소화하기 힘든 상태에 이르러 제4공장 준공 전까지의 생산 물량에 대응하기 위한 조치라고 밝히기까지 하여, **전방 고객사의 수요 감소로 인한 수익성 악화 가능성은 적다고 판단**된다.

표 3. 2023년 Capex 관련 공시 내역

품목	2023년 4월 20일 공시	2023년 7월 31일 공시
취득목적물	토지	토지 및 건물
토지면적	5,384m <sup>2</sup>	1,726m <sup>2</sup>
건물면적	-	4,961.63m <sup>2</sup>
취득금액 (원)	254억원	87억원
취득목적	생산능력 증대 및 업무시설 확충을 위한 토지매입	생산량 증대를 위한 건물 매입
취득예정일자	2024년 6월 19일	2023년 9월 25일
자금조달 방법	공모자금 및 회사보유자금	회사보유자금

자료: 펄텍코리아, KUVIC 리서치 2팀

안정적인 재무비율 및 재무구조 유지 중

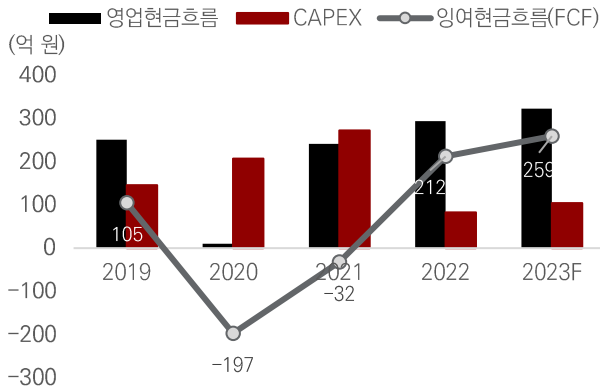
동사의 현재 재무비율과 잉여현금흐름, 현금보유상황을 통해 설비를 증설할 때 발생할 수 있는 리스크를 잘 관리하고 있음을 확인할 수 있다. **부채비율은 20년도부터 20%대를 유지하고 있으며, 유동비율은 200% 후반대로 안정적인 재무구조를 가지고 있다.**

Capex 확대에도 불구하고, 양호한 영업현금흐름 및 잉여현금흐름

또한, 그림42의 FCF에서 알 수 있듯 Capex 증가에도 동사의 2023년 예상 잉여현금흐름은 양호할 것이라 예상된다. 2020년 FCF가 크게 감소한 것은, 당기순이익은 전기에 비해 소폭 증가했으나 코로나로 인한 전방산업 업황 악화로 매출채권과 미수금 회수에 어려움을 겪었기 때문으로 해석된다. 이에 반해 전년 대비 Capex는 유지하여, FCF에서 큰 감소를 보였다. 설비 투자의 집행과 관련하여 FCF가 단기적으로 감소할 수 있다. 하지만 동사는 21년에 영업활동현금흐름을 곧바로 회복한 바 있다. 2022년 반기 영업현금흐름이 34억 원이었던 것과 비교해 2023년 반기 71억원으로 증가하여 양호한 영업현금흐름을 보이고 있어, **Capex 확대와 관련한 리스크를 적절하게 관리하고 있다고 볼 수 있다.** 이어서 그림 43에서는 대차대조표 상의 현금성자산(현금 및 현금성자산+단기금융상품)을 활용하여 동사의 현금보유상황을 파악하였다. 2019년 기준 국내 비금융업종 상장기업이 평균적으로 총자산 대비 13%를 가용자금으로 확보하고 있는 것을 고려해볼 때 **동사의 보유현금은 양호한 편이며, 이는 추가적인 Capex 확대를 위한 회사 보유 자금으로도 활용될 수 있을 것이다.**

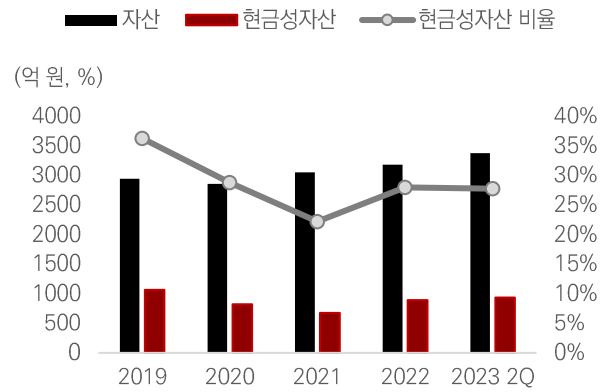


그림 42. Capex와 잉여현금흐름



자료: 팜텍코리아, KUVIC 리서치 2팀

그림 43. 현금성자산 비율



자료: 팜텍코리아, KUVIC 리서치 2팀

### 밸류체인 특성 상 계절성 및 경기변동에 민감

화장품 용기산업도 계절성 리스크 및 중국 의존 리스크 존재

화장품 산업은 계절과 밀접한 관련이 있다. 여름에는 스킨, 로션 등 기초화장품 수요가 줄어들어 통상 6-8월이 비수기이고, 겨울에는 화장품 판매가 증가한다. 계절성 외에도 한국 화장품 시장에서 중국향 매출이 차지하는 비중이 40%에 이르기 때문에 중국의 경기 변동이나 한국 관광 정책 등에 따라 화장품 업체의 실적이 크게 달라진다. 화장품의 수요 변동 요인에 직접적으로 영향을 받는 화장품 용기 산업 또한 동일한 리스크를 지니고 있다.

