



S.T.A.R Research

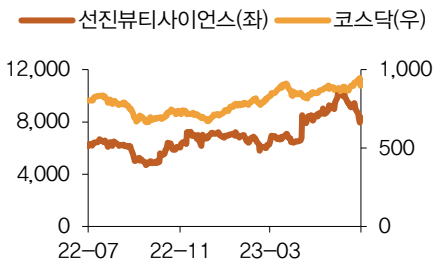
Company Report 23.08.06

S.T.A.R' s Opinion

## Conviction Buy

목표주가	16,100
현재주가	8,780
상승여력	83.4%

### Stock Price



### Key Information

KOSPI 지수	2567.45
52주 최고/최저(원)	10,910 / 4,530
시가총액(억 원)	1,071
발행주식수(주)	12,203,280
22년 배당수익률(%)	0.23
주요주주 지분율(%)	55.22

### ESG Grade

ESG평가 등급	N/A
환경(E)	N/A
사회(S)	N/A
지배구조(G)	N/A

### Consensus

	2023F	2024F
매출액(억 원)	806	972
영업이익(억 원)	103	135
영업이익률(%)	12.78	13.89
순이익(억 원)	94	104
EPS(원)	697	770
PER(배)	12.61	11.4

### S.T.A.R Research

이현서  
010.5896.3211  
2427rachel@gmail.com  
47<sup>th</sup> member

# 선진뷰티사이언스(KQ.086710)

## 맑고 자신있게 선진 매수

### 목표주가 16,100원으로 강력 매수 제시

본 리서치원은 Historical P/E Valuation에 따라 **목표주가 16,100원**으로 매수를 주장한다. 동사의 24년도 매출액과 영업이익은 각각 934.4억 원(YoY +11.3%), 126.1억 원(YoY +32.6%)으로 전망한다.

### 투자포인트. 클린과 뷰티를 양속에 짝!

동사의 23년, 24년 화장품 소재 매출액은 각각 562.7억 원(YoY +30.1%), 653.9억 원(YoY +16.2%)으로 전망된다. 이는 1) 동사가 친환경 화장품 소재를 주력으로 개발하기 때문에 클린뷰티 산업 성장의 직접적인 수혜를 볼 수 있으며, 2) 중국 로컬 자외선 차단제 시장에서의 지위가 견고하며, 3) 동사의 고부가가치 원료가 글로벌 하이엔드 브랜드 향으로 수요가 늘어나고 있다는 점에 기인한다.

동사는 다년간 축적된 R&D로 무기계 자외선 차단제 및 실리카 비드의 개발 역량이 우수하며 이에 기반해 글로벌 시장 지배력을 확대해가고 있다. 또한 글로벌 유수의 화장품 브랜드 및 OEM/ODM 사를 고객으로 두고 있으며 이는 새로운 고객 확보 시 뚜렷한 경쟁우위로 작용한다.

한편 동사는 고마진의 화장품 소재 사업 비중을 지속적으로 늘려감과 더불어 23년부터 장한공장 생산 일원화 효과로 **영업이익률이 대폭 증가할 것으로 판단된다.** 견조한 탐라인의 성장과 더불어 개선된 바텀라인은 화장품 소재 기업의 멀티플을 상승시키는 요인이라고 판단된다.

(단위: 억 원)

투자지표	2020	2021	2022	2023F	2024F
매출액 (억 원)	464	487	643	839	934
영업이익 (억 원)	36	37	53	95	126
영업이익률 (%)	7.67	7.60	8.27	11.34	13.5
순이익 (억 원)	30	16	201	73	98
순이익률 (%)	6.47	3.29	31.26	8.64	11.08
EPS (원)	272	99	1,609	598	806
PER	-	71.62	4.18	14.8	10.3

# CONTENTS

들어가며	3
산업분석	5
기업분석	10
주가분석	12
투자포인트 클린과 뷰티를 양속에 껍	13
매출액가정	17
비용가정	22
밸류에이션 Historical P/E Valuation, 목표주가 16,100원으로 매수의견 제시	24
Appendix	25

# 들어가며

## 어두운 경기 어두운 화장품 산업 속에서 빛을 따라가보자

불확실한 경기 전망에 따라 금융 시장의 변동성이 큰 상황에서 화장품 산업의 전망은 어둡다. 이는 상존하는 경기침체에 대한 우려 및 불안정한 국제 정세가 소비 심리를 위축시키고 화장품 산업의 성장을 제한하고 있기 때문이다. 그럼에도 이 시기에 아웃퍼폼하는 기업들이 있으니, 공통적으로 1) 가성비 브랜드 또는 2) 하이엔드 브랜드 화장품을 대상으로 사업을 하거나 3) 산업의 구조적 성장의 직접적 수혜를 받는 기업들이다.

현재 글로벌 화장품은 가성비와 하이엔드 브랜드로 소비가 양극화되는 추세를 보이고 있다. 경기 둔화 시기에 중산층은 구매 여력이 하락하면서 저렴하고 품질이 좋은 화장품 브랜드를 추구하게 된다. 반면 고소득층은 경기에 덜 민감하기에 이들이 주고객층인 하이엔드 브랜드의 수요는 상대적으로 견조하다. 실제로 최악의 매크로 상황에서도 중국에서 가성비 로컬 브랜드가 크게 성장하는 동시에 유럽향 해외 명품 화장품의 소비가 꾸준히 증가하는 모습을 보였다. 같은 맥락으로, 미국에서는 가격이 30달러 내외인 인디브랜드가 크게 주목받고 있는 반면에, 미국의 20개 소비재 카테고리 중 prestige market만이 22년 판매량이 증가한 유일한 카테고리로 드러났다. **[도표1]**

한편 브랜드 가격대와 무관하게 글로벌 트렌드를 일찍이 파악해 산업의 구조적 성장에 올라탄 기업들도 존재한다. **[산업분석]**에서 후술하겠지만, 친환경이 글로벌 화장품 산업의 메가트렌드로 자리잡으면서, 친환경 제품에 대한 적극적인 R&D로 소비자들의 관심을 사로잡은 기업들은 팬데믹 시기에도 성장하는 모습을 보였다. 대표적으로 중국의 로컬 친환경 브랜드인 프로야는 중국의 화장품 소매액이 역성장하는 상황에서도 폭발적인 매출 성장율을 보여주었다. **[도표2]**

## 화장품 섹터 속 숨겨진 보석 “소재”

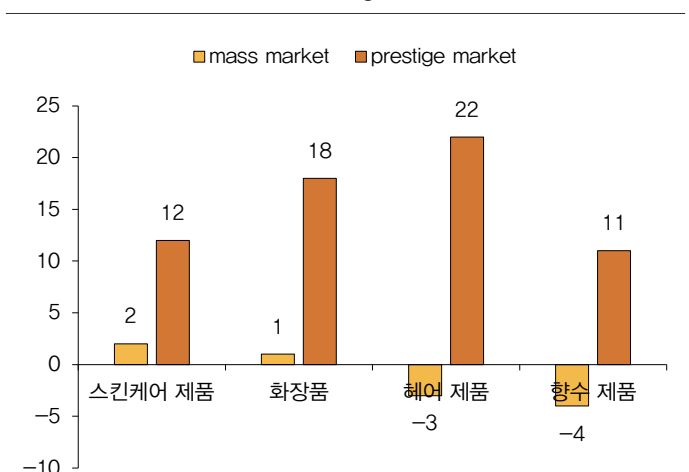
본 리서치원은 화장품 소재 기업에 주목할 것을 권고한다. 이는 타 업종 대비 1) 매력적인 가격과 2) 산업의 구조적 성장에 기인한 높은 성장 잠재력을 가지고 있으며, 3) 주가를 누르던 저평가 요인들이 점차 해소되고 있다는 점에 기인한다.

현재 화장품 대형주와 중소형주의 주가 흐름이 명확히 갈리고 있다. 중국의 의존도가 높은 화장품 대장주들은 중국의 부진한 경기 상황, 한국 브랜드의 입지 축소, 한중관계 악화라는 악재들이 겹치면서 펀더멘탈 개선이 이루어지지 않고 이에 따라 주가도 크게 하락하였다. **[도표3]** 반면 미국에서 인디브랜드 등의 가성비 중소형 화장품 브랜드가 부상함에 따라 코스맥스, 코스메카코리아, 씨앤씨인터내셔널 등의 국내 OEM/ODM 업체들은 큰 호황을 맞으며 주가가 1년 사이 약 73% 상승하였다. **[도표3]** 하지만 앞서 언급한 종목들은 저점 대비 이미 많이 상승한 상태이며, 평균 PER 가 51로 추가적인 진입을 하기에는 가격이 부담스러운 것이 사실이다. 그러므로 수익률을 극대화 하기 위해서는 앞으로 상승여력이 많이 남은 기업을 선별할 필요가 있다고 판단하였다.

화장품 소재 기업은 국내 화장품 기업에 비해 줄곧 저평가를 받아왔다. 하지만 친환경에 대한 수요가 중장기적인 트렌드로 자리잡음에 따라 소재 산업에 대한 전망이 밝으며, 소재 기업의 주가를 누르고 있었던 낮은 이익 마진도 제품 MIX 개선, 최신식 공정 도입 등을 통해 개선될 여지가 분명하다.

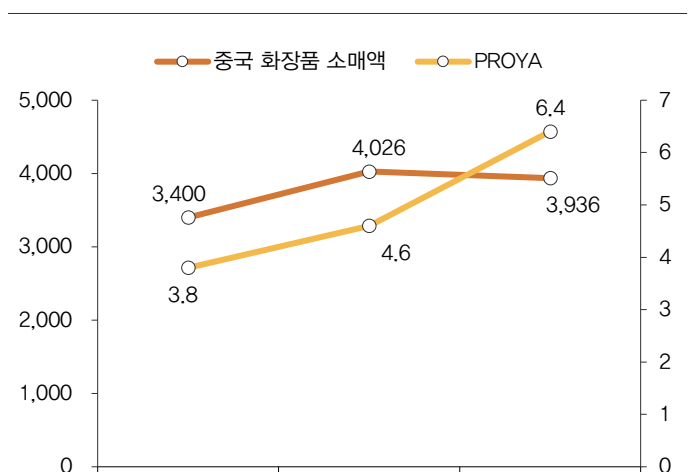
이에 본 리서치원은 1) 글로벌 하이엔드와 가성비 제품으로 포트폴리오가 다각화되어 있으며 2) 산업의 구조적으로 성장함에 따라 수혜가 기대되는 화장품 소재 업체를 Top-pick으로 제시한다.

도표 1. 미국 Mass Market과 Prestige Market의 YoY 추이 (단위: %)



자료: U.S. Census Bureau, 성균관대학교 금융투자학회 S.T.A.R

도표 2. 중국 화장품 소매액과 PROYA 매출 추이 (단위: 억 위안)

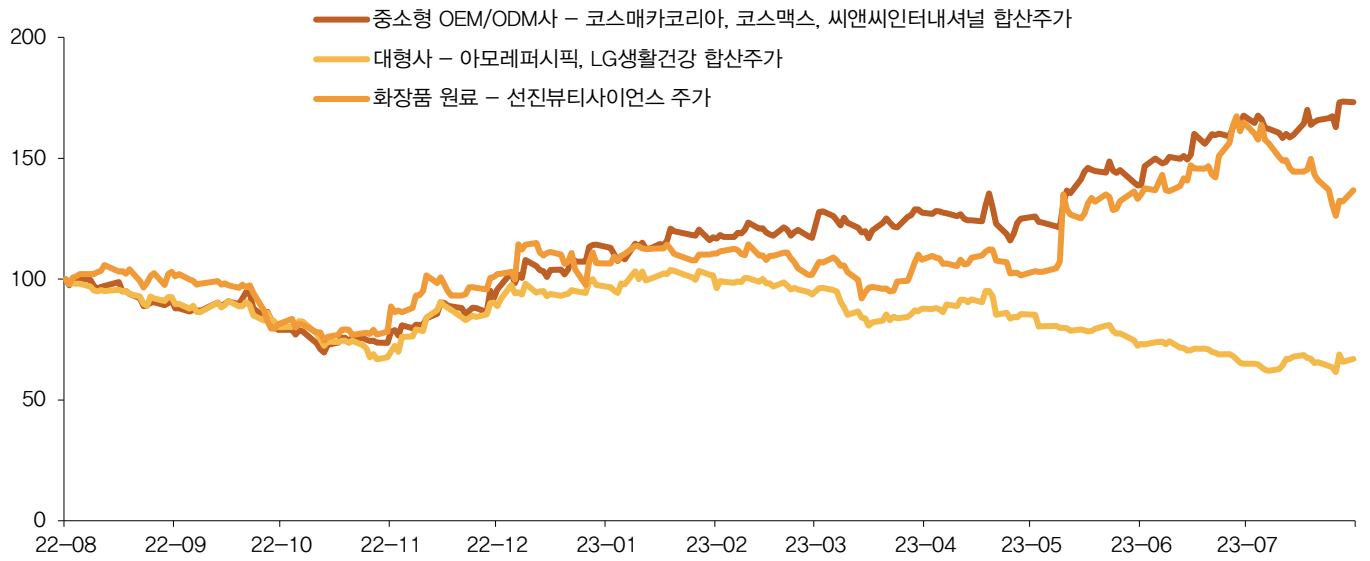


자료: U.S. Census Bureau, 성균관대학교 금융투자학회 S.T.A.R

# 들어가며

도표 3. 최근 1년간 화장품사의 주가 추이

(23. 08. 01 = 100)



자료: Quantiwise, 성균관대학교 금융투자학회 S.T.A.R

편집상 공백

# 산업분석

## 글로벌 화장품 트렌드 따라잡기

미국과 중국의  
중장기적 트렌드 모색

본 리서치원은 현 시점에서 국가별 화장품 산업 현황을 점검하면서 **중장기적인 트렌드**를 파악하고자 하였다. 화장품 산업에서 처음에는 흔한 트렌드로 시작했지만, 고객들의 시각을 근본적으로 변화시켜 **뉴노멀**로 자리잡은 경우들이 존재한다. 이에 글로벌 화장품 시장의 뉴노멀을 찾고자 세계 화장품 시장 점유율 1위인 미국과 2위인 중국을 중점적으로 분석하였다.

