화장품/제약·바이오
이지원
02)6742-3584
leejw9205@heungkuksec.co.kr

(214420)

토니모리

BUY(유지)

수출 + ODM이 이끄는 실적 성장세

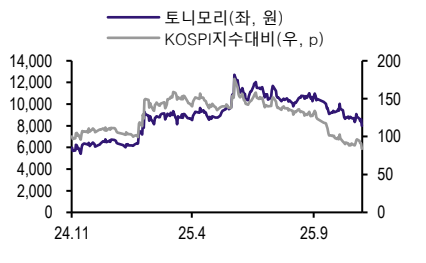
목표주가	10,500원(유지)
현재주가(11/27)	7,980원
상승여력	31.6%
시가총액	192십억원
발행주식수	24,055천주
52주 최고가 / 최저가	12,710 / 5,410원
3개월 일평균거래대금	3십억원
외국인 지분율	2.2%
주요주주	
배해동 (외 4인)	53.0%
자사주 (외 1인)	0.6%
토니모리우리사주 (외 1인)	0.2%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-14.7	-22.1	-8.9	31.7
상대수익률(KOSPI)	-13.4	-47.2	-60.1	-27.6

(단위: 십억원, 원, %, 배)

재무정보	2023	2024	2025E	2026E
매출액	151	177	220	269
영업이익	10	12	18	31
EBITDA	16	18	24	38
지배기업순이익	4	16	14	24
EPS	154	680	590	1,009
순차입금	45	46	46	45
PER	27.5	9.1	13.5	7.9
PBR	1.1	1.4	1.6	1.4
EV/EBITDA	9.2	10.6	9.8	6.3
배당수익률	0.0	1.9	1.5	1.5
ROE	4.0	16.0	12.3	18.7
컨센서스 영업이익	-	-	-	-
컨센서스 EPS	-	-	-	-

주가추이



3Q25 Review: 뚜렷한 미국 중심 수출 성장세

토니모리의 2025년 3분기 연결 매출액은 563억원(+25.2% YoY, -9.9% QoQ), 연결 영업이익은 43억원(+12.8% YoY, -22.2% QoQ, OPM: 7.7%)을 시현하였다. 3분기 토니모리 별도 화장품 사업부문 매출액/영업이익은 각각 376억/34억원(+21.1% YoY/+25.4% YoY, OPM: 9.1%)을 시현, 국내 화장품 사업은 전년 동기 대비 12% 성장하며 안정세를 보였고 해외 수출은 미국 향 수출 호조세에 힘입어 전년 동기 대비 44% 성장하는 성과를 보여주었다. 3분기 국내 화장품의 경우 로드샵, 유통 등 전통적인 오프라인 채널들은 매장 수 감소로 탑라인 역성장을 지속하였으나(16/36개 로드샵/유통 매장 수 감소), 신규 채널은 다이소 운영 제품 확대(25년 3분기 기준 SKU: 44 vs. 24년 SKU: 19개)에 따라 매출액이 큰 폭으로 성장하며 국내 화장품 탑라인 성장을 견인하였다. 한편 3분기 해외 수출의 경우 중국/홍콩/일본 지역 매출액은 전년 동기 대비 26~51% 감소하였지만 미국과 기타 지역 수출은 전년 동기 대비 각각 110%, 37% 성장하며 토니모리 화장품 해외 수출의 핵심 성장 동력으로 자리잡았다(3분기 미국 <스퀴시멜로우> 콜라보 홀리데이 시즌제품 대량 발주로 매출확대). 또한 핵심 ODM 자회사 메가코스의 3분기 매출액/영업이익은 218억/11억원(+42.5% YoY/+17.9% YoY)으로 주요 고객사 수출 오더 증가 및 제품 카테고리 다변화에 힘입어 견조한 실적을 시현하였다.