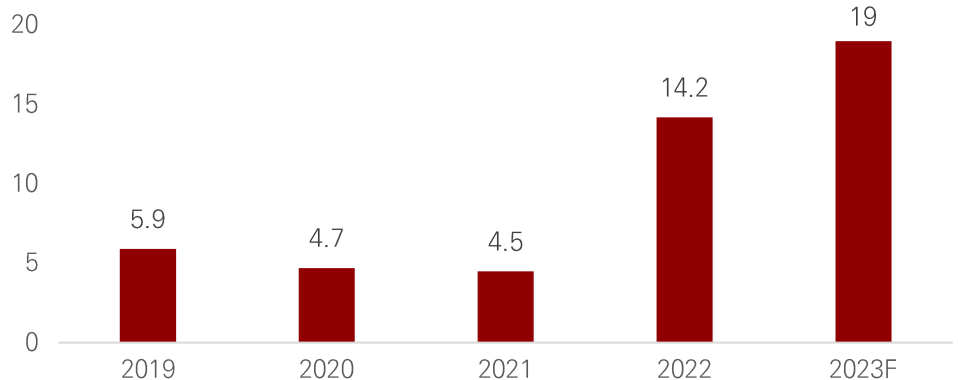
하절기 화장품, 특히 선스틱 수주 확보로 3분기 실적 견인

그러나 당사는 일반적인 계절성을 상쇄하는 실적을 보여주고 있다. 최근 자외선 차단 제품과 체취 방지용 제품 등 하절기용 기능성 화장품이 다양하게 개발되고 보편화되면서 계절성 축소 요인으로 작용하고 있다. 동사의 경우 스틱류에 특히 강점을 지니고 있는데, 선스틱 용기에 대한 사업 계획을 초과하는 수주 확보로 스틱 라인의 가동률이 계속해서 상승하며 전통적 비수기인 3분기 실적을 견인하는 것으로 파악된다.

경쟁사 대비 낮은 중국향 매출 비중으로 적은 리스크

또한 경쟁사 대비 중국향 매출 비중이 작다는 점도 동사의 강점이다. 즉 중국 화장품 제조사에 대한 매출과 국내 대형 브랜드 2곳에 대한 매출 비중이 경쟁사보다 작다(22년 기준 동사의 국내 L사와 A사향 매출비중 14.3%, 연우는 23.3%). 동사의 경우 일본향 매출이 증가하는 추세이고, Sales Partner사인 HCT를 통해 유럽과 북미 시장도 겨냥하고 있으므로 중국 소비 약세, 면세 매출 급감 등의 위험으로부터 경쟁사 대비 자유롭다.

그림 44. 스틱류 매출액 추이 추정 (단위: 십억원)

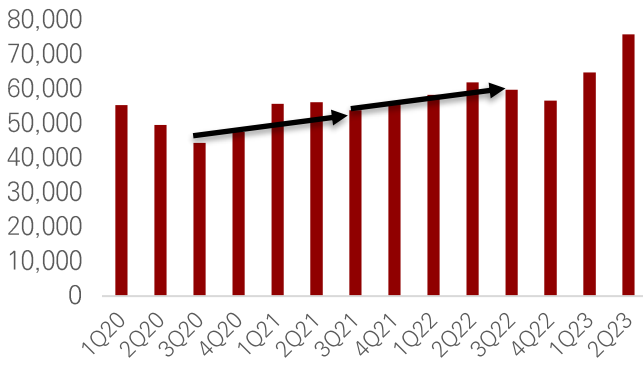


자료: 한국IR 협의회 기업리서치센터, KUVIC 리서치 2팀

연우 대비 폭 넓은 제품 포트폴리오로 계절성 상쇄하는 외형 성장

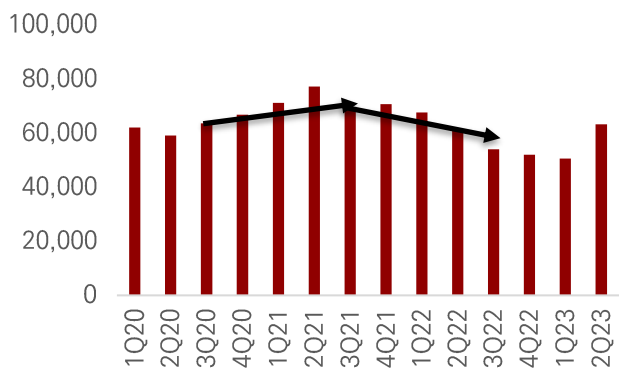
동사의 연도별 3분기 매출액은 475억(20 3Q) -> 538억(21 3Q) -> 597억(22 3Q)으로 매년 꾸준히 성장하고 있다. 경쟁사인 연우의 경우 634억(20 3Q) -> 683억(21 3Q) -> 539억(22 3Q)로 2022년 3분기 매출이 크게 감소했다. 이러한 차이는 두 회사의 주요 제품 및 고객사의 차이에 기인한다. 연우는 펄프용 용기 제품이 70% 이상을 차지하고, 국내 매출에서 big2항 매출 비중이 50% 가량을 차지하기 때문에 실적에 크게 타격을 입었다. 반면 동사는 분기마다 “가히”, “조선미녀”, “리들 샷”, “COSRX” 등의 제품군으로 이어지는 인디 브랜드 고객 및 제품 다변화는 물론 해외 대형 고객사에 대한 단독 수주 건 초도물량이 23년 3분기부터 반영되는 등 외형 성장에 힘입어 계절성이 희미해지고 있다.