중국 리오프닝  
시장의 기대치 하회

### 중국, 이제는 무시하면 안되는 로컬

현재 중국 화장품 시장의 기대감은 매우 낮아져 있는 상태이다. 이는 중국의 6월 중국 청년실업률이 21.3%로 역대 최악을 기록하고 소매판매 증가율도 올해 가장 낮은 3.1%를 기록하는 등, 부진한 매크로 상황에 기인한다. 중국 화장품 시장에서 글로벌 화장품사들의 입지도 축소되었다. 중국 해관총서에서 발표에 따르면 6월 화장품 수입액이 YoY- 24%로 감소하였다. **[도표4]**

국내 화장품 입지 축소

중국의 해외 화장품 시장의 크기가 줄어든 가운데, 국내 화장품사의 입지마저 줄어들고 있다. 대한민국 화장품 수입액은 4개월 연속 하락하였으며 수입국가 비중에서는 5위권으로 밀려나고 있다. **[도표5]** 실제로 글로벌 시장조사사업체인 유로모니터가 발표한 2022년 중국 메이크업 시장 점유율 상위 20개 브랜드 가운데 한국브랜드는 없었다. 본 리서치원은 중국 경기 회복 이후에도 한국 화장품사가 펜데믹 이전의 시장 점유율을 회복하기 어려울 것이라고 판단하였다. 이는 중국의 **귀차오 열풍**에 기인한다.

중국 Keyword 1  
: 자국 브랜드 선호

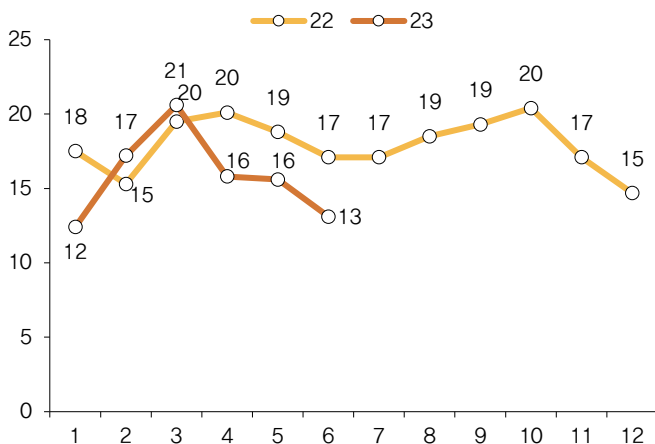
**귀차오 열풍**은 중국의 애국 소비 열풍을 일컫는 말로 중국 로컬 브랜드의 성장을 견인한 주된 요인이다. 실제로 중국에서 판매된 화장품 Top 20 중 중국 화장품의 점유율은 17년 14%에서 22년 28%로 늘어났다. 또한 중국 최대 검색엔진 포털 바이두 빅데이터에 따르면 16년에서 21년까지 중국 브랜드에 대한 검색율이 45%에서 75%로 상승하였다. **[도표6]** 이러한 중국의 자국 브랜드 선호 현상은 중국 화장품의 경쟁력이 높아짐에 따라 지속될 것으로 보인다. 중국 화장품 시장은 과거의 저렴하고 품질 낮은 이미지에서 탈피하고 품질과 가격 경쟁력을 갖춘 토종 브랜드들이 대거 등장하면서, 한국 화장품 브랜드가 더 이상 화장품 제조 역량에서 뚜렷한 경쟁우위를 가지지 못하게 되었다.

중국 Keyword 2  
: 친환경 소비

중국의 화장품 시장에서 주목받고 있는 또 다른 트렌드는 **친환경 소비**이다. 작년 중국 화장품 판매 규모가 10년만에 YoY-4.5% 역성장한 국면에서도 해외 친환경 화장품 판매액은 YoY+26% 증가하였다. 또한 전세계 친환경 화장품 시장에서 중국이 차지하는 비중은 22년 36.5%로 일년간 무려 5% 증가하였다. **[도표7]** 이를 통해 미국과 유럽이 선도한 클린뷰티 트렌드가 중국에서도 핵심 트렌드로 정착하였음을 알 수 있었다. 이에 발맞추어 중국 로컬 기업들은 중국 정부의 전폭적인 지지 아래 친환경 생산 라인을 늘리는 등 공격적으로 투자를 하고 있다.

도표 4. 중동 국가별 재정균형유가 추이

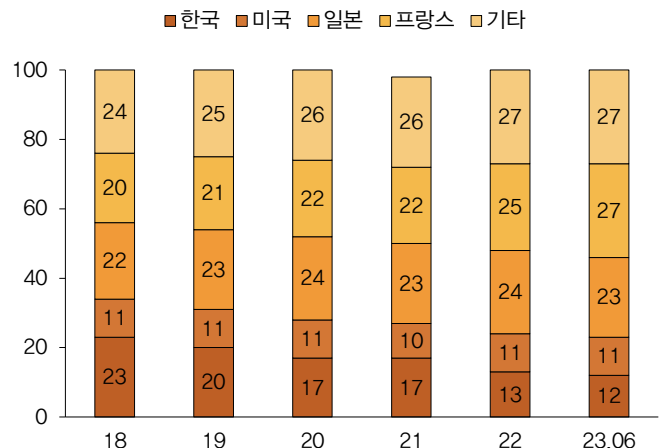
(단위: 억 달러, 월)



자료: 중국해관총서, 성균관대학교 금융투자학회 S.T.A.R

도표 5. 중국 화장품 수입시장 국가별 비중

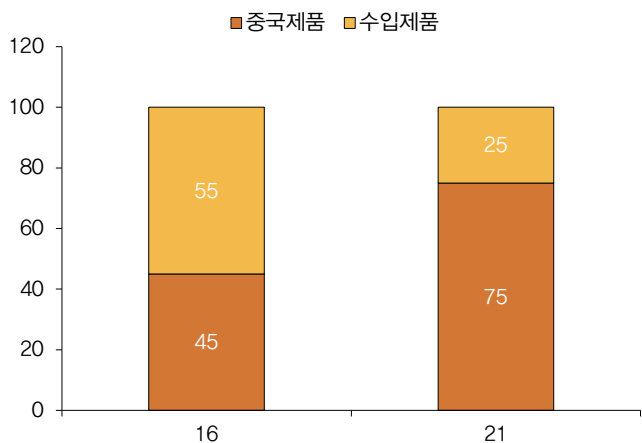
(단위: %)



자료: 중국해관총서, 성균관대학교 금융투자학회 S.T.A.R

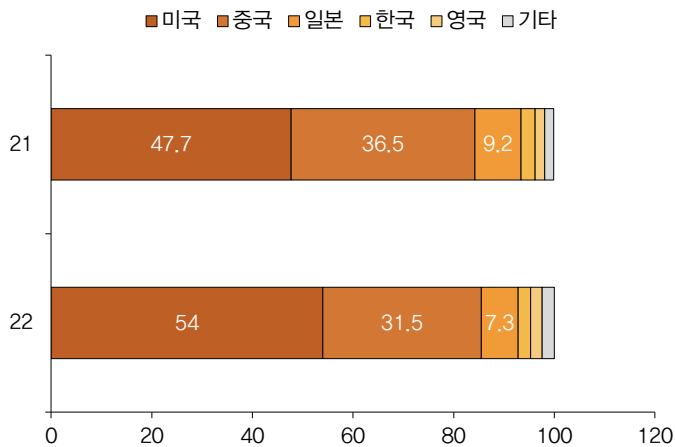
# 산업분석

도표 6. 중국에서 자국제품과 수입제품의 검색어 점유율 (단위: %)



자료: 바이두 데이터, 성균관대학교 금융투자학회 S.T.A.R

도표 7. 클린뷰티 시장에서 중국 점유율 (단위: %)



자료: 중국메이예연구원, 성균관대학교 금융투자학회 S.T.A.R

## 미국, Clean & Personal

미국 화장품 수입액 중 한국 비중 우상향

코로나19로 위축됐던 미국 화장품 시장은 빠르게 회복하여, 팬데믹 이전 수준 이상으로 성장하였다. 특히 화장품과 세면도구의 합산 수입액은 23년부터의 견조한 추이를 확인할 수 있다. [도표8] 미국 화장품 수입액 중 한국의 비중은 꾸준히 우상향하고 있으며 최근 K-뷰티가 재조명 받으면서 성장율이 가파라지는 추세이다. [도표9]

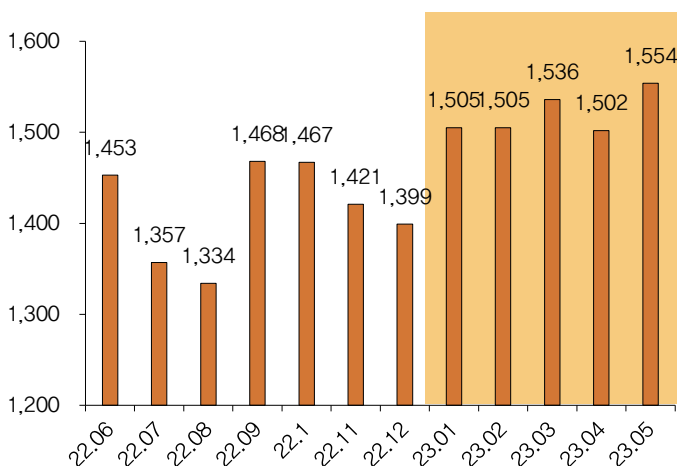
미국 Keyword 1 : Clean

미국 화장품 시장에서의 대표적인 키워드는 **Clean**이다. 클린뷰티는 미국에서 메가 트렌드로 자리잡음에 따라 미국 코스메틱 제품의 삼분의 일이 Clean으로 라벨링되어 있다고 추정된다. 최근 미국에서는 클린뷰티에 대한 **투명성** 문제가 불거지고 있다. 작년 미국 세포라에서는 Clean Sephora 인증 라벨에 대한 모호한 정의로 소송이 제기되어서 큰 논란이 되었다. 이에 따라 제품에 들어간 성분에 대한 투명성과 올바른 표기에 대한 요구가 거세지는 상황이다. **친환경** 제품에 대한 합의된 기준이 사회적으로 적립됨에 따라 미국 사회의 클린뷰티 트렌드는 한 단계 더 성장할 것으로 판단된다.

미국 Keyword 2 : Indie

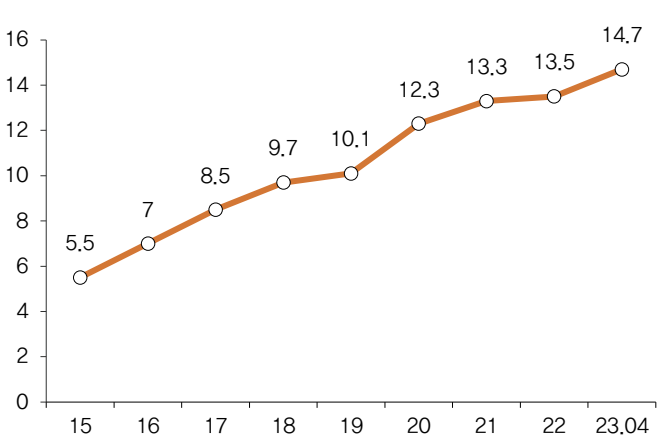
한편 미국 화장품 시장에서는 뚜렷한 개성을 추구하는 MZ 소비자 성향과 Clean Beauty의 융합으로 과생된 **인디 뷰티(Indie Beauty)**가 주목받고 있다. 인디 뷰티 브랜드는 인플루언서 등 개인이 론칭해 SNS를 주요 소통 수단으로 삼고 차별화된 콘셉트를 지닌 브랜드를 말한다. 소비자의 니즈를 **신속하고 정확하게** 캐치해서 공감을 불러일으키기 때문에 메이저 브랜드와의 양대마켓을 이루며 핵심적인 트렌드로 자리잡을 수 있었다. 한국의 인디 뷰티 브랜드는 우수한 가격 경쟁력과 K-콘텐츠 열풍에 힘입어 미국에서 높은 침투력을 보이고 있다.

도표 8. 미국 화장품 및 세면도구 수입액 추이 (단위: 백만 달러)



자료: U.S. Census Bureau, 성균관대학교 금융투자학회 S.T.A.R

도표 9. 미국 화장품 수입액 중 한국 비중 (단위: %)



자료: U.S. Census Bureau, 성균관대학교 금융투자학회 S.T.A.R

# 산업분석

## 트렌드에서 뉴노멀이 된 Clean Beauty

글로벌 화장품 시장의 뉴노멀인 클린뷰티

[글로벌 화장품 트렌드 따라잡기]에서 상술한 듯, 미국과 중국을 비롯한 글로벌 화장품 산업에서 공통적으로 찾을 수 있는 트렌드는 친환경 제품 소비, 즉 **클린 뷰티**이다. 이에 본 리서치원은 현재 글로벌 화장품 산업의 뉴노멀을 **클린뷰티(Clean Beauty)**라고 판단하였다.

클린뷰티 시장  
22-28년 CAGR 13%  
전망

클린뷰티 시장 규모는 22년 65억 달러에서 28년 153억 달러로 연평균 13% 성장할 것으로 전망한다. [도표10] 이에 클린뷰티 시장은 뷰티&퍼스널케어 시장 중 가장 높은 성장 잠재력을 지닌 시장으로 평가받는다. 클린뷰티 시장의 가파른 성장은 1) 글로벌 뷰티 산업 내에서 친환경 소비에 대한 소비자들의 관심이 커지고 있는 가운데 2) 친환경 성분 사용을 부추기는 국가적 규제가 강화되고 있다는 점에 기인한다.

### What is Clean?

Clean  
= Free from (유해 성분)

클린뷰티에 대한 정의는 개인과 기업마다 다르지만 통상적으로 'Clean'은 '(유해성분으로부터) Free From'을 의미한다. 즉, 클린뷰티 제품들은 인체와 환경에 해로운 재료를 포함하고 있지 않은 제품들을 지칭한다. 실제로 코스맥스 리서치센터에서, 올리브영과 세포라가 클린뷰티로 선정한 12개 브랜드의 제품들을 비교해본 결과, 32개 브랜드 모두 기본적으로 '유해성분 배제'라는 특징을 가지고 있었다. [도표11] 이는 피부 보정에 유익한 성분과 화학적 포물러가 강조된 과거와 대조되는 모습이다.