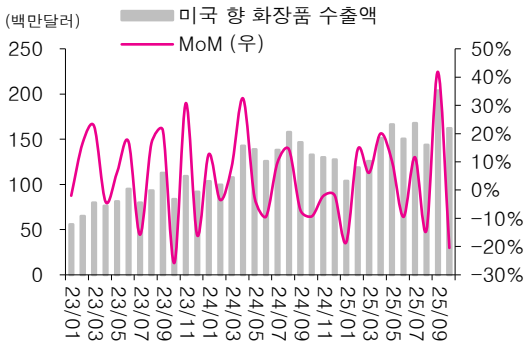
해외 사업 + ODM이 이끄는 실적 성장세

우리는 토니모리의 해외 화장품 수출 성장세와 견조한 수익성, ODM 메가코스의 램프업(자동화 설비 단계적 도입)이 향후 토니모리 이익성장의 핵심 동력이 될 것으로 전망한다. 특히 앞으로도 중국, 일본 등 기존 수출 지역들의 화장품 역성장폭을 미국과 기타 지역의 수출 성장이 적극적으로 만회, 해외 전체 탑라인 성장과 수익성을 견인하게 될 것으로 전망한다(토니모리 2026~27년 해외 탑라인 성장률/OPM 추정치: +23~24% YoY/25~26%).

토니모리 투자의견 BUY, 목표주가 10,500원 유지

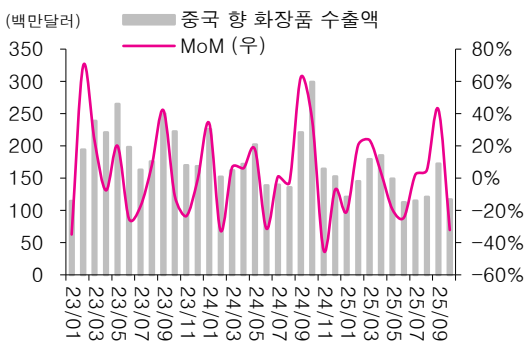
미국, 기타 지역의 화장품 수출 성장세와 ODM 사업의 이익 성장 모멘텀을 긍정적으로 보아 토니모리 투자의견 BUY, 목표주가 10,500원을 유지한다.