그림 45. 펄텍코리아 분기별 매출액 (단위: 백만원)



자료: 펄텍코리아, KUVIC 리서치 2팀

그림 46. 연우 분기별 매출액 (단위: 백만원)



자료: 연우, KUVIC 리서치 2팀

## V. Valuation

### 매출 추정 논리

동사의 연결실적은 별도 기준 펄텍코리아, 부국티엔씨, 잘론네츄럴의 실적을 반영하므로 **사업부를 나누어 추정**하였다. 펄텍코리아의 경우, 제품과 고객사 모두 다변화된 포트폴리오를 가지고 있기 때문에 동사의 IR자료가 공시하는 **고객 Mix인 국내 빅2/국내 인디/일본/기타 해외로 구분하여 추정**하였다. 이후 수출과 내수로 구분된 ASP와 생산실적을 이용하여 추정하려 하였으나, **프리몰드 용기와 커스텀몰드 용기의 ASP가 다를 것으로 예상**되므로 국내 빅2와 인디 매출추정에 동일한 내수ASP(P)를 적용하면 오류가 발생할 것이라고 판단했다. 따라서 고객사 Mix에 따라 매출액 성장률 논리를 설정하여 25년까지의 매출을 추정하였다. **부국티엔씨**의 경우, 매출 비중에 따라 화장품 용기(73%)와 기타 용기(27%)로 나누어 매출추정을 진행하였다. 기타 용기는 변동성이 작으므로 2023년 수준으로 동결하였으며, 화장품 용기의 경우 국내 비중이 97%로 매출액의 대부분을 차지하고 있어 펄텍코리아의 국내 매출추정 논리를 동일하게 적용하여 반영하였다. **잘론네츄럴**의 경우 사업부가 매출액에서 차지하는 비중이 크지 않으며, 지난 3년간 매출액의 변동성이 작아 2023년 기준으로 동결하여 추정하였다.

동사가 올해 7월 매입한 건물을 9월부터 사용하기 시작한 것을 반영하여 2023년 Capa에 우선적으로 반영하였고, 4월 매입한 토지의 건물 완공 예정일인 25년까지의 **Capa를 추정하여 증가한 매출액을 소화할 수 있는지 여부를 검증**하였다.

표 4. 펄텍코리아 사업부별 추정 매출

매출액 (단위: 억원)	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
TOTAL	1,968.0	2,220.3	2,366.4	2,936.5	3,303.4	3,701.2
펄텍코리아	1,441.7	1,593.2	1,731.1	2,141.8	2,448.3	2,782.6
국내	922.7	1,115.2	1,166.4	1,471.0	1,659.0	1,847.0
해외	519.0	478.0	564.7	666.0	789.2	935.6
부국티엔씨	537.0	513.6	526.6	659.3	719.7	783.2
잘론네츄럴	-	129.7	124.4	135.4	135.4	135.4
연결조정	(10.7)	(16.2)	(15.7)			

자료: KUVIC 리서치 2팀

### 1. 펄텍코리아

펄텍코리아 사업부문은 BIG2/인디를 국내로, 해외는 일본/기타 해외로 나누어 매출을 추정하였다.

#### 1.1. 국내 BIG2

표 5. 펄텍코리아 국내 BIG2 예상 매출

매출액 (단위: 억원)	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
국내_BIG2	302.8	286.8	259.8	256.4	294.8	314.7

자료: KUVIC 리서치 2팀

국내 BIG2 매출의 경우, 전방사인 아모레퍼시픽과 LG생활건강의 지난 3년간의 화장품 생산실적을 펄텍코리아의 BIG2 매출액과 비교해본 결과 각각 **84%, 92%**로 유의미한 상관관계를 보이고 있었다. 다만, 각 사별로 2025년까지 생산실적을 예측하기는 다소 어려운 부분이 많아, **생산실적이 반영되는 매출액 예상치와 이에 따른 성장률을 추정**하였고, 펄텍코리아 BIG2 매출액에 반영하였다.

