



2025년 5월 21일 현대차증권 Megatrend Series #219 | 산업분석

2025년 하반기 음식료/화장품 전망

기우와 도약

음식료/화장품 | 하희지 1300691@hmsec.com



본 조사항목은 투자자들에게 도움이 될 만한 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 당사의 사전 동의 없이 무단복제 및 배포할 수 없습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 안전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 주식투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

CONTENTS

[음식료] I. Executive Summary | 02

2H25 년 음식료 업종에 대한 투자의견 Overweight 제시 | 02

II. Q(판매량) 변수 | 04

내수 여전히 어렵지만, 상반기 대비 나아질 하반기 | 04

역시나 음식료품의 Key 는 해외에! | 06

III. C(원가) 변수 | 11

2H25 곡물가 하향 안정화 전망 | 11

IV. P(가격) 변수 | 15

하반기 가격 인상은 다소 제한적 | 15

[화장품] I. Executive Summary | 17

K-Beauty 어디까지 확장할 것인가!(feat. 유럽, 중동) | 19

K-Beauty 미국 지역 내 방향성은? | 22

K-인디 뷰티 성장이 지속되면 ODM 성장도 지속된다! | 28

기업분석 | 30

삼양식품(003230)

KT&G(033780)

농심(004370)

롯데웰푸드(280360)

아모레퍼시픽(090430)

코스맥스(192820)

한국콜마(161890)

음식료/화장품

기우와 도약

2H25 음식료/화장품 업종에 대한 투자 의견 Overweight 유지

2025년 음식료/화장품 업종에 대해 투자 의견 Overweight 제시. 음식료/화장품 업종은 지난해 하반기부터 올해 연초까지 시장의 우려가 반영되며 음식료/화장품 12M Fwd P/E는 8배/14배 수준에 머물렀다. 음식료는 지난 하반기부터 장기 경기 침체로 인한 내수 수요 둔화, Soft 곡물 원가 부담 상승 및 유통채널 부진 대응 위한 프로모션비 확대 기조 이어지며 실적 부진이 가시화되었다. 다만, 2H25에는 음식료 주요 변수들이 우호적으로 작용할 것으로 전망한다. 우선 ①판매량(Q)은 내수 경기가 단기간 큰 폭의 진작은 어려워 보이나, 상반기 대비 금리/환율/정치적 불확실성이 해소되며 점진적인 소비 심리 개선을 기대한다. 또한, 음식료 업종에서 해외 성장성 확대는 여전히 밸류에이션 프리미엄 요소로 작용하는 만큼, 해외 성장성이 돋보이는 업체 중심의 투자 전략이 유효하다. ②가격(P)은 상반기 대부분 가격 인상을 단행한만큼 하반기부터 가격 인상 효과 가시화될 것으로 기대하며, ③ 원가(C) 측면에서도, 대부분의 곡물가 하향안정화, 기업들의 경쟁 강도 약화, 수익성 중심의 경영 전략으로 하반기 점진적인 마진 개선 흐름을 기대한다.

화장품 업종 또한 지난해 하반기부터 미국향 수출 성장 폭 둔화, 아마존 내 브랜드 경쟁 심화, 화장품 업체 실적 부진, 트럼프 집권에 따른 관세 우려가 더해지며 부진한 주가 흐름을 보였다. 하지만, 1Q25 ODM/용기사 실적을 통해 글로벌향 수주는 여전히 견조하며, 브랜드 경쟁 심화 속 에이피알과 같은 신규 대형 브랜드가 탄생하며 화장품 업종 12M Fwd P/E는 17배까지 회복되었다. 하반기에도 인디브랜드의 글로벌 성장은 지속될 것으로 전망한다. 미국 수출이 다소 둔화되었으나, 이를 중동/유럽 지역의 성장으로 상쇄하고 있으며, 향후 브랜드사의 지역 저변 확대가 가시화될 것으로 전망한다. 또한, 하반기 미국 인디브랜드사들의 오프라인 시장 진출은 미국 내 추가적인 성장 모멘텀을 만들어 줄 것으로 기대된다.

Top Pick: 삼양식품, KT&G, 아모레퍼시픽, 코스맥스

2025년 음식료 업종 내에서는 해외 성장성 및 이익 성장성이 돋보이는 기업을 선정하였으며, Top Pick으로는 삼양식품, 차선후주로 KT&G를 제시하며, 화장품 업종 내 브랜드사에서는 미국/유럽 지역에서의 견조한 성장 지속, 하반기 이익 성장성 돋보이는 아모레퍼시픽, ODM사 중에서는 견조한 국내 성장과 더불어 하반기 추가적인 해외 법인 성장 더해질 코스맥스 Top Pick으로 선정

OVERWEIGHT

Analyst 하희지 1300691@hmsec.com

1. 음식료

I. Executive Summary

2025년 하반기 음식료 업종에 대한 투자 의견 Overweight 제시

2H25 주요 이익 변수:
Q(판매량) +
P(가격) ±
C(곡물가) +
우호적으로 작용 전망

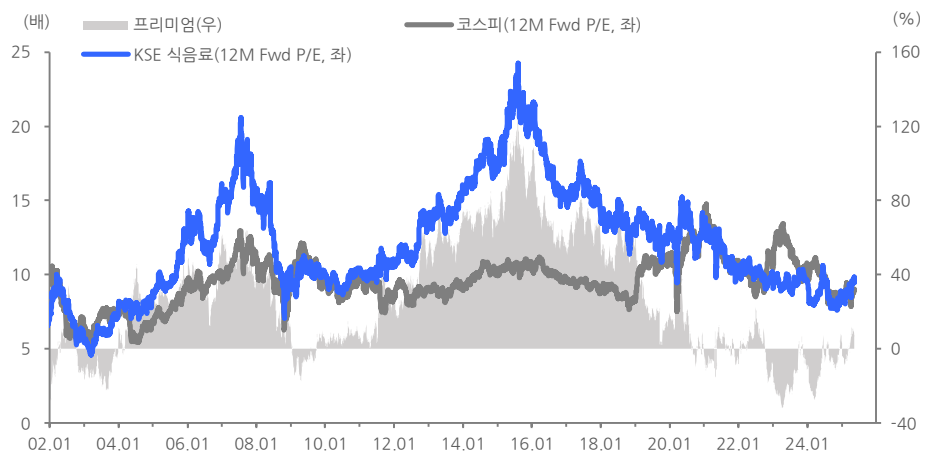
2025년 하반기 음식료 업종에 대한 투자 의견 Overweight을 제시한다. 지난해 하반기부터 음식료 업종은 장기 경기 침체에 따른 음식료 총 수요 감소(Q↓), 유통채널 부진에 대응하기 위한 프로모션비 지출 확대, 카카오, 팜유 등 곡물가 부담 증가(C↑) 등이 업종에 부정적인 변수로 작용하며 연초까지 음식료 업종의 12M Fwd P/E는 8배까지 축소되었다. 하지만, 3월 농심의 라면/제과 가격 인상을 시작으로 음식료 업종 내 가격 인상 흐름이 이어졌고, 이는 주가에 긍정적인 요소로 자리잡았다. 이에 더해 일부 중국 경기 회복, 1Q25 삼양식품의 실적 서프라이즈를 기록하며 업종 12M Fwd P/E는 다시 10배까지 회복되었다.

2H25에는 주요 이익 변수들이 우호적으로 작용할 것으로 전망한다. 판매량(Q)은 국내 경기가 단기적으로 큰 폭의 진작을 기대하기는 어려우나, 상반기 대비 금리, 환율, 정치적 불확실성의 해소 등으로 상반기 대비 소비 심리 개선이 나타날 것으로 전망한다. 다만, 여전히 음식료 업체의 밸류에이션 프리미엄 요소는 해외 성장성에 있을 것으로 전망한다. 가격 인상(P)은 이미 상반기 한차례 진행된 상황으로 하반기 가격 인상 효과가 나타날 것으로 전망하며, 원가(C) 측면에서도 주요 곡물가의 하향안정화, 카카오/팜유 가격도 고점을 지난 것으로 판단됨에 따라 하반기 점진적인 마진 개선 흐름이 이어질 것으로 보인다. 또한, 기업의 경쟁 강도 약화 및 프로모션비 축소, 판관비 효율화를 통한 수익성 개선 전망한다.

Top Picks:
삼양식품, KT&G

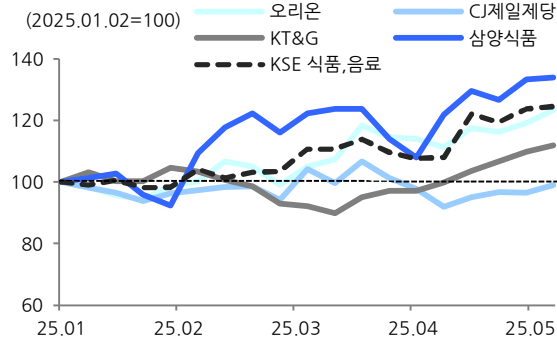
2025년 하반기 음식료 업종 내에서는 1) 해외 성장성이 두드러지며, 2) 하반기 이익 성장성이 높은 업체 중심의 기업을 선정하였다. 이에 따라, 하반기 밀양 공장 증설 완료 후 해외 매출 확대 기대되는 삼양식품을 Top Pick으로, 해외 궤련 중심의 성장 및 국내 최고 수준의 주주환원 정책 돋보이는 KT&G를 차선후주로 제시한다.

<그림1> 음식료 업종 12개월 선행 P/E 및 프리미엄 추이



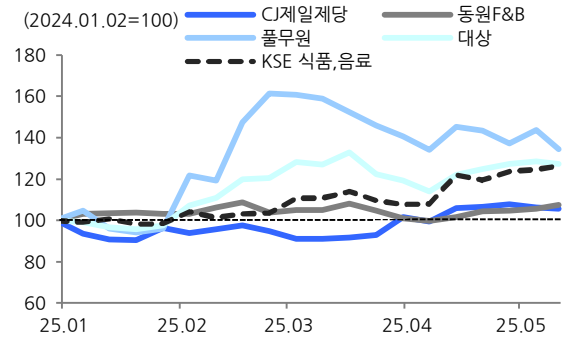
자료 : Quantwise, 현대차증권

〈그림2〉 대형주 주가 추이



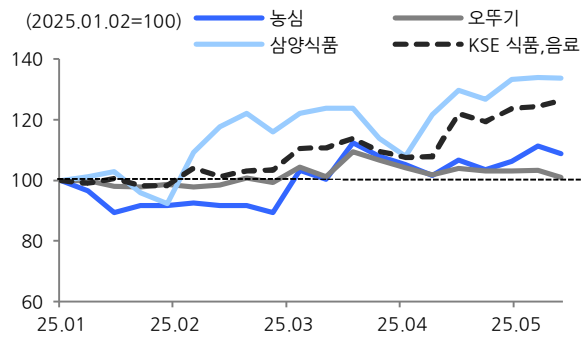
자료 : Quantiswise, 현대차증권

〈그림3〉 가공 식품 업체 주가 추이



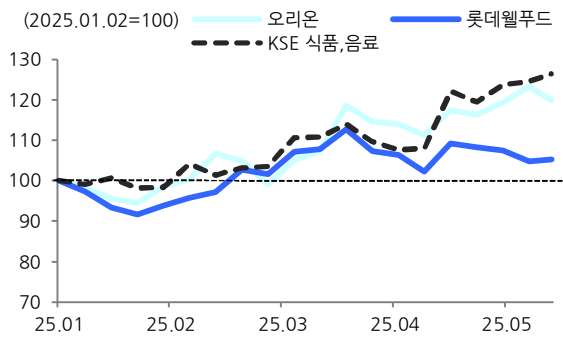
자료 : Quantiswise, 현대차증권

〈그림4〉 라면 업체 주가 추이



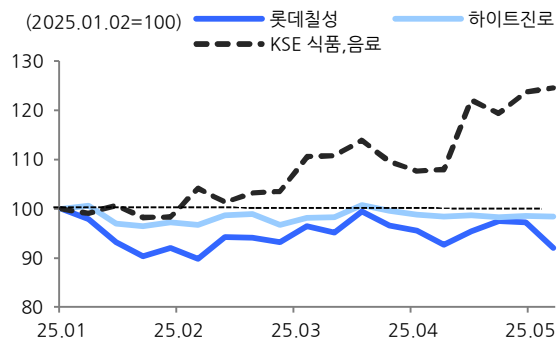
자료 : Quantiswise, 현대차증권

〈그림5〉 제과 업체 주가 추이



자료 : Quantiswise, 현대차증권

〈그림6〉 음료/주류 업체 주가 추이



자료 : Quantiswise, 현대차증권

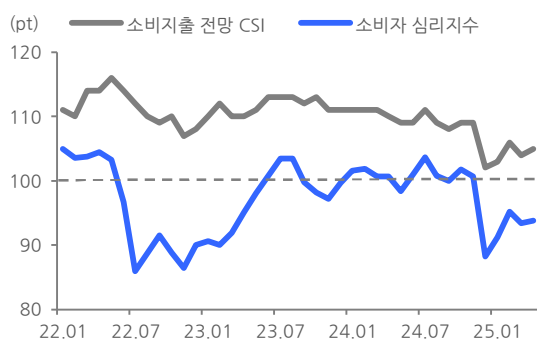
II. Q(판매량) 변수

내수 여전히 어렵지만, 상반기 대비 나아질 하반기

1H25 경기 부진 지속, 2025년 상반기 대내외 불확실성이 확대되며 경기 부진이 지속되고 있다. 소비자 심리
음식료 가격 인상으로 지수는 여전히 100pt를 하회하고 있으며, 1분기 민간 소비는 1분기 전년 대비 민간 소비
소비 심리 쉽게 증가율은 0.5% 수준에 머무르고 있다. 또한, 최근 환율 및 일부 곡물가 상승을 이유로 1분기
회복 어려워 음식료 업체들의 가격 인상이 다시 시작되었고, 생활물가 상승폭은 점차 감소하는 가운데,
식품 물가는 4월 전년 대비 3.3% 다시 상승 전환하는 모습이다. 1월을 기준으로 가공식품
소비자 물가지수, 생산자 물가지수 성장률도 상승 전환함에 따라 음식료 수요가 쉽게
회복하지 못하고 있다.

상반기보다는 하반기에도 내수 소비 단기간 큰 폭의 진작은 기대하기 어려울 것으로 보인다. 다만,
나아질 하반기 하반기에는 내수 경기 하방 압력 요인으로 작용했던 금리 및 환율 하락 전망 및 대선 이후
정국 불확실성 감소, 추경 효과 일부 반영되며 점진적인 소비 회복을 기대한다.
KDI(한국개발연구원) 기준 하반기 민간 소비 성장률은 1.3%이며(vs 1H25 +0.9%yooy) 소비자
심리지수, 소비지출 외식산업 경기 전망, 음식료 소매판매액, 식료품 제조업 출하지수 소폭
반등함에 따라 하반기 음식료 수요의 점진적인 회복을 기대한다.

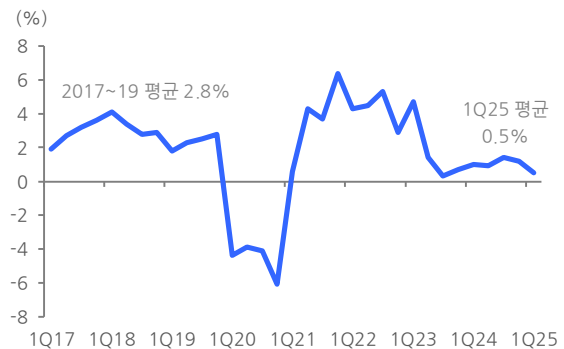
〈그림7〉 소비자 심리지수, 소비지출 전망 추이



자료 : 통계청, 현대차증권

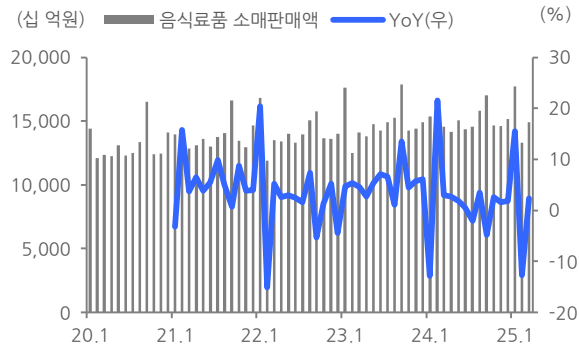
주 : 소비자 심리지수는 소비자들의 경기 전망을 나타내는 지표로 100pt를 상회하면 낙관적, 하회하면 비관적인 것을 의미

〈그림8〉 민간 소비 증감율(2025년 1분기 평균 0.5%)



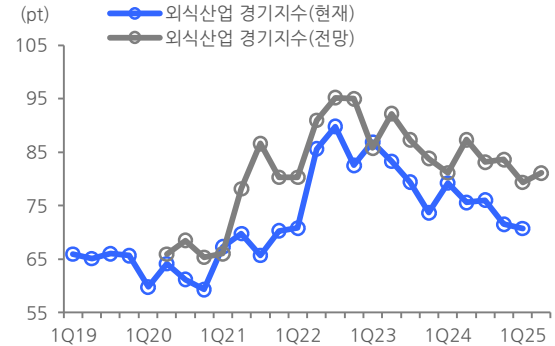
자료 : 한국은행, 현대차증권

<그림9> 음식료품 소매판매액 추이(1Q25 +1.8%yoy)



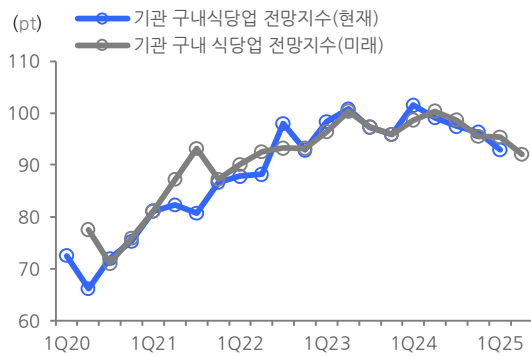
자료 : 통계청, 현대차증권

<그림10> 외식 산업 경기 일부 회복 전망



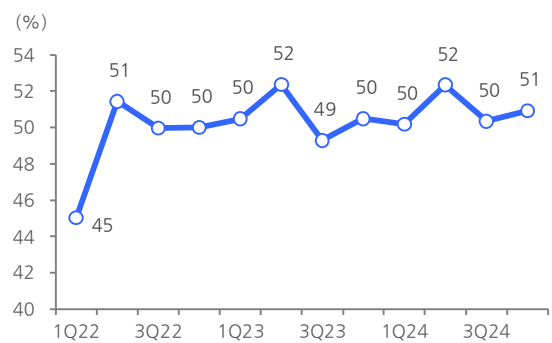
자료 : 통계청, 현대차증권

<그림11> 기관 구내식당업 전망 지수



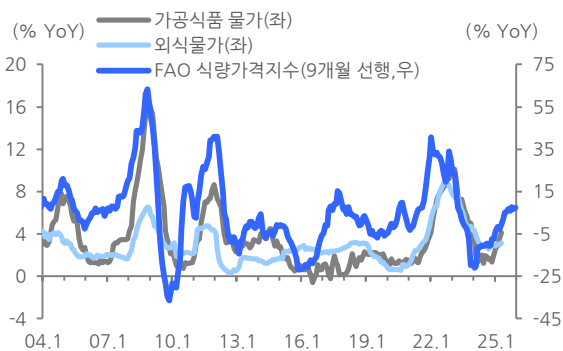
자료 : 통계청, 현대차증권

<그림12> 가구 식비 지출 비중 중 외식 차지 비중 추이



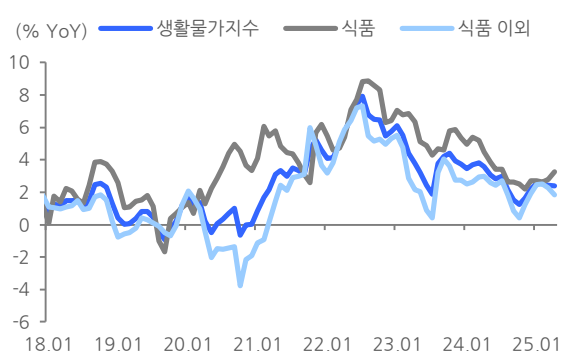
자료 : 통계청, 현대차증권

<그림13> FAO 식량가격 지수와 가공/외식 물가 추이



자료 : 통계청, 현대차증권

<그림14> 생활물가지수 증감율 추이(식품)식품 이외



자료 : 통계청, 현대차증권

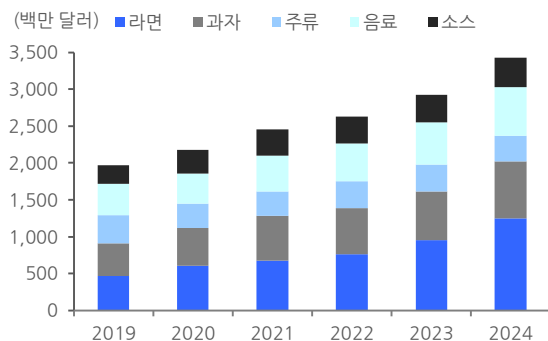
역시나 음식료품의 Key는 해외에!

여전히 음식료품
Key는 해외에!

음식료 업종의 쉽지 않은 대내외 환경 속 타계 방안은 여전히 해외 성장성에 있다. 1Q25에도 글로벌 시장에서의 K-Food의 저변은 점차적으로 확대되고 있다. 2024년 가공식품 수출액은 130억 달러를 넘어섰으며, 다양한 카테고리에서의 약진이 지속되고 있다. 그 중 가장 주목 받는 카테고리는 단연 라면 시장이다.

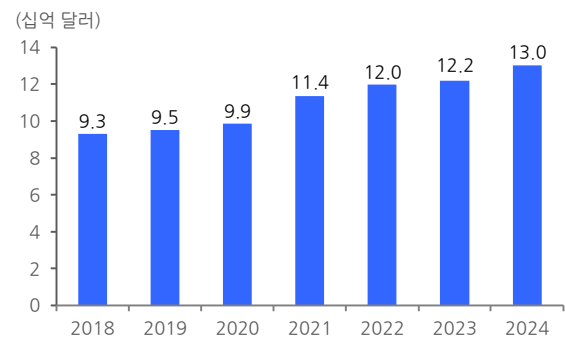
4월 누계 라면 수출액 성장률은 +26.4%yoy(vs 2024년 성장률 +31%yoy)로 견조한 성장을 지속하고 있으며, 미국향 라면 수출 성장률은 4월 누계 +38%yoy, 중국은 +58%yoy를 기록하고 있다. 특히, 1분기 삼양식품은 높은 기저에도 불구하고 매출액 5,290억원(+57%yoy), 영업이익은 1,340억원(+67%yoy, OPM 25.3%)로 시장 기대를 크게 상회하는 호실적을 보여주었다. 1분기 기준 삼양식품의 수출 비중은 80%를 상회(vs 2024년 77.3%)하며 글로벌 시장 내에서 사그라지지 않는 불닭볶음면의 저력을 보여주었다. 이제 삼양식품의 불닭볶음면 및 농심의 신라면은 미국 메인스트림 유통 채널인 월마트 내 Main Meal 코너에 진입하며 주류 식사로써 자리매김하는 모습을 보여주고 있으며, 농심은 미국 주요 유통 채널 내 SKU 확대 및 삼양식품은 하반기 증설을 통한 추가적인 메인스트림 채널 진출을 기대한다. 또한, 음식료 업체들은 미국 시장 외에도 호주/유럽/동남아/인도 등 지역 저변을 확대해나가고 있으며 늘어나는 수요에 대응하기 위한 Capa 확보에 박차를 가하고 있다. 삼양식품은 하반기 밀양 제2공장 증설을 통해 약 +40%yoy의 Capa 확대를 전망하며, 농심은 2026년 3분기 국내 수출 전용 공장 완공을 목표하고 있다. 라면 업체 외에도 롯데웰푸드는 인도 시장 하반기 빙과 공장 가동 및 초코파이/빼빼로 라인 증설, 오리온 또한 러시아 공장 가동률 120% 상회함에 따라 하반기 초코파이 라인 증설을 계획하고 있다.

〈그림15〉 주요 가공식품 수출액 추이



자료 : KATI, 현대차증권

〈그림16〉 K-Food 수출액 추이



자료 : KATI, 현대차증권

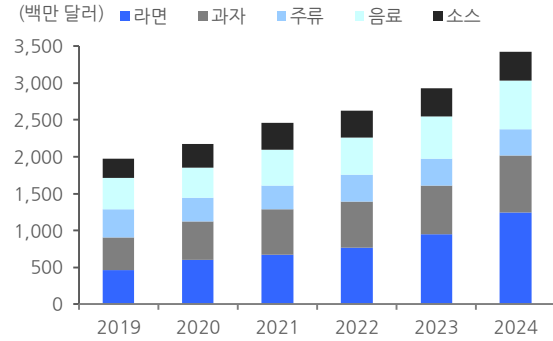
〈표1〉 주요 음식료 업체 해외 매출 비중

(십 억원, %)

기업	매출액	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2022	2023	2024
KT&G	전체	1,396	1,336	1,690	1,441	1,292	1,424	1,636	1,556	1,491	5,851	5,863	5,909
	담배 해외	337	332	381	351	338	420	456	461	470	1,421	1,400	1,675
	건기식 해외	64	67	63	144	65	93	85	134	67	285	337	377
	해외 비중(%)	28.7%	29.8%	26.2%	34.3%	31.2%	36.0%	33.1%	38.2%	36.0%	29.1%	29.6%	34.7%
	담배내해외비중(%)	39.3%	37.3%	39.1%	38.9%	39.5%	42.4%	43.5%	4.7%	39.5%	39.7%	38.6%	42.9%
CJ 제일제당	식품 전체	2,760	2,732	3,006	2,767	2,832	2,705	2,972	2,844	2,925	11,104	11,264	11,353
	식품 해외	1,354	1,310	1,335	1,387	1,375	1,324	1,403	1,479	1,488	5,181	5,386	5,581
	미국	1,077	1,037	1,092	1,175	1,175	1,115	1,174	1,249	1,247	4,036	4,381	4,714
	식품 해외 비중(%)	49.1%	48.0%	44.4%	50.1%	48.6%	49.0%	47.2%	52.0%	50.9%	46.7%	47.8%	49.2%
	미국 비중(%)	39.0%	37.9%	36.3%	42.5%	41.5%	41.2%	39.5%	43.9%	42.6%	36.3%	38.9%	41.5%
오리온	전체	664	714	766	768	748	719	775	862	802	2,873	2,912	3,105
	해외	418	445	496	497	475	443	506	591	524	1,958	1,855	2,015
	중국	264	297	330	288	306	296	322	346	328	1,275	1,179	1,270
	베트남	105	96	118	157	118	98	122	176	128	473	475	514
	러시아	48	52	48	52	51	49	62	69	67	210	200	230
	해외 비중(%)	62.9%	62.3%	64.7%	64.6%	63.5%	61.6%	65.3%	68.5%	65.3%	68.1%	63.7%	64.9%
	중국 비중(%)	39.8%	41.7%	43.0%	37.5%	40.9%	41.1%	41.6%	40.1%	40.9%	44.4%	40.5%	40.9%
	베트남 비중(%)	15.9%	13.4%	15.3%	20.4%	15.8%	13.7%	15.7%	20.4%	16.0%	16.5%	16.3%	16.6%
롯데웰푸드	전체	960	1,041	1,087	980	951	1,044	1,078	971	975	4,075	4,066	4,044
	해외	191	208	199	203	197	219	208	232	230	795	801	857
	인도	61	86	68	55	65	96	69	61	80	247	269	291
	카자흐스탄	66	67	64	73	66	57	58	83	68	234	270	265
	러시아	19	19	20	20	20	21	22	21	24	81	78	85
	해외 비중(%)	19.9%	20.0%	18.3%	20.7%	20.7%	21.0%	19.3%	23.9%	23.6%	19.5%	19.7%	21.2%
	인도 비중(%)	6.3%	8.3%	6.2%	5.6%	6.8%	9.2%	6.4%	6.3%	8.2%	6.1%	6.6%	7.2%
	카자흐스탄 비중(%)	6.8%	6.4%	5.9%	7.5%	7.0%	5.4%	5.4%	8.6%	6.9%	5.7%	6.6%	6.5%
농심	전체	860	838	856	857	873	861	850	855	893	3,129	3,411	3,439
	해외 법인	264	242	236	238	247	236	233	244	254	921	980	960
	수출	97	107	100	97	101	115	107	92	106	386	402	415
	미국	172	156	154	154	161	150	153	159	163	576	635	623
	해외 비중(%)	42.0%	41.7%	39.2%	39.2%	39.9%	40.7%	39.9%	39.3%	40.3%	41.7%	40.5%	40.0%
	미국 비중(%)	20.0%	18.6%	18.0%	17.9%	18.5%	17.4%	18.0%	18.6%	18.2%	18.4%	18.6%	18.1%
삼양식품	전체	246	285	335	327	386	424	439	479	529	909	1,193	1,728
	수출	158	190	240	222	289	332	341	374	424	606	809	1,336
	해외 비중(%)	64.3%	66.5%	71.5%	67.9%	74.9%	78.3%	77.7%	78.1%	80.1%	66.6%	67.8%	77.3%
풀무원	전체	730	755	746	762	769	793	834	818	793	2,838	2,994	3,214
	해외	147	142	132	140	155	151	164	167	167	543	560	635
	미국	96	88	88	94	110	102	118	115	156	333	366	444
	해외 비중(%)	20.1%	18.7%	17.7%	18.4%	20.1%	19.0%	19.6%	20.4%	21.0%	19.1%	18.7%	19.8%
빙그레	전체	294	389	434	278	301	314	381	467	309	1,268	1,394	1,463
	수출	37	41	27	21	44	41	35	33	46	104	125	154
	해외 비중(%)	12.5%	10.5%	6.2%	7.6%	14.6%	13.1%	9.3%	7.1%	14.9%	8.2%	9.0%	10.5%