유해성분 대체 수요 ↑

클린뷰티에 대한 글로벌 인지도가 높아짐에 따라 유해 성분을 대체할 수 있는 재료에 대한 수요도 커지고 있다. EU는 1300개, 미국은 30개의 재료를 금지하고 있지만 공통적으로 주목받고 있는 유해 성분으로는 실리콘, 마이크로 플라스틱, 유기물 자외선 차단제, 파라벤 등이 있다. 본 리서치원은 이 가운데 본격적인 성장국면 앞에 놓여있는 1) 유기물 자외선 차단제와 2) 마이크로 플라스틱의 교체 수요에 주목하였다.

## 무기계 자외선 차단제로의 전환기

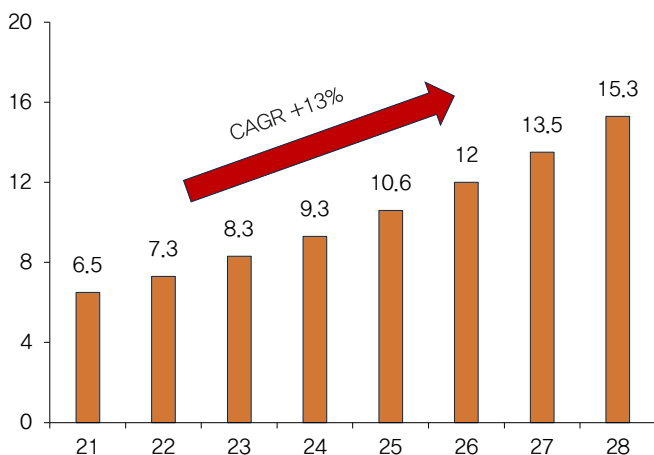
### 쭉쭉 늘어나는 자외선 차단제 시장

글로벌 자외선 차단제 시장 22-28년  
CAGR 8.5% 전망

미국의 시장조사기관인 리포트링크에 따르면, 자외선 차단제가 포함된 글로벌 화장품 시장은 22년부터 28년까지 연평균 8.5% 성장할 것으로 기대된다. 이는 같은 기간 글로벌 스킨케어 시장의 연평균 5% 성장율을 상회하는 전망치이다. 특히 중국의 자외선 차단제 시장은 21년부터 25년까지 연평균 10.5% 성장하면서 중국 전체 화장품 시장의 성장을 이끌어가고 있다. 이는 1) 기후 변화에 따른 폭염 일수 증가와 2) 피부노화, 피부암에 대한 소비자들의 관심이 증가함에 따라 3) 자외선 차단제가 시즌성 상품에서 필수 소비재로 인식되고 있기 때문이다.

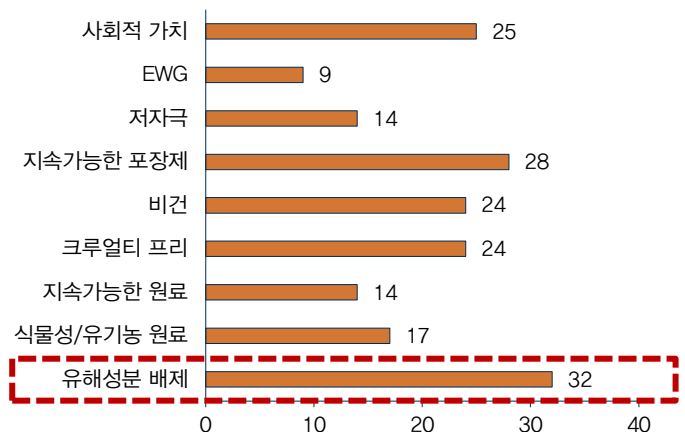
도표 10. 클린뷰티 시장 규모 증가 추이

(단위: 십억 달러)



자료: IHS, 성균관대학교 금융투자학회 S.T.A.R

도표 11. 올리브영 & 세포라 클린 뷰티 브랜드 키워드 개수 (단위: 개)



자료: EIA, 성균관대학교 금융투자학회 S.T.A.R

# 산업분석

## 무기계 자외선 차단제의 역습

### 자외선 차단제의 분류

자외선 차단제 원료는 종류에 따라 유기계와 무기계로 나뉜다. **유기계 자외선 차단제**는 자외선을 흡수하여 열에너지로 전환시키는 반면 **무기계 자외선 차단제**는 자외선을 물리적으로 반사시켜 피부를 보호한다. [도표12]

### 무기계 자외선 차단제의 높은 시장 침투력

19년 기준 글로벌 시장 내 비중은 약 8:2로 유기계 자외선 차단제 제품의 시장 규모가 압도적으로 컸다. 하지만 무기자외선 차단제가 클린뷰티 제품군으로 주목을 받으면서 무기계 자외선 차단제의 원료인 이산화타itanium(Titanium Dioxide), 산화아연(Zinc Oxide)가 높은 침투율을 보여주면서 성장하였다. [도표13] 또한 해당 원료만을 사용하는 제품은 5년간 167% 증가하였다. 이는 1) 환경 친화적이고 인간에 덜 무해한 자외선 차단제의 수요 증가와 2) 유기계 자외선 차단제의 사용을 제한하는 지역별 적극적인 대응책에 기인한다.

### GRASE로 구분된 무기계 자외선 차단제 원료

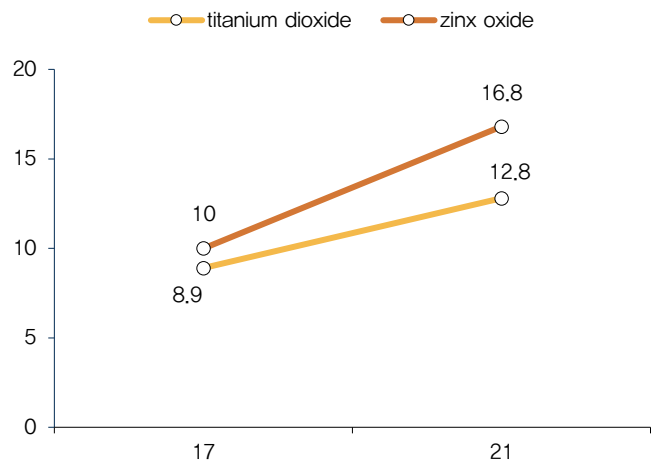
유기계 자외선 차단제가 환경과 인간에 끼치는 영향에 관한 문제가 제기되면서 대체재인 무기계 자외선 차단제가 시장에서 주목받게 되었다. 유기계 자외선 차단제의 원료인 옥티녹세이트(Octinoxate)와 옥시벤존(Oxybenzone)이 산호초 및 해양 생태계에 치명적일 수 있다는 연구 자료들이 발표되면서 사회 문제로 대두되었다. 19년에 미국 FDA는 유기계 자외선 차단제가 인간의 피부에 침투해 인체에도 유해하게 작용할 수 있다는 우려를 보이며 자외선 차단제용 **GRASE(안전하면서도 효과적이어야 함) 리스트**를 발표하였다. [도표14] 대부분의 유기계 자외선 차단제는 FDA가 안전성을 의심하는 옥티녹세이트와 옥시벤존을 포함하고 있는 상황에서, GRASE로 구분된 성분들을 포함하는 무기계 자외선 차단제 시장의 수혜가 분명하다.

도표 12. 무기계 선크림 유기계 선크림 비교 (단위: %)

	무기계 선크림	유기계 선크림
특징	피부에 물리적 방어막을 형성해 자외선을 차단	자외선이 피부에 흡수될 때 열에너지로 변환하여 피부 보호
장점	<ul style="list-style-type: none"> <li>적은 자극</li> <li>바르는 즉시 자외선 차단 효과</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>부드러운 발림성</li> <li>백탁현상이 없음</li> </ul>
단점	<ul style="list-style-type: none"> <li>제형이 뻑뻑</li> <li>백탁현상 나타날 수 있음</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>피부 트러블이 발생할 수 있음</li> <li>차단제를 바른 후 20-30분 이후부터 차단효과</li> </ul>

자료: 언론 종합, 성균관대학교 금융투자학회 S.T.A.R

도표 13. 무기계 자외선 차단제 원료 침투율 (단위: %)



자료: Mintel GNPD, 성균관대학교 금융투자학회 S.T.A.R

도표 14. 미국 자외선차단제 GRASE 리스트 (단위: %)

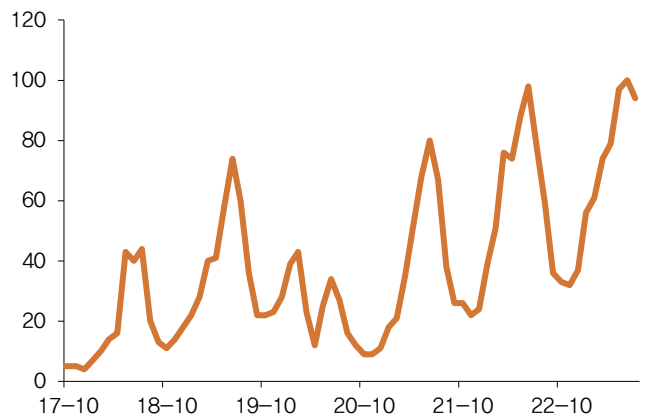
\*GRASE: Generally Recognized As Safe and Effective  
안전하면서도 효과적이어야 함

	무기계 선크림
GRASE	Zinc Oxide, Titanium Dioxide
GRASE 아님	PABA(Aminobenzoic acid) Tolamine Salicylate
데이터가 충분하지 않아 추가 시험 요청 중	Cinoxate, Dioxybenzone, Ensulizole, Homosalate, Meradimate, Octinoxate, Octisalate, Octocrylene, Padimate O, Sulisobenzonone, Oxybenzone, Avobenzone

자료: 미 FDA, 성균관대학교 금융투자학회 S.T.A.R

도표 15. Reef safe sunscreen 구글 검색량 추이 (미국)

\*고점을 100으로 한 상대적 수치



자료: Google Trend, 성균관대학교 금융투자학회 S.T.A.R



# 산업분석

유기계 자외선 차단제를 금지하는 법안들

세계 각지에서 유기계 자외선 차단제의 사용을 제한하는 움직임도 주목할만하다. 대표적으로 하와이에서 발의한 **Island Ban 법안**은 21년부터 산호초에 위협을 가하는 옥티녹세이트와 옥시벤존이 포함된 제품의 사용을 금지하였고 이에 따라 미국에서는 산호초에 무해한 선크림에 대한 검색량이 확연히 늘어났다. **[도표15]** 하와이에 이어, 미국 플로리다주 키웨스트 지역, 네덜란드 보네르 섬, 태국 해양 국립 공원에서도 관련 법안을 발의하였다.

유기 자외선 차단제의 시장 크기가 작아짐에 따라 글로벌 자외선 차단제 기업들은 대안을 모색해야하는 상황에 봉착하였다. 환경보호를 촉구하는 연구결과와 유해성분을 금지하는 법안이 지속적으로 발의됨에 따라 무기계 자외선 차단제로의 성분 교체 수요가 가속화될 것으로 보인다.

## 마이크로플라스틱, 문제만은 마이크로 하지 않아

마이크로 플라스틱이란

마이크로 플라스틱은 1nm 크기의 작은 플라스틱으로, 스킨케어 제품이나 세안제 등의 화장품에서 사용감을 개선하기 위해 첨가되는 필수적인 화장품 소재이다. Greenpeace에 따르면 제품 한 개당 약 36만 개의 미세플라스틱 입자가 들어간다.

마이크로플라스틱의 문제 및 규제

마이크로 플라스틱이 하수처리장에서 걸러지지 않고 바다로 들어가 해양오염 및 생태계 교란의 원인으로 작용한다는 문제가 제기되면서 **‘의도적으로 사용되는 마이크로 플라스틱’을 금지하는 규제**가 전세계적으로 확대되고있다. **[도표16]** 이는 현재 일부 품목들로 제한이 되어있지만 점차적으로 더 넓은 품목으로 확대될 것으로 판단된다. 실제로 올해 EU 회원국 대표들은 의도적으로 추가되는 미세 플라스틱을 제한하기 위한 유럽 위원회의 제안에 동의하였고 현재 채택만을 앞두고 있다. 이를 통해 씻어내는 화장품은 4년, 그 외의 화장품은 12년의 전환기간이 설정되었다.

### 실리카 비드, 플라스틱을 교체할 ACE

실리카 비드에 주목할 것

마이크로 플라스틱에 대한 환경 규제가 엄격해짐에 따라, 환경에 무해한 플라스틱 대체재의 수요가 지속적으로 확대될 것으로 판단된다. 그 중 본 리서치원은 **실리카(silica)**에 주목해보았다. 이는 실리카의 우수한 대체물로서의 기능과 환경과 인간에 무해한 광물 속성에 기인한다.

마이크로플라스틱의 최고의 대안

20년 Imperial college London에서 마이크로 플라스틱에 대한 29가지 대안을 환경과 인간에 미치는 요소로 복합적으로 비교해본 결과, 실리카가 최고의 대안이라는 결론을 도출하였다. **[도표17]** 이는 실리카가 화학적으로 안전하며 자연적으로 발생하므로 조달 및 처리하는 과정이 친환경적이고 간편하기 때문이다. 한편, 기름을 많이 흡수하는 실리카의 한계를 극복하기 위해서 다양한 코팅 기술이 개발되면서 마이크로 플라스틱의 완전 교체를 촉진하고 있다.