**표 6. BIG2 생산실적**

생산실적 (단위: 억원)	2020	2021	2022
아모레퍼시픽	29,907	33,848	27,106
상관관계		0.85	
LG생활건강	34,068	34,493	18,730
상관관계		0.92	

자료: KUVIC 리서치 2팀

**표 7. BIG2 예상 매출액 및 성장률**

생산실적 (단위: 억원)	2023E	2024E	2025E
매출액	53,691	61,725	65,894
성장률	-	15%	6.8%

자료: KUVIC 리서치 2팀

## 1.2. 국내 인디 브랜드

**표 8. 국내 인디 예상 매출액**

매출액 (단위: 억원)	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
국내_인디	619.9	828.5	906.6	1,214.6	1364.2	1532.3

자료: KUVIC 리서치 2팀

인디 매출의 경우, 프리몰드 부분에서 경쟁력을 보유한 동사의 제품 수요가 급증한 것을 매출액으로부터 확인할 수 있었으며, 빠르게 늘어나고 있는 인디 화장품 브랜드 수와 높은 상관관계가 있을 것이라고 추측했다. 식품의약품안전처에서 제시한 **화장품 책임판매업자 수 추이와 동사의 인디 매출액 추이**를 살펴본 결과 **91%**가 넘는 상관관계를 보였으며, 화장품 책임판매업자 수 성장률이 인디 매출액 성장률과 같을 것이라고 가정했다. 다만, 인디 브랜드 증가가 **성숙기에 접어들었을 가능성을 고려**하여 보수적 추정을 위해 COVID-19 발발 이후인 2020년부터 2022년까지의 화장품 책임판매업자 수 추이의 연평균 성장률을 적용하였다.

**표 9. 화장품 책임판매업자 수 추이**

	2017	2018	2019	2020	2021	2022
화장품 책임판매업자 수	10,266	12,494	15,707	19,769	22,716	28,015
매출액 대비 상관계수			0.91			
2020-2022 평균 성장률			12.32%			

자료: 식품의약품안전처, KUVIC 리서치 2팀

1.3. 일본향

표 10. 일본향 매출액 (단위: 억원)

2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
57.7	63.7	99.2	161.3	198.7	244.6

자료: KUVIC 리서치 2팀

일본향 매출은 비중과 매출액이 같이 증가하고 있다. 이는 17년도부터 일본 영업 전담부서를 신설하고, 해외 Sales partner 이외에도 국내 벤더, 직거래를 통해 공격적인 영업이 성과로 드러난 것으로 보인다. 따라서 동사의 일본향 매출 증가는 단순히 전방사의 업황 및 실적이 좋아졌기 때문만이 아니라, 동사가 구체적인 매출 목표를 가지고 전략적으로 일본 시장에 접근하고 있으며 고객사 및 제품 포트폴리오를 확대함으로써 18년부터 꾸준한 실적 성장을 기록한 것으로 보인다. 동사는 IR 통화에서 현재 팜프사업무 내 일본향 비중이 5~7%라고 밝혔으며, 향후 매출 비중 두 자릿수를 목표로 하고 있다고 밝혀 일본향 공격적인 영업전략이 지속될 것임을 확인하였다.

따라서 일본향 전담부서가 신설된 후 실적이 확인되는 2018년부터 2022년까지의 일본향 매출 CAGR을 사용하여 매출액을 추정할 후, 일본 화장품 시장의 부진이 계속되는 것을 고려하여 할인하였다.

전방사를 살펴보면 시세이도와 코세로의 선스틱 납품이 견조하고 로컬 브랜드로의 납품을 늘려가고 있다. 하지만 대형 브랜드사와의 제품 카테고리 확대 예측이 어렵고, 특히 로컬 브랜드인 리드키라라의 아이크림 흥행과 같은 어닝 서프라이즈는 예상할 수가 없기에 전방사 중 특정 제품 및 특정 카테고리의 매출을 예상하는 것보다 해당 전방사로의 성공적인 거래 지속도 동사의 영업전략에 있다고 판단하여 18년부터 지속된 일본향 매출 증가를 추정에 이용하였다.

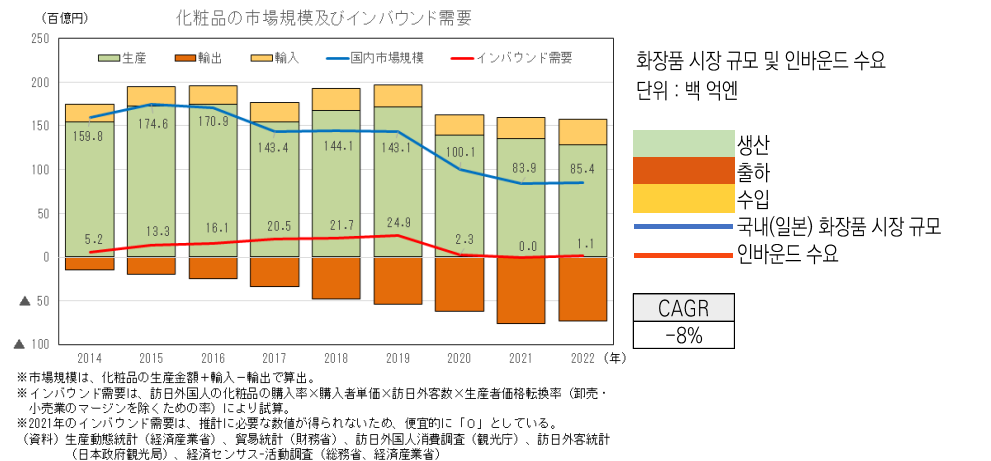
매출액 성장률 (%) : 2018~2022 일본향 매출 CAGR / 2020~2022 일본 화장품 시장 규모 CAGR