그림 1 미국 향 화장품 수출액 월별 성장 추이



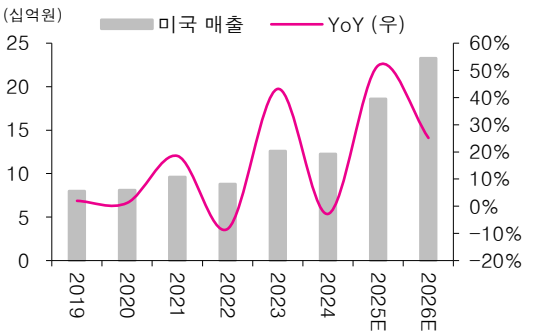
자료: KCS, 흥국증권 리서치센터

그림 2 중국 향 화장품 수출액 월별 성장 추이



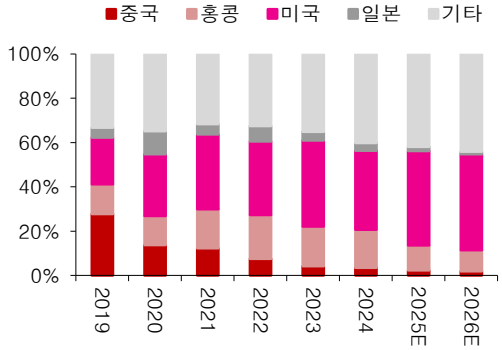
자료: KCS, 흥국증권 리서치센터

그림 3 토니모리 연간 미국 매출액 추이 및 전망



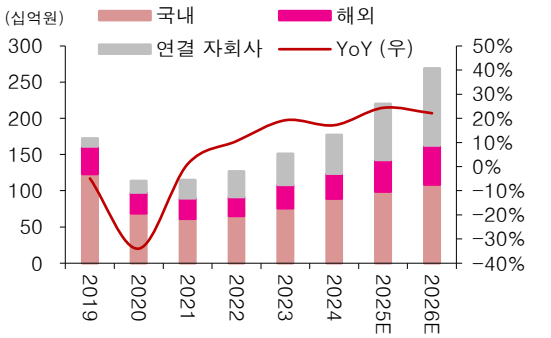
자료: 토니모리, 흥국증권 리서치센터

그림 4 토니모리 국가 별 수출 비중 추이 및 전망



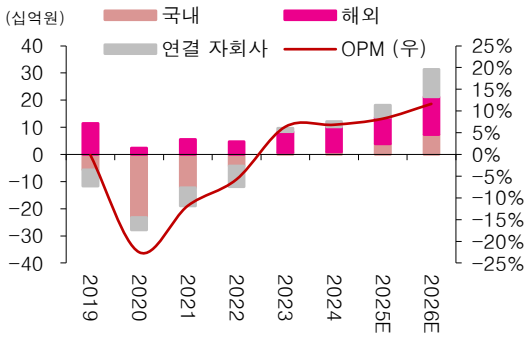
자료: 토니모리, 흥국증권 리서치센터

그림 5 토니모리 연결 매출액 추이 및 전망



자료: 토니모리, 흥국증권 리서치센터

그림 6 토니모리 연결 영업이익 추이 및 전망



자료: 토니모리, 흥국증권 리서치센터

표 1 토니모리 실적 추이 및 전망 (단위: 십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	2024	2025E	2026E
연결 매출액	**41.8**	**47.1**	**45.0**	**43.1**	**48.9**	**62.5**	**56.3**	**52.4**	**177.0**	**220.1**	**268.8**
별도 매출	**29.8**	**33.1**	**31.0**	**29.8**	**32.2**	**36.7**	**37.6**	**36.0**	**123.7**	**142.5**	**162.3**
국내	**21.3**	**23.8**	**22.1**	**22.1**	**23.2**	**25.4**	**24.7**	**25.6**	**89.3**	**98.9**	**108.5**
로드샵	3.3	3.4	2.8	2.9	2.6	2.3	2.3	2.2	12.4	9.4	8.3
유통점	5.8	5.7	5.2	5.4	5.0	4.6	3.9	3.8	22.1	17.3	13.0
면세	4.4	4.8	4.7	4.8	4.5	5.4	5.5	5.3	18.7	20.7	22.4
온라인	6.0	6.5	5.7	6.1	6.0	5.2	5.4	6.0	24.3	22.5	22.9
신규채널	1.8	3.4	3.7	2.9	5.1	8.0	7.6	8.2	11.8	28.9	41.9
해외	**8.5**	**9.3**	**8.9**	**7.7**	**9.0**	**11.3**	**12.9**	**10.5**	**34.4**	**43.6**	**53.8**
중국	0.3	0.1	0.4	0.4	0.3	0.3	0.2	0.2	1.2	1.0	1.1
홍콩	1.6	0.9	1.6	1.8	1.2	1.4	1.2	1.1	5.9	4.9	5.1
미국	3.2	4.3	3.0	1.7	2.9	4.6	6.4	4.7	12.2	18.6	23.3
일본	0.3	0.4	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	1.2	0.8	0.6
기타	3.1	3.6	3.5	3.6	4.5	4.7	4.8	4.3	13.8	18.3	23.7
연결 자회사	12.0	14.0	14.0	13.3	16.7	25.8	18.7	16.4	53.3	77.6	106.5
영업이익	**2.3**	**5.3**	**3.8**	**0.6**	**3.6**	**5.6**	**4.3**	**4.5**	**12.1**	**18.1**	**31.3**
별도 매출	**2.0**	**3.7**	**2.7**	**1.7**	**3.0**	**3.6**	**3.4**	**3.7**	**10.1**	**13.7**	**21.2**
국내	-0.3	0.9	0.3	0.1	1.0	0.6	1.0	1.3	1.0	3.9	7.3
해외	2.3	2.8	2.4	1.6	2.0	3.0	2.4	2.5	9.1	9.9	13.9
연결 자회사	**0.3**	**1.6**	**1.1**	**-1.1**	**0.6**	**2.0**	**0.9**	**0.8**	**2.0**	**4.4**	**10.1**
영업이익률(%)	**5.5%**	**11.3%**	**8.6%**	**1.5%**	**7.5%**	**8.9%**	**7.7%**	**8.6%**	**6.8%**	**8.2%**	**11.6%**
별도 매출	**6.7%**	**11.2%**	**8.7%**	**5.7%**	**9.3%**	**9.8%**	**9.1%**	**10.3%**	**8.2%**	**9.6%**	**13.0%**
국내	-1.4%	3.8%	1.3%	0.5%	4.3%	2.4%	4.0%	4.9%	1.1%	3.9%	6.7%
해외	27.1%	30.1%	27.2%	20.8%	22.1%	26.6%	18.7%	23.4%	26.5%	22.6%	25.9%
연결 자회사	**2.5%**	**11.6%**	**8.1%**	**-8.0%**	**3.9%**	**7.7%**	**5.0%**	**5.0%**	**3.7%**	**5.7%**	**9.5%**
연결 매출액(YoY)	**33.9%**	**29.8%**	**22.2%**	**-7.8%**	**17.1%**	**32.7%**	**25.2%**	**21.4%**	**17.1%**	**24.4%**	**22.1%**
국내	23.8%	25.3%	22.8%	2.8%	8.9%	6.8%	11.8%	15.7%	18.0%	10.7%	9.7%
해외	16.4%	4.5%	3.5%	0.0%	6.4%	21.1%	44.4%	35.8%	5.8%	26.8%	23.3%