## Top-Pick: 선진뷰티사이언스

Top-Pick : 선진뷰티사이언스

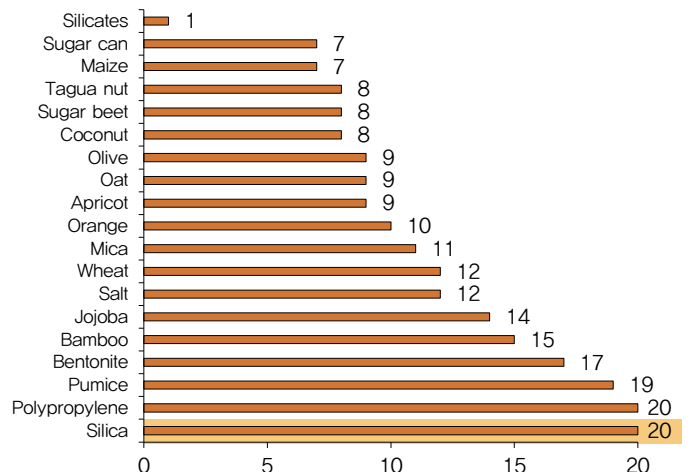
본 리서치원은 Top-Pick으로 선진뷰티사이언스를 제시한다. 이는 1) 글로벌 소비자로 다각화된 제품 포트폴리오를 가지고 있으며, 2) 친환경 화장품 소재를 주사업으로 영위함에 따라 클린뷰티 산업의 구조적 성장에 따른 수혜를 온전히 누리며, 3) 국가별 친환경 규제에 따라 대체재로 조명받는 무기계 자외선 차단제와 실리카 비드의 개발 및 양산 역량에서 경쟁우위를 가진다는 점에 기인한다.

도표 16. 글로벌 마이크로플라스틱 판매 금지 시행일 (단위: MMt/tpa)

국가명	판매 금지 시행일	국가명	판매 금지 시행일
캐나다	2018.01.01	네덜란드	2016 말
중국	2020.12.31	뉴질랜드	2018.06.07
프랑스	2018.01.01	한국	2017.07.01
아일랜드	2020.02.20	스웨덴	2019.01.01
이탈리아	2020.01.01	대만	2018.07.01
인도	2020.01.01	태국	2020.01.01
영국	2018.10.01	미국	2017.07.01

자료: 선진뷰티사이언스, 성균관대학교 금융투자학회 S.T.A.R

도표 17. 마이크로 플라스틱을 아웃퍼폼하는 카테고리 수 (단위: 개)



자료: Imperial College London, 성균관대학교 금융투자학회 S.T.A.R

# 기업분석

## 기업 개요

기업 개요

동사는 화장품 원료와 화장품 제조 및 판매업체로 1988년 설립되어 2021년 코스닥에 상장하였다.

주요 사업의 내용

동사의 제품군은 크게 1) **화장품 소재**, 2) **계면활성제**, 3) **산업용 소재**로 나눌 수 있다. 동사의 주요 제품별 매출액 비중은 22년 기준 화장품 소재 71.5%, 계면활성제 27.2%, 산업용소재 1.3%로 이루어져 있다. 그 중 동사의 주력 제품군인 **화장품 소재**는 자외선 차단 소재, 마이크로비드, 스킨케어 소재의 3가지 품목군으로 분류할 수 있다. 22년 기준으로 자외선 차단 소재는 45.7%, 마이크로비드는 47.7%, 스킨케어 소재는 6.6% 비중을 차지한다. **[도표18]**

국가별 수출 비중

22년 기준 동사 매출 중 약 85%가 수출액이다. **[도표19]** 해외 매출 규모가 큰 4대 시장의 매출은 전체 매출의 약 64%를 차지하며 각각의 매출 비중은 중국 23%, 미국 13%, 스페인 16%, 이탈리아 12%이다. 동사는 해외 26개국에 27개의 영업 대리점망을 구축을 통해 우수한 해외 네트워크를 확보하고 있으며 글로벌 화학기업인 DSM과는 전략적 파트너십 관계이다. 22년에는 유럽에서의 영업망 강화와 경영 효율화를 위해 이탈리아 해외 법인을 설립하였다.

## 제품 분석

### 자외선 차단 소재

자외선 차단 소재 설명

자외선 차단 소재는 동사의 주력 제품군으로 최근 5년간 연평균 15.7%로 성장하였다. 자외선 차단제는 기초와 색조 화장품 전반에 걸쳐 다양한 제품군에 포함되며 현재 중국의 Top10 자외선차단제 업체에 동사의 제품을 납품하고 있다. 자외선 차단제는 자외선을 차단하는 소재의 종류에 따라 1) 무기계 자외선 차단제와 2) 유기계 자외선 차단제로 구분할 수 있다. 동사는 무기계 자외선 차단제의 원료인 산화아연 및 이산화티탄을 직접 생산하고 있다. 특히 산화아연은 동사가 19년에 세계 최초 막대형 non-nano 제품 개발 및 양산에 성공하기도 하였다. 유기계 자외선 차단제는 외부 제조사의 유기계 자외선 차단제를 가공 및 캡슐화하여 고부가가치 자외선 차단 캡슐을 양산하고 있다.

### 마이크로 비드

마이크로 비드 설명

마이크로 비드는 화장품 소재 품목 가운데 가장 높은 매출액(22년 기준 화장품 소재 매출액의 47.7%)과 높은 성장률(최근 5년간 CAGR 13%)을 기록하였다. 마이크로 비드는 기초 및 메이크업, 자외선 차단 화장품에서 화장품의 사용감을 개선하는 용도로 사용되고 있다. 동사의 마이크로 비드는 제품은 1) 폴리머(PMMA) 마이크로 비드와 2) 무기계 마이크로 비드인 실리카 비드로 나눌 수 있다. 그 중 실리카 비드는 마이크로플라스틱 규제와 친환경 성분에 대한 대중의 높은 관심으로 수요가 늘어나는 추세이다. 동사는 Clean Beauty 트렌드에 맞게 실리카의 표면 및 내부를 친환경 천연 소재로 가공하는 기술을 통해 다양한 종류의 실리카 비드를 개발하였다.

도표 18. 22년 제품별 매출 비중

(단위: %)

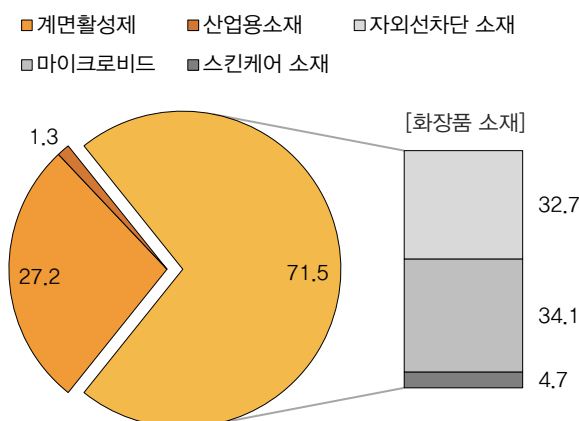
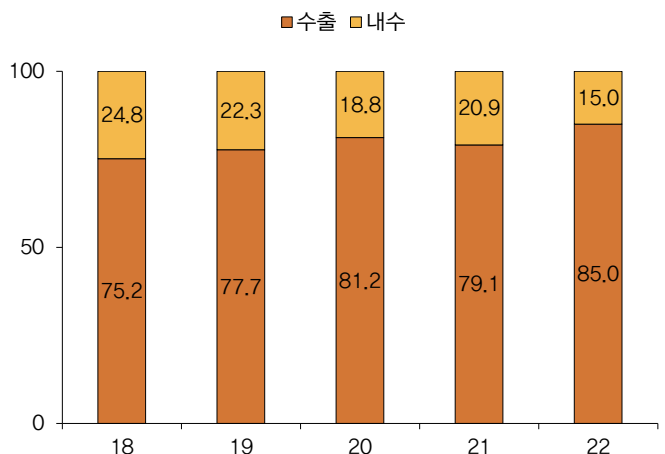


도표 19. 전체 매출액 대비 수출액 비중 추이

(단위: %)



# 기업분석

## 스킨케어 소재

### 스킨케어 소재 설명

동사의 스킨케어 소재에는 1) Hectorite Series와 2) Aqua Series가 있다. Hectorite 제조는 20년 까지 Elementis사가 독점하였으나, 동사가 세계에서 2번째로 Hectorite 양산에 성공하였다. 또한 Aqua Series는 보습기능의 유용성 오일을 나노(nano) 유화하여 기존의 Macro 스킨케어 화장품의 단점을 개선한 스킨케어 소재이다. 동사는 실리콘 프리, PEG프리 스킨 케어 소재 개발을 선도함에 따라 16년에서 22년까지 연평균 78.6% 성장하였다.

## 계면활성제, 아이레시피, OEM/ODM

- 1) 계면 활성제
- 2) 아이레시피
- 3) OEM/ODM

1) 계면활성제는 세제 원료용 생산이 중단되었으며 양이온 계면활성제만을 집중 생산하고 있다. 21년에 직접제조에서 OEM 생산으로 변경한 후 수익률이 개선되었다. 2) 아이레시피는 동사의 자체 완제품 브랜드로 22년 화해 선스틱 부문에서 랭킹 1위를 기록하기도 하였다. 동사는 아이레시피를 통해 화장품 소재 영업에서의 신뢰도를 구축하는 한편 자체 브랜드로 구축에도 노력을 기울이고 있다. 또한 동사는 3) OEM/ODM 사업을 통해 사업 다각화에 도전하고 있으며, 현재는 인디 브랜드, 새로운 브랜드 향으로 소규모 수주를 받고 있지만 고객사를 꾸준히 확보해 사업을 확장할 계획이다.

## 재무 분석

### 건전한 재무구조

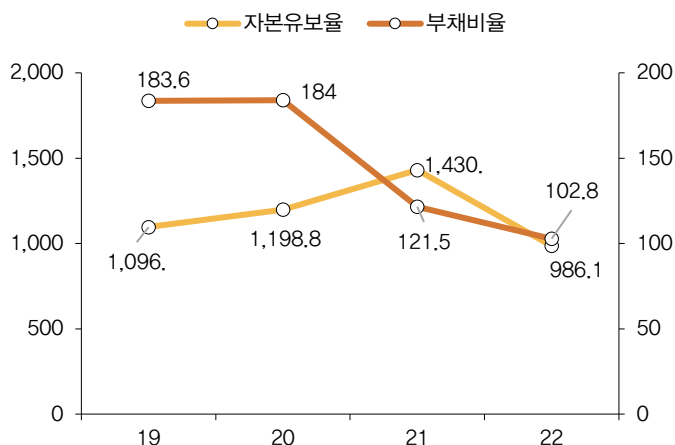
동사의 22년 자본유보율은 986.1% 부채비율은 102.3%이다. [도표20] 과거 CAPA 캐파 확장에 따른 차입금 증가한 부채율은 장안 공장이 본격 가동됨에 따라 지속적으로 감소하는 추세를 보이고 있다. 자동유보율은 22년에 감소하였지만 여전히 높은 유보율을 보여주고 있어 현금흐름이 안정적이라고 판단하였다.

### 견조한 타라인 성장기대 & 이익율 개선

23년 1분기 기준 동사의 매출액은 724억 원(YoY+25.2%), 영업이익은 45억 원(YoY+75%)이다. [도표21] 이 중에서 화장품 소재는 일부 고객사의 재고문제로 공급이 순연되어 타라인의 성장 폭은 작았지만, 영업이익률이 큰 폭으로 증가함에 따라 높은 영업이익을 기록할 수 있었다. 2분기부터 타라인의 견조한 성장세가 이어질 것으로 전망되는 가운데, 영업이익률의 상승 추세는 계속될 것으로 판단된다. 이는 1) 장안 스마트공장의 일원화 효과로 공장 운영비가 큰 폭으로 감소하였고, 2) 이탈리아 해외 법인이 설립됨에 따라 직거래 유통망이 가능해졌으며, 3) 고마진의 화장품 소재 사업 비중이 늘어나고 있다는 점에 기인한다.

도표 20. 동사의 자본유보율과 부채비율 추이

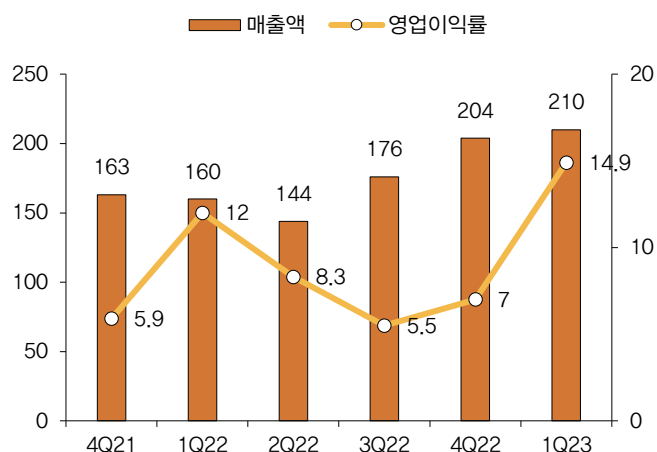
(단위: %)



자료: 선진뷰티사이언스, 성균관대학교 금융투자학회 S.T.A.R

도표 21. 동사의 매출액과 영업이익 추이

(단위: 억 원, %)



자료: 선진뷰티사이언스, 성균관대학교 금융투자학회 S.T.A.R

# 주가분석

도표 22. 선진뷰티사이언스 주가분석 요약

(단위: 원)



자료: Quantwise, 성균관대학교 금융투자학회 S.T.A.R

## 주가의 Key Factor : 실적

동사의 주가는 21년 하반기에는 상장 직후의 높은 기대감을 반납하면서 하락하였지만, 22년 이후부터는 주가가 실적, 정확히는 영업이익에 따라 움직이는 모습이 확인되었다.

### 시기별 주가분석

**[21년 하반기]** 코로나19의 직격탄을 맞으면서 해외시장과 국내시장에서 모두 화장품 판매량이 감소하였다. 위드코로나가 실시되었음에도 코로나가 재확산되면서 상반기에 상승한 주가가 코로나 발생 직후로 회귀하였다. 여기에 중국의 산업규제와 소비 둔화가 가시화되면서 화장품 업종은 전반적으로 주가 하락세를 보였다. 동사도 21년 1월에 주식시장의 높은 기대감을 받고 상장하였으나 글로벌 화장품 업종이 전반적으로 하락함에 따라 동사의 주가도 하락하였다.