표 11. 2018년 ~ 2022년 일본향 매출액과 CAGR (단위: 억원)

2018	2019	2020	2021	2022	CAGR
31	51	60	60	96	33%

자료: KUVIC 리서치 2팀

그림 47. 일본 화장품 시장 규모 추이



자료: 経済産業省 (일본 경제산업성)

1.4. 기타 해외

표 12. 기타 해외向 매출액 (단위: 억원)

2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
461.3	414.2	465.5	504.8	590.6	691.0

자료: KUVIC 리서치 2팀

투자포인트에서 밝혔듯이, 동사는 23년 3분기부터 해외 글로벌 프레스티지 브랜드로 스틱 용기 납품이 예정되어 있다. 이번 납품 건이 중요한 이유는 그동안 미진했던 해외 레퍼런스가 해소될 것으로 기대되기 때문이다. 동사의 이번 납품은 **2018년 시세이도의 '클리어 스틱 UV 프로텍터'의 용기 납품과 해당 제품의 성공으로 일본 브랜드의 레퍼런스를 획득한 것과 비슷한 수준의 효과를** 가질 것으로 예상된다. **시세이도 역시 글로벌 탭티어 브랜드라는 점에서 두 고객사의 공통점이 있으며, 일본 내 매출액 비중 1위인 시세이도와의 지속적 거래는 품질 기준이 까다로운 일본 화장품 업체에 동사가 알려지게 된 계기가 되어 레퍼런스 획득의 시발점이 되었다.** 실제로 이후 일본 브랜드 2위인 코세의 선스틱 용기 납품도 시작되었다.

따라서 **글로벌 프레스티지 브랜드로의 단독수주로 인한 23년부터 25년까지의 레퍼런스 효과를 시세이도에 선스틱 용기를 납품하기 전인 2017년과 납품 후인 2018년, 2019년의 스틱용기 매출 성장률로 추정하고자 한다.** CAGR은 추가적인 성장을 반영하지 못한다는 한계가 있으나, 해당 시기의 CAGR은 스틱용기 중 매출의 대부분을 차지한 선스틱의 성장세가 본격화되던 시기의 성장률이므로 성장성을 반영한 지표로 보았다.

스티용기 매출 데이터의 오염 가능성에 대해 현재는 동사의 스틱용기 매출을 멀티밤과 선스틱이 같이 견인하고 있으나 추정에 사용할 2017년부터 2019년까지는 시장에 멀티밤이 본격적으로 등장하기 전이므로 스틱용기의 매출을 선스틱이 견인했다고 판단하였으며, 실제 IR 통화를 통해 18년에 립스틱이 출시되었지만 **2017년부터 2019년까지 스틱용기의 매출은 대부분 선스틱임을 확인하였다.**

또한 2018년에 스틱 매출이 84.1억원으로 크게 올랐으나, 이는 중국 수출로 매출이 좋았던 국내 인디 브랜드사의 선스틱 오더가 급증했기 때문으로 확인하였다. 따라서 2018년의 성장세(yoy 93%)를 아웃라이어로 판단하고, 2019년까지의 CAGR 17%를 도출하였다. 실제 해당 인디 브랜드의 중국向 매출은 2018년에 급증하였으나 중국 매출 의존도가 높아 코로나로 매출 급감을 겪은 바 있다. 그럼에도 동사의 일본向 매출과 스틱류 용기 매출이 꾸준히 성장한 사실은 선스틱 시장 초기에 시세이도에 선스틱을 납품한 동사의 레퍼런스 효과가 매출로 드러난 것을 방증한다.

표 13. 2017년 ~ 2019년 스틱류 용기 매출액과 CAGR

제품	2017		2018		2019		CAGR
	금액	비중	금액	비중	금액	비중	
스티류	43.4	3.25%	84.1	5.57%	59.6	3.40%	17%

자료: KUVIC 리서치 2팀

2. 부국티엔씨

뷰브사업부를 영위하는 부국티엔씨는 분기별 화장품 용기와 기타 용기의 매출비중이 73%, 27% 수준으로 유지되고 있었으며, 화장품 용기의 경우 국내 매출비중이 97%를 차지하는

내수 중심의 사업임을 확인했다. 화장품 용기의 매출 비중 중 국내 인디 브랜드 비중이 2022년 1분기 **81%**에서 2023년 2분기 현재 **87%** 수준으로 높아졌고, 펄텍코리아와 마찬가지로 인디 브랜드 성장 추세를 반영하기에 무리가 없다고 판단했다. 따라서, BIG2와 인디 비중으로 2023년 2분기의 매출액을 각각 산출한 후, 펄텍코리아의 국내 매출추정 논리를 적용하여 부국티엔씨의 매출을 추정하였다.

**표 14. 부국티엔씨 예상 매출액**

매출액(단위: 억원)	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
부국티엔씨	537.0	513.6	526.6	659.3	719.7	783.2
기타	145.0	138.7	142.2	179.5	179.5	179.5
화장품	392.0	374.9	384.4	479.8	540.2	603.6

자료: KUVIC 리서치 2팀

### 3. 잘론네츄럴

잘론네츄럴의 경우, 2023년 2분기에는 전년 동기 대비 다소 성장하는 모습을 보여주긴 하였으나 1분기에는 전년 동기 대비 약진했다는 점, 연도별 매출액 변동성이 매우 작다는 점 등을 고려하여 2023년 2분기 기준으로 3Q, 4Q를 고정하였고, 2023년 추정 매출액 수준으로 2025년까지 동결 적용하였다.