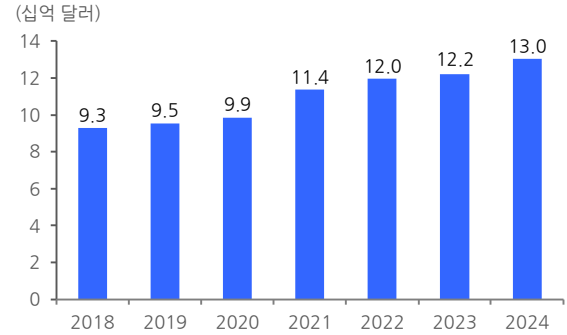
자료 : 현대차증권

〈그림17〉 주요 가공식품 수출액 추이



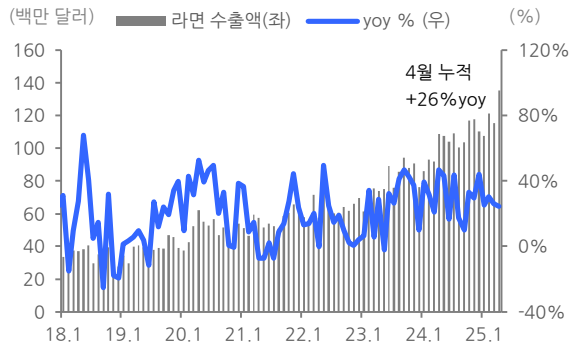
자료 : KATI, 현대차증권

〈그림18〉 K-Food 수출액 추이



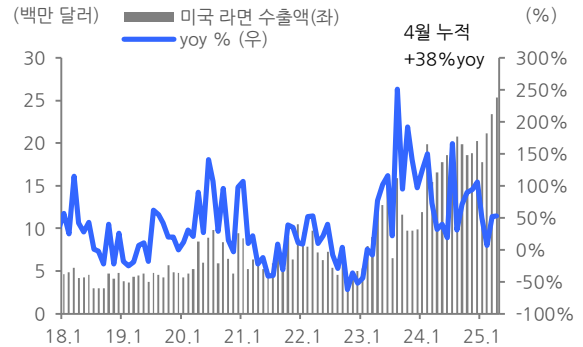
자료 : KITA, 현대차증권

〈그림19〉 라면 수출액 및 성장률 추이



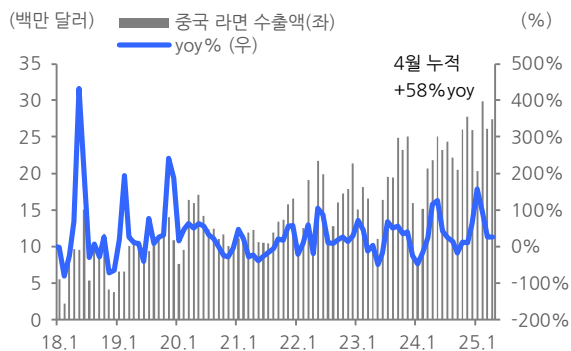
자료 : 통계청, 현대차증권

〈그림20〉 미국향 라면 수출액 및 성장률 추이



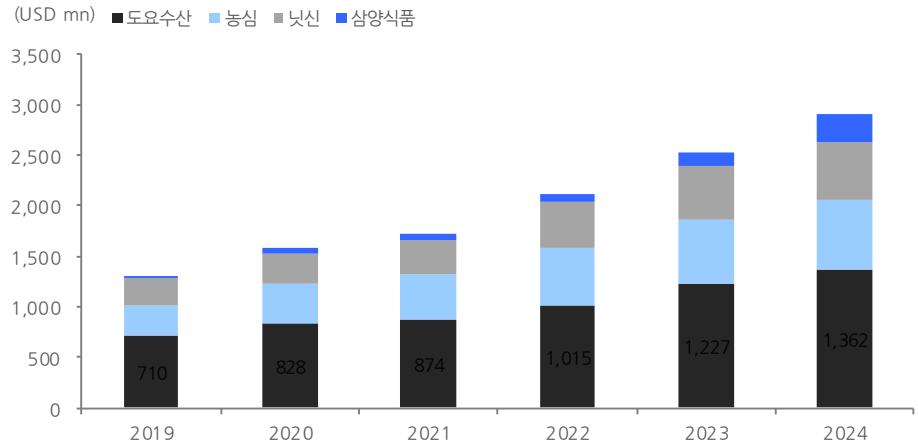
자료 : 통계청, 현대차증권

〈그림21〉 중국향 라면 수출액 및 성장률 추이



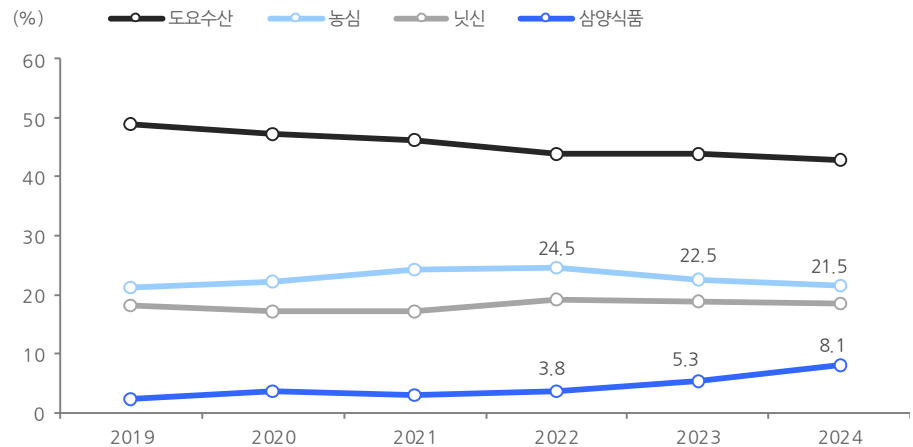
자료 : 통계청, 현대차증권

〈그림22〉 미국 내 Instant Noodle 주요 업체 판매액 추이(Retail 기준)



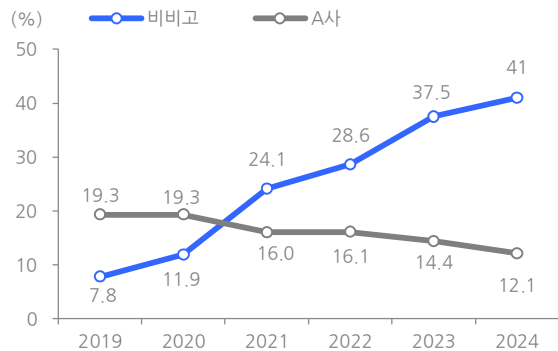
자료 : Euromonitor, 현대차증권

〈그림23〉 미국 내 Instant Noodle 시장 점유율 추이(2024 농심 21.5%, 삼양식품 8.1%)



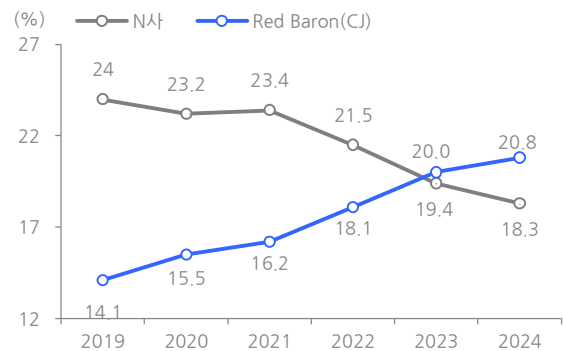
자료 : Euromonitor, 현대차증권

〈그림24〉 CJ제일제당 미국 내 만두 브랜드 점유율



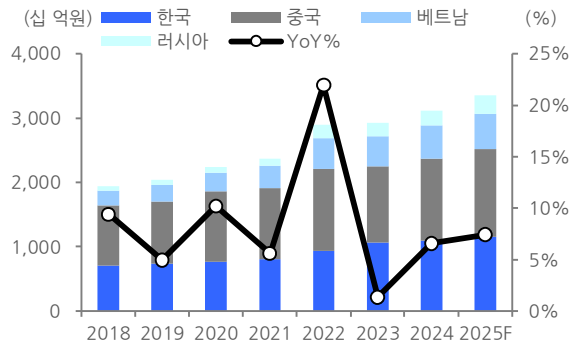
자료 : CJ제일제당, 현대차증권

〈그림25〉 CJ제일제당 미국 내 피자 점유율



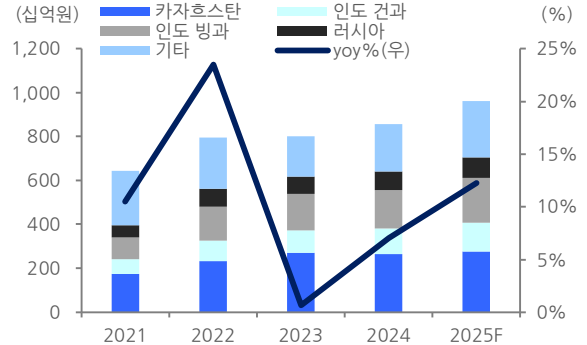
자료 : CJ제일제당, 현대차증권

〈그림26〉 오리온 해외 법인 매출 추이 및 전망



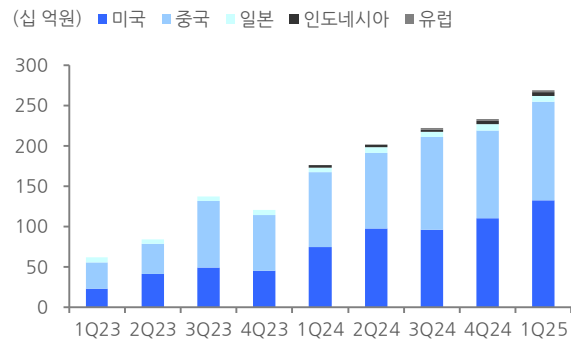
자료 : 오리온, 현대차증권

〈그림27〉 롯데월드푸드 해외 사업부 매출액 추이 및 전망



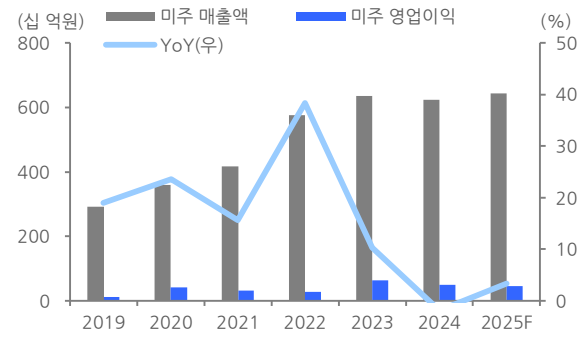
자료 : 롯데월드푸드, 현대차증권

〈그림28〉 삼양식품 지역별 매출액 추이



자료 : 오리온, 현대차증권

〈그림29〉 농심 미국 법인 매출 추이 및 전망



자료 : 통계청, 현대차증권

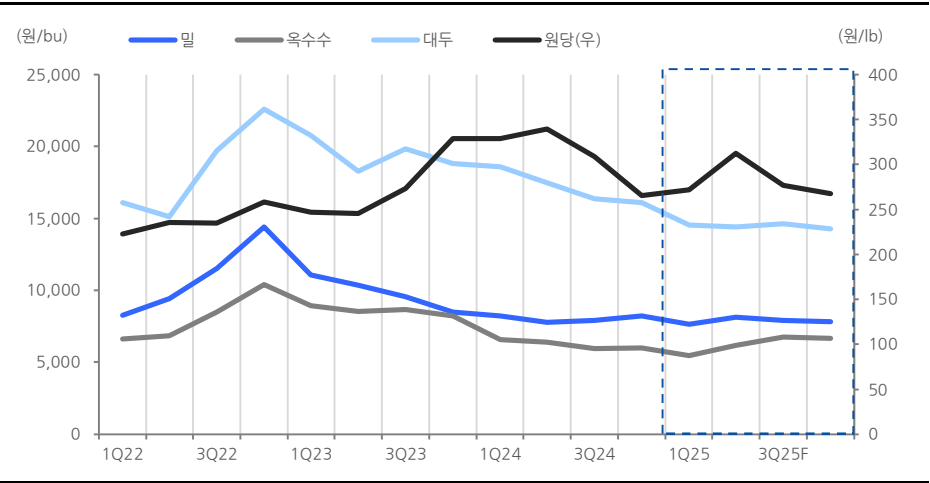
III. C(원가) 변수

하반기 대부분의
곡물가 하향 안정화 전망

2H25 곡물가 하향안정화 전망

2H25 곡물가는 대부분의 곡물가가 하향안정화 될 것으로 전망한다. 주요 국제 곡물가는 2024년~2025년 고점 대비 밀 -24%, 옥수수 -10%, 대두 -19%, 원당 -28% 하락하였다. 1H25 음식료 업체 원가에서 가장 부담이 되었던 곡물은 카카오, 팜유였으며, 이를 원가로 한 제과, 빙과, 음료 업체들의 가격 인상이 단행되기도 하였다. 카카오는 지난해부터 시작된 서아프리카 카카오 작황 부진으로 수확량이 급감하며 카카오 가격은 4월 \$12,000/ton까지 치솟았으나, 현재는 고점 대비 -13% 하락하였다. 팜유는 최대 수출국인 인도네시아의 바이오디젤 팜유 비율 상향 조정으로 인해 수요가 늘어난데 반해, 연초 생산성 감소 및 수출 금지 조치로 팜유 선물가가 급등하였다. 하지만 동남아 계절적 생산 증가하며 국제 팜유 공급량이 회복하며 현재 가격은 고점 대비 약 -28% 하락하였다. 곡물 변수 이외에도 현재 음식료 업체들은 경기 침체 환경 속 경쟁 강도 완화 및 판매비 효율화 및 축소를 통한 이익 개선에 집중하는 모습이 나타남에 따라, 하반기 음식료 업체들도 점진적인 마진 개선을 기대한다.

<그림30> 국내 투입 기준 곡물가 전망



자료 : Bloomberg, 현대차증권

〈표2〉 국내 투입 기준 곡물가 가정

구분	품목	단위	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25F	3Q25F	4Q25F
Spot 가격	밀	Cent/bu	576.4	607.3	546.4	560.4	554.6	550.4	544.0	552.9
	옥수수	Cent/bu	435.2	443.1	391.6	425.8	471.8	467.6	458.5	452.7
	대두	Cent/bu	1,193.6	1,185.3	1,039.1	994.0	1,024.4	1,002.6	987.3	1,006.7
	원당	Cent/lb	22.6	19.6	19.4	21.5	19.4	18.8	19.2	20.0
	환율	원/\$	1,329.6	1,370.7	1,355.9	1,399.3	1,451.9	1,429.3	1,422.2	1,411.5
yoy %	밀		-20.6	-6.3	-12.1	-4.2	-3.8	-9.4	-0.5	-1.3
	옥수수		-33.9	-29.2	-21.4	-11.1	8.4	5.5	17.1	6.3
	대두		-20.8	-17.3	-26.1	-24.5	-14.2	-15.4	-5.0	1.3
	원당		8.6	-21.8	-22.0	-15.8	-14.1	-3.8	-1.4	-7.2
국내 투입 가격	밀	원/bu	8,214.7	7,779.6	7,901.5	8,234.7	7,646.5	8,136.3	7,926.3	7,827.4
	옥수수	원/bu	6,585.1	6,367.8	5,965.3	6,007.6	5,479.3	6,182.5	6,742.7	6,649.9
	대두	원/bu	18,581.0	17,497.0	16,360.6	16,071.0	14,540.9	14,432.2	14,642.2	14,258.7
	원당	원/lb	329.2	339.7	309.2	265.4	271.9	312.3	276.9	267.7
yoy %	밀		-25.8	-24.7	-17.2	-3.3	-6.9	4.6	0.3	-4.9
	옥수수		-26.3	-25.3	-31.1	-26.9	-16.8	-2.9	13.0	10.7
	대두		-10.5	-4.3	-17.5	-14.6	-21.7	-17.5	-10.5	-11.3
	원당		33.2	38.4	13.2	-19.3	-17.4	-8.1	-10.5	0.9

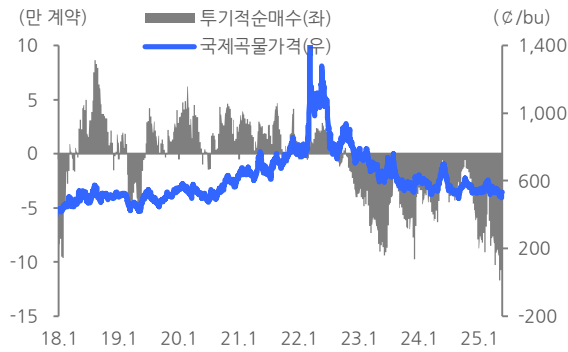
자료: Bloomberg, 현대차증권

〈표3〉 USDA 전세계 곡물 전망

구분	(단위: 백만톤)	2021/22	2022/23	2023/24	2024/25 (전망, A)	2025/26	대비(%)
						05월(B)	전년(B/A)
밀	생산량	781.01	789.56	791.95	799.71	808.52	1.1%
	공급량	1,065.14	1,063.07	1,066.93	1,068.83	1,073.73	0.5%
	소비량	792.73	789.48	797.82	803.62	808.00	0.5%
	교역량	202.76	221.75	222.22	206.12	212.99	3.3%
	기말재고량	272.41	273.59	269.11	265.21	265.73	0.2%
	기말재고율(%)	34.4%	34.7%	33.7%	33.0%	32.9%	-0.1%p
옥수수	생산량	1,217.27	1,162.99	1,230.52	1,221.28	1,264.98	3.6%
	공급량	1,510.24	1,504.01	1,536.20	1,537.35	1,552.27	1.0%
	소비량	1,199.90	1,172.43	1,220.13	1,250.06	1,274.43	1.9%
	교역량	206.59	180.34	193.55	189.35	195.81	3.4%
	기말재고량	310.34	304.59	316.07	287.29	277.84	-3.3%
	기말재고율(%)	25.9%	26.0%	25.9%	23.0%	21.8%	-1.2%p
대두	생산량	360.43	378.60	396.93	420.87	426.82	1.4%
	공급량	460.69	471.24	498.71	536.17	550.00	2.6%
	소비량	363.97	366.36	383.85	410.29	424.05	3.4%
	교역량	154.25	171.75	177.69	180.87	188.43	4.2%
	기말재고량	98.06	101.01	115.30	123.18	124.33	0.9%
	기말재고율(%)	26.9%	27.6%	30.0%	30.0%	29.3%	-0.7%p

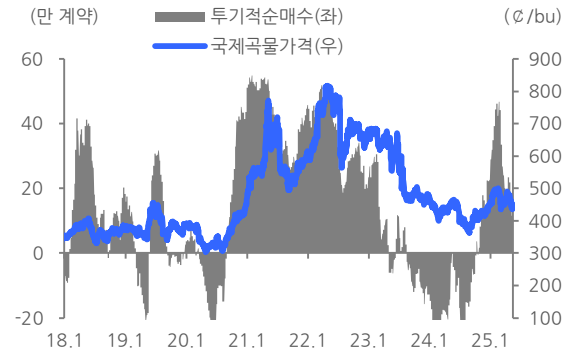
자료: USDA, 현대차증권

〈그림31〉 밀 가격 추이와 투기적 포지션



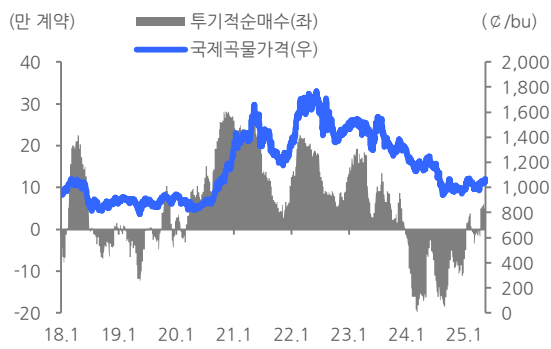
자료 : Bloomberg, 현대차증권

〈그림32〉 옥수수 가격 추이와 투기적 포지션



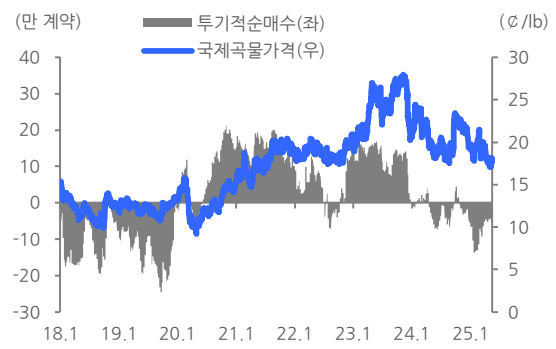
자료 : Bloomberg, 현대차증권

〈그림33〉 대두 가격 추이와 투기적 포지션



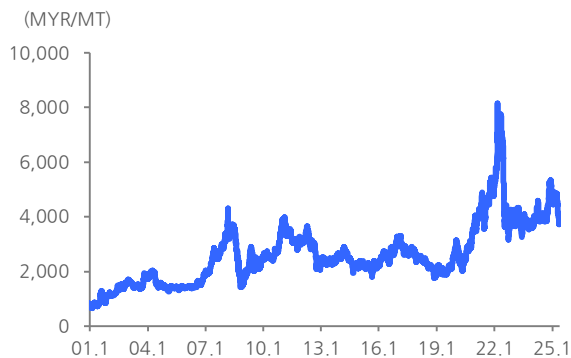
자료 : Bloomberg, 현대차증권

〈그림34〉 원당 가격 추이와 투기적 포지션



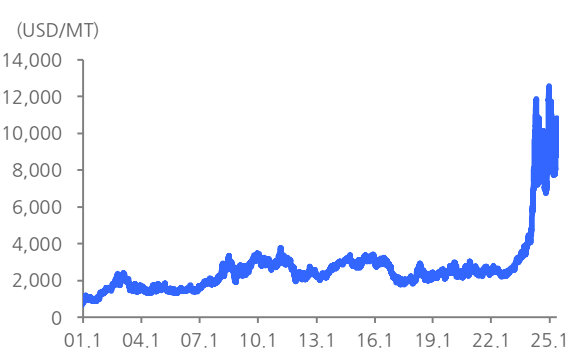
자료 : Bloomberg, 현대차증권

〈그림35〉 팜유 가격 추이



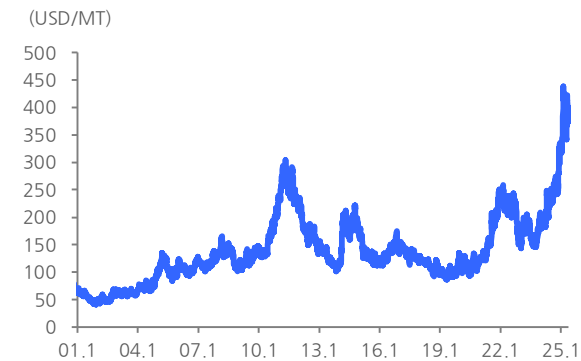
자료 : Bloomberg, 현대차증권

〈그림36〉 코코아 가격 추이



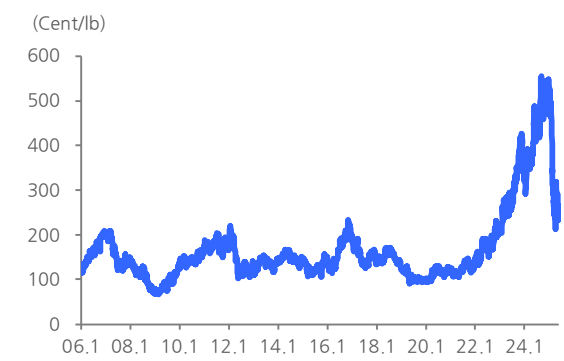
자료 : Bloomberg, 현대차증권

〈그림37〉 커피 가격 추이



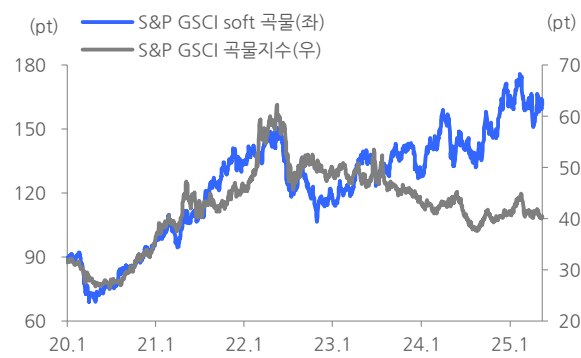
자료 : Bloomberg, 현대차증권

〈그림38〉 오렌지 가격 추이



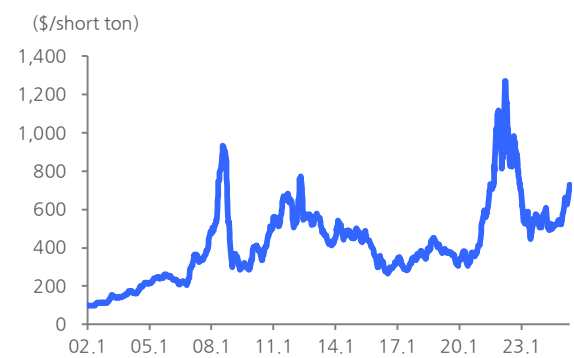
자료 : Bloomberg, 현대차증권

〈그림39〉 S&P GSCI 곡물지수 추이



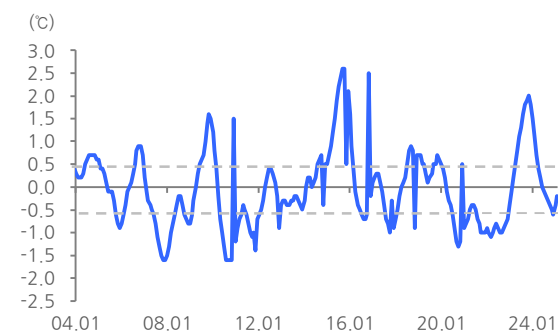
자료 : Bloomberg, 현대차증권

〈그림40〉 북미 비료 가격 추이



자료 : Bloomberg, 현대차증권

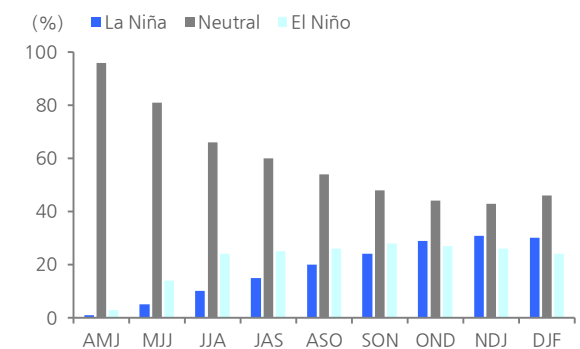
〈그림41〉 ONI 지수



자료 : ONI, 현대차증권

주: ONI 지수는 +0.5°C 이상일 경우 엘니뇨, -0.5°C 이하일 경우 라니냐를 의미

〈그림42〉 라니냐/엘니뇨 발생 가능성



자료 : NOAA, 현대차증권

주: 가로 축 단위는 3개월 평균을 나타냄(ex) MJJ는 5~7월

IV. P(가격) 변수

하반기 가격 인상은 다소 제한적

하반기 가격인상은 제한적
다만, 4월부터 가격 인상
효과 온기로 반영될 것

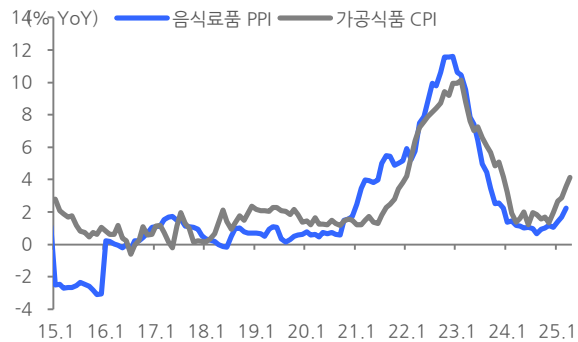
상반기 음식료 업체들의 가격 인상 흐름이 다시 시작되었다. 지난 해 중순 엘니뇨가 발생함에 따라 Soft 곡물(카카오, 원당, 커피 등) 가격이 상승하였고, 환율, 부재료 등 제조원가율이 상승함에 따라 주요 음식료 업체들의 가격 인상 흐름이 시작되었다. 특히, 카카오 가격이 급등하며 제과/빙과/음료 업체들의 가격 인상이 나타났으며, 이후 팜유 가격이 상승하며 3월 농심의 라면/스낵 가격 인상을 시작으로 음식료 업체들의 전반적인 가격 인상 흐름이 이어졌다. 한편, 하반기에는 대부분의 곡물가가 고점을 지나 하향 안정화 되고 있고, 새정부 출범 이후 가격 인상 흐름은 다소 제한적일 것으로 보이나, 4월부터 본격적인 가격인상 효과 반영되며 음식료 업체들의 마진은 개선 가능할 것으로 기대한다.