**[22년 1분기]** 동사는 21년 최대 매출을 기록하면서 주가가 가파르게 상승하였다. 이는 선진국을 중심으로 팬데믹 방역지침이 완화되는 가운데 외부활동이 늘어나면서 동사의 주력제품인 자외선차단제의 실적 개선이 이루어졌다는 점에 기인한다. 이에 더해 무상증자가 결정함에 따라 주가의 단기적인 슈팅이 관찰되기도 하였다.

**[22년 4분기 이후]** 통상적인 화장품 업종의 비수기인 3분기에도 화장품 소재 매출액이 YoY 성장하는 모습을 보여줌에 따라 주가가 상승하였다. 이후 엔데믹 리오피닝과 더불어 동사는 화장품 소재 매출액의 실적이 YoY 대폭 상승하였고 이에 따라 주가도 장기간 우상향하는 모습을 보여주었다.

상기 주가분석을 통해 동사가 글로벌 화장품 시장에서 소재업체로의 입지를 넓혀가고 자외선차단제, 마이크로비드 향으로 고객사 포토폴리오를 확장함에 따라 실적이 늘어나며, 이에 주가도 동반하여 상승한다는 점을 파악하였다. 본 리서치원은 1) 글로벌 화장품 브랜드 및 유통 고객사와의 판매량 증가와 2) 23년부터 장항공장으로서의 공장 일원화와 제품 Mix 개선을 통해 영업이익율이 개선되는 시점에서 동사에 주목할 것을 제안한다.

# 투자포인트. 클린과 뷰티를 양손에 꼭!

화장품 소재 매출액  
23년 562.7억 원  
24년 653.9억 원

동사의 23년, 24년 화장품 소재 매출액은 562.7억 원(YoY +30.1%), 653.9억 원(YoY +16.2%)으로 전망한다. 이는 1) 친환경 소재 개발 및 양산 역량으로 클린뷰티 산업의 구조적 호황에 따른 수혜가 크다는 점, 2) 하이엔드 브랜드와 중국 로컬 브랜드 向 수요가 견조하며, 3) 장한 신공장 일원화 효과로 이익률 향상이 기대된다는 점에 기인한다.

## 무기자차 으랏차차

자외선차단제 매출액  
23년 257.4억 원  
24년 301.2억 원

동사의 23년, 24년 자외선 차단제 매출액은 257.4억원(YoY +30.2%), 301.2억원(YoY +17%)으로 전망한다. 이는 1) 산업의 구조적 성장이 예상되는 가운데 2) 동사는 무기계 자외선 차단제 소재의 개발 및 제조 기술력이 글로벌 최상위권이며, 3) 중국 로컬 자외선 차단제 시장에서 동사의 압도적인 시장 지배력에 기인한다

### ‘무시’ 할 수 없는 ‘무기’ 자차 기술력

동사의 시장 지배력 확대 전망

[산업분석]에서 언급했듯, 자외선차단제 시장은 고성장이 전망되며, 미국이 선도하는 친환경 움직임에 따라 무기계 자외선 차단제의 글로벌 수요가 확대되었다. 본 리서치원은 시장의 크기가 확대될 과 더불어 동사의 시장 지배력도 커질 것으로 판단하였다. 이는 동사가 R&D 역량을 바탕으로 혁신적인 소재의 개발 및 양산에 성공하였다는 점에 기인한다.

무기계 자외선 차단제의 캡슐화

동사는 무기 자외선 차단제의 단점인 백탁현상을 최소화하기 위해 무기계 차단제를 캡슐화, 막대형으로 재가공한 Tin Series(SUNSIL-Tin50, SUNSIL AS)를 글로벌 최초로 개발하였다. [도표23] 현재 글로벌 탑 선케어 브랜드인 ISDIN과 L'Oréal에 본 원료를 납품하고 있다. 이는 1) 환경 친화적인 동시에 2) 부드러운 발림성을 모두 갖춘 고부가가치 원료라는 점에서 하이엔드 브랜드 고객사向 수요가 견조할 것으로 판단된다.

Non-nano 산화아연 세계 최초 개발

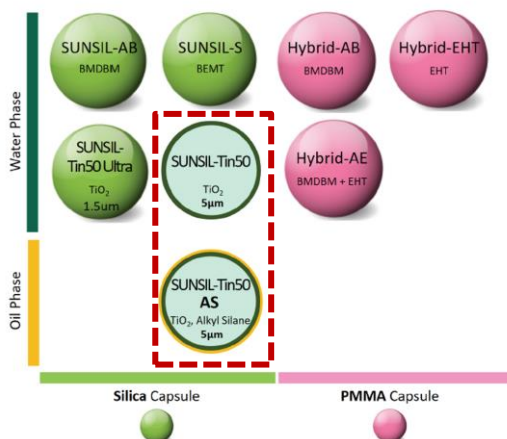
또한 동사가 19년에 세계 최초로 개발 및 양산에 성공한 non-nano 산화아연 소재(제품명: SUNZnO-200AS & 200SA)는, 입자 크기가 200um으로 유럽의 나노 규제를 피할 수 있지만 막대모양으로 만들어서 나노 등급의 산화아연보다 우수한 자외선 보호 기능을 제공한다. 실제 막대형 산화아연의 자외선 차단효능과 백탁정도를 실험해본 논문에서 위의 사실이 입증되었다. [도표24] 이는 현재 동사의 주된 영업 대상으로 중장기적으로 산화아연(ZnO) 탑라인 상승에 기여할 것으로 보인다.

## 중국의 로컬은 우리가 다 책임져

중국향 자외선차단제 매출 견조할 것으로 전망

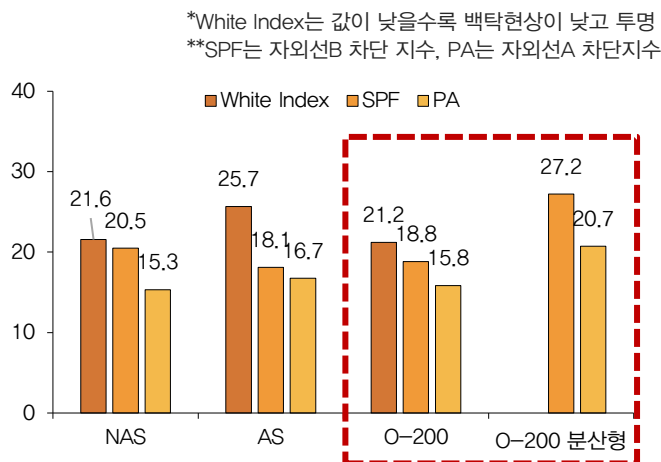
중국향 자외선 차단제 수요가 동사의 23년, 24년 자외선 차단제 매출을 견인할 전망이다. 이는 동사가 1) 탄탄한 고객사 포토폴리오를 보유하고 있어 2) 고성장하는 중국의 자외선 차단제시장과 3) 중국의 귀차요 열풍의 수혜를 온전히 누릴 수 있다는 점에 기인한다.

도표 23. 자외선 차단제 캡슐 포토폴리오



자료: SNT에너지, 성균관대학교 금융투자학회 S.T.A.R

도표 24. 산화아연의 종류별 자외선 차단기능과 백탁정도 비교



자료: 대한화장품학회, 성균관대학교 금융투자학회 S.T.A.R

# 투자포인트. 클린과 뷰티를 양손에 꼭!

중국 자외선 차단제 시장은 고성장 중

[산업분석]에서 언급했듯이, 중국 자외선차단제 시장은 지난 5년간 2배 가까이 성장했으며, 중장기적으로도 글로벌 자외선 차단제 시장보다 더 빠르게 성장할 것으로 전망된다. 동사의 중국향 매출은 중국의 자외선 차단제 시장의 성장과 동반하여 성장해왔으며 이후에도 동사의 중국향 자외선 차단제의 Q 상승을 이끄는 주요 Factor로 작용할 것이다. [도표25]

자외선 차단제에도 확인할 수 있는 귀차오

한편 중국의 귀차오 열풍은 자외선 차단제 시장에서도 두드러지게 관찰할 수 있었다. 22년 3월에서 23년 2월 사이에 집계된 중국의 온라인 자외선 차단제 브랜드 순위에서 중국 브랜드 WINONA, FLORASIS가 각각 6위, 7위를 기록하였다. [도표26] 이는 20년의 중국 자외선 차단제 인기 브랜드 순위에서 중국 한 개의 기업이 8위를 차지한 것과 비교되는 통계이다. 이를 통해 자외선 차단제 시장에서도 중국 로컬 브랜드는 가성비 제품으로 각광받고 있음이 확인되었다.

중국에서 독점적인 지위를 가지고 있는 동사의 자외선 차단원료

동사의 자외선 차단제 원료는 중국 로컬 자외선 차단제 시장에서 독점적인 지위를 가지고 있다. 동사는 PROYA, COGI 등 21년 IR 책자에서 언급된 중국 Top 10 자외선 차단제 업체뿐만 아니라 최근 몇 년간 친환경 로컬 브랜드로 부상한 WINONA에도 동사의 자외선 차단제 원료가 들어가는 것으로 파악되었다.

자외선 차단제 시장 내 입지 견고

중국의 자외선차단제 시장에서 동사의 입지가 견고할 것으로 판단된다. 화장품 소재 특성상, 특정 화장품에 사용되면 제품의 수명이 끝날 때까지 계속 들어간다. 특히 자외선차단제는 기능성 화장품 품목에 속하며, 브랜드의 수명주기가 1년 내외로 짧은 타 제품군에 비해 패스트 뷰티의 트렌드에 덜 민감하다. 위 논리에 기인해 기존 제품향으로 납품되는 원료는 안정적인 캐시카우로 역할할 것이며, 중국 시장 내 동사 원료의 경쟁력이 높게 평가받는만큼 새로운 제품군으로의 거래처 확장은 동사 자외선 차단제 원료의 가파른 Q 상승을 견인할 것이다.

## 실리카 하면 선진, 선진 하면 실리카

마이크로비드 매출액  
23년 272.5억 원  
24년 314.5억 원

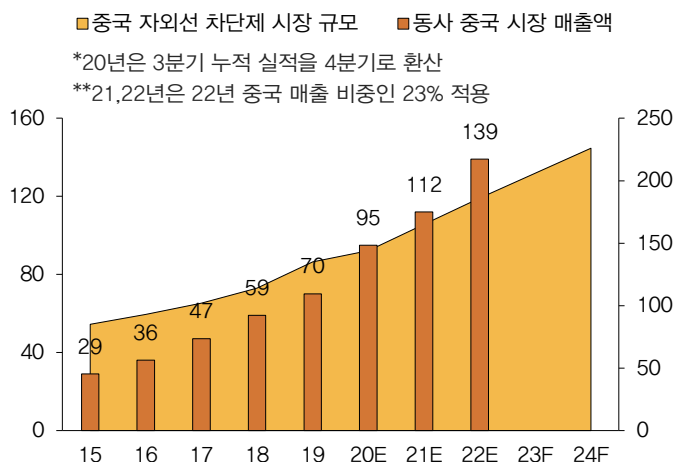
동사의 23년, 24년 마이크로 비드 매출액은 272.5억 원 (YoY +32.1%), 314.5억 원으로 (YoY +15.6%), 전망한다. 이는 마이크로 플라스틱에 대한 규제가 강화되면서 1) 글로벌 화장품 제조사들이 대체재로 실리카 비드를 채택할 가능성이 높아진 가운데, 2) 동사는 실리카 비드 개발 및 양산 역량이 글로벌 탑 수준이기 때문이다.

### 마이크로플라스틱 완전 대체제 On Sale

동사의 실리카 비드 개발역량은 최상위권

현재 실리카비드 제조 및 판매 기업 중에서는 동사의 개발 역량이 최상위권이라고 파악된다. 동사는 실리카가 마이크로 플라스틱을 대체할 차세대 소재임을 일찍이 파악한 후 실리카 기반 기술을 통해 마이크로 플라스틱과 동일한 물리적 특성을 갖는 소재를 연구하였다. 이에 천연코팅 기술과 탄성 왁스를 이용하여 PMMA, 나일론, 우레탄의 성질을 모방한 실리콘 기반 화학적 소재를 만드는 데에 성공하였다. [도표27]

도표 25. 중국의 자외선차단제 시장과 매출 추이 (단위: 억 원, 억 위안)



자료: 유로모니터, 선진뷰티사이언스, 성균관대학교 금융투자학회 S.T.A.R

도표 26. 중국 기간별 자외선차단제 브랜드 순위 비교

순위	2020	22.03 -23.02
1	ANESSA	ANESSA
2	Shiseido	MISTINE
3	Naris	Lancome
4	Biore	Shiseido
5	Loreal Paris	Loreal Paris
6	Lancome	WINONA
7	Olay	FLORASIS
8	Meifubao	Decorte
9	RE:CIPE	Naris
10	ISDIN	RE:CIPE

자료: O&O Consulting, 징둥닷컴, 성균관대학교 금융투자학회 S.T.A.R

# 투자포인트. 클린과 뷰티를 양손에 꼭!

생산역량 & 신속한  
트렌드 파악으로  
뚜렷한 경쟁우위

동사는 우수한 실리카 비드 생산역량을 토대로 글로벌 판매량을 늘려나갈 것으로 판단된다. 동사는 여러 물리적 특징의 실리카 비드를 개발해서 고객의 다양한 요구사항에 최적화된 솔루션을 제공할 수 있다. 또한 동사는 **화장품 소재 집약 기업**이기 때문에 아사히 글라스와 같이 산업용 실리카 비드 생산을 메인 사업으로 겸하는 경쟁사 기업과 달리 화장품 시장의 트렌드에 신속하게 대응할 수 있다는 점에서 경쟁우위를 가진다.

## 하이엔드 수요는 고공행진

하이엔드 브랜드 向  
제품군 확대 전망

본 리서치원은 하이엔드 브랜드 제품군 확대가 동사의 화장품 소재 실적을 견인할 것으로 판단하였다. 이는 1) 하이엔드 브랜드가 친환경 소재 트렌드를 선도하고 있는 가운데, 2) 동사는 고부가가치의 소재 생산 역량을 가지고 있으며, 3) 오랫동안 쌓아온 고객 레퍼런스에 기반해 신뢰관계를 축적해 왔다는 점에 기인한다.