**표 15. 잘론네츄럴 예상매출액**

매출액(단위: 억원)	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
잘론네츄럴	-	129.7	124.4	135.4	135.4	135.4

자료: KUVIC 리서치 2팀

## Appendix. CAPA 및 가동률 추정

### 1. CAPA 추정 논리

동사는 현재 제4공장 토지 매입 공시 이후 추가적으로 건물까지 매입한 상태이다. 현재의 CAPA로는 제4공장 준공까지의 수요를 감당하지 못할 것으로 판단한 것이다. 따라서 본 리서치 팀이 추정한 매출이 현실화되기 위해서는 **동사의 CAPA가 이를 감당할 수 있을지 판단하는 과정이 필요**하다고 판단하였다. 이에 동사의 CAPA 공시 방식을 역추적하였다. 동사는 현재 소유한 공장들의 건물 면적의 합과 비례하는 수치로 생산 능력을 공시하고 있다. 이에 **역사적인 동사 CAPA와 공장 면적(단위: m<sup>2</sup>)의 비율(약 0.0095:1)을, 증설 이후 공장 면적에 적용하여 증설 이후 예상 CAPA를 도출**하였다. 신규 취득한 건물은 공시상의 면적(4,962m<sup>2</sup>)을 그대로 적용하였다. 제4공장의 경우 현재 토지 규모밖에 공시되어 있지 않아, 보수적으로 본사인 제1공장과, 가장 최근에 지어진 제2공장의 토지 면적 대비 건물 면적 비율의 평균을 토지 면적에 곱하는 방식으로 공장 면적을 추정하였다. 이를 통해 CAPA를 예측하는 과정을 거쳤다.

### 2. 가동률 추정 논리

동사는 단납기 방식으로 제품을 판매하므로, 당해 생산 실적이 당해 매출로 반영된다고 가정하여 가동률을 구하는 것이 가장 합리적이라고 판단하였다. 실제로 2020~2022년, P가

일정하지 않았음에도 해당연도 동사 생산실적과 매출 간의 상관계수는 0.915로 매우 높았다. 추정 과정에서 P는 일정 수준으로 유지되므로, 매출의 증가율은 Q의 증가율과 같게 된다. 아래 도표는 본 리서치 팀이 매출로부터 가동률을 역추적한 결과이다.

표 16. 생산능력 및 가동률 추이(추정)

	2022	2023E	2024E	2025E
생산능력 (단위: 백만)	609	651	651	802
생산실적 (단위: 백만)	398	494	558	629
가동률	65.3%	75.9%	85.8%	78.4%
공장 면적 (단위: m <sup>2</sup> )	63,262	68,223	68,223	83,849

자료: KUVIC 리서치 2팀

제4공장 준공 전 예상 가동률은 85.8%, 준공 후에도 가동률은 높은 수준으로 유지될 것으로 예상되어, 동사는 Capex 투자에 따른 수익성 증대의 효과를 극대화시킬 수 있을 것으로 보인다.

## 비용 추정 논리

### 1. 매출원가

#### 1.1. 변동비

원재료등 매입액을 제외한 변동비 항목은 모두 매출 대비 비율의 2020~2022년 3개년 평균치를 적용하였다. 원재료등 매입액은 2020년 40.6% 대비 2개년 간 증가 추세를 반영하여 2021년과 2022년의 비율 평균치인 44.5%를 적용하여 계산하였다.

#### 1.2. 고정비

급여는 정규직 직원의 연평균 증가율과 미래 급여 인상률을 함께 반영하여 구한 급여 증가율을 바탕으로 추정하였다. 2019년 11월에 2공장을 완공하였는데 2020년에 오히려 직원수가 81명 감소했다. 이때 74명의 인원은 비정규직에서 줄었다. 이후 2021년에 영업직원 및 관리직원의 증가(판관비 급여 항목 전년대비 32% 증가)로 총직원수가 42명 증가했을 때도 비정규직인원은 오히려 43명 감소했다. 자동화를 통한 단순 생산 인력의 효율화 및 자동화설비를 관리할 수 있는 비교적 고임금 정규직 직원 수요가 증가하는 추세로 보인다.

물론 과거 정규직 직원이 기간제 근로자를 대체하는 과정에서 더 가파른 성장세를 보였기에 일반적인 상황에 정규직 직원 연평균 증가율을 적용하기에는 무리가 있을 수 있다. 그러나 23년 4분기와 25년의 공장 증설에 따라 생산, 관리 및 영업인력이 모두 확대될 것을 고려하면 미래 기간에도 적용할 수 있다고 판단하였다.