〈표4〉 2025년 주요 제품 가격 인상 내용

시기	분류	기업	내용	평균 가격 인상률
12 월	제과	오리온	초코송이 등 13 개 제품	10.6%
12 월	제과	해태	홀런볼, 자유시간 등 10 개 제품	8.6%
12 월	제과, 음료	농심	켈로그 등 시리얼 및 웰치스, 백산수	5~12%
12 월	제과, 음료	동서식품	오레오, 리츠 등 제과 및 인스턴트 커피, 커피믹스, 커피 음료 등	8.9~12%
1 월	음료	동아오츠카	포카리스웨트, 나랑드 사이다, 오란씨 등	6.3%
1 월	가공식품	오뚜기	컵밥 7 종	12.5%
1 월	소제식품	대상	마요네즈, 후추, 샐러드 드레싱 등	9~25%
2 월	제과, 빙과	롯데웰푸드	건과, 빙과 26 종 제품	9.5%
2 월	빵류	SPC 삼립	크림빵, 포켓폰빵 등 빵류	+100 원
3 월	빙과, 음료	빙그레	커피, 아이스크림	8~17%
3 월	라면, 제과	농심	신라면과 새우깡 등 제품 17 종	5~10%
3 월	라면	오뚜기	라면 16 종	5.0%
3 월	가공식품	CJ 제일제당	비비고 만두 20 여개, 스팸, 소시지	-7%
3 월	가공식품	동원 F&B	냉동만두 15 종 가격	-6%
4 월	소제식품	오뚜기	카레 분말, 스프 가격	+300~500 원
4 월	주류	OB 맥주	카스, 한맥 증 주요 맥주 출고가	2.9%
4 월	유제품	남양유업	초코에몽	8.9%
4 월	라면	오뚜기	라면 16 종	5.0%
4 월	라면, 음료	팔도	팔도 비빔면, 왕뚜껍, 비락식혜 등	4~7%
4 월	유제품	매입유업	바리스타롤스, 매일두유검은콩, 허쉬드링크, 치즈 등 51 개 품목	8.9%
5 월	주류	하이트진로	테라, 카스 등 주요 맥주 출고가	2.7%
5 월	음료	LG 생활건강	스프라이트, 미닛메이드, 조지아 등 음료	5.5%
5 월	유제품	빙그레	요플레, 닥터 캡슐 등 발효유 제품	4~5%

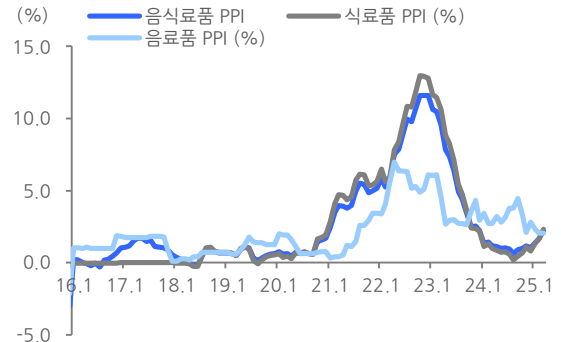
자료 : 현대차증권

〈그림43〉 음식료품 PPI, CPI 상승률 추이



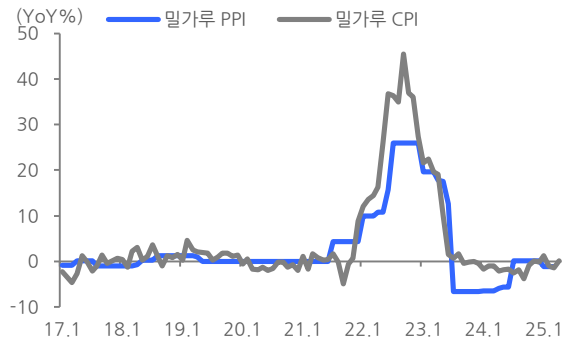
자료 : 통계청, 현대차증권

〈그림44〉 음식료품 PPI 증감률 추이



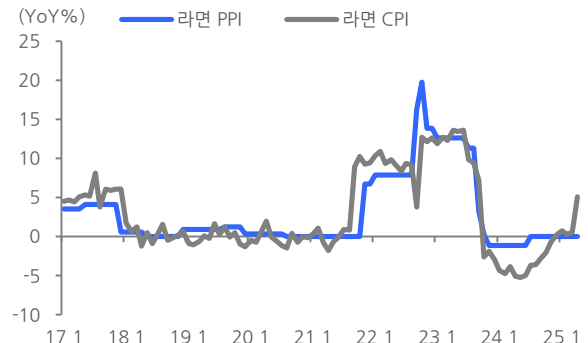
자료 : 통계청, 현대차증권

〈그림45〉 밀가루 PPI와 CPI 증감률 추이



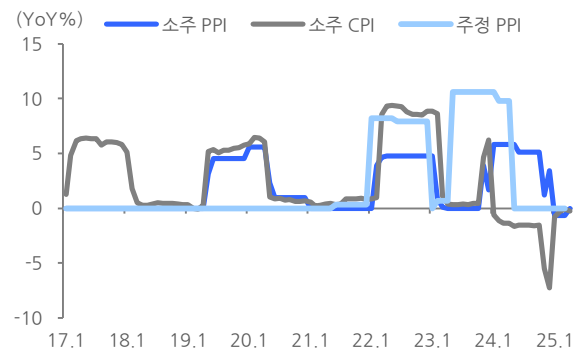
자료 : 통계청, 현대차증권

〈그림46〉 라면 PPI와 CPI 증감률 추이



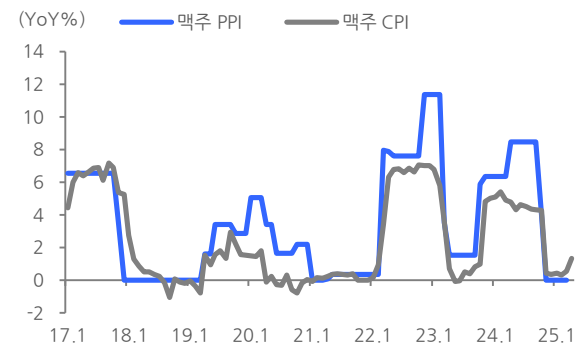
자료 : 통계청, 현대차증권

〈그림47〉 소주, 주정 PPI와 소주 CPI 증감률 추이



자료 : 통계청, 현대차증권

〈그림48〉 맥주 PPI와 CPI 증감률 추이



자료 : 통계청, 현대차증권

2. 화장품

I. Executive Summary

걱정은 기우, 하반기에도 성장은 지속된다

하반기 화장품 업종
투자의견 Overweight
유지

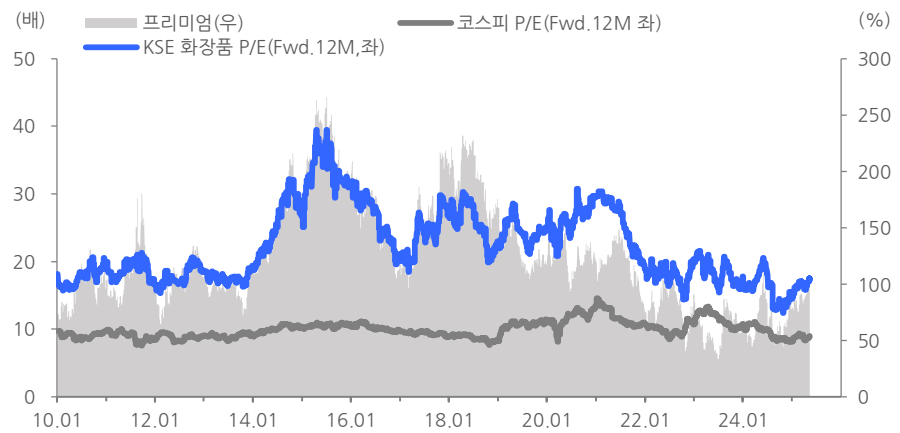
1Q25 화장품 업종의 실적 호조가 가시화되며 KSE 화장품 12개월 선행 P/E는 연초 14.6배 수준에서 17배까지 회복되었다. 지난해 상반기 글로벌 화장품 수출액이 최대치를 기록하며 브랜드/ODM/용기/원료사 전체 밸류 체인에 걸친 실적 호조가 가시화되며 업종 P/E가 20배까지 확대되었던 것에 대비하여, 하반기에 들어서며 ① 화장품 업체들의 실적이 시장의 높아진 눈높이를 하회하는 실적을 기록하였고, ② 미국향 수출 성장폭 둔화 ③아마존 내 경쟁 심화 및 대형 인디브랜드 실적 부진 ④ 트럼프 집권에 따른 관세 우려가 더해지며 업종 12M Fwd P/E는 10년 최저치인 12.4배까지 하락한 후 쉽게 회복되지 못하였다. 다만, 이러한 우려는 1분기 화장품 기업들의 실적 호조가 가시화되며 해소되는 모습이다.

한국 화장품의 미국 진출에 있어 주요 채널이었던 아마존 내 인디 뷰티 브랜드들의 경쟁이 심화되고, 가격 정책 정상화 및 재고 소진 과정을 거치며 브랜드사의 실적 등락이 생겨난 것은 사실이나, 아마존 경쟁 심화가 화장품 전체 섹터의 부진으로 이어지는 것은 아니었다. 1Q25 ODM/용기사 호실적을 통해 알 수 있듯이 여전히 글로벌향 수주는 견조하며, 새로운 히어로 브랜드들이 생겨나는 과정을 반복하고 있다. 1분기 에이퍼알의 메디큐브 화장품의 성장이 두드러졌고, 브이티, 아모레퍼시픽의 라네즈 브랜드가 호조를 이어갔다. 브랜드사들의 경쟁이 심화되고 라이프사이클이 짧아짐에 따라 실적의 등락이 빠르게 생겨나고 있으나, 터지는 브랜드의 Upside는 여전히 무궁무진하다. 인디브랜드의 향후 방향성은 ① 미국 내 오프라인 시장 확대 ② 미국 외 지역(유럽, 중동 등)으로의 확장을 꾀하고 있다. 이러한 수출 모멘텀은 여전히 초입 단계이며, 중장기적으로도 성장 여력 충분하다고 판단, 이에 따라 업종 Valuation 다시 한번 Re-rating 기대한다.

Top Picks:
아모레퍼시픽, 코스맥스

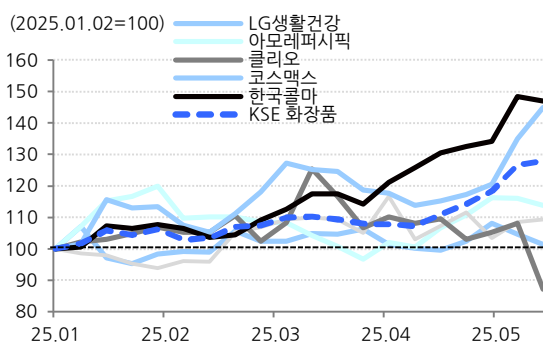
화장품 브랜드사는 현재 미국/유럽 지역 내 라네즈/이니스프리 중심의 성장성 돋보이며, 하반기 이익 성장성 돋보이는 아모레퍼시픽을 Top Pick으로 제시하며, ODM사는 여전히 견조한 국내 실적과 더불어 하반기 추가적인 중국 실적 회복 기대되는 코스맥스 Top Pick으로 제시

〈그림49〉 화장품 12M Fwd P/E 및 업종 프리미엄 추이(5/16 17.3배)



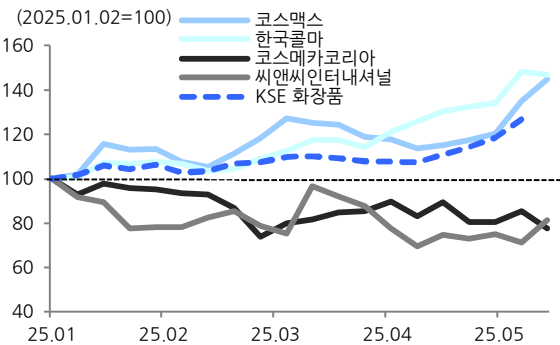
자료 : Quantivise, 현대차증권

〈그림50〉 화장품 커버리지 주가 추이



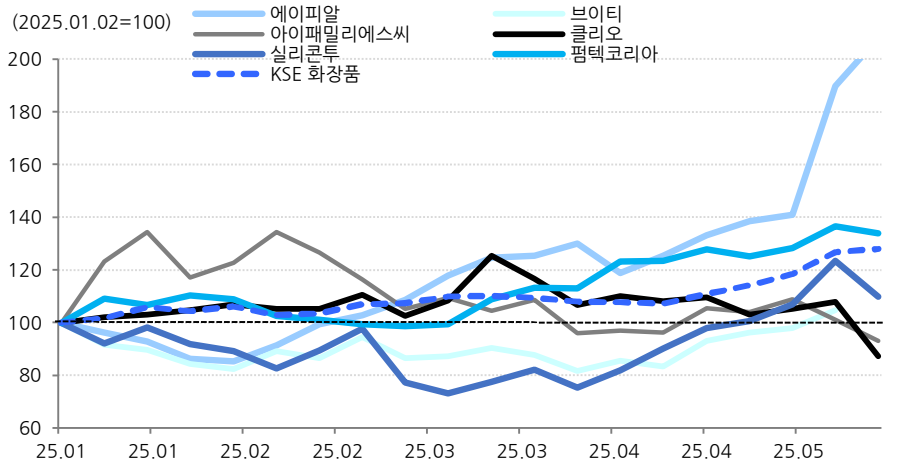
자료 : 통계청, 현대차증권

〈그림51〉 ODM4사주가 추이



자료 : 통계청, 현대차증권

〈그림52〉 인디브랜드사 + 실리콘투 + 용기사 주가추이



자료 : Quantivise, 현대차증권

K-Beauty 어디까지 확장할 것인가! (feat. 유럽, 중동)

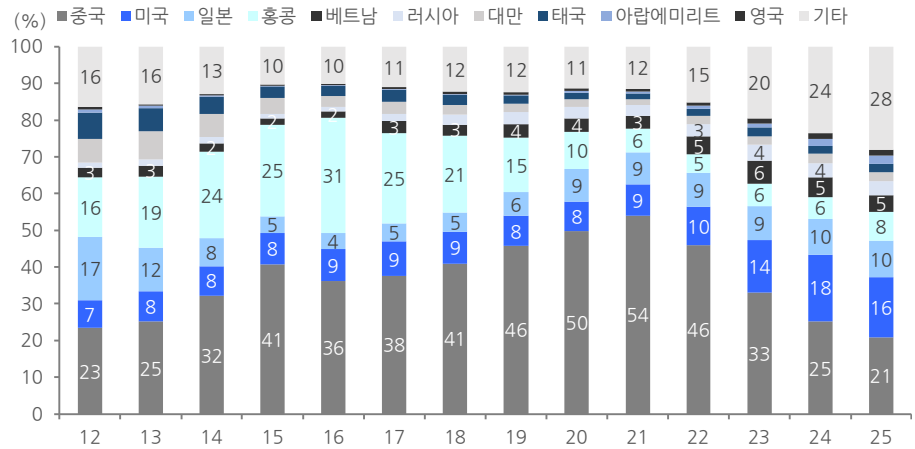
한국 화장품
글로벌
수출 모멘텀 지속:
미국 외 유럽/중동
성장성 돋보임

한국 화장품의 글로벌 수출 모멘텀은 2H25에도 지속될 것으로 전망한다. 2025년 4월 한국 화장품 수출액은 4월 누계 +14%yoy(vs 2024년 +19%yoy) 성장 중이다. 2025년 미국향 수출 성장률은 시장의 재고 소화 과정을 거치며 상반기 전년 대비 소폭 둔화되었으나(미국 화장품 수출 4월 누계 +14%yoy), 이를 미국 외 지역에서의 저변 확대로 상쇄하고 있다는 점이 고무적이다. 아래 <그림53>을 보면 한국 화장품 수출액에서 기타가 차지하는 비중이 2023년 20% 수준에서 2025년 4월 누계 기준 28%까지 확대되는 모습이다. 특히, 올해 4월까지 유럽/중동 지역의 수출 비중 확대에 주목해볼 필요가 있다. 유럽 4개국의(영국, 프랑스, 네덜란드, 폴란드) 수출 비중은 지난해 4.5% 수준에서 2025년 4월 누계 6.3%까지 확대되었고, 중동은 지난해 1.9% 비중에서 올해 2.3%까지 확대되었다. 수출 성장률은 올해 4월 누계 유럽 +63%yoy, 아랍에미리트 +72%yoy를 기록하고 있다.

이러한 모습은 화장품 인디 뷰티 브랜드사들 글로벌 시장 유통을 담당하고 있는 유통사인 실리콘투 1Q25 실적을 통해서도 나타나고 있다. K-뷰티의 수요가 전세계적으로 확대되며 1분기 실적은 연결 매출 2,457억원(+64%yoy), 영업이익 477억원(+52%yoy, OPM 19%)로 시장 컨센서스를 크게 상회하는 호실적을 기록하였다. 1분기 실리콘투의 권역별 매출에서 두드러지게 나타나는점은 주요 권역 매출 비중 변화인데, 그 중 유럽, 중동의 비중 변화가 가시적이다. <그림54>을 살펴보면 2024년 유럽, 중동 비중은 각각 24%/9%에서 2025년 1분기 33%/13% 수준으로 늘어났고, 매출액 성장률은 전년동기대비 유럽 +187%yoy, 중동 +226%yoy 확대되는 모습을 통해 K-인디 뷰티 브랜드의 글로벌 지역 확대가 견조하게 이뤄지는 모습을 확인할 수 있다.

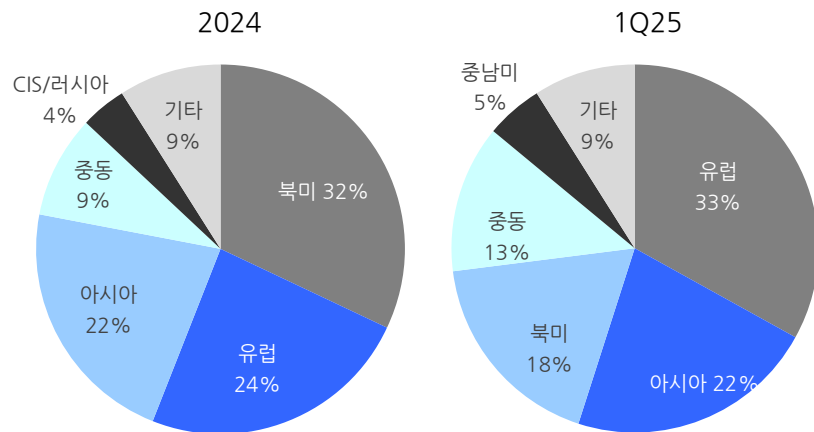
이처럼 글로벌 K-뷰티의 수요는 지속적으로 확대되고 있다. 관세청 자료에 의하면 2024년 K-뷰티 역직구 금액은 9.7억달러로 전년 대비 +86%yoy 성장하였으며, 지난해 역직구 총액(29억 달러)에서도 1/3을 차지하며 K-뷰티의 글로벌 수요를 실감할 수 있다. 글로벌 시장 내 K-Beauty는 가성비와 품질 등으로 트렌드로 자리매김하였으며, 채널 확장, 카테고리 확장, 지역 확장을 통해 2025년에도 성장 여력이 충분하다고 판단하며, 글로벌 수출 모멘텀은 지속 가능할 것으로 전망한다.

〈그림53〉 한국 화장품 수출액 국가별 비중



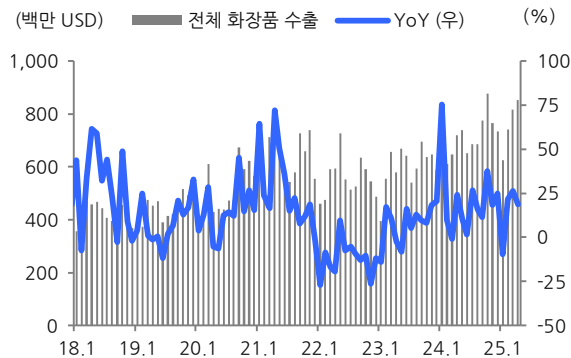
자료 : TRASS, 현대차증권

〈그림54〉 실리콘투 권역별 매출 비중 변화



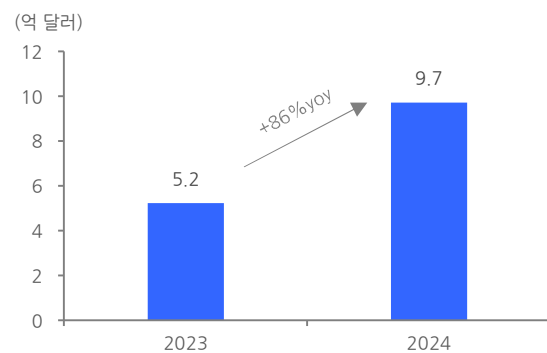
자료 : 실리콘투, 현대차증권

〈그림55〉 화장품 수출액 성장률 추이(4월 누적 +14%yoy)



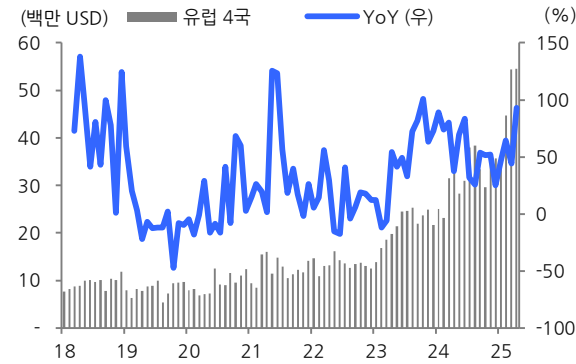
자료 : 통계청, 현대차증권

〈그림56〉 K-뷰티 역직구 규모 전년 대비 +86%yoy 성장



자료 : 통계청, 현대차증권

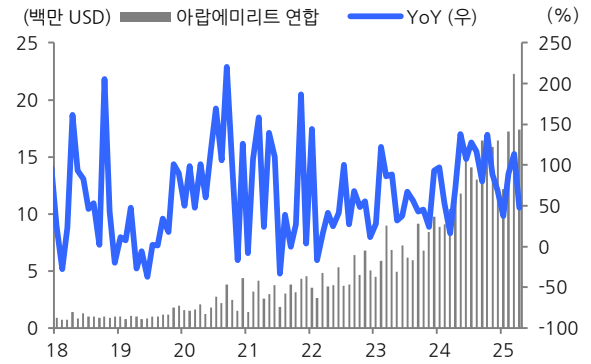
〈그림57〉 유럽 4국 화장품 수출액 추이(4월 누적 +63%yoY)



자료 : TRASS, 현대차증권

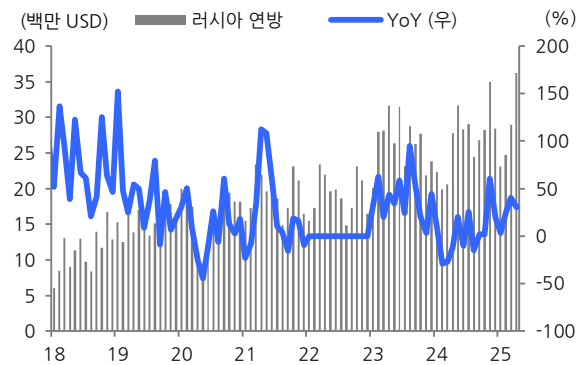
주) 유럽 4개국: 네덜란드, 영국, 프랑스, 폴란드

〈그림58〉 아랍에미리트 화장품 수출액 추이(4월 누적 +72%yoY)



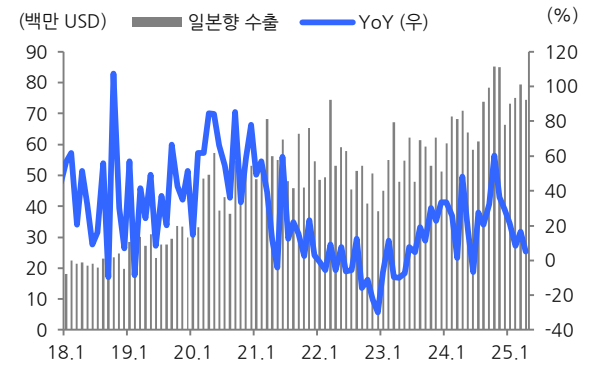
자료 : TRASS, 현대차증권

〈그림59〉 러시아 화장품 수출액 추이(4월 누적 +25%yoY)



자료 : TRASS, 현대차증권

〈그림60〉 일본 화장품 색조 수출액 추이(4월 누적 +13%yoY)



자료 : TRASS, 현대차증권

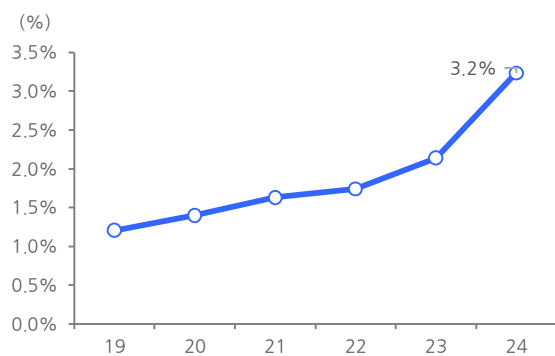
K-Beauty 미국 지역에서의 방향성은?

Amazon 내 경쟁 치열하나
신규 브랜드
계속 생겨나는 중

기존 레거시 브랜드들의
미국 오프라인 시장
진출은 추가적인
성장 기회

그렇다면 브랜드사들의 미국 시장에서의 전략은 무엇일까? 지난해 하반기 레거시 인디브랜드인 COSRX의 실적 시장 기대치 대비 하회, 미국향 수출 성장률 둔화로 인해 미국 성장 Peak-out 우려가 더해졌다. 다만, 이는 K-뷰티 시장의 성장은 지속되는 흐름이나, 시장 성장 속도보다 브랜드 침투 속도가 가속화됨에 따른 아마존 내 경쟁 심화로 브랜드별 실적 등락이 생겨났고, 아마존 채널 내 순위 경쟁을 위한 할인 및 프로모션비 확대에 의한 브랜드 마진 축소 및 프로모션 효율이 떨어지는 모습이 나타나기도 했다. 다만, 이러한 시장 상황에서도 신규로 상위 랭킹에 자리매김하는 브랜드들이 생겨나기도 했다. 브랜드들의 라이프 사이클이 점점 짧아지는 가운데, 터지는 브랜드들의 Upside는 무궁무진하다. 특히, 1Q25에는 에이피알의 메디큐브 브랜드가 괄목할만한 성장을 보였다. 에이피알의 1Q25 매출액은 2,660억(+79%yoy), 영업이익은 545억(+49%yoy, OPM 20.5%)로 실적 서프라이즈를 기록했다. 특히, 미국향 매출은 709억원(+187%yoy) 성장하였다. 1Q25 아마존의 Top 25 Beauty & Personal Care Ranking에 메디큐브의 제로모공패드가 16위로 처음 진입했으며, 현재 아마존 Ranking의 세럼, 마스크, 토너 패드 등 다양한 카테고리에서 약진하고 있다는 점이 고무적이다. 신규 브랜드 외의 레거시 인디뷰티 브랜드들은 아마존 외 오프라인 채널 진출을 계획하고 있다. 아직까지 미국 시장 내 화장품 소비 채널은 오프라인 69%, 온라인 29%으로 인디뷰티 브랜드들의 오프라인 진출은 유의미한 성장을 더해줄 것으로 보인다. COSRX, 라네즈, 브이티, 바이오텐스, 스킨1004, 아누아, 에스트라 등 다양한 인디브랜드사들이 COSTCO, ULTA, TARGET, Walmart 등 오프라인 채널에 입점해 있거나, 입점 예정으로 미국 시장에 추가적인 성장 기회를 모색할 수 있을 것으로 보인다.