### 친환경에서도 HIGH - END

하이엔드 브랜드의  
클린뷰티 트렌드

하이엔드 브랜드사는 마이크로 플라스틱과 유기계 자외선 차단제 사용을 줄여나가면서 클린뷰티 트렌드에 적극 동참하고 있다. **[도표28]** 이는 하이엔드 브랜드 소비자들의 지속가능한 구매 트렌드에 기인한다. 실제 23년 1분기 MillionaireVue 설문에 따르면 미국에서 가장 부유한 소비자의 47%는 구매 결정과 관련하여 브랜드의 사회적 책임을 중요하게 생각하며, 22%는 이미 윤리적 가치나 지속 가능성이 낮다는 이유로 브랜드나 제품을 보이콧했다. 이에 대응하여 하이엔드 브랜드는 1) 축적된 높은 자본력에 기반해 친환경 분야에서의 과감한 R&D를 진행했으며, 2) 고부가가치의 친환경 원료로 제품을 구성하면서 제품에 프리미엄 요소를 더하였다.

에스티로더, 샤넬,  
로레알의 Green 노력

대표적으로 **에스티로더**는 15년 전부터 자체적으로 성분 자가검진시스템인 Green Chemistry methodology 도입해서 지속가능한 성분에 대한 고객의 신뢰도를 쌓아왔다. 또한 **샤넬**은 22년 초부터 n1-de-chanel 친환경 라인 개발해서 자연 유래 성분 97%로 제품을 구성하기도 하였다. 글로벌 럭셔리 화장품 기업인 **로레알**은 17년에는 각질제거제품, 20년부터 세정제 제품에서 마이크로플라스틱을 모두 배제하였으며, 스킨케어 제품과 자외선차단제 제품에서도 점차적으로 마이크로플라스틱을 줄여나가겠다고 발표한 바 있다.

### 실력과 신뢰가 만들어주는 최고의 파트너

튼튼한 고객사  
포토폴리오에 기반한  
고객사 신뢰관계 구축

하이엔드 브랜드사의 친환경 제품 라인이 늘어나는 가운데 **고부가가치 친환경 화장품 소재 공급업체**로서의 동사 지위는 견조하다. 이는 **장기간 축적해온 고객사 포토폴리오**를 기반으로 구축한 신뢰관계에 기인한다. 현재 동사는 샤넬, 로레알, 겔랑, 에르메스 등 여러 하이엔드 브랜드를 핵심 고객사로 두고 있다. 특히 로레알에는 고급 자외선 차단제 소재인 SUNSIL Tin50을 05년부터 지속적으로 납품해왔으며 98% 친환경 성분으로 이루어진 에르메스 핸드크림에도 동사의 실리카 비드를 납품하고 있는 것으로 파악된다. 고객사와의 신뢰는 화장품 소재 산업의 가장 큰 진입장벽으로 작용하며, 이에 동사는 고객사 확보에 있어서 경쟁우위가 뚜렷하다.

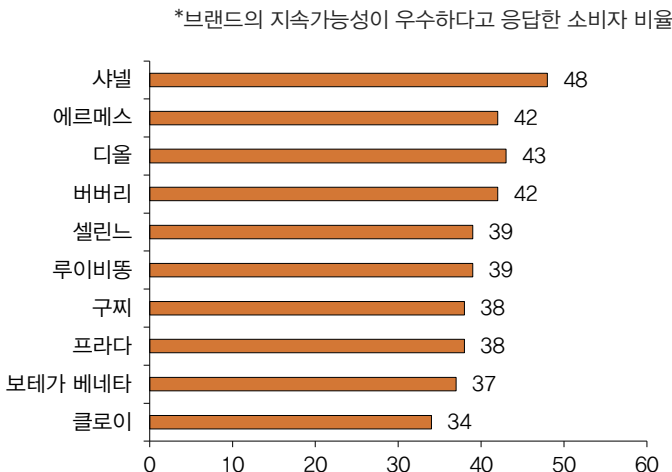
도표 27. 동사의 실리카 비드 제품 포토폴리오

마이크로 플라스틱	실리카 비드	모방한 특징
Non porous PMMA	SUNSIL-130NP (실리카)	낮은 오일 흡수력
Porous PMMA	SUNSIL-OLEO 시리즈 (실리카)	선택적 피지 흡수력
Silicon bead	SUNSIL-SILK (실리카 & 트리히드록 시스테아르산)	유연성 & 다공성
Nylon bead	SUNSIL-SOFT (실리카 & 트리히드록 시스테아르산 & 마카 다미아 오일)	유연성

자료: Feigua Data, 성균관대학교 금융투자학회 S.T.A.R

도표 28. 브랜드의 지속가능성에 관한 고객 설문

(단위: %)



자료: Statista, 성균관대학교 금융투자학회 S.T.A.R

# 투자포인트. 클린과 뷰티를 양손에 짊!

## 이젠 마진도 스마트하게 남기자

영업이익률  
23년 11.3%  
24년 13.5%

동사의 23년, 24년 영업이익률은 11.3%, 13.5%로 전망한다. 이는 1) 마진이 높은 화장품 소재 사업 비중을 확대하고 있으며, 2) FDA 인증을 받은 장항공장이 23년부터 본격적으로 가동됨에 따라 효율적인 공정 운영 시스템으로 생산성이 개선되고 비용이 절감된다는 점에 기인한다.

### 고마진의 화장품 소재에만 집중!

마진율이 높은  
화장품 소재 사업 확대 중

동사는 고마진의 화장품 소재 제품 비중을 늘려감에 따라 영업이익률 개선이 이루어질 것으로 판단된다. 동사는 현재 화장품 소재 사업 이외에도 **계면활성제 상품 판매 사업**과 **산업용 소재 사업**을 영위하고 있다. 화장품 소재는 대부분 기초 화학물질에서 직접 화장품 소재를 제조하고 있어서 매출원가가 30%대로 마진율이 높다. 반면 계면활성제와 산업용 소재는 동사가 외부에서 제품을 매입한 후 상품으로 판매하기 때문에 마진율이 낮다.

화장품 소재 사업 매출  
비중 상승 추세 이어갈 것

동사의 화장품 소재 사업 매출 비중은 지속적으로 상승하는 추세이다. [도표29] 이는 고마진의 화장품 소재에 집중해서 화장품 소재 집약 기업으로 거듭나기 위한 동사의 의도적인 계획이다. 실제로 21년에는 계면활성제 생산라인을 중단하고 화장품 소재 가동라인을 확장하였으며, 산업용 소재 사업은 19년부터 사업 비중이 빠르게 축소되고 있다.

### FDA에서 인정받은 장항 스마트 팩토리

장항 신공장 FDA현장실사  
국내 최초로 NAI로 통과

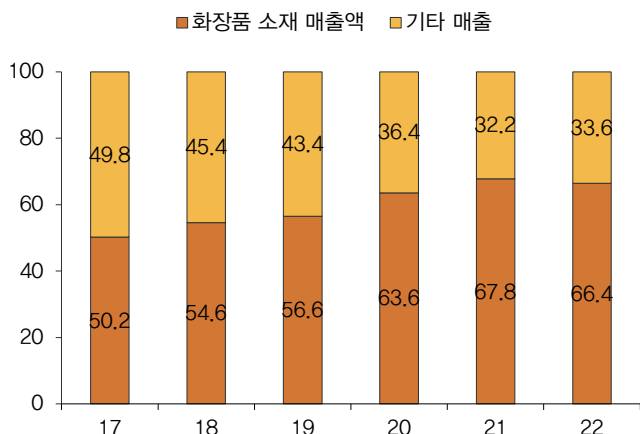
동사의 장항 공장은 19년 FDA 현장실사를 가장 우수한 심사등급으로 통과함에 따라 시장 지배력이 한층 강화되었다. 이는 글로벌 화장품 브랜드사들이 FDA 기준을 따르지 않거나, 주의를 요청되는 소재 사용을 기피하고 있다는 점에 기인한다. 미국에서는 선크림이 기능성 화장품이 아니라 OTC 의약품(의사처방 없이 구입가능한 의약품)으로 분류됨에 따라 시장에 진입하기 이전에 FDA에 등록 및 보고하는 절차를 밟아야 한다. 동사는 소재업체 중 아시아에서 두번째, 국내에서는 최초로 **NAI(지적 사항 없음)**을 받았으며 이는 동사 제품에 프리미엄을 부과하는 요인으로 작용하였다.

장항 공장의로의 생산  
일원화로 생산효율 ↑

23년부터는 장항 공장 생산 일원화가 완전해짐에 따라 생산효율이 극대화될 것으로 전망된다. 장항 공장은 최대 약 1,500억원의 매출이 가능함에 따라 기존 안산공장에 비해 CAPA는 약 2배가 커지지만 필요 인력에는 변동이 없다. 이는 장항공장이 스마트팩토리로 자동화 비중이 늘어남에 따라 인력대비 운용 효율성을 극대화 수 있다는 점에 기인한다. 또한 최신식 공장 설계방식에 기반하여 공장 수율을 높이고 공장 배치와 생산 방식을 개선하여 제조원가 및 운영비를 큰 폭으로 절감할 것으로 판단된다. [도표30]

도표 29. 화장품 소재 사업 매출 비중 추이

(단위: %)



자료: 선진뷰티사이언스, 성균관대학교 금융투자학회 S.T.A.R

도표 30. 장항 공장(신 공장)과 안산 공장(기존 공장) 비교

기존 공장	구분	신공장
수동	자동화	스마트 팩토리 (인건비 및 운영비 ↓)
주문 생산	생산 계획	계획생산 (품목 교체로 인한 손실 ↓)
수평이동 (빈번한 고장으로 유지보수비용 ↑)	생산 Flow	직하형 수직 이송 방식(배관 막힘이 없어 수율 ↑)
1X	단위 배치 사이즈	2X (에너지 비용 40% ↓)
워탁 처리	폐수처리	자체 처리

자료: 선진뷰티사이언스, 성균관대학교 금융투자학회 S.T.A.R



# 매출액가정

본 리서치원은 선진뷰티사이언스의 매출액 가정을 위해 1) 화장품 소재, 2) 계면활성제, 3) 산업용 소재, 4) 완제품 브랜드(아이레시피), 5) OEM/ODM 사업으로 분류하여 추정하였다.

23년 1분기부터 Dart의 매출액 분류 방식이 바뀌어서 **화장품 소재 및 계면활성제의 상품 판매가 '플랫폼 비즈니스'**로 통합되어 표시되었다. 동시에 직접 문의해본 결과 1) 23년 2분기부터 이전의 매출 분류법으로 다시 변경될 것이며, 2) 이전 분류법을 적용하면 23년 1분기 자외선 차단제와 마이크로 비드 매출액이 전년대비 소폭 증가하였다는 것을 고려하여, 23년 1분기의 사업별 매출액을 자외선 차단제 64.6억 원(YoY +5% 가정), 마이크로비드 54.4억 원, 스킨케어 소재 11.8억 원 (YoY +5% 가정), 계면활성제 54.6억 원(플랫폼 비즈니스 - 화장품 소재 상품 매출)으로 추정하였다.

## 화장품 소재

동사의 화장품 소재 매출액 가정을 위해 1) 자외선 차단제, 2) 마이크로비드, 3) 산업용 소재로 분류하여 추정하였다.

### 1. 자외선 차단제

#### [자외선 차단제 ASP 추정]

자외선 차단제의 ASP를 추정하기 위해서 동사의 제품 매출액을 제품 생산실적으로 나누어 추정하였다. 동사의 자외선 차단제 제품군은 다양하며 수주 사업 특성상 제품별 수주가 제각각으로 들어오에 따라 ASP가 일정한 추이를 보이지 않는다. 제품별 ASP 및 수주를 예측하기 어렵다는 점을 고려하여 21,22,23년 ASP의 평균인 1톤당 0.46억 원을 매분기 적용하였다.

도표 31. 자외선 차단제 ASP 추정

(단위: 억 원)

	2021	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	평균 ASP
제품 매출액	158.8	61	54	35	47	65	0.46
제품 생산실적 (톤)	339	99	165	80	131	120	
자외선 차단제 ASP	0.49	0.62	0.33	0.43	0.36	0.54	

#### [자외선 차단제 Q 추정]

자외선 차단제가 화장품 소재에서 차지하는 비중은 20년 54.1%, 21년 47%, 22년 45.7%이다. 이에 3개년 평균인 48.9%의 비중을 차지하고 있다고 전제하였다. 한편 2022년 IR Letter에 따르면 화장품 소재 매출 비중 중 L'Oréal향이 15%, 중국 로컬향이 15%, ISDIN향이 15%이다. 동사는 05년부터 로레알에 동사의 자외선차단제를 공급해왔으며, 중국 자외선 차단제 시장 Top10 기업들과 거래하고 있다는 점에 근거해서 L'Oréal과 중국 로컬 매출 비중이 모두 자외선 차단제 제품이라고 가정하였다. 또한 동사가 ISDIN으로 자외선 차단제를 공급하고 있으며, ISDIN의 주력 제품이 무기계 선크림이라는 점을 고려하여 ISDIN향 매출 비중도 모두 자외선 차단제 제품이라고 가정하였다. 이에 L'Oréal, 중국 로컬, ISDIN으로 각각 1:1:1으로 자외선 차단제를 납품하는 것을 전제로 하였다.

L'Oréal, 중국 로컬, ISDIN에서의 동사점유율은 일정하게 유지된다고 가정하였다. 이는 오랫동안 해당시장에서 자외선 차단제를 공급해오면서 동사의 시장지배력은 이미 최대치에 도달하였다는 점에 기인한다. 이에 1) 각 공급사의 제품 판매 시장의 성장율과 2) 공급사의 시장 점유율에 기반하여 Q 증가율을 추정하였다.