표 17. 직원 수 추이

	2019.4	2019	2020	2021	2022
정규직 직원 수	407(79%)	442	435	520	552(97%)
기간제 직원 수	105(21%)	159	85	42	17(3%)
합계	512	601	520	562	569

자료: KUVIC 리서치 2팀

**감가상각비**는 유형자산 계정에 속한 건물, 기계장치 등의 항목과 사용권자산 계정 각각에 대하여 추정하였다. 특히 건물의 경우 공장 증설에 따른 원가를 더하고 신규매입분을 고려해 내용연수를 조정하여 감가상각비를 증액하였다. 그 외 항목의 경우 과거의 취득, 처분, 대체 등의 추이를 반영하여 장부가 및 감가상각비를 구했다. 특이사항은 2022년 유형자산과 사용권자산 감가상각비 합계가 손익계산서 상 감가상각비를 초과한다는 점이다. 그런데 전형적으로 감가상각비를 대변에 계상하는 유형자산 정부보조금 등이 따로 파악되지 않고, 과거에는 유형자산과 사용권자산 감가상각비 합계가 손익계산서 상 금액과 일치했으므로 제거해도 무방하다고 판단하였다.

**수선비**는 건물과 기계장치 등의 수선비로 추정되므로 생산능력 추이를 반영하였다.

표18. 매출원가 내역

(단위 : 백만원)

〈변동비〉	2021	2022	2023E	2024E	2025E	〈고정비〉	2021	2022	2023E	2024E	2025E
원재료등 매입액	98,946	105,311	130,773	146,803	164,480	재고자산 변동	-5,852	-1,236	-2,167	-2,167	-2,167
외주용역비	1,577	3,102	2,968	3,332	3,733	급여	34,334	35,688	44,521	49,978	55,996
외주가공비	8,473	7,667	10,361	11,631	13,031	퇴직급여	3,039	3,155	3,155	3,155	3,155
지급수수료	772	729	963	1,081	1,211	복리후생비	2,979	3,398	4,936	5,541	6,208
소모품비	3,905	4,840	5,585	6,270	7,025	여비교통비	49	37	43	43	43
금형비	3,254	5,634	5,647	6,340	7,103	감가상각비	6,406	7,971	8,567	8,890	9,274
운반비	1,029	1,060	1,338	1,503	1,684	무형자산상각비	106	106	106	106	106
포장비	2,570	2,140	3,028	3,399	3,808	경상연구개발비	0	0	105	105	105
						수선비	521	621	680	680	839
						기타비용	10,685	7,571	10,696	10,696	10,696

자료: KUVIC 리서치 2팀

## 2. 판매비와 관리비

### 2.1. 변동비

판매비 변동비 항목은 모두 매출액 대비 비율의 2020~2022 3개년 평균치를 적용하였다.

### 2.2. 고정비

매출원가와 동일하게 **급여**항목은 직접 구한 미래 증가율을 따르도록 했고, **감가상각비**는 공장 증설에 따른 원가와 내용연수를 반영하였다.

접대비와 광고선전비 항목도 고객사에 대한 영업 확대를 반영하기 위해 매출액 성장률을 적용하였다. 그 외 나머지 항목은 상대적으로 소액이고 고정적으로 발생하므로 2022년 금

액을 이용하였다.

표19. 판관비 내역

(단위 : 백만원)

〈변동비〉	2021	2022	2023E	2024E	2025E	〈고정비〉	2021	2022	2023E	2024E	2025E
운반비	1,496	1,406	1,862	2,090	2,342	급여	7,873	7,661	9,272	10,408	11,662
소모품비	245	226	302	339	380	퇴직급여	1,123	920	920	920	920
지급수수료	3,493	3,692	4,601	5,165	5,787	복리후생비	592	578	718	806	903
수출제비용	471	638	708	795	890	여비교통비	67	239	239	239	239
						접대비	195	252	313	352	394
						세금과공과금	709	612	612	612	612
						감가상각비	1,366	1,271	1,366	1,417	1,479
						임차료	70	156	156	156	156
						보험료	163	228	228	228	228
						차량유지비	186	211	211	211	211
						광고선전비	1,176	1,557	1,933	2,170	2,431
						대손상각비	27	26	26	26	26
						비품비	45	40	40	40	40
						무형자산상각비	543	687	687	687	687
						경상연구개발비	1,804	1,199	1,199	1,199	1,199
						건본비	1,087	511	511	511	511
						기타	384	239	239	239	239

자료: KUVIC 리서치 2팀

### Valuation Method: Peer P/E

동사의 밸류에이션은 계획된 CAPA 증설 효과가 온기에 반영되는 2025년을 타겟으로 주요 경쟁 기업인 연우와 삼화의 인수 금액을 기준으로 한 P/E를 적용하였다. 현재 혹은 Forward P/E를 적용하지 않고 이러한 방식을 적용한 이유는 1) 삼화가 비상장기업이기 때문에 P/E를 적용할 수 없고, 2) 연우는 가장 최근 실적이 발표된 올해 2분기 기준으로 직전 4분기 합산이 적자 상태이기 때문이다. 따라서 화장품 용기 기업들의 가치에 대한 시장의 판단과 기대를 측정하기에는 연우와 삼화의 인수 당시 적용된 P/E를 활용하는 것이 적절하다고 판단했다.