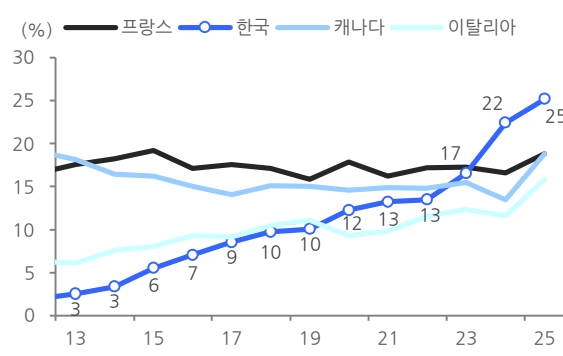
〈그림61〉 미국 화장품 시장 내 침투율



자료 : Euromonitor, KITA 현대차증권

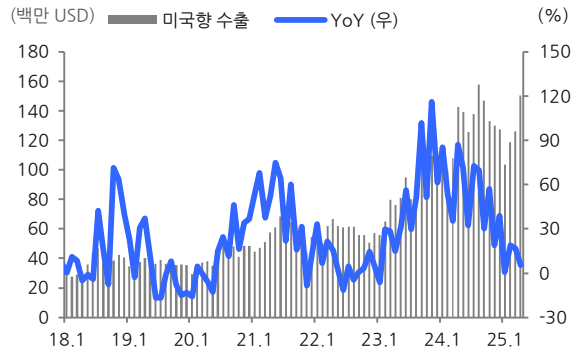
주: 침투율은 한국 화장품 대미 수출액(HS CODE 3304) / Euromonitor 미국 화장품 시장 규모(Colour Cosmetics + Skin Care + Sun Care)으로 계산

〈그림62〉 미국 화장품 수입국 비중 한국 3월 누적 25%



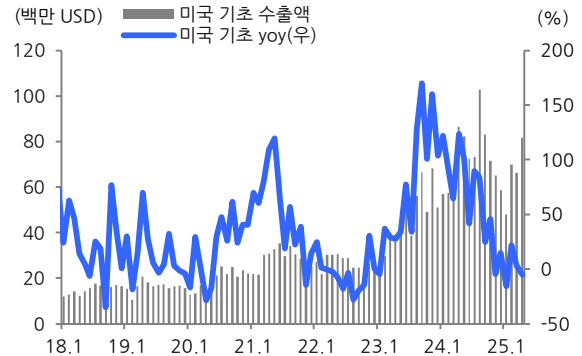
자료 : TRASS, 현대차증권

〈그림63〉 미국향 화장품 수출액 추이(4월 누적 +10%YoY)



자료 : TRASS, 현대차증권

〈그림64〉 미국향 기초 수출액 추이



자료 : TRASS, 현대차증권

〈표5〉 Q125 Amazon Beauty & Personal Care 카테고리 내 Top 25

순위	Top 25 Beauty & Personal Care Products	# of Reviews	Avg Rating
1	Hero Cosmetics Mighty Patch Original - Pimple Patch - 36 count	169,649	4.6
2	Shick Hydro Silt Touch-up Multipurpose Dermaplaning Tool 3 ct	194,984	4.5
3	Clean Skin Club Clean Towels XL, 50 count	32,671	4.8
4	Amazon Basics Cotton Swabs, 500 Count	50,685	4.7
5	eos Shea Better Body Lotion-Vanilla Cashmere 16 fl oz	35,876	4.7
6	Neutrogena Cleaning Fragrance Free Makeup Remover Face Wipes, Twin Pack, 2x25 ct	109,007	4.8
7	Amazon Basics Hypoallergenic 100% Cotton Rounds, 100 Count	37,141	4.6
8	Mrs, Meyers Liquid Hand Soap Lemon Verbena Scent 33oz	13,877	4.7
9	Essence Lash Princess False Lash Effect Mascara	387,209	4.3
10	La Roche-Posay Toleriane Double Repair Face Moisturizer	65,183	4.6
11	BIODANCE Bio-Collagen Real Deep Mask, 34g 4ct	13,928	4.3
12	PanOxyl Acne Foaming Wash Benzoyl Peroxide 10% Maximum Strength Antimicrobial. 5.5 Oz	67,881	4.6
13	Sacheu Lip Liner Stay-N-Peel Off Lip Liner Color p-INKED	10,538	3.7
14	Nizoral Anti-Dandruff Shampoo with 1% Ketocoazole, Fresh Scent, 7Fl Oz	100,742	4.6
15	Maybelline Lash Sensational Sky High Washable Mascara	110,678	4.5
16	Medicube Zero Pore Pads 2.0 70 pads	4,111	4.5
17	SOL DE ZANEIRO Cherirosa '62 Hair&Body Fragrance Mist	77,978	4.6
18	The Ordinary Glycolic Acid 7% Exfoliating Toner 8.11 oz	23,623	4.6
19	Dove Body Wash with Pump Deep Moisture For Dry Skin 30.6 oz	121,728	4.8
20	Valtic Kojic Acid Dark Spot Remover Soap Bars (2 pack)	45,663	4.2
21	CeraVe Daily Moisturizing Cream for Dry Skin, 19 ounce	131,595	4.7
22	Nurafol Women's Balance Hair Growth Supplements, 1 Month Supply	13,981	4.2
23	COSRX Snail Mucin 96% Power Repairing Essence 100ml	95,492	4.6
24	CeraVe Daily Moisturizing Lotion For Dry Skin, 19 Ounce	125,136	4.7
25	Neutrogena Makeup Remover Facial Cleansing Towelettes, Daily Face Wipes	65,235	4.8

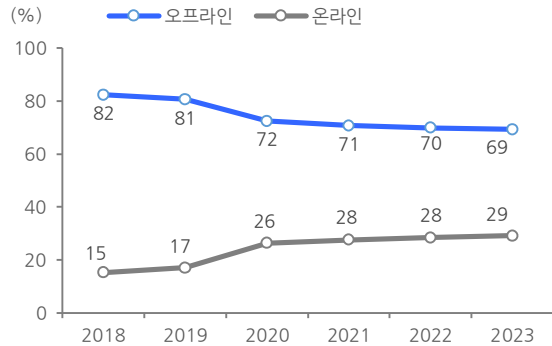
자료 : BeautyMatter.com, 현대차증권

〈표6〉 아마존 카테고리별 Top 30 내 한국 브랜드 제품 및 순위(5/19)

세럼		
2 위	COSRX	어드벤스드 스네일 96 뮤신 파워 에센스
5 위	메디큐브	메디큐브 연어 PDRN 핑크 앰플 30ml
6 위	아누아	나이아신아마이드 10 TXA 4 다크 스팟 코렉팅 세럼
10 위	메디테라피	레티날 스킨 부스터 세럼 저자극 대용량 잡티지우개 흔적세럼 레티놀 안티에이징
23 위	믹순	궁 에센스
24 위	아누아	아젤라익 애씨드 10 히알루론 아누아 아젤라산 10 히알루론 레드니스 진정 세럼
25 위	메디큐브	제로 원데이 엑소좀 샷 모공 앰플 7500
26 위	SKIN1004	마다가스카르 센텔라 앰플
30 위	VT Cosmetics	브리티 시카 리들샷 100
마스크		
1 위	바이오던스	바이오던스 바이오 콜라겐 리얼 딥 마스크
2 위	메디큐브	메디큐브 콜라겐 나이트 랩핑 마스크
3 위	메디큐브	메디큐브 PDRN 핑크 콜라겐 젤 마스크팩
8 위	메디큐브	메디큐브 제로 모공 블랙헤드 머드팩
11 위	조선미녀	맑은쌀 꿀 채운 마스크
12 위	COSRX	어드벤스드 스네일 뮤신 글래스 글로우 하이드로젤 마스크
15 위	라네즈	워터 슬리핑 마스크
17 위	토소웅	토소웅 리얼 콜라겐 핏
18 위	SKIN1004	마다가스카르 센텔라 포어마이징 쿼 클레이 스틱 마스크
20 위	VT Cosmetics	CICA 데일리 수딩 마스크
28 위	조선미녀	조선미녀 붉은 팔 모공 정화 마스크
토너/패드		
1 위	메디큐브	제로 모공 패드
8 위	티르티르	밀크 스킨
11 위	메디힐	메디힐 마데카소사이드 흔적 패드
16 위	아누아	라이스 70 글로우 밀키 토너
17 위	COSRX	더 6 펩타이드 스킨 부스터 토너
23 위	라네즈	크림 스킨 세라뎀타이드
28 위	조선미녀	맑은쌀 채운 토너
30 위	메디큐브	PDRN 핑크 시카 수딩 토너
클렌징		
7 위	아누아	여성초 쿼세티 모공 딥 클렌징 폼
크림		
7 위	메디큐브	콜라겐 젤 크림
13 위	COSRX	스네일 뮤신 92% 페이스 모이스처라이저
립케어		
2 위	라네즈	립 글로이 밤
5 위	라네즈	립 슬리핑 마스크
28 위	네이처리퍼블릭	허니 멜팅 립 플럼퍼
30 위	CNP	프로폴리스 립세린
파운데이션		
3 위	티르티르	마스크핏 레드 쿠션

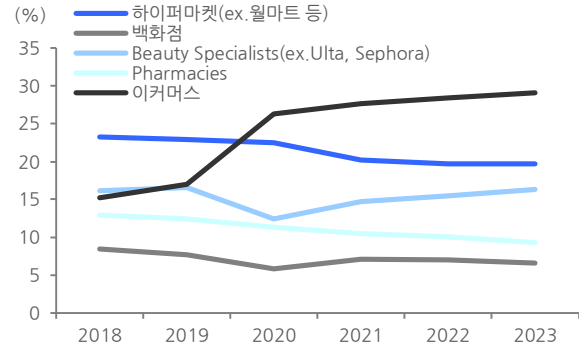
자료 : Amazon, 현대차증권

〈그림65〉 미국 뷰티 채널 내 온라인 비중 지속 상승 중



자료 : Eurimonitor, 현대차증권

〈그림66〉 미국 내 주요 화장품 소비 채널 비중 변화



자료 : Euromonitor, 현대차증권

〈표7〉 인디뷰티 브랜드들의 미국 오프라인 입점 채널 및 입점 시기 정리

브랜드명	미국 주요 유통 채널	입점시기
COSRX	ULTA	2019
	COSTCO	1Q24
마녀공장	ULTA	2Q24
	COSTCO	3Q24
	타깃	1Q25
라네즈	세포라	3Q17
이니스프리	세포라	2019
에스트라	세포라	1Q25
브이티	코스트코	3Q25
	ULTA	3Q25
바이오던스	세포라	1Q25
스킨 1004	ULTA	3Q24
	타깃	2Q25
	COSTCO	1Q25
조선미녀	타깃	1Q25
	COSTCO	1Q25
	세포라	3Q25
아누아	ULTA	1Q25
토리든	타깃	1Q25
믹순	COSTCO	4Q24
	Walmart(뷰티스페이스)	4Q25
썸바이미 헉슬리	Walmart(뷰티스페이스)	4Q25
	COSTCO	1Q25
라운드랩	타깃	1Q25
	COSTCO	3Q24
아비브	COSTCO	2Q25
메디힐	ULTA	4Q24
티르티르	ULTA	3Q25
토니모리	타깃	1Q23
성분에디터	타깃	1Q25

자료 : 산업 자료, 현대차증권

〈표8〉 국내 주요 인디브랜드 실적 추이 및 주요 제품

회사명	브랜드	실적 추이	주요 제품															
에이피알	메디큐브	(십억원) ■ 매출액 ■ 영업이익 <table><tr><th>연도</th><th>매출액 (십억원)</th><th>영업이익 (십억원)</th></tr><tr><td>'21</td><td>280</td><td>20</td></tr><tr><td>'22</td><td>400</td><td>50</td></tr><tr><td>'23</td><td>550</td><td>120</td></tr><tr><td>'24</td><td>750</td><td>150</td></tr></table>	연도	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	'21	280	20	'22	400	50	'23	550	120	'24	750	150	
연도	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)																
'21	280	20																
'22	400	50																
'23	550	120																
'24	750	150																
코스알엑스	COSRX	(십억원) ■ 매출액 ■ 영업이익 <table><tr><th>연도</th><th>매출액 (십억원)</th><th>영업이익 (십억원)</th></tr><tr><td>'21</td><td>150</td><td>20</td></tr><tr><td>'22</td><td>220</td><td>50</td></tr><tr><td>'23</td><td>500</td><td>180</td></tr><tr><td>'24</td><td>600</td><td>200</td></tr></table>	연도	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	'21	150	20	'22	220	50	'23	500	180	'24	600	200	
연도	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)																
'21	150	20																
'22	220	50																
'23	500	180																
'24	600	200																
더파운더즈	아누아, 프로젝트21, 프롬랩스	(십억원) ■ 매출액 ■ 영업이익 <table><tr><th>연도</th><th>매출액 (십억원)</th><th>영업이익 (십억원)</th></tr><tr><td>'21</td><td>40</td><td>10</td></tr><tr><td>'22</td><td>70</td><td>30</td></tr><tr><td>'23</td><td>150</td><td>50</td></tr><tr><td>'24</td><td>450</td><td>150</td></tr></table>	연도	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	'21	40	10	'22	70	30	'23	150	50	'24	450	150	
연도	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)																
'21	40	10																
'22	70	30																
'23	150	50																
'24	450	150																
브이티	브이티	(십억원) ■ 매출액 ■ 영업이익 <table><tr><th>연도</th><th>매출액 (십억원)</th><th>영업이익 (십억원)</th></tr><tr><td>'21</td><td>230</td><td>30</td></tr><tr><td>'22</td><td>250</td><td>30</td></tr><tr><td>'23</td><td>300</td><td>50</td></tr><tr><td>'24</td><td>450</td><td>120</td></tr></table>	연도	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	'21	230	30	'22	250	30	'23	300	50	'24	450	120	
연도	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)																
'21	230	30																
'22	250	30																
'23	300	50																
'24	450	120																
달바	d'Alba	(십억원) ■ 매출액 ■ 영업이익 <table><tr><th>연도</th><th>매출액 (십억원)</th><th>영업이익 (십억원)</th></tr><tr><td>'21</td><td>80</td><td>10</td></tr><tr><td>'22</td><td>150</td><td>20</td></tr><tr><td>'23</td><td>200</td><td>30</td></tr><tr><td>'24</td><td>320</td><td>60</td></tr></table>	연도	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	'21	80	10	'22	150	20	'23	200	30	'24	320	60	
연도	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)																
'21	80	10																
'22	150	20																
'23	200	30																
'24	320	60																

자료: Dart, 현대차증권

〈표4〉 국내 주요 인디브랜드 실적 추이 및 주요 제품

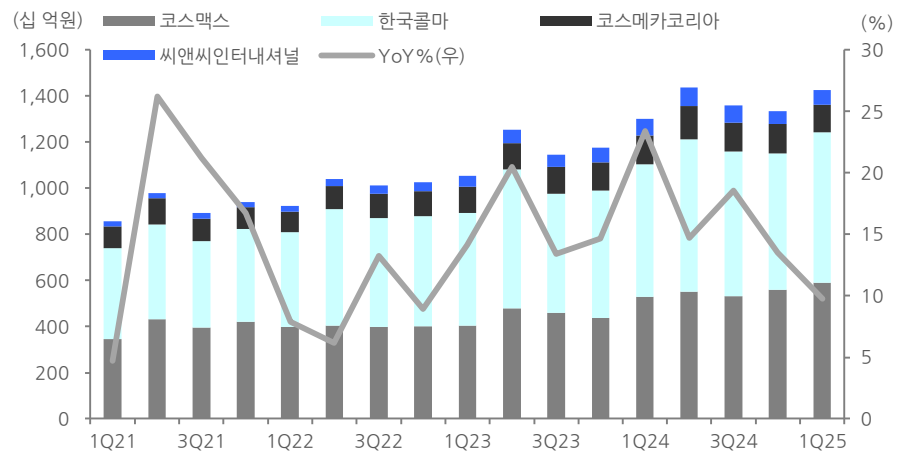
회사명	브랜드	실적 추이	주요 제품															
티르티르	티르티르	(십억원) ■ 매출액 ■ 영업이익 <table><tr><th>연도</th><th>매출액 (십억원)</th><th>영업이익 (십억원)</th></tr><tr><td>'21</td><td>~50</td><td>~10</td></tr><tr><td>'22</td><td>~130</td><td>~20</td></tr><tr><td>'23</td><td>~160</td><td>~20</td></tr><tr><td>'24</td><td>~280</td><td>~40</td></tr></table>	연도	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	'21	~50	~10	'22	~130	~20	'23	~160	~20	'24	~280	~40	
연도	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)																
'21	~50	~10																
'22	~130	~20																
'23	~160	~20																
'24	~280	~40																
아이패밀리에스씨	롬앤, 누즈	(십억원) ■ 매출액 ■ 영업이익 <table><tr><th>연도</th><th>매출액 (십억원)</th><th>영업이익 (십억원)</th></tr><tr><td>'21</td><td>~70</td><td>~10</td></tr><tr><td>'22</td><td>~90</td><td>~15</td></tr><tr><td>'23</td><td>~150</td><td>~25</td></tr><tr><td>'24</td><td>~210</td><td>~30</td></tr></table>	연도	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	'21	~70	~10	'22	~90	~15	'23	~150	~25	'24	~210	~30	
연도	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)																
'21	~70	~10																
'22	~90	~15																
'23	~150	~25																
'24	~210	~30																
마녀공장	마녀공장	(십억원) ■ 매출액 ■ 영업이익 <table><tr><th>연도</th><th>매출액 (십억원)</th><th>영업이익 (십억원)</th></tr><tr><td>'21</td><td>~60</td><td>~15</td></tr><tr><td>'22</td><td>~100</td><td>~25</td></tr><tr><td>'23</td><td>~105</td><td>~15</td></tr><tr><td>'24</td><td>~130</td><td>~20</td></tr></table>	연도	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	'21	~60	~15	'22	~100	~25	'23	~105	~15	'24	~130	~20	
연도	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)																
'21	~60	~15																
'22	~100	~25																
'23	~105	~15																
'24	~130	~20																
서린컴퍼니	라운드랩	(십억원) ■ 매출액 ■ 영업이익 <table><tr><th>연도</th><th>매출액 (십억원)</th><th>영업이익 (십억원)</th></tr><tr><td>'21</td><td>~50</td><td>~20</td></tr><tr><td>'22</td><td>~60</td><td>~25</td></tr><tr><td>'23</td><td>~115</td><td>~55</td></tr><tr><td>'24</td><td>~95</td><td>~25</td></tr></table>	연도	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	'21	~50	~20	'22	~60	~25	'23	~115	~55	'24	~95	~25	
연도	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)																
'21	~50	~20																
'22	~60	~25																
'23	~115	~55																
'24	~95	~25																
포컴퍼니	아비브, 네이밍, VASOL, FOMULA	(십억원) ■ 매출액 ■ 영업이익 <table><tr><th>연도</th><th>매출액 (십억원)</th><th>영업이익 (십억원)</th></tr><tr><td>'21</td><td>~45</td><td>~5</td></tr><tr><td>'22</td><td>~55</td><td>~10</td></tr><tr><td>'23</td><td>~65</td><td>~15</td></tr><tr><td>'24</td><td>~85</td><td>~10</td></tr></table>	연도	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	'21	~45	~5	'22	~55	~10	'23	~65	~15	'24	~85	~10	
연도	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)																
'21	~45	~5																
'22	~55	~10																
'23	~65	~15																
'24	~85	~10																

자료: Dart, 현대차증권

K-인디 뷰티 성장이 지속되면 ODM 성장도 지속된다!

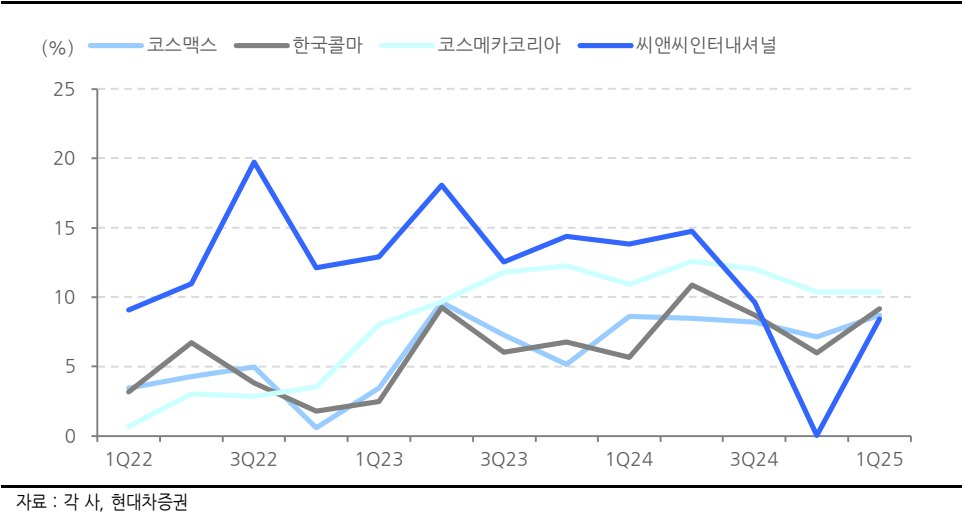
앞서 언급한 것과 같이 K-뷰티의 글로벌 수출 성장은 지속되고 있으며, 이들의 생산을 담당하는 ODM사들의 수혜는 지속되고 있다. 인디브랜드 고객사 수주는 견조하며, 빠른 속도의 증설을 통해 이를 대응하고 있다. 1Q25 코스맥스, 한국콜마의 별도 기준 매출은 각각 +15%yoy, +11%yoy를 기록하였다. 2분기는 Sun 제품의 성수기 진입에 따라 믹스 개선에 의한 레버리지 효과 또한 가시화될 것으로 전망한다. 하반기에는 해외 법인의 성장성이 추가적인 성장 모멘텀으로 작용할 것으로 보인다. 코스맥스는 상반기까지는 중국 경기 부진 및 미국 법인 주요 고객사 매출 하락으로 다소 부진한 실적을 기록했으나, 현재 중국 경기 부양책 효과 점진적으로 반영되며 소폭 회복세에 접어들었으며, 미국 법인의 서부 영업 사무소 개소 후 성과를 하반기 확인할 수 있을 것으로 전망한다. 한국콜마는 하반기 미국 제2공장 가동이 시작된다. 한국콜마 트럼프 관세 부과시 온쇼어 수요를 흡수할 수 있는 가능성이 생겨나고 있으며, 현지 인디브랜드와의 협력이 지속됨에 따라 올해 미국 법인 예상 매출액은 900억을 상회할 수 있을 것으로 기대된다. 이에 따라, 올해 하반기에도 ODM 국내 법인 호조 및 해외 법인 성장성 더해질 것으로 기대됨에 따라 ODM 투자 전략을 유지한다.

〈그림67〉 ODM 4사 매출액 및 성장률 추이

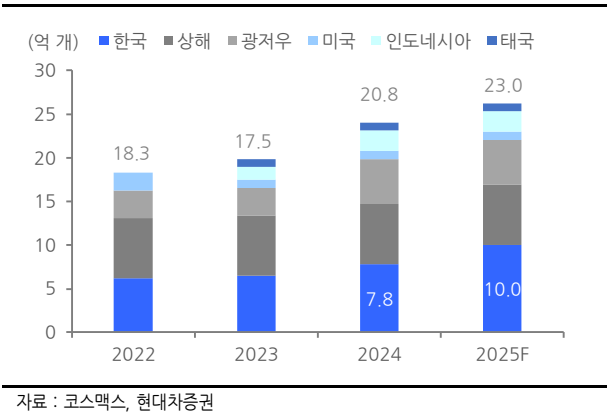


자료 : 각 사, 현대차증권

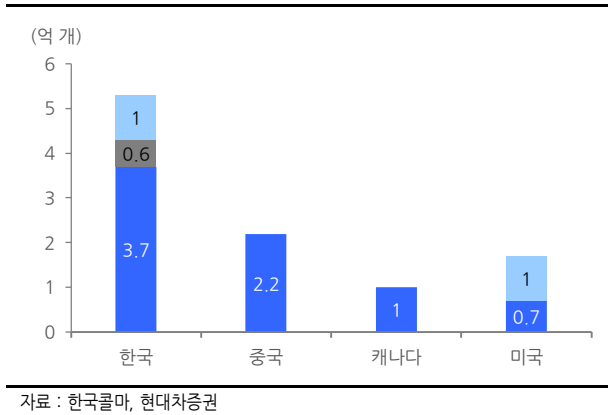
〈그림68〉 ODM 4사 영업이익률 추이



〈그림69〉 코스맥스 Capa 추이 및 전망



〈그림70〉 한국콜마 2025F Capa 전망



삼양식품 (003230)

무적(無敵)

Analyst 하희지 1300691@hmsec.com

Coverage Initiation

BUY

TP 1,400,000원

현재주가 (5/20)	1,144,000원
상승여력	22.4%
시가총액	8,618십억원
발행주식수	7,533천주
자본금/액면가	38십억원/5,000원
52주 최고가/최저가	1,180,000원/470,000원
일평균 거래대금 (60일)	52십억원
외국인 지분율	19.00%

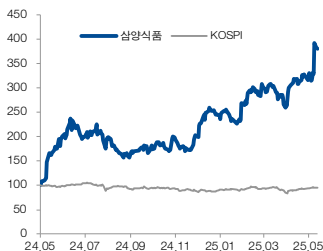
주요주주 지분율	
삼양라운드스퀘어 외 6인	44.98%

주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	19.0	30.0	113.8
상대주가(%p)	13.6	32.6	104.0

* KIFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(25F)	EPS(26F)	T/P
Before	N/A	N/A	
After	56,849	71,728	1,400,000
Consensus	54,831	68,094	1,332,667
Cons. 차이	3.7%	5.3%	5.1%

최근 12개월 추가수익률



자료: WiseFn, 현대차증권

투자포인트 및 결론

- 삼양식품 2H25 연결 기준 매출액은 1조 2,308억원(+34.1%yoy), 영업이익은 863억원 (+58.0%yoy, OPM 22.5%)을 전망

- 투자 의견 BUY, 목표주가 1,400,000원 커버리지 개시, 음식료 내 Top Pick 제시

주요이슈 및 실적전망

- **1Q25 Review:** 매출액 5,290억원(+37%yoy), 영업이익 1,340억원(+67%yoy, OPM 25.3%)을 기록하며 사상 최대 실적 갱신. 1분기 우호적인 환효과에 더하여 ASP, 판매량 지속 확대되고 있다는 점 긍정적. **[미국]** 매출액 1,327억원(+77%yoy) 기록하며 여전히 코스트코, 월마트 성장 견조하였으며, 크로거, 타겟 등 신규 메인스트림 입점도 진행 중. **[중국]** 매출 1,220억원(+31%yoy)으로 춘절 물량 확대 및 간식점 채널 내 호조로 성장. 이익은 매출 확대에 의한 레버리지 효과에 더불어 전분기 대비 마케팅비 축소하며 확대. 1분기 삼양식품 해외 매출 비중 80% 상회

- **2H25 전망:** 3Q25(7월) 본격적인 밀양 제 2공장 가동 시작될 것으로 Capa는 +40%yoy(기존 18억개→24억개) 확대. 이에 따라 다소 공급이 제한적이었던 지역 물량 대응 가능해짐에 따라, 하반기 해외 매출 증가 가속도가 붙을 것으로 전망. 1Q25 미국 시장 주요 메인스트림 입점률은 월마트 90% 중반, 코스트코 55% 내외로 추정. 향후 늘어난 Capa 바탕으로 미국 내 추가적인 유통채널 입점 가능해질 것으로 기대하며 1분기 재고 부족으로 축소되었던 유럽 법인 매출 또한 확대될 것으로 기대

주가전망 및 Valuation

- 삼양식품 25~26년 평균 지배주주 순이익에 PER 22배(닛신, 도요수산 3개년도 평균 P/E)을 적용하여 목표주가 산정. 삼양식품 불닭볶음면 미주/유럽/동남아/중국 성장세 견조하며, 3Q25 본격적인 밀양 제 2공장 가동 시작됨에 따라, 그 동안 제한적이었던 공급 물량 확대되며 해외 매출 증가 가속화될 것으로 기대

요약 실적 및 Valuation

구분	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EBITDA (십억원)	EPS (원)	증감율 (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2023	1,193	148	126	180	16,761	58.2	12.9	2.9	9.5	24.8	1.0
2024	1,728	345	272	391	36,106	115.4	21.2	7.1	14.8	39.4	0.4
2025F	2,302	538	428	567	56,849	57.5	20.3	7.1	12.4	42.0	0.3
2026F	2,751	658	540	683	71,728	26.2	16.1	5.0	9.4	36.5	0.3
2027F	3,082	742	606	763	80,490	12.2	14.3	3.7	7.6	29.9	0.3

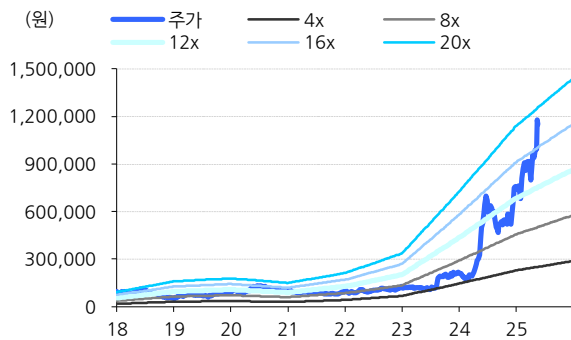
* KIFRS 연결 기준

〈표1〉 삼양식품 목표 주가 산정

	내용	비고
12M Forward EPS(원)	63,048	- 삼양식품 12M Fwd EPS 추정치
Target P/E(배)	22	- 글로벌 Peer 3년 P/E 평균 적용
적정 주가(원)	1,387,064	
목표주가(원)	1,400,000	
전일 종가(원)	1,144,000	- 2025.05.20 종가
상승여력(%)	22.4	
투자 의견	BUY	