우선 L'Oréal과 ISDIN은 전세계를 대상으로 제품을 판매하지만 중국향 매출이 유의미하게 크다는 점을 고려해 글로벌과 중국의 자외선차단제 시장의 연평균 성장 전망치의 평균인 23년 7.9%, 24년 7.3%를 적용하였다. 또한 1) 무기계 자외선 차단 원료만을 사용하는 제품이 5년간 167% 증가하였다는 점과 2) 동사의 자외선 차단제 중 무기계 자외선 차단제의 비중이 절반 정도 차지한다는 점에 기인해 연평균 성장율인 21.7%의 절반인 10.8%를 적용하였다. L'Oréal의 글로벌 시장 점유율은 최근 3개년 각각 13.2%, 14.2%, 14%로 비슷한 추이를 보이며, ISDIN의 글로벌 시장 점유율에 대한 자료가 부재하다는 점에 기인해 점유율에 따른 추가적인 할증을 적용하지 않았다.

중국 로컬향 Q를 추정하기 위해 중국 자외선 차단제 성장율 전망치인 23년 10.8%, 24년 9.6%를 적용하였으며, 중국의 귀차오 열풍으로 중국 로컬 기업들의 시장 점유율이 커짐에 따라 성장율에 각각 20% 할증하여 13%, 11.5%로 구하였다.

# 매출액가정

최종적으로 LOREAL, 중국 로컬항, ISDIN항 Q 성장을 평균치인 23년 11.4%, 24년 10.4%를 적용하여 자외선차단제 Q를 추정하였다. 계절성이 있다는 점에 기인해 22년 분기별 자외선 차단제 매출 비중인 31:28:18:23을 적용해 분기별로 나누었다.

도표 32. 자외선 차단제 Q 추정

(단위: 톤)

	1Q23	2Q23F	3Q23F	4Q23F	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2023F	2024F
자외선 차단제 Q	120	169	109	139	203	183	118	151	559	654

## 2. 마이크로 비드

### [마이크로비드 ASP 추정]

마이크로비드의 ASP를 추정하기 위해서 동사의 제품 매출액을 제품 생산실적으로 나누어 추정하였다. 자외선 차단제 ASP 추정과 동일한 논리로 21,22,23년 ASP의 평균인 1톤당 0.25억 원을 매분기 적용하였다.

도표 33. 마이크로비드 ASP 추정

(단위: 억 원)

	2021	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	평균 ASP
제품 매출액	156.9	49.1	56.9	52.7	47.6	54.4	0.25
제품 생산실적 (톤)	537	172.8	228	337.2	182.4	241.3	
마이크로 비드 ASP	0.29	0.28	0.25	0.16	0.26	0.23	

### [마이크로 비드 Q 추정]

마이크로 비드가 화장품 소재에서 차지하는 비중은 20년 54.1%, 21년 47%, 22년 45.7%이다. 동사의 마이크로비드 공급처는 자외선 차단제와 달리 소수의 공급사에 집중되어 있지 않고, 국내 및 글로벌 화장품 브랜드와 OEM/ODM사 등으로 다양하다. 이에 특정 시장의 성장을 또는 기업의 성장을 적용하는 것은 무의미하다고 판단하였다.

동사의 마이크로 비드 공장 가동율은 19년부터 지속적으로 증가하는 추이를 보이며, 추이를 반영하여 24년까지 가동률이 90%로 증가할 것으로 전망하였다. 이는 1) 플라스틱 비드 사용을 규제하는 국제적인 움직임이 거세지는 산업의 전환기에서 2) 동사의 화장품 소재용 실리콘 비드 개발 및 양산 역량은 글로벌 탑이며, 3) 이에 따라 고객사와 제품군이 빠르게 확대되고 있다는 점에 기인한다. 또한 22년부터 장항 공장의 가동이 본격화됨에 따라 CAPA가 증가하였으며, 동사는 추가적인 증설 계획을 밝혔으나 아직 구체적인 가이드라인이 없으며 공사기간을 고려하여 24년까지는 22년의 CAPA가 유지된다고 가정하였다.

도표 34. 마이크로비드 공장 가동율 추정

(단위: 억 원)

	2019	2020	2021	2022	2023F	2024F
생산능력	1,164	1,164	1,164	1,326	1,326	1,326
생산실적 (톤)	111	313	537	920	1,056	1,193
가동률	9.6%	26.9%	46.2%	69.4%	79.7%	90%

마이크로비드는 분기별로 관찰되는 특정 추이가 없기 때문에 Q를 분기별로 동일하게 인식하였다.

도표 35. 마이크로비드 Q 추정

(단위: 톤)

	1Q23	2Q23F	3Q23F	4Q23F	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2023F	2024F
제품 매출액 (억 원)	241.3	290	290	290	315	315	315	315	1090	1259

# 매출액가정

## 3. 스킨케어 소재

스킨케어 소재가 화장품 소재에서 차지하는 비중은 20년 7.5%, 21년 5.7%, 22년 6.6%이다. 아직 본격적인 수익화 단계에 진입하지 못함에 따라 매출액의 변동성이 크게 관찰되었다. 동사는 20년에 표면처리 헥토라이드 파우더를 개발 및 양산함에 따라 20년 이후 매출액이 큰 폭으로 증가하였다. 이에 23년, 24년에도 20년에서 22년의 연평균 성장율인 15%로 성장할 것으로 전망하였다. 이는 1) 헥토라이드 파우더를 개발 및 양산한 기업이 동사가 글로벌 2번째이며, 이에 따라 2) 동사의 헥토라이더 파우더의 시장 침투율이 점진적으로 증가할 것이라는 점에 기인한다.

또한 1,4분기에는 분기 매출이 높고 2,3분기에는 낮다는 점을 고려하여 22년 분기별 스킨케어 소재 매출 비중인 39:18:15:28을 적용해 분기별로 나누었다.

도표 36. 스킨케어 소재 매출액 가정 (단위: 억 원)

	1Q23	2Q23F	3Q23F	4Q23F	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2023F	2024F
매출액	12	6	5	10	15	7	6	11	33	38

도표 37. 화장품 소재 매출액 가정 (단위: 억 원)

	1Q23	2Q23F	3Q23F	4Q23F	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2023F	2024F
자외선 차단제	65.0	78	50	64	93	84	54	69	257	301
마이크로 비드	54.4	73	73	73	79	79	79	79	272	315
스킨케어 소재	12	6	5	10	15	7	6	11	33	38
총 화장품 소재 매출	131	157	128	147	187	170	139	159	563	654

## 계면활성제

계면활성제가 동사의 매출액에서 차지하는 비중은 20년, 21년, 22년 각각 29.4%, 23.3%, 25.6%이다. 또한 22년 3분기부터 대폭 증가한 모습을 보였는데 이는 우크라-러시아 전쟁에 기인해 러시아향 계면활성제 수출금액이 일시적으로 증가한 것으로 판단된다. 1) 전쟁으로 인한 수요 예측이 불가능하며, 2) 동사는 마진이 높은 화장품 소재 제품 판매에 주력하고 있다는 점을 고려하여 5분기 이동평균법으로 최근 추세를 반영하여 산출하였다.

도표 38. 스킨케어 소재 매출액 가정 (단위: 억 원)

	1Q23	2Q23F	3Q23F	4Q23F	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2023F	2024F
계면활성제	55	44	47	49	49	49	48	48	194	195

# 매출액가정

## 산업용 소재

산업용 소재 매출액은 20년 10.2억, 21년 8억 원, 22년 5.5억 원으로 연도별로 감소하는 추세를 보였다. 이는 동사가 화장품 소재 집약 기업으로 글로벌 인지도를 쌓고 화장품 소재의 제조 및 판매 역량에 집중하기 위해 본 사업을 정리하는 것으로 파악하였다. 동사의 산업용 소재 매출이 감소하는 추세를 반영하기 위하여 최근 5년간 연평균 감소율인 -23.2%를 23년, 24년 매출액에 적용하고 분기별로 동일하게 인식하였다.

도표 39. 산업용 소재 매출액 가정

(단위: 억 원)

	1Q23	2Q23F	3Q23F	4Q23F	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2023F	2024F
산업용 소재	0.6	1.2	1.2	1.2	0.8	0.8	0.8	0.8	4.2	3.2

## OEM/ODM

OEM ODM 사업은 동사가 22년 사업을 개시한 이후 동남아시아 고객사의 수주로 22년 11월에 처음으로 매출이 집계되었다. 동사는 인디 브랜드, 새로운 브랜드 등 다양한 국가에서 테스트 마켓을 원하는 고객을 대상으로 적극적인 영업활동을 하고 있다. 동사는 1) 글로벌 원료업체인 DSM에 자외선 차단제 OEM을 오랫동안 수행한 노하우가 있으며 2) 자체 브랜드인 아이레시피를 OEM/ODM 라인에서 직접 제작해왔으며, 3) 글로벌 화장품 브랜드사에 소재를 납품하면서 Total 솔루션을 제공한 경험 바탕으로 OEM/ODM 사업에서의 역량이 우수하다고 판단하였다. OEM/ODM 사업을 전문적으로 영위하는 코스메카코리아가 동남아시아 시장에 진출하여 본격적으로 수익화 단계에 도입한 18년, 19년의 동남아시아 매출이 각각 22.1억 원, 29억 원임에 따라 연매출 증가율인 31.2%를 적용하여 23년, 24년 매출액을 산출하였다.

도표 40. OEM/ODM 사업 매출액 가정

(단위: 억 원)

	1Q23	2Q23F	3Q23F	4Q23F	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2023F	2024F
OEM/ODM	0.3	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4	1.2	1.6

## 아이레시피

아이레시피 매출액은 22년 2.2억 원, 21년 1.4억 원으로 전체 매출액에서 차지하는 비중은 1% 내외이다. 하지만 아이레시피는 1) 20년 처음 매출에 인식된 이후 매년 2배 가량의 실적 상승폭을 보여주었으며, 2) 국내 대표 뷰티앱인 '화해'앱에서 '선스틱 부문 1위'를 하는 등 친환경 브랜드의 인지도를 점진적으로 쌓고 있으며, 3) 동사의 화장품 소재에 관심을 보이는 고객사로부터 샘플 요청이 많다는 점에서 이후에도 고성장을 이어나갈 것으로 판단하였다. 동사는 현재까지 아이레시피에 관한 구체적인 사업 가이드라인을 공유하고 있지 않고 있다. 이에 브랜드가 빠르게 성장하는 추세를 반영하기 위하여 21년 1분기부터 23년 1분기까지의 분기별 평균 성장율인 17.8%를 분기별로 복리로 적용하였다.

도표 41. 아이레시피 매출액 가정

(단위: 억 원)

	1Q23	2Q23F	3Q23F	4Q23F	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2023F	2024F
아이레시피	0.7	0.8	0.9	1.1	1.3	1.5	1.8	2.1	3.5	6.7

# 매출액가정

## 해외 법인

동사는 중국법인 천진선광화장품유한공사와 이탈리아 법인 Sunjin B. S. ITALY SRL를 종속법인으로 두고 있으며 각각의 지분율은 51%이다. 중국법인은 제조업, 이탈리아 법인은 판매업이 주요 영업활동이다. 이탈리아 법인이 작년 설립된 후 22년 4분기부터 종속기업 매출액(연결 재무제표 매출 - 개별 재무제표 매출)이 큰 폭으로 증가하였으며, 동사가 종속법인의 구체적인 영업활동에 대해서 공개하고 있지 않으며 이탈리아 법인의 영업활동으로 인한 글로벌 영업 네트워크 확대에 따른 이득은 화장품 소재 매출액에 반영된다는 점을 고려하여 4Q22, 1Q23의 매출액의 평균값을 전 분기에 적용하였다.

도표 42. 선진뷰티사이언스 매출액 가정

(단위: 억 원)

		1Q23	2Q23F	3Q23F	4Q23F	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2023F	2024F
화장품 소재	자외선 차단	65.0	78	50	64	93	84	54	69	257	301
	마이크로 비드	54	73	73	73	79	79	79	79	272	315
	스킨케어	12	6	5	10	15	7	6	11	32.9	37.8
	합계	131	157	128	147	187	170	139	159	563	654
계면활성제		55	44	47	49	49	49	48	48	194	195
산업용 소재		0.6	1.2	1.2	1.2	0.8	0.8	0.8	0.8	4.2	3.2
아이레시피		0.7	0.8	0.9	1.1	1.3	1.5	1.8	2.1	3.5	6.7
ODM/OEM		0.3	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4	1.2	1.6
해외법인		17	19	19	19	19	19	19	19	73	75
합계		204	222	196	218	258	241	209	229	839	934

# 비용가정

## 매출원가

동사의 매출원가는 변동비성 비용과 고정비성 비용으로 구분하여 추정하였다. 매출원가에서 유의미한 비중을 차지하는 변동비성 항목은 '원재료 및 상품 매입액', '수선비', '폐기물처리비', '소모품비'이며, 고정비성 항목으로는 '종업원 급여'와 '감가상각비'가 있다. 이외 항목들의 매출액 대비 비중은 1% 내외이며 최근 3개년 평균 또는 증감 추이를 반영하기 위해 CAGR을 적용하였다.

### 변동비성 매출원가

**[원재료 및 상품 매입액]** 동사의 매출원가의 변동비 중 장 큰 부분을 차지하는 항목으로, 매출액 대비 비중은 최근 3개년 각각 51.6%, 46.0%, 49.9%이다. 원재료 및 상품 매입액은 크게 1) **화장품 소재의 원재료**와 2) **기타 상품 매입액**으로 나눌 수 있다. 1) **화장품 소재의 원재료**가 화장품 소재 매출액에서 차지하는 비중은 최근 3개년 각각 31.2%, 35.9%, 36%이다. 동사는 기초 화학물질에서 직접 화장품을 소재를 제조하고 있어서 원재료 가격 비중이 낮으며 수급에 따른 변동폭이 작다. 또한 상대적으로 원재료가 비싼 계면활성제는 21년부터 OEM 생산으로 변경함에 따라 21년, 22년이 20년에 비해 소폭 증가하였다. 이에 21년, 22년 평균치인 36%를 적용하여 23년, 24년 화장품 소재의 원재료를 가정하였다. 2) **기타 상품 매입액**이 '총 매출액 - 화장품 소재 매출액'에서 차지하는 비중은 최근 3개년 각각 83.9%, 66.3%, 75.6%이다. 기타 상품 매입액에서는 계면 활성제 상품 매입이 대부분 차지하기 때문에 유가 등 복합적인 요인에 영향을 받는다. 지정학적 리스크가 큰 상황에서 유가를 예측하는 것은 무의미하다는 판단에 의해 3개년 평균 비중인 75.3%를 적용하였다.