자료: 토니모리, 흥국증권 리서치센터

표 2 토니모리 실적 추정치 변경

	변경 전			변경 후			변경률		
	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
매출액 (십억원)	216	269	333	220	269	332	2%	0%	0%
영업이익 (십억원)	20	31	41	18	31	41	-10%	0%	0%
영업이익률 (%)	*9.3%*	*11.6%*	*12.2%*	*8.2%*	*11.6%*	*12.2%*			
지배기업순이익 (십억원)	15	24	31	14	24	31	-10%	0%	0%

자료: 흥국증권 리서치센터

표 3 토니모리 목표주가 산정 P/E Multiple Valuation

	2025E	2026E	비고
EPS (원)	590	1,009	2025~26년 EPS 평균: 800
목표 PER (배)		13.2	국내 화장품 섹터 2025~26년 P/E 평균
목표주가 (원)		**10,500**	
현재주가(원)		7,980	
상승여력 (%)		31.6%	

자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위:십억원)

결산기	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	**151**	**177**	**220**	**269**	**332**
증가율 (Y-Y,%)	19.2	17.1	24.4	22.1	23.5
영업이익	**10**	**12**	**18**	**31**	**41**
증가율 (Y-Y,%)	흑전	25.8	49.5	72.9	29.8
EBITDA	16	18	24	38	47
영업외손익	(5)	1	0	(0)	(0)
순이자수익	(3)	(2)	(2)	(1)	(1)
외화관련손익	0	1	(0)	0	0
지분법손익	(0)	1	(0)	0	0
세전계속사업손익	5	13	18	31	40
당기순이익	**3**	**17**	**14**	**24**	**32**
지배기업당기순이익	**4**	**16**	**14**	**24**	**31**
증가율 (Y-Y,%)	흑전	342.0	(13.8)	71.1	29.1
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	10.0	15.6	20.2	21.2	23.3
영업이익증가율(3Yr)	n/a	n/a	n/a	48.2	49.7
EBITDA증가율(3Yr)	n/a	n/a	428.6	33.0	36.8
순이익증가율(3Yr)	n/a	n/a	n/a	101.5	23.9
영업이익률(%)	6.4	6.8	8.2	11.6	12.2
EBITDA마진(%)	10.6	10.4	11.0	14.0	14.1
순이익률 (%)	2.0	9.4	6.6	9.1	9.5
NOPLAT	**6**	**9**	**14**	**24**	**32**
(+) Dep	6	6	6	6	6
(-) 운전자본투자	1	10	(1)	6	7
(-) Capex	6	2	3	6	6
OpFCF	6	2	18	19	25