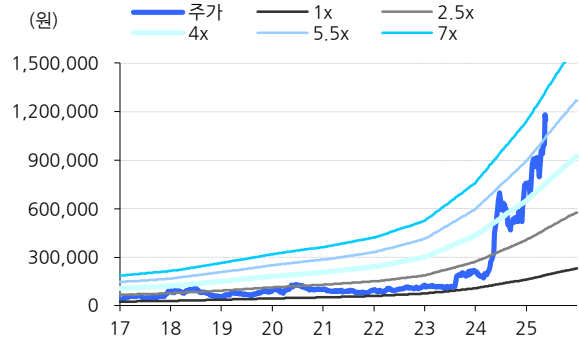
자료: 현대차증권

〈그림1〉 삼양식품 P/E Band Chart



자료 : Quantwise, 현대차증권

〈그림2〉 삼양식품 P/B Band Chart



자료 : Quantwise, 현대차증권

〈표2〉 실적 추이 및 전망

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2024	2025F	2026F
매출액	385.8	424.4	439.0	478.9	529.0	542.7	604.1	626.7	1,728.0	2,302.4	2,751.0
YoY(%)	57.1%	48.7%	30.9%	46.5%	37.1%	27.9%	37.6%	30.9%	44.9%	33.2%	19.5%
1. 해외	289.0	332.1	340.9	373.9	424.0	441.1	501.1	515.5	1,335.9	1,881.6	2,312.5
YoY(%)	83%	75%	42%	69%	47%	33%	47%	38%	65.1%	40.9%	22.9%
2. 국내	77.6	75.6	75.0	82.7	79.0	76.7	76.1	83.8	314.8	310.8	315.5
YoY(%)	-2%	-3%	-1%	1%	2%	2%	1%	1%	-11.6%	-1.3%	1.5%
영업이익	80.1	89.5	87.3	87.7	134.0	128.1	132.3	144.1	344.6	538.5	658.1
OPM(%)	20.8%	21.1%	19.9%	18.3%	25.3%	23.6%	21.9%	23.0%	19.9%	23.4%	23.9%
YoY(%)	235.8%	36.5%	53.6%	65.4%	67.2%	12.0%	10.1%	25.6%	133.6%	56.3%	22.2%
세전이익	84.2	92.3	79.5	96.3	135.0	132.1	134.4	155.6	352.3	403.1	442.9
세전이익(%)	21.8%	21.7%	18.1%	18.7%	25.5%	24.4%	22.2%	118.7%	20.4%	17.5%	16.1%
YoY(%)	222.7%	117.0%	73.7%	129.6%	60.3%	43.2%	69.0%	61.6%	125.3%	14.4%	9.9%
지배주주순이익	66.5	70.5	58.9	76.4	99.1	103.5	103.9	121.8	272.3	304.9	337.8
순이익(%)	17.2%	16.6%	13.4%	13.8%	18.7%	19.1%	17.2%	113.8%	15.8%	13.2%	12.3%
%YoY	197.9%	102.4%	55.9%	143.8%	49.0%	46.7%	76.4%	59.5%	115.7%	12.0%	10.8%

자료: 삼양식품, 현대차증권

(단위:십억원)					
포괄손익계산서	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	1,193	1,728	2,302	2,751	3,082
증가율 (%)	31.2	44.8	33.2	19.5	12.0
매출원가	776	1,005	1,265	1,500	1,676
매출원가율 (%)	65.0	58.2	55.0	54.5	54.4
매출총이익	417	723	1,037	1,251	1,406
매출이익률 (%)	35.0	41.8	45.0	45.5	45.6
증가율 (%)	66.1	73.4	43.4	20.6	12.4
판매관리비	269	379	499	593	664
판매비율 (%)	22.5	21.9	21.7	21.6	21.5
EBITDA	180	391	567	683	763
EBITDA 이익률 (%)	15.1	22.6	24.6	24.8	24.8
증가율 (%)	56.5	117.2	45.0	20.5	11.7
영업이익	148	345	538	658	742
영업이익률 (%)	12.4	20.0	23.4	23.9	24.1
증가율 (%)	64.4	133.1	55.9	22.3	12.8
영업외손익	4	6	21	42	43
금융수익	6	10	15	29	41
금융비용	12	29	22	22	26
기타영업외손익	10	25	28	35	28
종속/관계기업관련손익	6	0	-2	0	0
세전계속사업이익	156	352	557	700	785
세전계속사업이익률	13.1	20.4	24.2	25.4	25.5
증가율 (%)	52.9	125.6	58.2	25.7	12.1
법인세비용	30	80	125	155	173
계속사업이익	127	271	432	545	612
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	127	271	432	545	612
당기순이익률 (%)	10.6	15.7	18.8	19.8	19.9
증가율 (%)	58.8	113.4	59.4	26.2	12.3
지배주주지분 순이익	126	272	428	540	606
비지배주주지분 순이익	0	-1	4	5	6
기타포괄이익	-2	-1	0	0	0
총포괄이익	124	271	432	545	612

(단위:십억원)					
현금흐름표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동으로인한현금흐름	168	358	485	572	623
당기순이익	127	271	432	545	612
유형자산 상각비	32	46	33	30	27
무형자산 상각비	0	0	-4	-5	-6
외환손익	1	-13	0	0	0
운전자본의 감소(증가)	-8	-7	28	18	17
기타	16	61	-4	-16	-27
투자활동으로인한현금흐름	-24	-214	15	27	39
투자자산의 감소(증가)	3	-5	-2	-1	-1
유형자산의 감소	0	0	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-45	-228	0	0	0
기타	18	19	17	28	40
재무활동으로인한현금흐름	-20	-35	-30	-34	-34
차입금의 증가(감소)	-10	70	0	0	0
사채의 증가(감소)	-75	0	0	0	0
자본의 증가	-0	0	0	0	0
배당금	-12	-19	-25	-25	-25
기타	77	-86	-5	-9	-9
기타현금흐름	-3	7	0	0	0
현금의증가(감소)	122	116	471	566	628
기초현금	97	219	335	805	1,371
기말현금	219	335	805	1,371	1,999

* K-IFRS 연결 기준

(단위:십억원)					
재무상태표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	497	682	1,257	1,889	2,580
현금성자산	219	335	805	1,371	1,999
단기투자자산	23	16	17	20	22
매출채권	80	137	179	206	231
채고자산	142	148	194	223	250
기타유동자산	34	47	61	71	79
비유동자산	673	913	886	862	842
유형자산	543	748	715	685	657
무형자산	55	58	62	67	73
투자자산	11	16	18	19	20
기타비유동자산	64	91	91	91	92
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	1,170	1,595	2,142	2,751	3,422
유동부채	402	492	613	689	761
단기차입금	76	78	78	78	78
매입채무	107	145	189	218	244
유동성장기부채	91	25	25	25	25
기타유동부채	128	244	321	368	414
비유동부채	192	274	294	306	318
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	141	211	211	211	211
장기금융부채	0	0	0	0	0
기타비유동부채	51	63	83	95	107
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	594	767	907	995	1,079
지배주주지분	565	817	1,221	1,736	2,318
자본금	38	38	38	38	38
자본잉여금	11	11	11	11	11
자본조정 등	-7	-7	-7	-7	-7
기타포괄이익누계액	0	5	5	5	5
이익잉여금	522	770	1,174	1,689	2,271
비지배주주지분	12	11	15	20	25
자본총계	577	828	1,236	1,756	2,343

(단위:원, 배, %)					
주요투자지표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
EPS(당기순이익 기준)	16,805	36,009	57,365	72,379	81,221
EPS(지배순이익 기준)	16,761	36,106	56,849	71,728	80,490
BPS(자본총계 기준)	76,568	109,921	164,018	233,131	311,084
BPS(지배지분 기준)	74,979	108,436	162,017	230,478	307,701
DPS	2,100	3,300	3,300	3,300	3,300
P/E(당기순이익 기준)	12.9	21.2	20.1	15.9	14.2
P/E(지배순이익 기준)	12.9	21.2	20.3	16.1	14.3
P/B(자본총계 기준)	2.8	7.0	7.0	4.9	3.7
P/B(지배지분 기준)	2.9	7.1	7.1	5.0	3.7
EV/EBITDA(Reported)	9.5	14.8	12.4	9.4	7.6
배당수익률	1.0	0.4	0.3	0.3	0.3
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	57.7	114.3	59.3	26.2	12.2
EPS(지배순이익 기준)	58.2	115.4	57.5	26.2	12.2
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	24.5	38.6	41.9	36.4	29.8
ROE(지배순이익 기준)	24.8	39.4	42.0	36.5	29.9
ROA	12.1	19.6	23.1	22.3	19.8
안정성 (%)					
부채비율	102.9	92.6	73.4	56.7	46.0
순차입금비율	13.0	순현금	순현금	순현금	순현금
이자보상배율	12.1	23.9	37.8	43.0	48.3

KT&G (033780)

Analyst 하희지 1300691@hmsec.com

본업 호조와 주주 환원

BUY

TP 150,000원

현재주가 (5/20)	118,200원
상승여력	26.9%
시가총액	14,428십억원
발행주식수	122,062천주
자본금/액면가	955십억원/5,000원
52주 최고가/최저가	123,400원/83,500원
일평균 거래대금 (60일)	31십억원
외국인 지분율	43.62%

주요주주 지분율

First Eagle Investment
Management, LLC

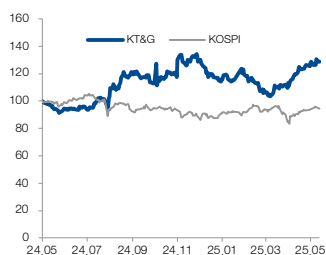
8.01%

주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	7.8	12.4	2.3
상대주가(%p)	2.9	14.6	-2.4

* KIFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(25F)	EPS(26F)	T/P
Before	9,046	9,414	140,000
After	8,533	9,489	150,000
Consensus	8,917	9,404	146,667
Cons. 차이	-4.3%	0.9%	2.3%

최근 12개월 추가수익률



자료: WiseFn, 현대차증권

투자포인트 및 결론

- KT&G 2H25 연결 기준 매출액은 3조 2,969억원(+3.3%yoy), 영업이익은 2,085억원(+5.7%yoy, OPM 20.2%) 전망

- 투자의견 BUY, 목표주가 150,000원으로 상향, 음식료 업종 차선후주 제시

주요이슈 및 실적전망

- 1Q25 Review: 매출 1조 4,911억원(+15.4%yoy), 영업이익 2,856억원(+19.2%yoy, OPM 20.7%)로 시장 컨센서스 상회. 일회성 비용 576억원 제외 이익은 +45%yoy 성장. 당분기 해외 궤련 부문이 성장성 견인. 해외 법인, 수출 궤련 모두 수량과 제품 믹스 효과 동시에 나타나며 각각 +54%yoy, +42%yoy 성장

- 2H25 전망: 하반기에도 해외 궤련 부문 호조 지속될 것으로 기대. 해외 궤련 글로벌 주요 권역(아태, 중동, CIS 등)에서의 수량 성장+가격 인상+제품 믹스 효과 지속되며 전체 담배 부문 성장 견인할 것으로 전망(2H24 해외 궤련 매출 +16%yoy 전망). 1분기 해외 NGP 디바이스 공급망 이슈로 인해 공급 지연 영향으로 다소 둔화되었으나 2분기부터 해소 중이며, 4Q25~1H26 신규 디바이스 출시로 추가적인 성장 모멘텀 시험 가능할 것으로 전망. 현재 잎담배 구매 단가 상승률 점차 둔화됨에 따라, 환율 안정화된다면 원가 측면에서의 부담도 점차적으로 개선될 수 있을 것으로 보임

- 주주환원 정책: 올해도 KT&G 국내 1위 수준의 주주 환원 정책 시험 중. 2025년 1조 1,000억원 규모의 현금 환원, 자사주 4.5% 이상 소각에 더하여 비핵심 자산 유동화를 통한 추가적인 주주 환원도 기대 가능

주가전망 및 Valuation

- KT&G 2025년에도 해외 법인/수출 중심의 성장 지속 및 주주환원 정책 강화 지속될 것으로 전망됨에 따라 매수 전략 유지

요약 실적 및 Valuation

구분	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EBITDA (십억원)	EPS (원)	증감율 (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2023	5,863	1,167	903	1,408	6,615	-10.6	13.1	1.3	7.5	9.8	6.0
2024	5,909	1,189	1,166	1,439	8,975	35.7	11.9	1.5	9.1	12.7	5.0
2025F	6,313	1,306	1,045	1,545	8,533	-4.9	13.8	1.5	7.6	11.0	5.4
2026F	6,538	1,380	1,158	1,613	9,489	11.2	12.4	1.4	7.1	11.6	5.5
2027F	6,781	1,459	1,223	1,687	10,023	5.6	11.8	1.3	6.6	11.6	5.5

* K-IFRS 연결 기준

〈표1〉 KT&G 목표 주가 산정

	내용	비고
A) 영업가치 (십억 원)	14,988	- Target EV/EBITDA * 2025F EBITDA
EBITDA (십억 원)	1,545	- 2025F EBITDA 추정치
Target EV/EBITDA (배)	9.7	- 글로벌 Peer 2025F EV/EBITDA multiple 평균
B) 비영업가치 (십 억원)	278	투자부동산 장부가액 50% 할인
C) 순현금 (십 억원)	813	
D) 총 기업 가치 (A+B+C)	16,079	
주식 수 (천 주)	107,856	- KT&G 유통주식 수
적정 주가(원)	149,079	- 총 기업 가치/ 주식 수
목표 주가(원)	150,000	
전일 종가(원)	118,200	2025.05.20 종가
상승여력(%)	26.9	
투자 의견	BUY	

자료: 현대차증권

〈표2〉 실적 추이 및 전망

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25F	2Q25F	3Q24F	4Q25F	2024	2025F	2026F
매출액	1,292.3	1,423.8	1,636.4	1,556.4	1,491.1	1,524.6	1,713.5	1,583.4	5,908.8	6,312.7	6,537.7
YoY(%)	-7.4%	6.6%	-3.1%	8.0%	15.4%	7.1%	4.7%	1.7%	0.8%	6.8%	3.6%
1. 담배	856.6	989.9	1,047.8	1,012.0	988.0	1,074.7	1,113.5	1,055.2	3,906.3	4,231.4	4,379.0
YoY(%)	-0.1%	11.5%	7.7%	13.2%	15.3%	8.6%	6.3%	4.3%	8.1%	8.3%	3.5%
1-1. 국내	513.0	566.2	587.5	541.5	512.1	563.0	581.8	537.2	2,208.2	2,194.1	2,198.6
YoY(%)	-0.9%	2.9%	0.6%	-0.7%	-0.2%	-0.6%	-1.0%	-0.8%	0.5%	-0.6%	0.2%
퀄런	382.9	428.9	430.9	406.5	373.6	421.2	420.9	398.2	1,649.2	1,613.9	1,599.6
NGP	130.1	137.3	156.6	135.0	138.5	141.9	160.9	139.0	559.0	580.2	599.0
1-2. 해외	338.0	419.5	456.3	461.2	469.6	507.3	527.5	509.7	1,675.0	2,014.1	2,156.2
YoY(%)	0.4%	26.5%	19.9%	34.1%	38.9%	20.9%	15.6%	10.5%	20.3%	20.2%	7.1%
퀄런	291.8	359.1	419.7	379.5	449.1	450.5	490.5	440.4	1,450.1	1,830.6	1,957.7
NGP	46.2	60.4	36.6	81.7	20.5	56.7	37.0	69.2	224.9	183.5	198.5
1-3 반제품	5.6	4.2	4.0	9.3	6.3	4.4	4.2	8.4	23.1	23.2	24.2
2. 건식	308.4	265.1	405.8	322.3	314.4	267.2	410.7	328.1	1,301.6	1,320.4	1,346.9
YoY(%)	-19.7%	1.6%	-1.7%	-4.0%	1.9%	0.8%	1.2%	1.8%	-6.6%	1.4%	2.0%
3. 부동산	45.2	80.5	98.5	137.1	100.4	89.0	100.0	110.0	361.3	399.4	432.0
YoY(%)	-46.1%	-29.2%	-56.2%	7.4%	122.1%	10.6%	1.5%	-19.8%	-34.3%	10.5%	8.2%
4. 기타	82.1	88.3	84.2	85.0	88.3	93.7	89.3	90.1	339.6	361.5	379.8
YoY(%)	17.1%	20.3%	6.5%	1.2%	7.6%	6.2%	6.0%	6.0%	10.8%	6.4%	5.1%
영업이익	236.6	322.0	417.8	212.5	285.6	354.7	432.3	233.6	1,188.8	1,306.2	1,380.0
OPM(%)	18.3%	22.6%	25.5%	13.7%	19.2%	23.3%	25.2%	14.8%	20.1%	20.7%	21.1%
YoY(%)	-25.3%	30.8%	2.7%	7.3%	20.7%	10.2%	3.5%	9.9%	1.8%	9.9%	5.7%
1. 담배	206.6	316.4	335.0	223.5	252.9	345.0	358.6	239.5	1,081.5	1,196.0	1,249.5
OPM(%)	24.1%	32.0%	32.0%	22.1%	25.6%	32.1%	32.2%	22.7%	27.7%	28.3%	28.5%
YoY(%)	-12.7%	30.4%	24.4%	-2.1%	22.4%	9.0%	7.0%	7.2%	10.7%	10.6%	4.5%
2. 건식	23.0	-1.0	68.8	5.6	18.2	-1.3	64.5	6.6	96.4	87.9	101.9
OPM(%)	7.5%	-0.4%	17.0%	1.7%	5.8%	-0.5%	15.7%	2.0%	7.4%	6.7%	7.6%
YoY(%)	-58.2%	적지	13.3%	-53.7%	-20.9%	적지	-6.3%	17.2%	-17.7%	-8.8%	15.9%
세전이익	365.5	430.7	317.0	445.5	337.4	468.5	496.6	101.1	1,558.7	1,403.6	1,548.9
세전이익(%)	28.3%	30.3%	19.4%	28.6%	22.6%	30.7%	29.0%	6.4%	26.4%	22.2%	23.7%
YoY(%)	-6.3%	57.0%	-30.8%	274.7%	-7.7%	8.8%	56.7%	-77.3%	25.6%	-9.9%	10.3%
지배주주순이익	286.3	312.8	241.2	325.3	255.6	343.6	372.5	73.2	1,165.7	1,044.9	1,158.3
순이익(%)	22.2%	22.0%	14.7%	20.9%	17.1%	22.5%	21.7%	4.6%	19.7%	16.6%	17.7%
% YoY	5.9%	55.8%	-23.1%	176.8%	-10.7%	9.8%	54.4%	-77.5%	29.1%	-10.4%	10.9%

자료: KT&G, 현대차증권

	(단위:십억원)				
포괄손익계산서	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	5,863	5,909	6,313	6,538	6,781
증가율 (%)	0.2	0.8	6.8	3.6	3.7
매출원가	3,054	3,007	3,185	3,286	3,404
매출원가율 (%)	52.1	50.9	50.5	50.3	50.2
매출총이익	2,808	2,902	3,128	3,252	3,377
매출이익률 (%)	47.9	49.1	49.5	49.7	49.8
증가율 (%)	-5.1	3.3	7.8	4.0	3.8
판매관리비	1,641	1,713	1,822	1,872	1,919
판매비율 (%)	28.0	29.0	28.9	28.6	28.3
EBITDA	1,408	1,439	1,545	1,613	1,687
EBITDA 이익률 (%)	24.0	24.4	24.5	24.7	24.9
증가율 (%)	-5.7	2.2	7.4	4.4	4.6
영업이익	1,167	1,189	1,306	1,380	1,459
영업이익률 (%)	19.9	20.1	20.7	21.1	21.5
증가율 (%)	-8.0	1.9	9.8	5.7	5.7
영업외손익	71	357	153	150	160
금융수익	139	165	172	175	178
금융비용	68	92	75	73	71
기타영업외손익	0	284	56	48	53
종속/관계기업관련손익	10	19	-56	19	18
세전계속사업이익	1,248	1,566	1,404	1,549	1,637
세전계속사업이익률	21.3	26.5	22.2	23.7	24.1
증가율 (%)	-12.7	25.5	-10.3	10.3	5.7
법인세비용	319	394	349	380	403
계속사업이익	930	1,172	1,054	1,169	1,234
중단사업이익	-7	-7	0	0	0
당기순이익	922	1,165	1,054	1,169	1,234
당기순이익률 (%)	15.7	19.7	16.7	17.9	18.2
증가율 (%)	-8.3	26.4	-9.5	10.9	5.6
지배주주지분 순이익	903	1,166	1,045	1,158	1,223
비지배주주지분 순이익	20	-1	9	11	11
기타포괄이익	-22	30	0	0	0
총포괄이익	901	1,195	1,054	1,169	1,234

	(단위:십억원)				
현금흐름표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동으로인한현금흐름	1,266	822	1,140	1,115	1,135
당기순이익	922	1,165	1,054	1,169	1,234
유형자산 상각비	211	219	208	207	207
무형자산 상각비	30	31	31	25	21
외환손익	5	-327	0	0	0
운전자본의 감소(증가)	185	-365	-39	-149	-171
기타	-87	99	-114	-137	-156
투자활동으로인한현금흐름	-848	-530	-89	-134	-126
투자자산의 감소(증가)	-338	-123	-39	-88	-93
유형자산의 감소	7	21	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-473	-768	-200	-204	-206
기타	-44	340	150	158	173
재무활동으로인한현금흐름	-776	-293	-809	-663	-779
차입금의 증가(감소)	59	56	0	0	0
사채의 증가(감소)	323	485	-112	10	-150
자본의 증가	0	1	0	0	0
배당금	-776	-587	-583	-593	-604
기타	-382	-248	-114	-80	-25
기타현금흐름	-11	105	0	0	0
현금의증가(감소)	-369	104	243	319	230
기초현금	1,401	1,032	1,136	1,379	1,698
기말현금	1,032	1,136	1,379	1,698	1,928

* K-IFRS 연결 기준

	(단위:십억원)				
재무상태표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	6,418	7,176	7,519	8,061	8,526
현금성자산	1,032	1,136	1,379	1,698	1,928
단기투자자산	361	484	492	511	530
매출채권	1,329	1,363	1,387	1,440	1,496
채고자산	2,764	3,101	3,155	3,276	3,403
기타유동자산	590	797	811	842	875
비유동자산	6,354	6,749	6,749	6,809	6,880
유형자산	2,096	2,664	2,656	2,653	2,652
무형자산	175	180	149	123	102
투자자산	2,701	2,852	2,892	2,980	3,073
기타비유동자산	1,382	1,053	1,052	1,053	1,053
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	12,772	13,925	14,268	14,870	15,406
유동부채	2,672	3,143	3,119	3,120	3,160
단기차입금	62	288	238	198	208
매입채무	261	352	358	351	355
유동성장기부채	46	184	164	164	164
기타유동부채	2,303	2,319	2,359	2,407	2,433
비유동부채	805	1,424	1,319	1,344	1,210
사채	323	808	696	706	556
장기차입금	147	214	214	214	214
장기금융부채	18	7	7	7	7
기타비유동부채	317	395	402	417	433
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	3,478	4,567	4,438	4,464	4,370
지배주주지분	9,174	9,239	9,701	10,267	10,886
자본금	955	955	955	955	955
자본잉여금	534	535	535	535	535
자본조정 등	-1,237	-1,031	-1,031	-1,031	-1,031
기타포괄이익누계액	-57	-3	-3	-3	-3
이익잉여금	8,979	8,783	9,246	9,811	10,430
비지배주주지분	121	119	129	139	150
자본총계	9,295	9,358	9,830	10,406	11,036

	(단위:원, 배, %)				
주요투자지표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
EPS(당기순이익 기준)	6,759	8,969	8,610	9,575	10,114
EPS(지배순이익 기준)	6,615	8,975	8,533	9,489	10,023
BPS(자본총계 기준)	69,457	74,651	80,535	85,250	90,414
BPS(지배지분 기준)	68,557	73,700	79,480	84,109	89,182
DPS	5,200	5,400	5,500	5,600	5,600
P/E(당기순이익 기준)	12.9	11.9	13.7	12.3	11.7
P/E(지배순이익 기준)	13.1	11.9	13.8	12.4	11.8
P/B(자본총계 기준)	1.3	1.4	1.5	1.4	1.3
P/B(지배지분 기준)	1.3	1.5	1.5	1.4	1.3
EV/EBITDA(Reported)	7.5	9.1	7.6	7.1	6.6
배당수익률	6.0	5.0	5.4	5.5	5.5
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	-7.7	32.7	-4.0	11.2	5.6
EPS(지배순이익 기준)	-10.6	35.7	-4.9	11.2	5.6
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	9.9	12.5	11.0	11.6	11.5
ROE(지배순이익 기준)	9.8	12.7	11.0	11.6	11.6
ROA	7.4	8.7	7.5	8.0	8.2
안정성 (%)					
부채비율	37.4	48.8	45.1	42.9	39.6
순차입금비율	순현금	순현금	순현금	순현금	순현금
이자보상배율	25.5	28.2	29.3	33.8	40.7

농심 (004370)

Analyst 하희지 1300691@hmsec.com

나타날 가격 인상 효과와 신라면 톰바

BUY

TP 520,000원

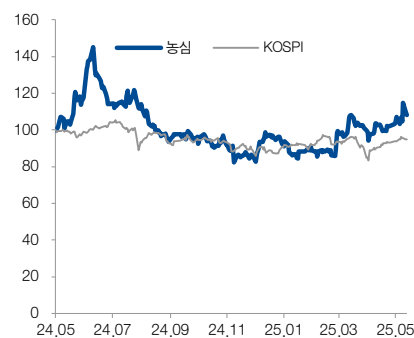
현재주가 (5/20)	427,500원
상승여력	21.6%
시가총액	2,600십억원
발행주식수	6,083천주
자본금/액면가	30십억원/5,000원
52주 최고가/최저가	575,000원/326,000원
일평균 거래대금 (60일)	13십억원
외국인 지분율	18.65%
주요주주 지분율	
농심홀딩스 외 5인	44.25%

주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	5.2	21.8	24.6
상대주가(%p)	0.4	24.2	18.9

* KIFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(25F)	EPS(26F)	T/P
Before	27,633	29,138	460,000
After	29,708	31,284	520,000
Consensus	29,495	32,399	503,353
Cons. 차이	0.7%	-3.4%	3.3%

최근 12개월 추가수익률



자료: WiseFn, 현대차증권

투자포인트 및 결론

- 농심 2H25 연결 기준 매출액은 1조 8,032억원(+5.7%yoy), 영업이익은 863억원(+48.7%yoy, OPM 4.8%)을 전망
- 투자의견 BUY, 목표주가 520,000원으로 상향

주요이슈 및 실적전망

- **1) 국내(별도):** 2H25 매출 +6.3%yoy, 영업이익 +63.8%yoy 전망. 국내 경기 침체 지속됨에 따라 주요 카테고리 판매량 성장률은 다소 둔화되었으나, 3/17부터 라면, 스낵 17종 평균 7.2% 가격 인상 단행함에 따라 4월부터 온기로 가격 인상 효과 나타날 것으로 전망. 금번 가격 인상으로 인해 기대되는 매출 증가분은 650~700억 수준, 영업이익은 200억원 정도의 개선 효과 기대
- **2) 해외:** 2H25 매출 +7.1%yoy, 영업이익 +37.6%yoy 전망. 미국 지난해 4분기 용기면 증설 및 월마트 내 매대 확장 효과 기대했던 것 대비, 신제품 출시에 따른 프로모션비 증가하며 실적 다소 감소한 점 아쉬움. 다만, 미국 법인 내 신라면 톰바 메인스트림 유통 채널 순차적인 입점(4월 월마트, 5월 코스트코 LA) 진행되고 있으며, 하반기 판관비 효율화 통해 점차적으로 개선 가능할 것으로 전망. 또한, 3월 유럽 판매 법인 설립 완료됨에 따라 6월부터 본격적으로 매출 인식될 것으로 기대되며 연간 매출 1,500억원 타겟(2024년 유럽 수출액 규모 1,250억원 추정). 해외 법인 올해 미국/유럽/일본/중국 신라면 톰바 신규 런칭에 따른 판촉비 집행 예상되나 이를 국내 가격 인상 및 비용 효율화 통해 상쇄할 것으로 전망

주가전망 및 Valuation

- 농심 2분기부터 본격적인 가격 인상 효과 반영 및 해외 법인(미주/유럽/남미 등) 성장에 대한 방향성 여전히 유효. 하반기 신라면 톰바 신제품 글로벌 런칭 효과 가시화된다면 추가적인 모멘텀 시험 가능할 것으로 전망

요약 실적 및 Valuation

구분	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EBITDA (십억원)	EPS (원)	증감율 (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2023	3,411	212	172	330	28,261	48.0	14.4	1.0	5.4	7.3	1.2
2024	3,439	163	157	286	25,861	-8.5	14.5	0.9	4.9	6.2	1.3
2025F	3,593	191	181	330	29,708	14.9	14.7	0.9	4.6	6.6	1.2
2026F	3,682	213	190	354	31,284	5.3	14.0	0.9	3.8	6.6	1.2
2027F	3,760	228	206	370	33,864	8.2	12.9	0.8	3.2	6.7	1.2

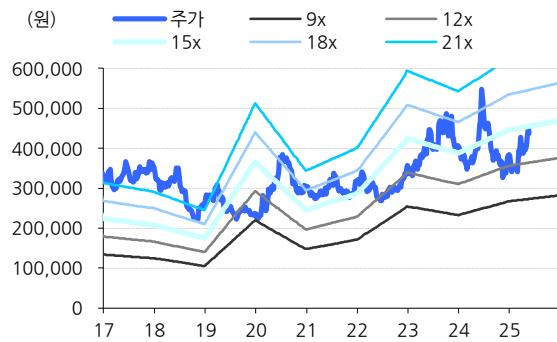
* K-IFRS 연결 기준

〈표1〉 농심 목표 주가 산정

	내용	비고
12M Forward EPS(원)	30,364	- 농심 12M Fwd EPS 추정치
Target P/E(배)	17	- 글로벌 Peer 12M Fwd 평균 적용
적정 주가(원)	516,196	
목표주가(원)	520,000	
전일 종가(원)	427,500	- 2025.05.20 종가
상승여력(%)	21.6	
투자 의견	BUY	