연우와 삼화의 인수 금액에서 경영권 프리미엄(37%)을 할인한 금액을 연우와 삼화의 기업 가치로 판단하여, 이를 바탕으로 각각의 P/E를 산출하였다. 이 중 극단적인 연우의 P/E를 제외하고 삼화의 P/E 15.4x를 적용하여 동사의 밸류에이션을 수행하였다.

표 20. 피어 그룹 밸류에이션 비교

	펄텍코리아	연우	삼화
시가총액	3,050억원 (23.10)	3,734억원 (인수 금액 기준)	2,189억원 (인수 금액 기준)
매출액	2,366억원	2,347억원	1,349억원
영업이익	265억원	13억원	188억원
영업이익률	11.2%	0.55%	13.9%
당기순이익	200억원	4억원	142억원
P/E	13.8 (23.10)	933.5	15.4

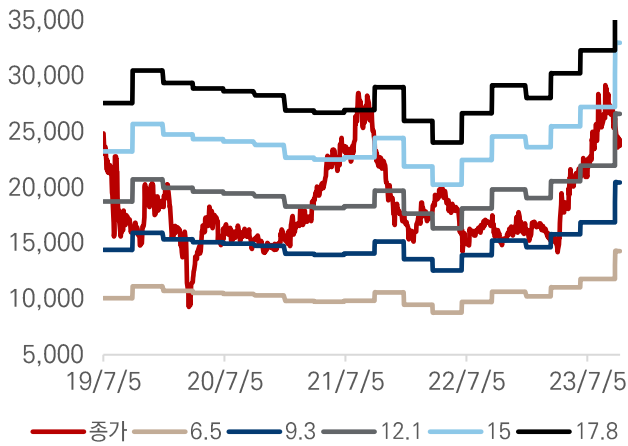
자료: 시가총액 외 자료는 2022년 기준, KUVIC 리서치 2팀

표 21. Valuation – Valuation Method (2025E)

당기순이익 (단위: 원)	
2025E	38,217,246,000
2024E	34,039,109,000
2023E	29,976,799,000
유통주식수	12,400,000
2025E EPS (단위: 원)	
2025E EPS (단위: 원)	3,082
2024E EPS (단위: 원)	2,745
2023E EPS (단위: 원)	2,417
PER (2023.10)	13.8
Target Multiple	15.4
현재주가	24,600
목표주가 (2025E)	47,000
목표주가 (2024E)	42,000
목표주가 (2023E)	37,000
상승여력 (2025E)	91.1%
상승여력 (2024E)	70.7%
상승여력 (2023E)	50.4%

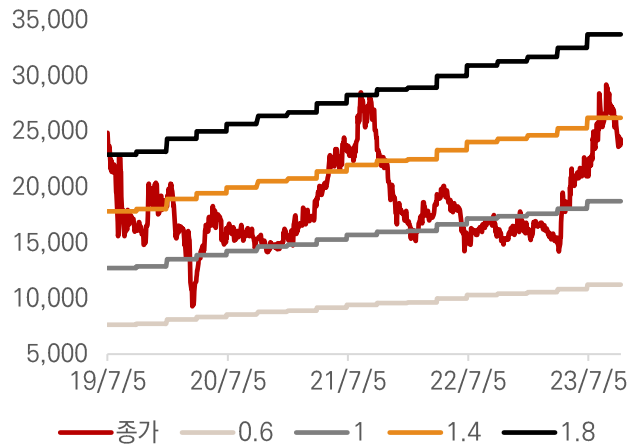
자료: KUVIC 리서치 2팀

그림 48. PER Band Chart



자료: KUVIC 리서치 2팀

그림 49. PBR Band Chart



자료: KUVIC 리서치 2팀

표 22. 추정 손익계산서

매출액 (단위: 억원)	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	1,968.0	2,220.3	2,366.4	2,936.5	3,303.4	3,701.2
펄텍코리아	1,441.7	1,593.2	1,731.1	2,141.8	2,448.3	2,782.6
국내	922.7	1,115.2	1,166.4	1,471.0	1,659.0	1,847.0
해외	519.0	478.0	564.7	666.0	789.2	935.6
부국티엔씨	537.0	513.6	526.6	659.3	719.7	783.2
잘론네츄널	-	129.7	124.4	135.4	135.4	135.4
연결조정	(10.7)	(16.2)	(15.7)	-	-	-
매출원가	1,548.7	1,727.9	1,878.0	2,285.5	2,569.8	2,880.6
매출총이익	419.3	492.2	488.4	651.0	733.6	820.6
GPM	21.3%	22.2%	20.6%	22.2%	22.2%	22.2%
판매비와관리비	145.4	231.2	223.6	264.6	295.1	328.5
영업이익	273.9	261.0	264.8	386.5	438.5	492.1
OPM	13.9%	11.8%	11.2%	13.2%	13.3%	13.3%
영업외비용	2.1	13.8	(13.5)	(2.1)	(2.1)	(2.1)
법인세차감전순이익	276.1	274.8	251.3	384.3	436.4	490.0
법인세	31.2	77.5	50.9	84.5	96.0	107.8
당기순이익	244.9	197.2	200.3	299.8	340.4	382.2
NPM	12.4%	8.9%	8.5%	10.2%	10.3%	10.3%

자료: KUVIC 리서치 2팀

### 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.