재무상태표

(단위:십억원)

결산기	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	69	69	77	88	104
현금성자산	28	24	23	24	26
매출채권	19	20	25	31	38
재고자산	17	19	24	29	36
비유동자산	134	141	142	145	147
투자자산	62	73	73	76	79
유형자산	57	54	52	52	51
무형자산	14	14	17	17	17
자산총계	**203**	**211**	**219**	**233**	**252**
유동부채	68	54	81	84	89
매입채무	23	17	23	28	35
유동성이자부채	43	36	53	51	48
비유동부채	34	39	13	3	(11)
비유동이자부채	30	34	16	18	19
부채총계	**101**	**94**	**94**	**87**	**77**
자본금	5	5	5	5	5
자본잉여금	90	90	90	90	90
이익잉여금	4	20	31	52	81
자본조정	(5)	(5)	(8)	(8)	(8)
자기주식	(3)	(3)	(3)	(3)	(3)
자본총계	**101**	**117**	**125**	**146**	**174**
투하자본	108	118	125	144	167
순차입금	45	46	46	45	42
ROA	1.8	7.9	6.6	10.7	12.9
ROE	4.0	16.0	12.3	18.7	20.3
ROIC	5.8	7.8	11.6	18.2	20.4

주요투자지표

(단위:십억원,원)

결산기	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Per share Data					
EPS	154	680	590	1,009	1,303
BPS	3,939	4,574	4,919	5,802	6,978
DPS	0	120	120	120	120
Multiples(x,%)					
PER	27.5	9.1	13.5	7.9	6.1
PBR	1.1	1.4	1.6	1.4	1.1
EV/ EBITDA	9.2	10.6	9.8	6.3	5.0
배당수익율	0.0	1.9	1.5	1.5	1.5
PCR	5.0	7.7	11.9	10.5	8.6
PSR	0.7	0.8	0.9	0.7	0.6
재무건전성 (%)					
부채비율	99.9	80.4	75.7	59.4	44.3
Net debt/Equity	44.3	39.2	36.8	30.7	23.9
Net debt/EBITDA	280.6	249.8	189.4	119.3	88.8
유동비율	101.9	127.5	95.0	104.7	118.0
이자보상배율	3.0	5.5	9.9	21.9	29.9
이자비용/매출액	2.5	1.7	1.1	0.8	0.6
자산구조					
투하자본(%)	54.4	54.7	56.6	59.1	61.5
현금+투자자산(%)	45.6	45.3	43.4	40.9	38.5
자본구조					
차입금(%)	41.9	37.5	35.7	31.9	27.8
자기자본(%)	58.1	62.5	64.3	68.1	72.2

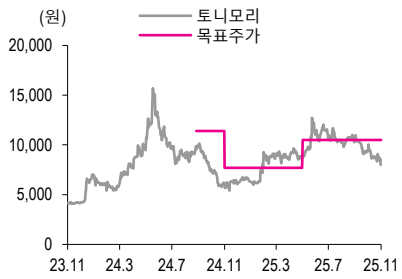
주) 재무제표는 연결기준으로 작성

현금흐름표

(단위:십억원)