자료: 현대차증권

〈그림1〉 농심 P/E Band Chart



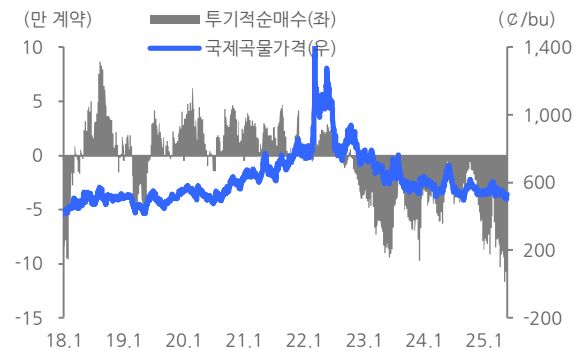
자료 : Quantwise, 현대차증권

〈그림2〉 농심 P/B Band Chart



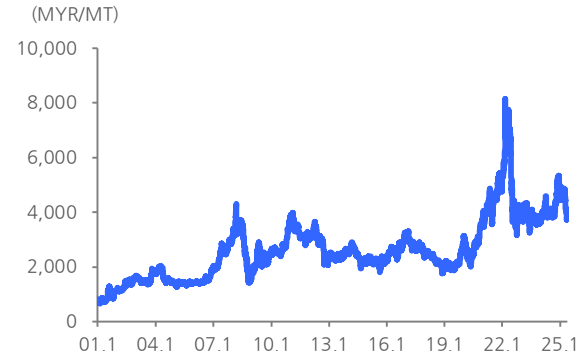
자료 : Quantwise, 현대차증권

〈그림3〉 밀 가격 추이와 투기적 포지션



자료 : Bloomberg, 현대차증권

〈그림4〉 팜유 가격 추이



자료 Bloomberg, 현대차증권

〈표2〉 실적 추이 및 전망

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2024	2025F	2026F
매출액	872.5	860.7	850.4	855.1	893.0	896.8	901.4	901.8	3,438.7	3,593.0	3,682.1
YoY(%)	1.4%	2.8%	-0.6%	-0.2%	2.3%	4.2%	6.0%	5.5%	0.8%	4.5%	2.5%
1. 국내 (별도 매출액)	683.8	687.2	667.5	663.2	693.4	711.7	701.0	696.0	2701.6	2802.1	2885.3
YoY(%)	7.0%	6.1%	1.2%	0.6%	1.4%	3.6%	5.0%	4.9%	3.7%	3.7%	3.0%
1) 라면	490.9	506.6	492.8	502.3	516.4	540.0	526.1	531.8	1992.6	2114.4	2183.2
YoY(%)	6.4%	10.2%	5.2%	4.8%	5.2%	6.6%	6.8%	5.9%	6.6%	6.1%	3.3%
내수	389.8	391.9	386.2	409.8	410.3	410.3	407.9	430.6	1577.7	1659.0	1693.1
YoY(%)	2.2%	5.2%	-1.1%	1.4%	5.3%	4.7%	5.6%	5.1%	1.9%	5.2%	2.1%
수출	101.1	114.7	106.6	92.5	106.1	129.8	118.3	101.2	414.9	455.4	490.1
YoY(%)	26.6%	31.2%	36.7%	23.0%	5.0%	13.1%	11.0%	9.4%	29.5%	9.8%	7.6%
2) 스낵	121.9	115.0	111.4	106.6	108.6	112.2	113.8	109.5	454.8	444.1	459.7
YoY(%)	11.3%	0.8%	-5.9%	-9.6%	-10.9%	-2.4%	2.2%	2.7%	-1.1%	-2.4%	3.5%
내수	114.1	107.5	103.9	98.9	101.5	105.3	106.5	102.1	424.4	415.4	430.4
YoY(%)	11.3%	-0.3%	-6.6%	-11.0%	-11.1%	-2.0%	2.5%	3.2%	-1.9%	-2.1%	3.6%
수출	7.7	7.5	7.5	7.6	7.1	6.9	7.3	7.3	30.4	28.7	29.3
YoY(%)	11.1%	21.4%	5.3%	14.4%	-8.0%	-8.1%	-3.0%	-3.5%	12.7%	-5.7%	2.1%
3) 기타	154.6	157.6	146.0	131.5	148.4	152.9	147.7	134.6	589.6	583.6	595.6
YoY(%)	10.6%	6.5%	-1.7%	-2.0%	-4.0%	-3.0%	1.2%	2.4%	3.4%	-1.0%	2.1%
(매출에누리)	(83.6)	(92.1)	(82.6)	(77.1)	(80.0)	(93.4)	(86.6)	(79.9)	(335.4)	(340.0)	(347.7)
2. 해외	247.1	235.9	232.6	243.9	254.1	244.4	251.9	258.3	959.5	1008.7	1019.5
YoY(%)	-6.5%	-2.5%	-1.2%	2.3%	2.8%	3.6%	8.3%	5.9%	-2.1%	5.1%	1.1%
1) 미국/캐나다	161.2	150.1	152.8	159.1	162.5	153.5	164.5	165.0	623.2	645.4	644.2
YoY(%)	-6.1%	-3.7%	-0.8%	3.6%	0.8%	2.2%	7.7%	3.7%	-1.9%	3.6%	-0.2%
2) 중국	47.6	41.0	33.4	38.5	45.4	40.1	35.8	43.1	160.5	164.4	167.6
YoY(%)	-17.9%	-7.9%	-21.0%	-13.5%	-4.6%	-2.2%	7.2%	11.8%	-15.2%	2.4%	1.9%
3) 일본	23.3	27.0	26.2	29.9	28.2	29.5	28.8	31.5	106.4	118.0	120.1
4) 호주	11.7	14.6	16.7	13.0	14.1	17.5	18.9	15.0	56.0	65.4	71.7
5) 베트남	3.3	3.2	3.5	3.4	3.9	3.8	3.9	3.8	13.4	15.4	15.9
3. 연결조정	-58.3	-62.4	-49.7	-52.0	-54.5	-59.3	-51.5	-52.5	-222.4	-217.7	-222.6
영업이익	61.4	43.7	37.6	20.4	56.1	48.2	46.1	40.2	163.1	190.6	212.7
OPM(%)	7.0%	5.1%	4.4%	2.4%	6.3%	5.4%	5.1%	4.5%	4.7%	5.3%	5.8%
YoY(%)	-3.7%	-18.6%	-32.5%	-47.6%	-8.7%	10.4%	22.5%	97.0%	-23.1%	16.9%	11.6%
세전이익	71.3	57.3	52.1	37.1	68.5	59.4	64.4	56.3	217.8	248.6	268.6
세전이익(%)	8.2%	6.7%	6.1%	4.3%	7.7%	6.6%	7.1%	6.2%	6.3%	6.9%	7.3%
YoY(%)	1.0%	-4.4%	-20.5%	6.2%	-3.9%	3.7%	23.7%	51.7%	-5.8%	14.2%	8.0%
지배주주순이익	53.3	42.8	36.5	24.7	52.2	43.3	46.4	38.8	157.3	180.7	190.3
순이익(%)	6.1%	5.0%	4.3%	2.9%	5.8%	4.8%	5.1%	4.3%	4.6%	5.0%	5.2%
%YoY	-2.1%	-4.6%	-27.1%	9.9%	-2.1%	1.2%	27.1%	56.9%	-8.5%	14.9%	5.3%

자료: 농심, 현대차증권

(단위:십억원)

포괄손익계산서	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	3,411	3,439	3,593	3,682	3,760
증가율 (%)	9.0	0.8	4.5	2.5	2.1
매출원가	2,375	2,473	2,577	2,632	2,683
매출원가율 (%)	69.6	71.9	71.7	71.5	71.4
매출총이익	1,035	966	1,016	1,050	1,077
매출이익률 (%)	30.3	28.1	28.3	28.5	28.6
증가율 (%)	15.0	-6.7	5.2	3.3	2.6
판매관리비	823	802	826	838	849
판매비율 (%)	24.1	23.3	23.0	22.8	22.6
EBITDA	330	286	330	354	370
EBITDA 이익률 (%)	9.7	8.3	9.2	9.6	9.8
증가율 (%)	44.1	-13.3	15.4	7.3	4.5
영업이익	212	163	191	213	228
영업이익률 (%)	6.2	4.7	5.3	5.8	6.1
증가율 (%)	89.3	-23.1	17.2	11.5	7.0
영업외손익	19	55	56	56	63
금융수익	35	47	43	45	53
금융비용	16	19	19	19	20
기타영업외손익	0	27	32	30	30
종속/관계기업관련손익	-1	-0	3	0	0
세전계속사업이익	231	218	249	269	292
세전계속사업이익률	6.8	6.3	6.9	7.3	7.8
증가율 (%)	45.3	-5.6	14.2	8.0	8.6
법인세비용	60	60	68	78	86
계속사업이익	171	158	181	190	206
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	171	158	181	190	206
당기순이익률 (%)	5.0	4.6	5.0	5.2	5.5
증가율 (%)	47.4	-7.6	14.6	5.0	8.4
지배주주지분 순이익	172	157	181	190	206
비지배주주지분 순이익	-0	0	0	0	0
기타포괄이익	-17	106	0	0	0
총포괄이익	154	264	181	190	206

(단위:십억원)

현금흐름표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동으로인한현금흐름	327	273	330	334	349
당기순이익	171	158	181	190	206
유형자산 상각비	115	118	135	137	138
무형자산 상각비	3	5	5	5	4
외환손익	0	1	0	0	0
운전자본의 감소(증가)	1	-52	10	1	1
기타	37	43	-1	1	0
투자활동으로인한현금흐름	-267	-382	-225	-233	-160
투자자산의 감소(증가)	4	17	-0	-0	-0
유형자산의 감소	1	7	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-108	-123	-150	-150	-140
기타	-164	-283	-75	-83	-20
재무활동으로인한현금흐름	-45	95	-48	-49	-29
차입금의 증가(감소)	-6	1	0	0	0
사채의 증가(감소)	0	129	-20	-20	0
자본의 증가	0	8	0	0	0
배당금	-29	-29	-29	-29	-29
기타	-10	-14	1	0	0
기타현금흐름	-0	12	0	0	0
현금의증가(감소)	15	-2	57	52	161
기초현금	128	143	141	198	250
기말현금	143	141	198	250	411

* K-IFRS 연결 기준

(단위:십억원)

재무상태표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	1,420	1,744	1,901	2,053	2,249
현금성자산	143	141	198	250	411
단기투자자산	530	751	826	909	928
매출채권	292	308	316	323	330
채고자산	318	323	337	345	353
기타유동자산	49	59	62	64	65
비유동자산	1,815	1,854	1,864	1,872	1,871
유형자산	1,535	1,580	1,595	1,608	1,610
무형자산	62	74	69	64	60
투자자산	75	58	58	58	58
기타비유동자산	143	142	142	142	143
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	3,235	3,597	3,765	3,925	4,119
유동부채	696	678	708	724	739
단기차입금	21	26	26	26	26
매입채무	371	359	373	382	390
유동성장기부채	0	1	1	1	1
기타유동부채	304	292	308	315	322
비유동부채	97	247	232	215	217
사채	0	129	109	89	89
장기차입금	14	16	16	16	16
장기금융부채	0	0	0	0	0
기타비유동부채	83	102	107	110	112
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	794	925	940	939	956
지배주주지분	2,430	2,672	2,823	2,985	3,162
자본금	30	30	30	30	30
자본잉여금	122	130	130	130	130
자본조정 등	-81	-81	-81	-81	-81
기타포괄이익누계액	43	155	155	155	155
이익잉여금	2,316	2,437	2,589	2,751	2,928
비지배주주지분	11	1	1	1	1
자본총계	2,441	2,673	2,824	2,986	3,163

(단위:원, 배, %)

주요투자지표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
EPS(당기순이익 기준)	28,190	25,915	29,725	31,303	33,885
EPS(지배순이익 기준)	28,261	25,861	29,708	31,284	33,864
BPS(자본총계 기준)	401,273	439,377	464,349	490,899	520,030
BPS(지배지분 기준)	399,535	439,285	464,239	490,770	519,881
DPS	5,000	5,000	5,000	5,000	5,000
P/E(당기순이익 기준)	14.4	14.4	14.7	14.0	12.9
P/E(지배순이익 기준)	14.4	14.5	14.7	14.0	12.9
P/B(자본총계 기준)	1.0	0.9	0.9	0.9	0.8
P/B(지배지분 기준)	1.0	0.9	0.9	0.9	0.8
EV/EBITDA(Reported)	5.4	4.9	4.6	3.8	3.2
배당수익률	1.2	1.3	1.2	1.2	1.2
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	47.8	-8.1	14.7	5.3	8.2
EPS(지배순이익 기준)	48.0	-8.5	14.9	5.3	8.2
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	7.2	6.2	6.6	6.6	6.7
ROE(지배순이익 기준)	7.3	6.2	6.6	6.6	6.7
ROA	5.5	4.6	4.9	5.0	5.1
안정성 (%)					
부채비율	32.5	34.6	33.3	31.4	30.2
순차입금비율	순현금	순현금	순현금	순현금	순현금
이자보상배율	54.9	26.8	17.2	21.5	25.9

롯데웰푸드(280360)

Analyst 하희지 1300691@hmsec.com

하반기 반전을 기대하며

BUY

TP 150,000원

현재주가 (5/20)	112,100원
상승여력	33.8%
시가총액	1,058십억원
발행주식수	9,305천주
자본금/액면가	5십억원/500원
52주 최고가/최저가	193,300원/99,900원
일평균 거래대금 (60일)	2십억원
외국인 지분율	12.76%
주요주주 지분율	
롯데지주외 16인	69.13%

주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	-6.3	-1.5	-4.4
상대주가(%p)	-10.5	0.5	-8.7

* KIFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(25F)	EPS(26F)	T/P
Before	9,540	11,060	150,000
After	9,748	13,969	150,000
Consensus	10,863	12,957	154,583
Cons. 차이	-10.3%	7.8%	-3.0%

최근 12개월 추가수익률



자료: WiseFn, 현대차증권

투자포인트 및 결론

- 롯데웰푸드 2H25 연결 기준 매출액은 2조 1,289억원(+3.9%yoy), 영업이익 910억원(+61.1%yoy, OPM 4.3)를 전망
- 투자의견 BUY, 목표주가 150,000원 유지

주요이슈 및 실적전망

- **1Q25 Review:** 매출액 9,751억원(+2.5%yoy), 영업이익 164억원(-56%yoy) 로 시장 컨센서스를 크게 하회하는 실적을 기록. 비우호적인 경기 환경 속 국내외 카카오 부담 크게 증가하며 이익 저조. 다만, 인도 건/빙과 견조한 성장 보이며 +24%yoy 성장한 점 고무적

- 2H25 전망:

- **1) 국내 사업:** 2H25 매출 +2%yoy, 영업이익 +69%yoy. 하반기에도 국내 경기 둔화로 인한 단기적으로 큰 폭의 수요 회복은 어려워 보임. 다만, 하반기 낮은 기저와 가격 인상, 고마진 H&W 제품 믹스 개선, 카카오 원가 고점 지남에 따라 점진적인 마진 개선 기대
- **2) 해외 사업:** 매출 +11%yoy, 영업이익 +29%yoy. 하반기 인도, CIS 지역 중심 견조한 성장 지속될 것으로 전망. 올해 인도 법인은 통합 법인 출범과 푸네 빙과 공장 가동 시작(Capa 기준 대비 1.5배)로 추가 지역 커버리지 매출 확대 기대되며, 향후 빼빼로/초코파이 라인 증설 고려 중. 또한 해외 지역 수익성 개선을 위한 가격 인상도 진행 중

주가전망 및 Valuation

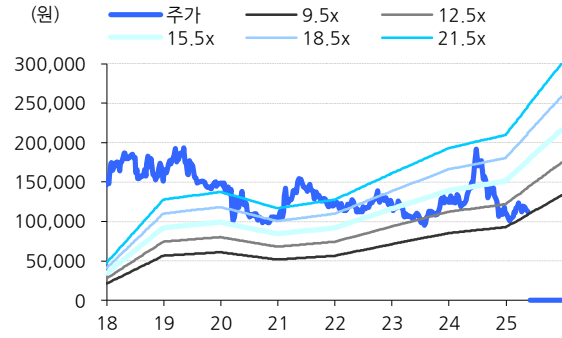
- 롯데웰푸드 카카오 가격 아직까지 부담인 상황이나, 고점은 지난 것으로 보임. 하반기는 기저 부담 해소 및 국내외 가격 인상 효과 반영되며 점진적인 이익 개선 가시화될 것으로 전망. 또한, 인도/CIS 중심의 성장 방향성 유효하다고 판단

요약 실적 및 Valuation

구분	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EBITDA (십억원)	EPS (원)	증감율 (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2023	4,066	177	71	368	7,476	26.0	16.6	0.6	5.4	3.5	2.4
2024	4,044	157	85	361	8,969	20.0	12.4	0.5	5.5	4.0	3.0
2025F	4,178	148	91	383	9,748	8.7	11.5	0.5	5.4	4.2	2.9
2026F	4,305	193	130	435	13,969	43.3	8.0	0.5	4.7	5.8	2.9
2027F	4,401	209	130	462	14,005	0.3	8.0	0.4	4.4	5.5	2.9

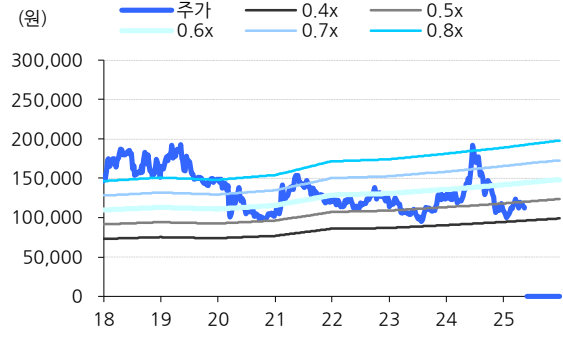
* K-IFRS 연결 기준

〈그림1〉 롯데웰푸드 P/E Band Chart



자료 : Quantwise, 현대차증권

〈그림2〉 롯데웰푸드 P/B Band Chart



자료 : Quantwise, 현대차증권

〈표1〉 실적 추이 및 전망

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2024	2025F	2026F
매출액	951.1	1,044.2	1,078.5	970.5	975.1	1,073.6	1,114.4	1,014.5	4,044.3	4,177.6	4,305.2
YoY(%)	-0.9%	0.3%	-0.7%	-0.9%	2.5%	2.8%	3.3%	4.5%	-0.5%	3.3%	3.1%
1. 국내 사업부	764.0	836.6	879.8	749.7	757.4	842.3	893.9	766.7	3,230.2	3,260.3	3,306.0
YoY(%)	-1.7%	-0.6%	-1.7%	-4.6%	-0.9%	0.7%	1.6%	2.3%	-2.1%	0.9%	1.4%
1) 건과	281.4	261.1	273.1	288.8	284.6	266.6	280.2	297.5	1,104.5	1,128.8	1,145.8
YoY(%)	6.0%	4.3%	0.7%	-3.8%	1.1%	2.1%	2.6%	3.0%	1.6%	2.2%	1.5%
2) 빙과	106.6	196.5	222.4	84.5	100.6	192.6	225.7	86.7	610.1	605.7	615.1
YoY(%)	-0.2%	6.0%	-0.5%	-9.2%	-5.6%	-2.0%	1.5%	2.6%	0.2%	-0.7%	1.6%
3) 베이커리	30.5	30.7	28.4	33.8	31.2	31.1	29.0	34.0	123.5	125.2	126.5
YoY(%)	1.0%	0.7%	-4.3%	7.1%	2.1%	1.2%	1.8%	0.5%	1.2%	1.4%	1.1%
4) B2B	162.2	169.7	165.9	167.2	167.0	173.0	169.7	171.5	665.0	681.3	693.8
yoy(%)	-13.7%	-10.5%	-5.9%	-8.3%	3.0%	1.9%	2.3%	2.6%	-9.7%	2.5%	1.8%
5) B2C	173.4	170.0	178.4	166.5	165.5	170.2	177.8	168.1	688.3	681.5	686.6
yoy(%)	-2.2%	-4.0%	-4.2%	-3.1%	-4.6%	0.1%	-0.3%	0.9%	-3.4%	-1.0%	0.7%
2. 해외 사업부	197.2	219.4	208.0	232.1	230.0	242.3	230.5	258.8	856.7	961.5	1,042.9
YoY(%)	3.3%	5.6%	4.4%	14.6%	16.6%	10.5%	10.8%	11.5%	7.0%	12.2%	8.5%
영업이익	37.3	63.3	76.0	-19.6	16.4	40.4	71.9	19.1	157.1	147.8	193.2
OPM(%)	3.9%	6.1%	7.1%	-2.0%	1.7%	3.8%	6.5%	1.9%	3.9%	3.5%	4.5%
YoY(%)	100.6%	30.3%	-5.7%	-167.0%	-56.1%	-36.2%	-5.5%	-197.7%	-11.2%	-5.9%	30.8%
1. 국내 사업부	27.2	41.8	65.4	-24.1	10.1	24.4	58.1	11.5	110.3	104.1	130.4
OPM(%)	3.6%	5.0%	7.4%	-3.2%	1.3%	2.9%	6.5%	1.5%	3.4%	3.2%	3.9%
YoY(%)	110.9%	19.4%	-1.4%	적전	-62.9%	-41.6%	-11.2%	흑전	-15.5%	-5.6%	25.2%
2. 해외 사업부	14.3	21.6	14.0	9.4	9.0	16.2	16.1	14.0	59.3	55.3	71.9
OPM(%)	7.3%	9.8%	6.7%	4.0%	3.9%	6.7%	7.0%	5.4%	6.9%	5.8%	6.9%
YoY(%)	60.7%	37.6%	-23.1%	-40.5%	-37.1%	-24.8%	15.2%	48.7%	1.2%	-6.7%	29.9%
세전이익	28.8	58.8	61.8	-41.6	16.1	35.4	60.7	7.4	107.8	119.6	168.8
세전이익(%)	3.0%	5.6%	5.7%	-4.3%	1.6%	3.3%	5.4%	0.7%	2.7%	2.9%	3.9%
YoY(%)	979.3%	141.2%	-35.6%	적지	-44.2%	-39.7%	-1.8%	흑전	-1.9%	10.9%	41.2%
지배주주순이익	21.5	42.1	46.1	-25.1	12.4	27.6	45.8	5.3	84.6	91.1	130.0
순이익(%)	2.3%	4.0%	4.3%	-2.6%	1.3%	2.6%	4.1%	0.5%	2.1%	2.2%	3.0%
%YoY	#DIV/0!	213.3%	-35.3%	적지	-42.4%	-34.4%	-0.6%	흑전	20.0%	7.7%	42.6%

자료: 롯데웰푸드, 현대차증권

(단위:십억원)					
포괄손익계산서	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	4,066	4,044	4,178	4,305	4,401
증가율 (%)	26.9	-0.5	3.3	3.0	2.2
매출원가	2,935	2,849	2,983	3,040	3,104
매출원가율 (%)	72.2	70.5	71.4	70.6	70.5
매출총이익	1,132	1,195	1,195	1,265	1,297
매출이익률 (%)	27.8	29.5	28.6	29.4	29.5
증가율 (%)	24.1	5.6	0.0	5.9	2.5
판매관리비	955	1,038	1,047	1,072	1,088
판매비율 (%)	23.5	25.7	25.1	24.9	24.7
EBITDA	368	361	383	435	462
EBITDA 이익률 (%)	9.1	8.9	9.2	10.1	10.5
증가율 (%)	38.3	-1.9	6.1	13.6	6.2
영업이익	177	157	148	193	209
영업이익률 (%)	4.4	3.9	3.5	4.5	4.7
증가율 (%)	58.0	-11.3	-5.7	30.4	8.3
영업외손익	-67	-49	-30	-27	-31
금융수익	27	66	60	60	58
금융비용	84	102	71	74	75
기타영업외손익	-10	-13	-19	-13	-14
종속/관계기업관련손익	-1	1	2	3	2
세전계속사업이익	110	108	120	169	179
세전계속사업이익률	2.7	2.7	2.9	3.9	4.1
증가율 (%)	111.5	-1.8	11.1	40.8	5.9
법인세비용	42	26	31	44	46
계속사업이익	68	82	88	125	133
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	68	82	88	125	133
당기순이익률 (%)	1.7	2.0	2.1	2.9	3.0
증가율 (%)	54.5	20.6	7.3	42.0	6.4
지배주주지분 순이익	71	85	91	130	130
비지배주주지분 순이익	-3	-3	-3	-5	3
기타포괄이익	-16	29	0	0	0
총포괄이익	52	111	88	125	133

(단위:십억원)					
현금흐름표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동으로인한현금흐름	453	286	351	397	417
당기순이익	68	82	88	125	133
유형자산 상각비	175	178	210	220	234
무형자산 상각비	16	26	25	22	19
외환손익	11	1	0	0	0
운전자본의 감소(증가)	97	-78	-8	-5	-4
기타	86	77	36	35	35
투자활동으로인한현금흐름	-237	-385	-314	-302	-309
투자자산의 감소(증가)	32	-6	-4	-3	-2
유형자산의 감소	68	3	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-325	-316	-320	-310	-320
기타	-12	-66	10	11	13
재무활동으로인한현금흐름	-35	-82	-79	-79	-80
차입금의 증가(감소)	-84	-33	0	0	0
사채의 증가(감소)	127	-47	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금	-21	-27	-29	-29	-29
기타	-57	25	-50	-50	-51
기타현금흐름	-0	6	0	0	0
현금의증가(감소)	181	-176	-43	16	29
기초현금	318	499	323	281	297
기말현금	499	323	281	297	325

* K-IFRS 연결 기준

(단위:십억원)					
재무상태표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	1,489	1,429	1,435	1,487	1,542
현금성자산	499	323	281	297	325
단기투자자산	85	144	151	156	159
매출채권	351	302	315	325	333
채고자산	481	567	593	612	626
기타유동자산	49	70	73	75	77
비유동자산	2,710	2,913	3,002	3,073	3,141
유형자산	1,976	2,087	2,197	2,288	2,373
무형자산	294	341	316	294	274
투자자산	106	112	116	119	121
기타비유동자산	334	373	373	372	373
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	4,199	4,342	4,437	4,559	4,683
유동부채	932	1,056	1,080	1,098	1,112
단기차입금	69	31	31	31	31
매입채무	167	170	177	183	187
유동성장기부채	362	488	488	488	488
기타유동부채	334	367	384	396	406
비유동부채	1,124	1,059	1,071	1,079	1,086
사채	763	716	716	716	716
장기차입금	110	84	84	84	84
장기금융부채	12	4	4	4	4
기타비유동부채	239	255	267	275	282
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	2,056	2,115	2,151	2,177	2,197
지배주주지분	2,055	2,134	2,196	2,298	2,399
자본금	5	5	5	5	5
자본잉여금	1,130	1,130	1,130	1,130	1,130
자본조정 등	438	438	438	438	438
기타포괄이익누계액	-48	-7	-7	-7	-7
이익잉여금	529	569	631	732	834
비지배주주지분	88	92	89	84	87
자본총계	2,143	2,226	2,285	2,382	2,486

(단위:원, 배, %)					
주요투자지표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
EPS(당기순이익 기준)	7,183	8,689	9,440	13,456	14,289
EPS(지배순이익 기준)	7,476	8,969	9,748	13,969	14,005
BPS(자본총계 기준)	227,105	235,981	245,626	255,992	267,192
BPS(지배지분 기준)	217,729	226,268	236,087	246,966	257,881
DPS	3,000	3,300	3,300	3,300	3,300
P/E(당기순이익 기준)	17.2	12.8	11.9	8.3	7.8
P/E(지배순이익 기준)	16.6	12.4	11.5	8.0	8.0
P/B(자본총계 기준)	0.5	0.5	0.5	0.4	0.4
P/B(지배지분 기준)	0.6	0.5	0.5	0.5	0.4
EV/EBITDA(Reported)	5.4	5.5	5.4	4.7	4.4
배당수익률	2.4	3.0	2.9	2.9	2.9
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	29.8	21.0	8.6	42.5	6.2
EPS(지배순이익 기준)	26.0	20.0	8.7	43.3	0.3
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	3.2	3.8	3.9	5.4	5.5
ROE(지배순이익 기준)	3.5	4.0	4.2	5.8	5.5
ROA	1.6	1.9	2.0	2.8	2.9
안정성 (%)					
부채비율	96.0	95.0	94.1	91.4	88.4
순차입금비용	33.9	38.3	39.0	36.5	33.7
이자보상배율	3.7	2.9	2.9	3.8	4.1

아모레퍼시픽 (090430)

Analyst 하희지 1300691@hmsec.com

글로벌 리밸런싱은 순항 중!