**[폐기물처리비]** 폐기물처리비는 매출액 대비 차지하는 비중이 신공장의 운용 효율화로 19년부터 점진적으로 감소하였다. 23년부터 공장 이 장한공장으로 일원화됨에 따라 23년 1분기 이후의 추가적인 비용 감소 효과는 없다고 가정했으며 23년 1분기 매출액 대비 비중인 1.4%를 23년, 24년에 동일하게 적용하였다.

**[소모품비]** 매출액 대비 차지하는 비중이 최근 4개년 각각, 1.8, 1.6, 2.1, 2.1이다. 이에 최근의 증가한 추세를 반영하기 위해 최근 2개년 비중인 2.1%를 적용하여 산출하였다.

### 고정비성 매출원가

**[종업원급여]** 종업원 급여는 직원 수와 임금 증감율에 영향을 받는다. 최근 3개년 직원 수는 각각 114명, 117명, 119명으로 변화가 미미했지만 이태리 법인 설립 등으로 23년 1분기 직원 수가 131명으로 소폭 증가하였다. 23년 내에 미국 및 유럽에서 법인이 설립될 것이라는 점을 근거하여 24년의 직원 수가 같은 증감폭으로 두번 늘어날 것으로 추정하였다. 여기에 3년 동안 급여액이 연평균 9.3% 증가했다는 것을 고려하여 23년, 24년 종업원급여를 가정하였다.

**[감가상각비]** 감가상각비는 신공장 건설 등으로 20년 YoY+109.5%로 대폭 상승하였으며 이후에도 건물, 기계장치를 계속적으로 매입하면서 증가하는 추세를 보였다. 23년에도 추가적인 건물 매입이 예상됨에 따라 20년 이후의 연평균 증가율인 9.6%를 적용하였으며 24년에는 일정하게 유지된다고 가정하였다.

## 판매비와 관리비

동사의 판매비와 관리비도 변동비성 비용과 고정비성 비용으로 구분하여 추정하였다. 판매비와 관리비에서 유의미한 비중을 차지하는 변동비성 항목은 '운반비'와 '지급수수료'이며, 고정비성 항목으로는 '인건비'와 '연구비'가 있다. 이외 항목들의 매출액 대비 비중은 1% 내외이며 특정 추이가 존재하지 않아 최근 3개년 평균 또는 증감 추이를 반영하기 위해 CAGR을 적용하였다.

### 변동비성 판매비와 관리비

**[운반비]** 최근 3개년 매출액 대비 비중은 각각 3%, 3.9%, 4.7%이다. 운반비의 증가는 러시아향 계면활성제 수출의 단기적인 급등과 연관성이 크며 계면활성제 수출이 23년 3분기 부터 안정화될 것으로 가정하여 23년, 24년에는 3개년 평균인 3.9%를 적용하여 산출하였다.

**[지급수수료]** 최근 3개년 매출액 대비 비중이 각각 1.6%, 1.5%, 1.7%이다. 이에 3개년 평균치인 1.6%를 적용하여 산출하였다.

### 고정비성 판매비와 관리비

**[급여, 퇴직급여, 복리후생비]** 동사의 판매비와 관리비에 반영되는 인건비는 매출원가에 반영되는 종업원 급여와 같은 논리로 추정하였다.

**[연구비]** 동사는 화장품 소재 연구를 활발히 진행함에 따라 연구비가 꾸준히 증가하는 추세를 보였다. 동사는 25년까지 제시한 비전인 Global Top 1 실리콘, Top 3 폴리머 비드, Top 5 자외선 차단제를 달성하기 위해 향후에도 연구개발 범위를 지속적으로 확대할 것으로 판단하였다. 이 점을 고려하여 19년부터 22년까지의 CAGR인 32.6%를 적용하여 산출하였다

## 비용가정

### 금융손익 및 기타손익

**[금융손익]** 동사 금융손익의 구성항목은 '이자손익', '외환차손익', '외화환산손익'이다. 높은 수출 비중으로 외화거래가 많은 동사의 사업 특성상, 환율에 따른 금융손익의 변동폭이 크다고 판단된다. 다만, 미래 환율 추정의 불확실성이 존재하며 동사의 금융손익은 매출액 대비 매우 낮은 비중을 차지함에 따라, 최근 3개년 평균액으로 23년, 24년 금융손익을 가정하였다.

**[기타손익]** 동사는 신공장인 장안공정으로 이전하면서 22년 기존 안진공장 매각을 완료하였다. 이에 21년에는 기타비용에서 유형자산손상차손 비용 약 30억원이, 22년 기타이익에서 매각예정비유동자산처분이익 약 200억원이 결제됨에 따라 기타손익의 변동성이 크게 나타났다. 23년, 24년에는 위와 같은 유의미한 변동사항이 없다는 판단 하에 21년의 기타손익과 동일한 값을 적용하였다.

### 법인세비용

동사의 최근 3개년 유효세율은 각각 20년 -12.8%, 21년 -88.3%, 22년 18.5%이다. 이에 22년 유효세율인 18.5%를 사용하여 추정하였다.

도표 43. 선진뷰티사이언스 비용가정

(단위: 억 원)

	2020	2021	2022	2023F	2024F
매출액	464	487	643	839	934
매출원가	348	352	440	586	632
매출총이익	116	135	203	253	302
판매비와 관리비	81	98	150	158	176
영업이익	36	37	53	95	126
금융손익	(12)	3	(19)	(9)	(9)
기타손익	3	(31)	212	3	3
법인세 차감 전 순이익	27	9	247	89	120
법인세 비용	(3)	(8)	46	16	22
당기순이익	30	16	20	73	98

# 밸류에이션

## Historical P/E Valuation

본 리서치원은 동사의 적정주가를 산출하기 위해 Historical P/E Valuation을 사용하였다. 이를 통해 제시한 Target P/E 20를 24년 Fwd EPS 806원에 적용하여 목표주가 16,100원을 산출하였으며, 이에 따른 상승여력 83.4%로 매수 의견을 제시하는 바이다.

### Why Not Peer P/E Valuation?

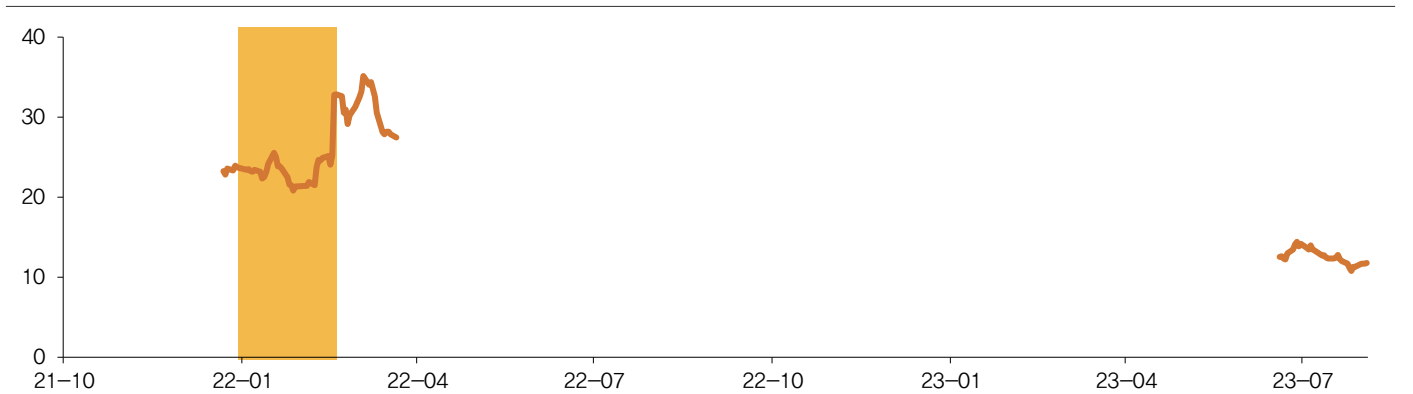
현시점 동사와 적절히 비교가능한 국내외 Peer 상장사가 부재하다고 판단하였다. 동사의 Peer를 산정하기 위해서는 1) 화장품 소재사업을 주사업으로 영위하는지의 여부, 2) 고객사 포트폴리오가 특정 지역이나 기업에 편중되어 있지 않고 80% 이상을 글로벌 고객사향으로 수출하고 있는지의 여부, 3) 친환경 화장품 소재 개발 및 양산 역량이 우수함에 따라 클린뷰티 산업의 구조적 성장에 따른 외형 성장 기대감 여부 등을 고려해야 한다.

국내에서는 동사와 같이 친환경 화장품 소재를 직접 제조하며 화장품 소재 사업의 매출 비중이 높은 상장사는 없다고 판단하였다. 중소형 OEM/ODM사와 같은 경우에는 동사와 영위하는 사업부문의 성격이 다르기 때문에 배제하였다. 대표적인 Global Peer에는 아사히글라스가 있지만 1) 화장품 뿐만 아니라 산업용 소재 사업을 주력으로 하고 있으며, 2) 시가총액 등의 차이에 기인해 동사의 PEER 선정에 제거했다.

### 적정주가 산출

동사는 국내외 쌓은 탄탄한 고객 레퍼런스를 바탕으로 친환경 성분에 관한 사회적인 움직임 및 국가적 규제에 기인한 클린뷰티 산업 성장에 따른 온전한 수혜가 기대된다. 이에 본 리서치팀은 1) 22년 초부터 하와이 Island Ban이 시작되면서 무기계 자외선 차단제 수요 증대에 대한 기대감, 2) 다양한 친환경 포토폴리오를 보유하고 있음에 따라 동사의 글로벌 시장 지배력 상승이라는 측면에서 현재와 과거 21년 1월-2월 시기가 유사하다고 판단하였다. 다만 코로나로 인한 기저효과와 더불어 중국과 미국 리오프닝으로 인한 글로벌 화장품 소비 회복 기대감이 22년보다 부족하다는 점에 기인하여 22년 1월-2월 평균 12M Fwd P/E 인 25에 20% 할인한 20을 Target P/E를 산정하였다.

도표 44. 선진뷰티사이언스 12m Fwd P/E 추이



자료: Qunatiwise, 성균관대학교 금융투자학회 S.T.A.R

도표 45. 선진뷰티사이언스 Historical P/E Valuation

(단위 : 억 원)

시가총액	1,071
매출액 (2024F)	934.3
영업이익 (2024F)	126.1
당기순이익 (2024F)	103.5
발행주식 수	12,203,280
2024F EPS (원)	806
Target P/E	20
현재주가 (원)	8,780
목표주가 (원)	16,126
수정주가 (원)	16,100
상승여력 (%)	83.4



## Appendix – 추정재무제표

도표 46. 선진뷰티사이언스 추정재무제표

(단위: 억 원)

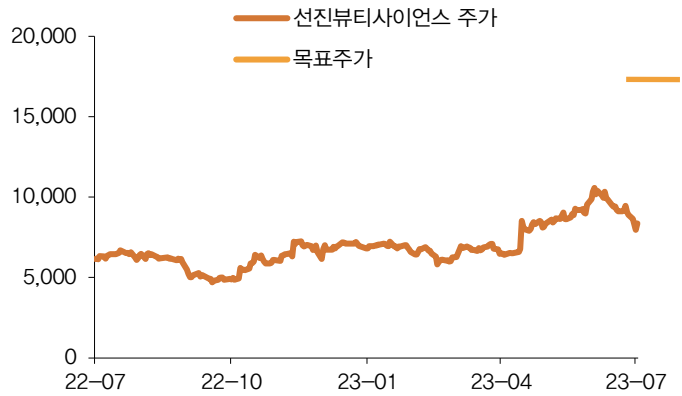
	2020	2021	2022	2023F	2024F
매출액	464	487	643	839	934
매출원가	348	352	440	586	632
매출총이익	116	135	203	253	302
판매비와 관리비	81	98	150	158	176
영업이익	36	37	53	95	126
금융손익	(12)	3	(19)	(9)	(9)
기타손익	3	(31)	212	3	3
법인세 차감 전 순이익	27	9	247	89	120
법인세비용	(3)	(8)	46	16	22
당기순이익	30	16	20	73	98
매출액 증가율 (%)	(2.11)	4.96	32.03	30.43	11.35
영업이익 증가율 (%)	(23.4)	2.78	43.24	78.8	32.59
순이익 증가율 (%)	(30.23)	(46.67)	25	(63.7)	34.83

# 투자 참고사항

## 투자의견 및 목표주가 변동내역

일자	투자의견	목표가(KRW)
2023.08.06	Conviction BUY	16,100

## 선진뷰티사이언스 (KQ. 086710) 주가 및 목표주가 추이



## 투자기간 및 투자등급/의견

종목추천 투자기간: 18개월

CONVICTION BUY(강력매수)	추천기준일 증가대비 +50%이상 괴리율
BUY(매수)	추천기준일 증가대비 +15%이상 ~ +50%미만
HOLD(중립)	추천기준일 증가대비 0%이상 ~ +15%미만
SELL(매도)	추천기준일 증가대비 0%미만

\* 추천일 증가대비 추천종목의 예상 목표가격 및 수익률을 의미함

## Compliance Note

본 자료는 성균관대학교 금융투자학회 S.T.A.R의 제작물로서 모든 저작권은 작성한 학회의 조사분석담당자 본인에게 있습니다.

본 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 부당한 간섭 및 압력없이 작성 하였습니다.

본 자료는 학회의 동의 없이 어떠한 경우에도 변형, 복제, 배포, 전송, 대여할 수 없습니다.

본 자료에 수록된 내용은 학회 및 조사분석담당자가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 본 학회는 그 정확성과 완전성을 보장할 수 없습니다.

따라서 어떠한 경우에도 본 학회와 담당자는 투자의견을 제시한 것일 뿐 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용할 수 없습니다.