결산기	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업현금	**10**	**9**	**12**	**12**	**15**
당기순이익	3	17	14	24	32
자산상각비	6	6	6	6	6
운전자본증감	(7)	(8)	(3)	(6)	(7)
매출채권감소(증가)	(7)	(0)	(6)	(6)	(7)
재고자산감소(증가)	1	(2)	(5)	(5)	(7)
매입채무증가(감소)	4	(7)	9	5	7
투자현금	**(8)**	**(11)**	**(1)**	**(9)**	**(9)**
단기투자자산감소	2	(1)	9	(1)	(1)
장기투자증권감소	(0)	(5)	(1)	(2)	(2)
설비투자	(6)	(2)	(3)	(6)	(6)
유무형자산감소	(1)	0	(3)	0	0
재무현금	**(4)**	**(4)**	**(5)**	**(4)**	**(4)**
차입금증가	(6)	(4)	(2)	(1)	(1)
자본증가	2	0	0	0	0
배당금지급	0	0	(3)	(3)	(3)
현금 증감	(2)	(6)	6	(0)	1
총현금흐름(Gross CF)	**20**	**19**	**16**	**18**	**22**
(-) 운전자본증가(감소)	1	10	(1)	6	7
(-) 설비투자	6	2	3	6	6
(+) 자산매각	(1)	0	(3)	0	0
Free Cash Flow	13	7	11	7	9
(-) 기타투자	0	5	1	2	2
잉여현금	12	2	10	5	7

토니모리 - 주가 및 당사 목표주가 변경



최근 2년간 당사 투자의견 및 목표주가 변경

날짜	투자의견	적정가격(원)	평균주가 괴리율(%)	최고(최저)주가 괴리율(%)
2024-09-23	담당자변경			
2024-09-23	Buy	11,400	(32.1)	(11.1)
2024-11-28	Buy	7,700	(0.3)	25.3
2024-05-29	Buy	10,500	(2.7)	21.1
2025-11-28	Buy	10,500		

투자의견(향후 12개월 기준)

기업	Buy(매수): 15% 이상 Hold(중립): -15% ~15% Sell(매도): -15% 이하	산업	OVERWEIGHT (비중확대): 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상 NEUTRAL (중립): 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준(± 5%) 예상 UNDERWEIGHT (비중축소): 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상

최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율 (2025년 09월 30일 기준)

Buy (97.1%)	Hold (2.9%)	Sell (0.0%)

Compliance Notice

- 당사는 보고서 제공시점 현재 상기 종목을 1% 이상 보유하고 있지 않으며, 동 보고서를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자는 상기 종목의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 보고서 제공시점 기준으로 지난 6개월간 상기 종목의 유가증권 발행에 주간사로 참여한 사실이 없습니다.
- 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서는 당사 고객들의 투자에 관한 정보를 제공할 목적으로 당사 고객에 한하여 배포되는 자료입니다. 본 보고서의 내용은 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 신뢰성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 보고서가 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 본 보고서의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 동의없이 무단 복제, 대여, 전송, 변형 및 배포 될 수 없습니다.

흥국씨앗체

흥국씨앗체는 흥국의 기업철학 모티브를 반영한 글씨체로서, 세계 3대 디자인상인 독일 '2015 iF 디자인 어워드'에서 커뮤니케이션 분야 브랜드 아이덴티티 부문 본상을 수상하였습니다. 친근하고 희망적인 느낌의 흥국씨앗체는 고객존중과 으뜸을 지향하는 흥국의 아이덴티티를 부각시킵니다.

Heungkuk
흥국증권

http://www.heungkuksec.co.kr

□ 주소 (본사) 서울시 영등포구 국제금융로 2길 32 (여의도파이낸스 타워 14층)
(리서치센터) 서울시 영등포구 국제금융로 2길 32(여의도파이낸스타워 6층)
□ 전화번호 영업부 대표 02) 6742-3635
□ 팩스 영업부 대표 02) 739-6286