BUY

TP 170,000원

현재주가 (5/20)	122,000원
상승여력	39.3%
시가총액	7,136십억원
발행주식수	58,493천주
자본금/액면가	35십억원/500원
52주 최고가/최저가	194,200원/99,500원
일평균 거래대금 (60일)	34십억원
외국인 지분율	24.04%

주요주주 지분율

아모레퍼시픽그룹 외 16

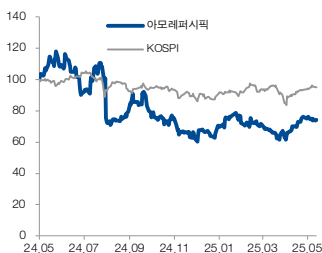
인 50.15%

주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	5.7	-1.6	10.9
상대주가(%p)	0.9	0.4	5.8

* K-IFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(25F)	EPS(26F)	T/P
Before	5,846	6,184	170,000
After	5,846	6,184	170,000
Consensus	5,038	5,771	164,579
Cons. 차이	16.0%	7.2%	3.3%

최근 12개월 추가수익률



자료: WiseFn, 현대차증권

투자포인트 및 결론

- 아모레퍼시픽 2H25 연결 기준 매출액은 2조 2,257.1억원(+9.2%yoy), 영업이익은 2,265억원(+57.6%yoy) 전망

- 투자 의견 BUY, 목표주가 170,000원 유지. 브랜드사 Top Pick 제시

주요이슈 및 실적전망

- 1) 국내: 2H25 매출 +3.2%yoy, 영업이익 +3.9%yoy 전망. 국내는 면세 회복은 다소 더디게 나타나고 있으나, 온라인/MBS/크로스보더 채널 견조한 성장 기대
- 2) 글로벌: 2H25 매출 +10.4%yoy, 영업이익 +107%yoy 시현
- 중국: 2H24 매출 +11%yoy, 흑자 전환 전망. 중국 2Q24부터 진행된 구조 개편 마무리 단계로 하반기로 갈수록 점진적인 매출 회복 기대. 1Q25 마케팅비 효율화하며 예상보다 빠른 흑자 전환 고무적. 2분기는 마케팅비 집행 일부 증가하나 2~4Q25 흑자 기조 유지 전망
- 서구권: COSRX 제외한 미국/유럽 라네즈/이니스프리 중심 호실적 지속되며 두 자릿수 성장 이어갈 것으로 전망. 라네즈 립 SKU 확대 및 스킨케어 카테고리 추가하며 견조한 성장 지속되는 중. 3월 미주 에스트라 브랜드 출시 및 5월 신규 브랜드 출시 예정
- COSRX: 2H25 매출 +13.9%yoy, 영업이익 +19.7%yoy 전망. 지난 하반기부터 북미 리테일 재고 소진 영향 상반기까지 지속되며 매출액은 2분기까지 감소 예상되나, 가격/채널 정비 후 하반기 성장 전환 기대

주가전망 및 Valuation

- 아모레퍼시픽 글로벌 리밸런싱 성과가 가시적. 예상보다 빠른 중국의 흑자 전환 및 미주/유럽/중동/일본 지역으로의 저변 확대 성과가 가시화되고 있는 점 긍정적. 2분기부터는 낮은 기저와 향후 COSRX 회복 가시화된다면 추가적인 모멘텀 시현 가능할 것. 매수 전략 추천

요약 실적 및 Valuation

구분	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EBITDA (십억원)	EPS (원)	증감율 (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2023	3,674	108	180	360	2,914	33.9	49.8	2.0	22.1	3.7	0.6
2024	3,885	220	593	478	9,937	241.0	10.5	1.4	12.8	11.7	1.1
2025F	4,366	425	354	704	5,846	-41.2	20.9	1.5	9.9	6.6	1.0
2026F	4,617	466	374	760	6,184	5.8	19.7	1.4	9.0	6.6	1.0
2027F	4,817	506	372	818	6,157	-0.4	19.8	1.4	8.2	6.2	1.0

* K-IFRS 연결 기준

〈표1〉 실적 추이 및 전망

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2024	2025F	2026F
매출액	912	905	977	1,092	1,068	1,040	1,076	1,182	3,885	4,366	4,617
YoY(%)	0%	-4%	10%	18%	17%	15%	10%	8%	6%	12%	6%
1. 국내	564	512	535	547	577	537	552	565	2,157	2,231	2,307
YoY%	2%	-8%	-2%	-2%	2%	5%	3%	3%	-2%	3%	3%
1-1 화장품	468	423	436	440	477	446	450	455	1,768	1,827	1,896
YoY%	3%	-8%	-2%	-5%	2%	5%	3%	3%	-3%	3%	4%
1-2 데일리뷰티	95	89	98	107	101	92	101	110	389	404	411
YoY%	-2%	-8%	0%	12%	6%	4%	3%	2%	1%	4%	2%
2. 해외	337	381	431	529	473	470	484	576	1,679	2,003	2,155
YoY%	-2%	2%	36%	48%	40%	23%	12%	9%	21%	19%	8%
중국	117	73	66	113	99	95	75	123	369	392	409
YoY%	-21%	-52%	-44%	-10%	-15%	29%	15%	9%	-32%	6%	4%
COSRX	-	95	151	137	101	128	169	159	383	557	622
영업이익	73	4	65	78	118	81	108	118	221	425	466
OPM(%)	8%	0%	7%	7%	11%	8%	10%	10%	6%	10%	10%
YoY(%)	13%	-29%	278%	280%	62%	1832%	66%	51%	104%	93%	10%
1. 국내	49	15	48	35	49	28	48	38	148	164	173
OPM(%)	9%	3%	9%	6%	9%	5%	9%	7%	7%	7%	8%
YoY(%)	28%	-59%	151%	-32%	1%	84%	0%	9%	1%	11%	6%
1-1 화장품	47	21	44	31	48	25	44	34	143	151	159
OPM(%)	10%	5%	10%	7%	10%	6%	10%	8%	8%	8%	8%
YoY(%)	36%	-34%	102%	-35%	2%	21%	0%	9%	5%	6%	5%
1-2 데일리뷰티	2	-5	4	4	1	3	4	4	4	12	14
OPM(%)	2%	-6%	4%	4%	1%	3%	4%	4%	1%	3%	3%
YoY(%)	-51%	적전	흑전	-2%	-35%	흑전	1%	7%	-58%	189%	11%
2. 해외	32	5	25	43	70	49	61	79	104	259	292
OPM(%)	9%	1%	6%	8%	15%	10%	13%	14%	6%	13%	14%
YoY(%)	13%	245%	적전	적전	-22%	215%	흑전	흑전	흑전	67%	-2%
COSRX	29	46	30	30	28	37	47	44	105	156	175
세전이익	102	514	54	-50	141	97	118	103	621	459	486
세전이익(%)	11%	57%	6%	-5%	13%	9%	11%	9%	16%	11%	11%
YoY(%)	3%	2575%	43%	적전	38%	-81%	117%	흑전	121%	-26%	6%
지배주주순이익	79	531	38	-55	111	81	88	74	593	354	374
순이익(%)	9%	59%	4%	-5%	10%	8%	8%	6%	15%	8%	8%
%YoY	-10%	2305%	34%	적전	41%	-85%	134%	흑전	229%	-40%	6%

자료: 아모레퍼시픽, 현대차증권

(단위:십억원)					
포괄손익계산서	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	3,674	3,885	4,366	4,617	4,817
증가율 (%)	-11.1	5.7	12.4	5.7	4.3
매출원가	1,155	1,138	1,266	1,349	1,406
매출원가율 (%)	31.4	29.3	29.0	29.2	29.2
매출총이익	2,519	2,747	3,100	3,268	3,411
매출이익률 (%)	68.6	70.7	71.0	70.8	70.8
증가율 (%)	-9.9	9.1	12.9	5.4	4.4
판매관리비	2,411	2,526	2,674	2,803	2,905
판매비율 (%)	65.6	65.0	61.2	60.7	60.3
EBITDA	360	478	704	760	818
EBITDA 이익률 (%)	9.8	12.3	16.1	16.5	17.0
증가율 (%)	-28.4	32.8	47.3	8.0	7.6
영업이익	108	220	425	466	506
영업이익률 (%)	2.9	5.7	9.7	10.1	10.5
증가율 (%)	-49.5	103.7	93.2	9.6	8.6
영업외손익	131	383	-7	-13	-27
금융수익	162	124	44	52	18
금융비용	19	43	39	41	20
기타영업외손익	-12	302	-12	-24	-25
종속/관계기업관련손익	42	16	40	34	6
세전계속사업이익	281	621	459	486	485
세전계속사업이익률	7.6	16.0	10.5	10.5	10.1
증가율 (%)	25.4	121.0	-26.1	5.9	-0.2
법인세비용	107	19	79	85	85
계속사업이익	174	602	380	401	399
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	174	602	380	401	399
당기순이익률 (%)	4.7	15.5	8.7	8.7	8.3
증가율 (%)	34.9	246.0	-36.9	5.5	-0.5
지배주주지분 순이익	180	593	354	374	372
비지배주주지분 순이익	-6	8	26	27	27
기타포괄이익	-40	-1	0	0	0
총포괄이익	133	600	380	401	399

(단위:십억원)					
현금흐름표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동으로인한현금흐름	348	335	509	633	637
당기순이익	174	602	380	401	399
유형자산 상각비	252	257	279	295	312
무형자산 상각비	0	0	0	0	0
외환손익	3	-14	0	0	0
운전자본의 감소(증가)	-36	-192	-157	-68	-77
기타	-45	-318	7	5	3
투자활동으로인한현금흐름	-186	-312	-318	-394	-390
투자자산의 감소(증가)	-80	308	-4	-0	-3
유형자산의 감소	27	1	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-134	-81	-300	-400	-400
기타	1	-540	-14	6	13
재무활동으로인한현금흐름	-99	-99	-112	-101	-121
차입금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
사채의증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	2	-171	0	0	0
배당금	-47	-63	-78	-82	-82
기타	-54	135	-34	-19	-39
기타현금흐름	-7	22	0	0	0
현금의증가(감소)	57	-55	80	138	125
기초현금	450	506	452	531	669
기말현금	506	452	531	669	795

* K-IFRS 연결 기준

(단위:십억원)					
재무상태표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	1,952	1,735	1,857	2,042	2,210
현금성자산	506	452	531	669	795
단기투자자산	174	67	94	104	109
매출채권	293	386	394	405	418
채고자산	394	498	498	521	542
기타유동자산	73	75	83	87	90
비유동자산	3,934	5,049	5,074	5,180	5,270
유형자산	2,442	2,296	2,317	2,423	2,510
무형자산	341	1,774	1,774	1,774	1,774
투자자산	380	74	78	78	81
기타비유동자산	771	905	905	905	905
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	5,887	6,784	6,931	7,222	7,480
유동부채	813	1,096	957	913	880
단기차입금	244	306	290	290	270
매입채무	86	96	97	101	105
유동성장기부채	0	0	0	0	0
기타유동부채	483	694	570	522	505
비유동부채	201	362	345	361	335
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
장기금융부채	0	0	0	0	0
기타비유동부채	201	362	345	361	335
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	1,014	1,457	1,303	1,274	1,215
지배주주지분	4,898	5,252	5,528	5,820	6,111
자본금	35	35	35	35	35
자본잉여금	794	623	623	623	623
자본조정 등	-13	-18	-18	-18	-18
기타포괄이익누계액	-18	12	12	12	12
이익잉여금	4,101	4,601	4,877	5,169	5,459
비지배주주지분	-25	74	100	127	154
자본총계	4,873	5,326	5,628	5,947	6,265

(단위:원, 배, %)					
주요투자지표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
EPS(당기순이익 기준)	2,808	10,082	6,291	6,653	6,625
EPS(지배순이익 기준)	2,914	9,937	5,846	6,184	6,157
BPS(자본총계 기준)	70,567	77,132	81,509	86,130	90,727
BPS(지배지분 기준)	70,933	76,066	80,066	84,289	88,489
DPS	910	1,125	1,200	1,200	1,200
P/E(당기순이익 기준)	51.6	10.4	19.4	18.3	18.4
P/E(지배순이익 기준)	49.8	10.5	20.9	19.7	19.8
P/B(자본총계 기준)	2.1	1.4	1.5	1.4	1.3
P/B(지배지분 기준)	2.0	1.4	1.5	1.4	1.4
EV/EBITDA(Reported)	22.1	12.8	9.9	9.0	8.2
배당수익률	0.6	1.1	1.0	1.0	1.0
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	34.6	259.1	-37.6	5.8	-0.4
EPS(지배순이익 기준)	33.9	241.0	-41.2	5.8	-0.4
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	3.6	11.8	6.9	6.9	6.5
ROE(지배순이익 기준)	3.7	11.7	6.6	6.6	6.2
ROA	3.0	9.5	5.5	5.7	5.4
안정성 (%)					
부채비율	20.8	27.4	23.1	21.4	19.4
순차입금비율	순현금	순현금	순현금	순현금	순현금
이자보상배율	6.6	7.8	20.3	22.0	25.3

코스맥스(005300)

Analyst 하희지 1300691@hmsec.com

코스맥스의 성수기는 끝나지 않는다

BUY

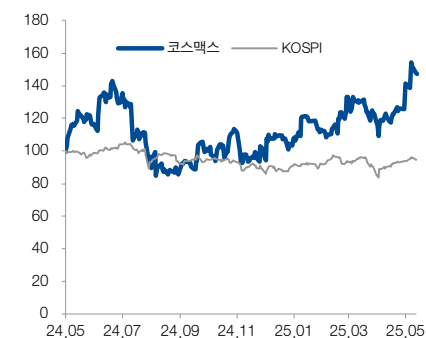
TP 250,000원

현재주가 (5/20)	204,000원		
상승여력	22.5%		
시가총액	2,315십억원		
발행주식수	11,350천주		
자본금/액면가	6십억원/500원		
52주 최고가/최저가	214,000원/117,700원		
일평균 거래대금 (60일)	17십억원		
외국인 지분율	35.44%		
주요주주 지분율			
코스맥스비티아이 외 10인	27.51%		
추가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	22.2	28.1	57.7
상대주가(%p)	16.7	30.6	50.4

* KIFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(25F)	EPS(26F)	T/P
Before	11,549	12,868	210,000
After	11,139	14,903	250,000
Consensus	11,014	14,395	236,737
Cons. 차이	1.1%	3.5%	5.6%

최근 12개월 추가수익률



자료: WiseFn, 현대차증권

요약 실적 및 Valuation

구분	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EBITDA (십억원)	EPS (원)	증감율 (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2023	1,777	116	57	175	5,034	174.1	25.1	4.0	10.3	12.1	0.4
2024	2,166	175	86	244	7,560	50.2	19.7	3.6	9.3	20.5	1.5
2025F	2,485	232	126	309	11,139	47.4	18.3	4.0	9.5	24.1	1.1
2026F	2,765	266	169	342	14,903	33.8	13.7	3.2	8.3	26.2	1.1
2027F	2,968	297	193	375	16,985	14.0	12.0	2.6	7.5	24.1	1.1

* K-IFRS 연결 기준

투자포인트 및 결론

- 코스맥스 2H25 연결 기준 매출액은 1조 2,577억원(+16%yoy), 영업이익은 863억원 (+41.0%yoy, OPM 9.3%)을 전망

- **투자의견 BUY, 목표주가 250,000원으로 상향 조정. ODM사 Top Pick 제시**

주요이슈 및 실적전망

- **국내(별도):** 2H24 매출 +18.8%yoy, 영업이익 +19.6%yoy 전망. 하반기에도 인디브랜드향 견조한 수준 지속될 것으로 전망. 이에 대응하기 위해 2025년 10억개(2024년 7.8억개) 증설 목표. 1Q25 이미 9.7억개 증설 완료. 2분기는 Sun 제품 확대로 믹스 개선 효과도 가시화될 것

- **이스트(중국):** 2H24 매출 +7%yoy 전망. 중국 경기 소폭 개선되며, 화장품 시장이 소폭 회복되고 있음. 상해 법인의 기존 고객사 성장세 전환 및 신규 고객사 유입, 공동 영업 강화 효과 나타나며 하반기 매출 회복 및 이익 기여도 확대 전망

- **웨스트(미국):** 주요 고객사 주문 감소로 인해 상반기까지 매출 상승 제한적이나, 지난해 개소한 캘리포니아 법인의 신규 고객사 매출 하반기부터 인식 될 것으로 기대

- **동남아:** 2H24 매출 +40.9%yoy(인도네시아 +19.2%yoy, 태국 +99.4%yoy) 전망. 주요 고객사 견조한 수주 이어지고 있으며, Sun 제품, 기초 카테고리 고른 성장 이어지며 이익 기여도 지속 확대되고 있다는 점 고무적

주가전망 및 Valuation

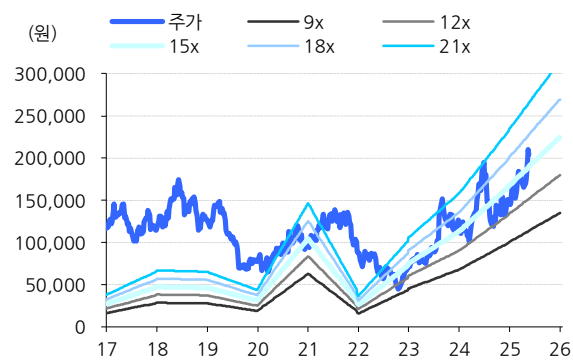
- 코스맥스 25F 추정치 상향 조정에 따른 목표주가 250,000원으로 상향 조정. 코스맥스 글로벌 1등 ODM사로 여전히 견조한 수주 및 늘어난 Capa 바탕으로 견조한 매출 흐름 지속될 것으로 보이며, 하반기 견조한 동남아, 중국 회복, 미국 신규 고객사 매출 인식, 공동 영업 강화에 의한 자회사 실적 기여도 확대 가시화되며 추가적인 모멘텀 시현 가능할 것으로 기대

〈표1〉 코스맥스 목표 주가 산정

	내용	비고
영업가치	2,810	
12M Fwd 지배주주순이익	126	25F 지배주주순이익
Target P/E(배)	22	글로벌 ODM Peer 12M Fwd P/E 에 30% 할증
유통주식수(천 주)	11,346	
목표주가(원)	250,000	
전일 종가(원)	204,000	2025.05.20 종가
상승여력(%)	22.5%	
투자의견	BUY	

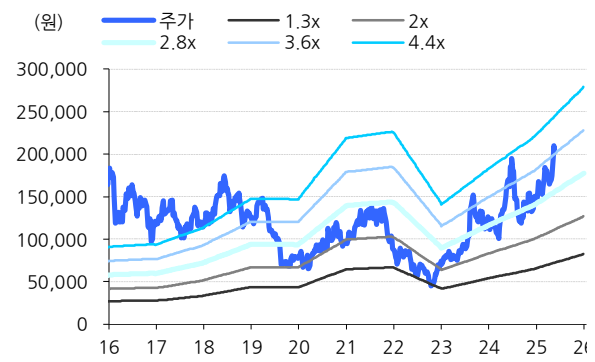
자료: 현대차증권

〈그림1〉 코스맥스 P/E Band Chart



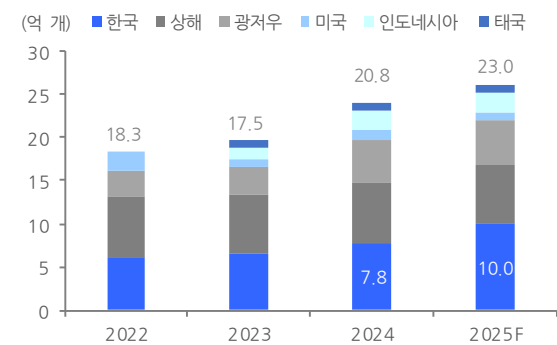
자료 : 코스맥스, 현대차증권

〈그림2〉 코스맥스 P/B Band Chart



자료 : 코스맥스, 현대차증권

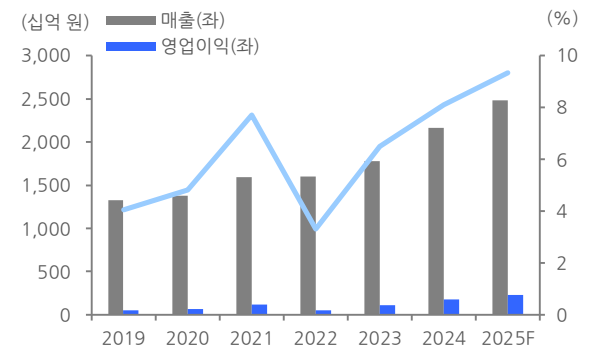
〈그림3〉 코스맥스 Capa 추이



자료 : 코스맥스, 현대차증권

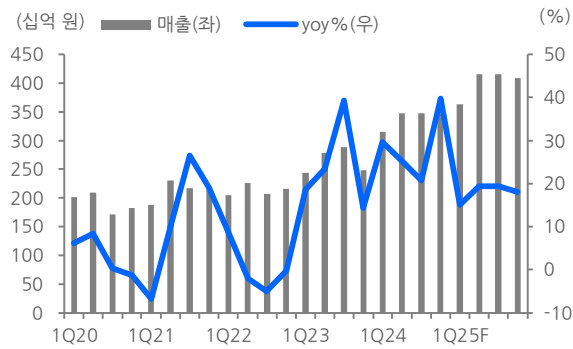
주) 2025년 코스맥스 팜택 공장 Capa 약 30% 확대(2024년 7.8억개→2025년 10억개, 1Q25기준 9.7억개 증설 완료)

〈그림4〉 코스맥스 실적 추이 및 전망



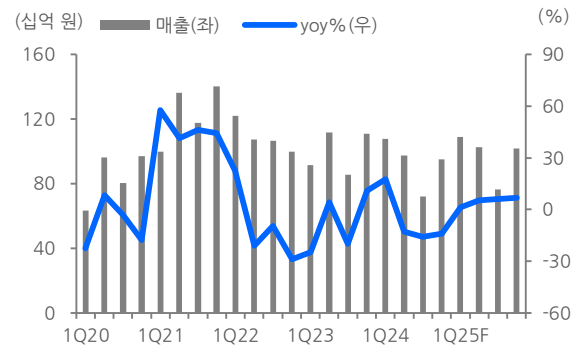
자료 : 코스맥스, 현대차증권

〈그림5〉 코스맥스 국내 매출 및 성장률 추이



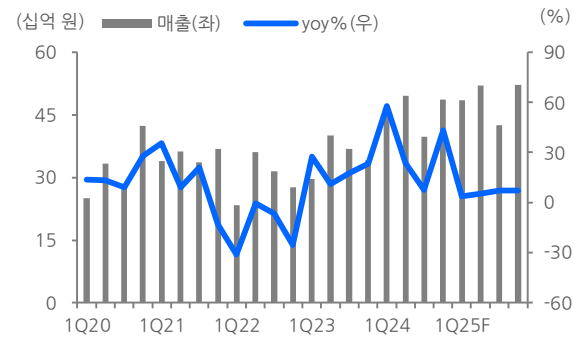
자료 : 코스맥스, 현대차증권

〈그림6〉 코스맥스 상해 매출 및 성장률 추이



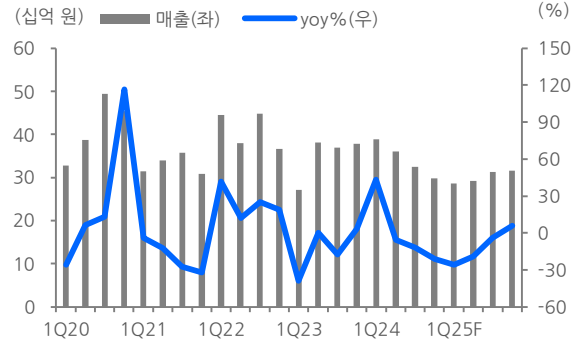
자료 : 코스맥스, 현대차증권

〈그림7〉 코스맥스 광저우 매출 및 성장률 추이



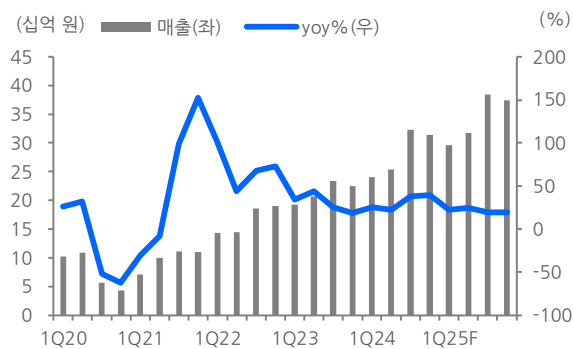
자료 : 코스맥스, 현대차증권

〈그림8〉 코스맥스 미국 매출 및 성장률 추이



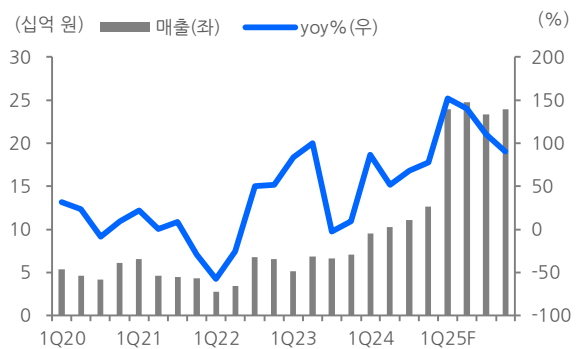
자료 : 코스맥스, 현대차증권

〈그림9〉 코스맥스 인도네시아 매출 및 성장률 추이



자료 : 코스맥스, 현대차증권

〈그림10〉 코스맥스 태국 매출 및 성장률 추이



자료 : 코스맥스, 현대차증권

〈표2〉 실적 추이 및 전망

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2024	2025F	2026F
매출액	527	551	530	558	589	639	613	645	2,166	2,485	2,765
YoY(%)	31%	15%	16%	28%	12%	16%	16%	16%	22%	15%	11%
1. 한국(별도)	315	348	348	346	363	416	416	409	1,358	1,603	1,774
YoY(%)	30%	25%	21%	40%	15%	19%	20%	18%	28%	18%	11%
2. 중국	157	148	114	155	163	157	124	164	574	608	639
YoY(%)	29%	-4%	-8%	5%	3%	7%	8%	6%	5%	6%	5%
2-1) 상해	108	98	72	95	109	103	77	102	372	390	409
YoY(%)	18%	-13%	-16%	-14%	1%	5%	6%	7%	-7%	5%	5%
2-2) 광저우	47	50	40	49	49	52	42	52	185	195	207
YoY(%)	58%	24%	8%	43%	4%	5%	7%	7%	31%	6%	6%
3. 미국	39	36	33	30	29	29	31	32	137	121	129
YoY(%)	43%	-6%	-12%	-21%	-26%	-19%	-4%	6%	-2%	-12%	7%
4. 인도네시아	24	25	32	31	30	32	38	37	113	137	154
YoY(%)	26%	23%	38%	40%	23%	25%	19%	19%	32%	21%	13%
5. 태국	10	10	11	13	24	25	23	24	44	96	113
YoY(%)	86%	51%	68%	77%	152%	140%	110%	90%	70%	120%	18%
영업이익	45	47	43	40	51	63	60	57	175	232	266
OPM(%)	9%	8%	8%	7%	9%	10%	10%	9%	8%	9%	10%
YoY(%)	229%	1%	30%	77%	13%	36%	38%	44%	52%	32%	15%
1. 한국(별도)	30	35	40	35	34	48	47	42	139	171	192
OPM(%)	9.5%	9.9%	11.4%	10.0%	9.4%	11.5%	11.3%	10.2%	6.4%	6.9%	7.0%
YoY(%)	131%	14%	53%	98%	14%	38%	19%	20%	60%	23%	13%
2. 해외 및 연결조정	15	12	4	5	17	16	13	16	37	61	74
OPM(%)	6.7%	5.5%	2.0%	2.3%	7.0%	6.4%	6.1%	6.0%	4.2%	6.4%	7.1%
YoY(%)	1843%	-22%	-48%	4%	11%	28%	236%	199%	27%	67%	21%

자료: 코스맥스, 현대차증권

(단위:십억원)					
포괄손익계산서	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	1,777	2,166	2,485	2,765	2,968
증가율 (%)	11.1	21.9	14.7	11.3	7.3
매출원가	1,484	1,748	2,005	2,225	2,383
매출원가율 (%)	83.5	80.7	80.7	80.5	80.3
매출총이익	294	418	480	540	585
매출이익률 (%)	16.5	19.3	19.3	19.5	19.7
증가율 (%)	43.4	42.2	14.8	12.5	8.3
판매관리비	178	243	248	274	289
판매비율 (%)	10.0	11.2	10.0	9.9	9.7
EBITDA	175	244	309	342	375
EBITDA 이익률 (%)	9.8	11.3	12.4	12.4	12.6
증가율 (%)	56.3	39.4	26.6	10.7	9.6
영업이익	116	175	232	266	297
영업이익률 (%)	6.5	8.1	9.3	9.6	10.0
증가율 (%)	118.9	50.9	32.6	14.7	11.7
영업외손익	-29	-38	-30	-34	-31
금융수익	21	47	44	40	49
금융비용	44	68	56	58	58
기타영업외손익	-6	-17	-18	-16	-22
종속/관계기업관련손익	-2	-0	-19	-1	-1
세전계속사업이익	84	138	183	232	265
세전계속사업이익률	4.7	6.4	7.4	8.4	8.9
증가율 (%)	1,300.0	64.3	32.6	26.8	14.2
법인세비용	46	49	51	57	66
계속사업이익	38	88	133	174	199
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	38	88	133	174	199
당기순이익률 (%)	2.1	4.1	5.4	6.3	6.7
증가율 (%)	흑전	131.6	51.1	30.8	14.4
지배주주지분 순이익	57	86	126	169	193
비지배주주지분 순이익	-19	3	6	5	6
기타포괄이익	-9	32	0	0	0
총포괄이익	29	120	133	174	199

(단위:십억원)					
현금흐름표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동으로인한현금흐름	231	73	125	214	207
당기순이익	38	88	133	174	199
유형자산 상각비	56	64	71	72	76
무형자산 상각비	4	5	6	4	3
외환손익	2	-13	0	0	0
운전자본의 감소(증가)	79	-127	-85	-37	-70
기타	52	56	0	1	-1
투자활동으로인한현금흐름	-105	-160	-88	-85	-125
투자자산의 감소(증가)	-6	26	-7	-5	-4
유형자산의 감소	5	4	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-86	-165	-80	-80	-120
기타	-18	-25	-1	0	-1
재무활동으로인한현금흐름	-39	68	-28	-17	-74
차입금의 증가(감소)	38	90	5	-10	-10
사채의 증가(감소)	11	-9	5	-4	0
자본의 증가	-258	-0	0	0	0
배당금	0	-6	-26	-26	-26
기타	170	-7	-12	23	-38
기타현금흐름	0	19	0	0	0
현금의증가(감소)	88	-1	9	111	8
기초현금	169	257	256	265	376
기말현금	257	256	265	376	384

* K-IFRS 연결 기준

(단위:십억원)					
재무상태표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	822	943	1,042	1,219	1,288
현금성자산	257	256	265	376	384
단기투자자산	14	7	8	9	10
매출채권	272	349	397	432	464
채고자산	218	257	293	319	343
기타유동자산	34	41	47	52	56
비유동자산	735	991	1,001	1,010	1,055
유형자산	547	778	788	796	840
무형자산	54	63	57	53	49
투자자산	82	56	63	67	72
기타비유동자산	52	94	93	94	94
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	1,557	1,934	2,044	2,229	2,344
유동부채	989	1,114	1,101	1,146	1,088
단기차입금	403	464	454	464	424
매입채무	241	231	240	243	245
유동성장기부채	35	45	36	41	31
기타유동부채	310	374	371	398	388
비유동부채	209	311	327	319	320
사채	48	39	44	40	40
장기차입금	59	149	154	144	134
장기금융부채	0	0	0	0	0
기타비유동부채	102	123	129	135	146
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	1,199	1,425	1,428	1,465	1,408
지배주주지분	363	474	573	717	883
자본금	6	6	6	6	6
자본잉여금	29	28	28	28	28
자본조정 등	-0	-0	-0	-0	-0
기타포괄이익누계액	16	56	56	56	56
이익잉여금	313	384	484	627	794
비지배주주지분	-4	35	42	47	53
자본총계	359	509	615	764	936

(단위:원, 배, %)					
주요투자지표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
EPS(당기순이익 기준)	3,331	7,790	11,686	15,364	17,510
EPS(지배순이익 기준)	5,034	7,560	11,139	14,903	16,985
BPS(자본총계 기준)	31,593	44,831	54,217	67,282	82,493
BPS(지배지분 기준)	31,941	41,711	50,551	63,155	77,840
DPS	500	2,300	2,300	2,300	2,300
P/E(당기순이익 기준)	38.0	19.1	17.5	13.3	11.7
P/E(지배순이익 기준)	25.1	19.7	18.3	13.7	12.0
P/B(자본총계 기준)	4.0	3.3	3.8	3.0	2.5
P/B(지배지분 기준)	4.0	3.6	4.0	3.2	2.6
EV/EBITDA(Reported)	10.3	9.3	9.5	8.3	7.5
배당수익률	0.4	1.5	1.1	1.1	1.1
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	흑전	133.9	50.0	31.5	14.0
EPS(지배순이익 기준)	174.1	50.2	47.4	33.8	14.0
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	9.4	20.4	23.6	25.3	23.4
ROE(지배순이익 기준)	12.1	20.5	24.1	26.2	24.1
ROA	2.6	5.1	6.7	8.2	8.7
안정성 (%)					
부채비율	334.3	280.0	232.1	191.9	150.3
순차입금비용	105.4	107.7	87.2	56.8	40.3
이자보상배율	3.6	3.9	5.2	5.8	6.4

한국콜마 (161890)

Analyst 하희지 1300691@hmsec.com

SUN 성수기 진입과 기대되는 미국 법인

BUY

TP 110,000원

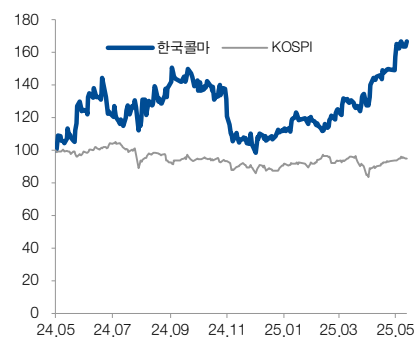
현재주가 (5/20)	84,500원
상승여력	30.2%
시가총액	1,995십억원
발행주식수	23,605천주
자본금/액면가	12십억원/500원
52주 최고가/최저가	84,500원/49,800원
일평균 거래대금 (60일)	18십억원
외국인 지분율	36.49%
주요주주 지분율	
한국콜마홀딩스 외 23인	26.59%

주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	15.0	49.0	57.4
상대주가(%p)	9.7	52.0	50.1

* KIFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(25F)	EPS(26F)	T/P
Before	4,841	5,768	90,000
After	4,645	6,559	110,000
Consensus	5,124	6,607	105,222
Cons. 차이	-9.3%	-0.7%	4.5%

최근 12개월 주가수익률



자료: WiseFn, 현대차증권

투자포인트 및 결론

- 한국콜마 2H25 연결 기준 매출액은 1조 3,636억원(+12.0%yoy) 영업이익 1,199억원(+33.7%yoy, OPM 8.8%) 전망
- 투자의견 BUY, 목표주가 110,000원으로 상향

주요이슈 및 실적전망

- **국내(별도):** 2H25 매출 +14%yoy, 영업이익 +24.1%yoy 전망. 국내 인디브랜드향 수주 견조. 2분기는 Sun 제품 성수기 진입함에 따라, 제품 믹스 개선에 의한 레버리지 효과 가시화될 것으로 전망
- **중국:** 2H25 매출 +6.6%yoy, 영업이익 흑전 전망. 하반기에도 중국 법인의 큰 폭의 실적 기여는 제한적이나 전년 대비 소폭 회복될 것으로 전망
- **미국:** 2H25 매출 +42.1%yoy, 영업이익 흑전 전망. 미국 제 2공장(디자인 Capa 1.5개, 초기 3,000만개) 6월 준공 예정. 트럼프 관세 부과에 따라 글로벌 고객사 온쇼어 수요 흡수 가능성 확대되는 중. 이에 따라, 하반기~2026년까지 미국 제 2공장 가동에 따른 추가적인 성장 시현하며 연간 미국 매출 900억 이상 무난하게 달성 가능할 것으로 전망. 다만, 공장 가동에 따른 초기 가동비 반영됨에 따라 이익은 BEP 수준 전망

주가전망 및 Valuation

- 한국콜마 25F 추정치 상향 조정에 따른 목표주가 110,000원으로 상향 조정. 2025년 국내 늘어난 Capa를 바탕으로 견조한 성장 및 2분기 Sun 성수기 효과 기대. 또한 미국 2공장 6월 가동을 통해 추가 성장 가시화되며 주가 우상향 흐름 기대

요약 실적 및 Valuation

구분	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EBITDA (십억원)	EPS (원)	증감율 (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2023	2,156	136	5	230	227	흑전	236.2	1.9	12.0	0.8	1.1
2024	2,452	194	90	286	3,830	1,588.1	14.4	1.6	10.2	12.5	1.3
2025F	2,752	259	110	373	4,645	21.3	18.2	2.3	9.0	13.1	0.9
2026F	2,936	299	155	405	6,559	41.2	12.9	1.9	7.8	16.2	0.9
2027F	3,093	325	214	419	9,072	38.3	9.3	1.6	6.9	19.1	0.9

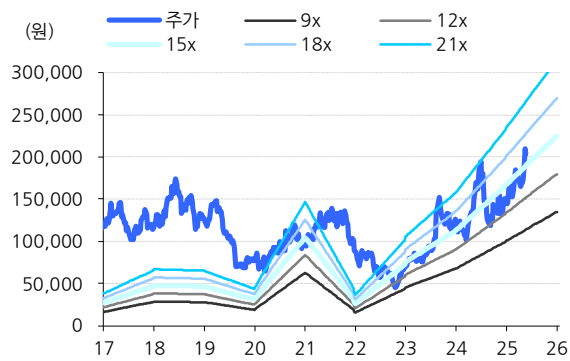
* KIFRS 연결 기준

〈표1〉 한국콜마 목표 주가 산정

	25F 순이익	Target P/E(배)	적정가치	비고
영업가치	128	19	2,501	
화장품	77	21	1,612	글로벌 ODM Peer 12M Fwd P/E 에 20% 할증
의약품(의약품)	52	17	890	- 의약품 부문 24F 추정 지배주주순이익에 HK 이노엔 지분율 (43.01%) 반영 - 국내 의약품 Peer 평균 P/E 적용
유통주식수(천 주)			23,605	
목표주가(원)			110,000	
전일 종가(원)			84,500	2025.05.20 종가
상승여력(%)			30.2%	
투자 의견			BUY	

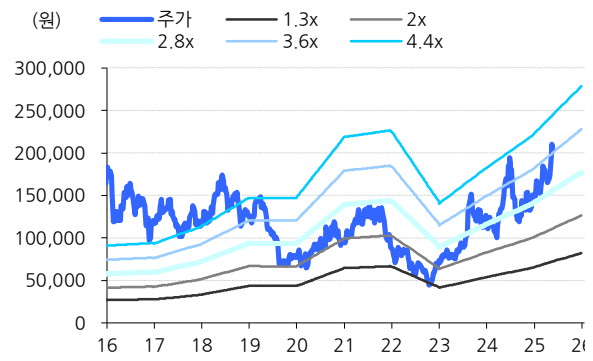
자료: 현대차증권

〈그림1〉 한국콜마 P/E Band Chart



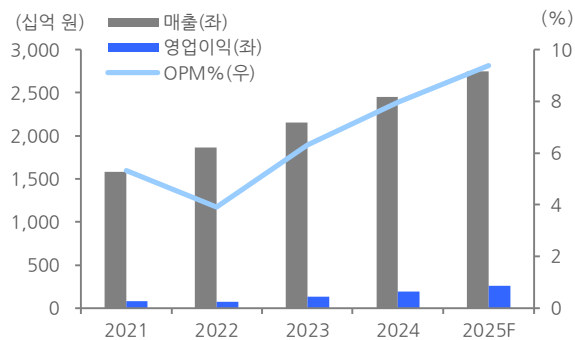
자료 : 한국콜마, 현대차증권

〈그림2〉 한국콜마 P/B Band Chart



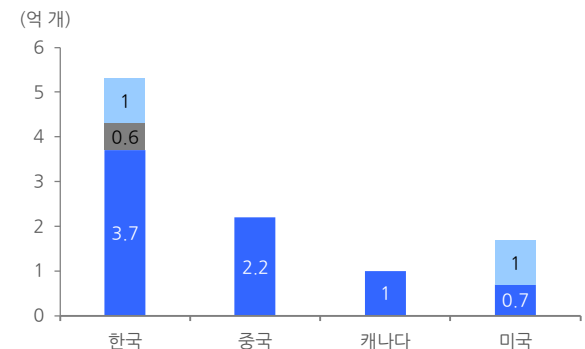
자료 : 한국콜마, 현대차증권

〈그림3〉 한국콜마 실적 추이



자료 : 한국콜마, 현대차증권

〈그림4〉 한국콜마 2025F Capa 전망



자료 : 한국콜마, 현대차증권

〈표2〉 실적 추이 및 전망

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2024	2025F	2026F
매출액	574.8	660.3	626.5	590.5	653.1	735.7	695.7	668.0	2,452.1	2,752.4	2,935.7
YoY(%)	18%	10%	21%	7%	14%	11%	11%	13%	14%	12%	7%
1. 한국(별도)	247.8	297.0	273.6	241.3	274.3	339.8	309.8	277.5	1,059.7	1,201.5	1,314.3
YoY(%)	23%	17%	47%	12%	11%	14%	13%	15%	24%	13%	9%
2. 무석	34.6	52.7	36.6	29.9	41.6	55.2	38.5	32.4	153.8	167.7	174.0
YoY(%)	5%	-7%	1%	-8%	20%	5%	5%	8%	-3%	9%	4%
3. 북미	16.0	26.0	26.7	28.7	30.4	32.4	35.4	36.2	97.4	134.4	152.1
YoY(%)	-14%	15%	22%	40%	90%	25%	33%	26%	17%	38%	13%
3-1) 미국	7.0	13.4	17.5	20.0	21.7	23.2	26.0	27.3	57.9	98.2	111.1
YoY(%)	8%	61%	55%	75%	210%	73%	49%	37%	54%	70%	13%
3-2) 캐나다	9.0	12.6	9.2	8.7	8.7	9.2	9.4	8.9	39.5	36.2	41.0
YoY(%)	-25%	-12%	-12%	-5%	-3%	-27%	2%	2%	-14%	-8%	13%
4. HK 이노엔	216.0	219.3	229.5	235.7	247.4	253.9	260.8	265.9	900.5	1,028.0	1,070.6
YoY(%)	17%	7%	6%	5%	15%	16%	14%	13%	9%	14%	4%
5. 연우	67.2	74.0	72.8	60.8	63.7	64.4	64.1	62.8	274.8	254.9	265.9
YoY(%)	33%	17%	19%	-1%	-5%	-13%	-12%	3%	16%	-7%	4%
영업이익	32.4	71.7	54.5	35.1	59.9	78.8	67.4	52.5	193.9	258.6	299.3
OPM(%)	6%	11%	9%	6%	9%	11%	10%	8%	8%	9%	10%
YoY(%)	169%	29%	76%	-6%	85%	10%	24%	49%	42%	33%	16%
1. 한국(별도)	22.8	44.2	37.2	18.1	33.9	52.0	43.4	25.3	122.3	154.5	170.8
OPM(%)	9%	15%	14%	7%	12%	15%	14%	9%	12%	13%	13%
YoY(%)	69%	28%	185%	-2%	48%	18%	16%	40%	54%	26%	11%
2. 무석	1.8	6.7	1.0	-1.5	3.1	6.2	1.5	1.2	8.0	12.0	12.6
OPM(%)	5%	13%	3%	-5%	7%	11%	4%	4%	5%	7%	7%
YoY(%)	212%	-27%	-41%	적전	74%	-8%	54%	흑전	-37%	51%	5%
3. 북미	-4.6	-2.2	-5.2	-0.9	0.2	-1.5	-1.5	-1.0	-12.9	-3.8	1.2
OPM(%)	-29%	-8%	-19%	-3%	1%	-5%	-4%	-3%	-13%	-3%	1%
YoY(%)	적지	적지	적지	적지	흑전	적지	적지	적지	적지	적지	흑전
3-1) 미국	-2.5	-1.3	-3.4	1.2	1.5	-0.5	0.1	1.0	-6.0	2.1	6.7
YoY(%)	적지	적지	적지	흑전	흑전	적지	흑전	-17%	적지	흑전	219%
3-2) 캐나다	-2.1	-0.9	-1.8	-2.1	-1.3	-1.0	-1.6	-2.0	-6.9	-5.9	-5.5
YoY(%)	적지	적전	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지
4. HK 이노엔	17.3	24.3	22.2	24.4	25.4	25.0	26.5	27.2	88.2	104.1	119.4
OPM(%)	8%	11%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	11%
YoY(%)	209%	59%	-1%	9%	47%	3%	19%	11%	34%	18%	15%
5. 연우	0.0	1.2	1.2	-1.0	-1.0	-0.7	0.4	0.5	1.4	-0.8	1.7
OPM(%)	0%	2%	2%	-2%	-2%	-1%	1%	1%	1%	0%	1%
YoY(%)	흑전	0%	-25%	적전	적전	적전	-67%	흑전	352%	적전	흑전
세전이익	20.2	59.3	35.5	24.8	32.4	67.3	61.5	26.3	139.8	187.4	237.6
세전이익률(%)	4%	9%	6%	4%	5%	9%	9%	4%	6%	7%	8%
YoY(%)	139%	36%	32%	흑전	60%	13%	73%	6%	307%	34%	27%
지배주주순이익	6.3	34.9	15.4	33.5	13.2	39.3	36.9	20.2	90.1	109.6	154.8
NPM(%)	1%	5%	2%	6%	2%	5%	5%	3%	4%	4%	5%
YoY(%)	9%	0%	34%	흑전	109%	13%	140%	-40%	1635%	22%	41%

자료: 한국콜마, 현대차증권

(단위:십억원)

포괄손익계산서	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	2,156	2,452	2,752	2,936	3,093
증가율 (%)	15.5	13.7	12.2	6.7	5.3
매출원가	1,578	1,753	1,949	2,066	2,163
매출원가율 (%)	73.2	71.5	70.8	70.4	69.9
매출총이익	578	699	803	869	930
매출이익률 (%)	26.8	28.5	29.2	29.6	30.1
증가율 (%)	23.2	20.9	14.9	8.2	7.0
판매관리비	442	505	545	570	605
판매비율 (%)	20.5	20.6	19.8	19.4	19.6
EBITDA	230	286	373	405	419
EBITDA 이익률 (%)	10.7	11.7	13.6	13.8	13.5
증가율 (%)	54.4	24.3	30.4	8.6	3.5
영업이익	136	194	259	299	325
영업이익률 (%)	6.3	7.9	9.4	10.2	10.5
증가율 (%)	86.3	42.6	33.5	15.4	8.7
영업외손익	-105	-66	-55	-62	-18
금융수익	24	30	27	27	27
금융비용	59	54	48	50	45
기타영업외손익	-70	-42	-34	-39	0
종속/관계기업관련손익	3	12	-16	0	0
세전계속사업이익	34	140	187	238	306
세전계속사업이익률	1.6	5.7	6.8	8.1	9.9
증가율 (%)	100.0	311.8	33.6	27.3	28.6
법인세비용	9	14	36	31	21
계속사업이익	25	125	152	206	286
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	25	125	152	206	286
당기순이익률 (%)	1.2	5.1	5.5	7.0	9.2
증가율 (%)	흑전	400.0	21.6	35.5	38.8
지배주주지분 순이익	5	90	110	155	214
비지배주주지분 순이익	20	35	42	52	71
기타포괄이익	-11	-20	0	0	0
총포괄이익	14	105	152	206	286

(단위:십억원)

현금흐름표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동으로인한현금흐름	112	215	248	305	370
당기순이익	25	125	152	206	286
유형자산 상각비	73	69	93	87	77
무형자산 상각비	21	23	21	19	17
외환손익	0	-10	0	0	0
운전자본의 감소(증가)	-76	-40	-18	-8	-9
기타	69	48	0	1	-1
투자활동으로인한현금흐름	-156	-205	-66	-60	-5
투자자산의 감소(증가)	-10	-4	-2	-1	-1
유형자산의 감소	1	2	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-107	-247	-56	-56	0
기타	-40	44	-8	-3	-4
재무활동으로인한현금흐름	-8	-43	-15	-16	-16
차입금의 증가(감소)	-55	-79	0	0	0
사채의 증가(감소)	-240	190	0	0	0
자본의 증가	-2	33	0	0	0
배당금	-17	-19	-17	-17	-17
기타	306	-168	2	1	1
기타현금흐름	3	4	0	0	0
현금의증가(감소)	-49	-29	167	228	349
기초현금	220	171	142	309	537
기말현금	171	142	309	537	887

* K-IFRS 연결 기준

(단위:십억원)

재무상태표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	898	859	1,118	1,386	1,781
현금성자산	171	142	309	537	887
단기투자자산	98	57	65	68	72
매출채권	318	284	322	337	356
채고자산	281	328	371	389	410
기타유동자산	17	38	43	45	47
비유동자산	2,111	2,268	2,212	2,163	2,070
유형자산	660	811	774	743	667
무형자산	1,271	1,249	1,228	1,209	1,192
투자자산	53	55	57	58	59
기타비유동자산	127	153	153	153	152
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	3,009	3,127	3,330	3,549	3,851
유동부채	1,284	1,215	1,271	1,295	1,323
단기차입금	400	579	579	579	579
매입채무	190	188	212	223	235
유동성장기부채	438	207	207	207	207
기타유동부채	256	241	273	286	302
비유동부채	307	406	419	424	430
사채	60	249	249	249	249
장기차입금	139	60	60	60	60
장기금융부채	1	1	1	1	1
기타비유동부채	107	96	109	114	120
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	1,591	1,621	1,690	1,719	1,753
지배주주지분	649	793	886	1,023	1,220
자본금	11	12	12	12	12
자본잉여금	262	295	295	295	295
자본조정 등	0	0	0	0	0
기타포괄이익누계액	7	-2	-2	-2	-2
이익잉여금	368	488	581	718	916
비지배주주지분	770	713	755	807	878
자본총계	1,419	1,506	1,641	1,830	2,098

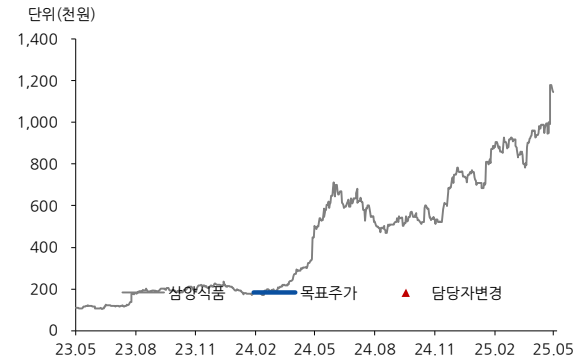
(단위:원, 배, %)

주요투자지표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
EPS(당기순이익 기준)	1,099	5,329	6,430	8,746	12,096
EPS(지배순이익 기준)	227	3,830	4,645	6,559	9,072
BPS(자본총계 기준)	61,998	63,788	69,498	77,524	88,899
BPS(지배지분 기준)	28,347	33,579	37,504	43,343	51,695
DPS	600	720	720	720	720
P/E(당기순이익 기준)	48.8	10.3	13.1	9.7	7.0
P/E(지배순이익 기준)	236.2	14.4	18.2	12.9	9.3
P/B(자본총계 기준)	0.9	0.9	1.2	1.1	1.0
P/B(지배지분 기준)	1.9	1.6	2.3	1.9	1.6
EV/EBITDA(Reported)	12.0	10.2	9.0	7.8	6.9
배당수익률	1.1	1.3	0.9	0.9	0.9
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	흑전	385.1	20.6	36.0	38.3
EPS(지배순이익 기준)	흑전	1,588.1	21.3	41.2	38.3
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	1.7	8.6	9.6	11.9	14.5
ROE(지배순이익 기준)	0.8	12.5	13.1	16.2	19.1
ROA	0.8	4.1	4.7	6.0	7.7
안정성 (%)					
부채비율	112.1	107.7	103.0	93.9	83.5
순차입금비율	54.3	59.7	44.3	27.1	6.8
이자보상배율	3.0	4.2	5.7	6.6	7.2

▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일 자	투자의견	목표주가	과리율(%)	
			평균	최고/최저
2025.05.21	BUY	1,400,000		

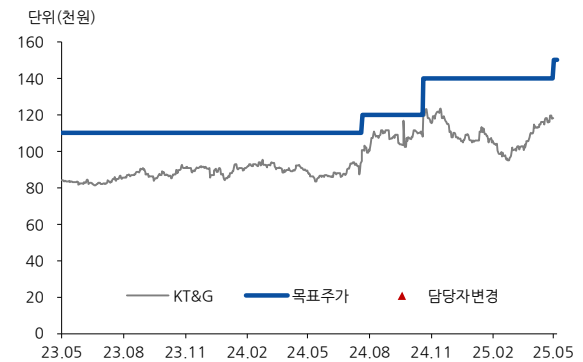
▶ 최근 2년간 삼양식품 주가 및 목표주가



▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일 자	투자의견	목표주가	과리율(%)	
			평균	최고/최저
2023.05.18	BUY	110,000	-22.36	-16.00
2023.11.18	AFTER 6M	110,000	-18.44	-13.45
2024.08.09	BUY	120,000	-10.43	-2.58
2024.11.08	BUY	140,000	-22.39	-11.86
2025.05.08	AFTER 6M	140,000	-16.21	-14.50
2025.05.21	BUY	150,000		

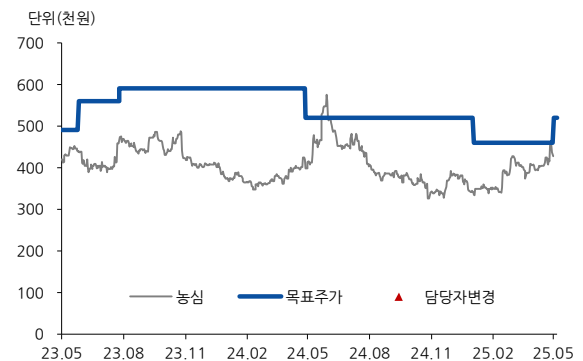
▶ 최근 2년간 KT&G 주가 및 목표주가



▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일 자	투자의견	목표주가	과리율(%)	
			평균	최고/최저
2023.02.24	BUY	490,000	-20.25	-7.76
2023.06.14	BUY	560,000	-27.26	-18.04
2023.08.14	BUY	590,000	-27.45	-17.29
2024.02.14	AFTER 6M	590,000	-36.23	-28.05
2024.05.17	BUY	520,000	-18.39	10.58
2024.11.17	AFTER 6M	520,000	-31.45	-24.71
2025.01.22	BUY	460,000	-16.03	-1.30
2025.05.21	BUY	520,000		

▶ 최근 2년간 농심 주가 및 목표주가



▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일 자	투자의견	목표주가	과리율(%)	
			평균	최고/최저
2023.05.04	BUY	140,000	-23.79	-16.14
2023.11.04	AFTER 6M	140,000	-9.37	-4.86
2023.11.28	BUY	170,000	-25.50	-18.94
2024.05.07	BUY	180,000	-14.54	7.39
2024.11.07	AFTER 6M	180,000	-39.20	-33.89
2025.02.13	BUY	150,000	-22.84	-17.47
2025.05.21	BUY	150,000		

▶ 최근 2년간 롯데엘푸드 주가 및 목표주가



▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일 자	투자의견	목표주가	과리율(%)	
			평균	최고/최저
2023.02.02	M.PERFORM	150,000	-17.98	-36.87
2023.11.21	담당자 변경	담당자 변경		
2023.11.22	BUY	180,000	-25.78	2.67
2024.05.22	AFTER 6M	180,000	2.49	-0.89
2024.05.31	BUY	230,000	-25.86	-16.65
2024.08.07	BUY	210,000	-37.64	-27.52
2024.10.04	BUY	180,000	-36.40	-27.61
2025.01.10	BUY	150,000	-23.03	-13.53
2025.05.02	BUY	170,000	-27.58	-26.18
2025.05.21	BUY	170,000		

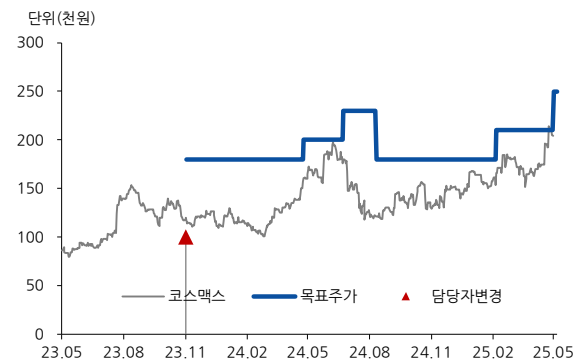
▶ 최근 2년간 아모레퍼시픽 주가 및 목표주가



▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일 자	투자의견	목표주가	과리율(%)	
			평균	최고/최저
2022.11.25	BUY	70,000	37.12	119.29
2023.11.21	담당자 변경	담당자 변경		
2023.11.22	BUY	180,000	-33.33	-12.39
2024.05.14	BUY	200,000	-12.14	-1.10
2024.07.12	BUY	230,000	-39.01	-22.39
2024.08.30	BUY	180,000	-20.12	-6.56
2025.02.25	BUY	210,000	-15.84	1.90
2025.05.21	BUY	250,000		

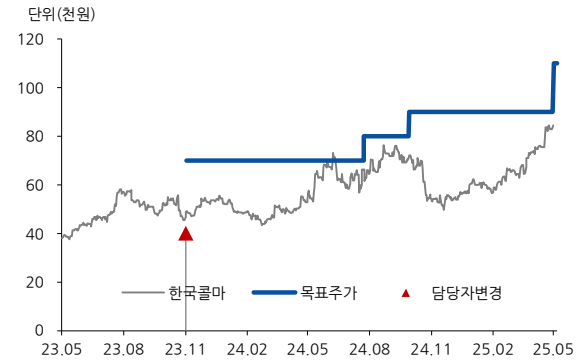
▶ 최근 2년간 코스맥스 주가 및 목표주가



▶ 투자 의견 및 목표주가 추이

일 자	투자 의견	목표주가	과리율(%)	
			평균	최고/최저
2022.11.25	BUY	48,000	-5.79	21.04
2023.11.21	담당자 변경	담당자 변경		
2023.11.22	BUY	70,000	-28.69	-17.86
2024.05.22	AFTER 6M	70,000	-10.01	4.29
2024.08.12	BUY	80,000	-12.70	-4.75
2024.10.18	BUY	90,000	-32.63	-18.44
2025.04.18	AFTER 6M	90,000	-12.54	-6.11
2025.05.21	BUY	110,000		

▶ 최근 2년간 한국콜마 주가 및 목표주가



Compliance Note

- 동 자료는 기관투자자 또는 제3자에게 사전제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 지분율 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성) 발행과 관련하여 지난 6개월간 주간사로 참여하지 않았습니다.
- 조사분석 담당자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 자료작성자 하회지의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

▶ 투자 의견 분류

▶ 업종 투자 의견 분류 현대차증권의 업종투자 의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 업종 펀더멘털과 업종주가의 전망을 의미함.

- OVERWEIGHT : 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대
- NEUTRAL : 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음
- UNDERWEIGHT : 업종 펀더멘털의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대

▶ 현대차증권의 종목투자 의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 상대수익률을 의미함.

- BUY : 추천일 종가대비 초과수익률 +15%P 이상
- MARKETPERFORM(M.PERFORM) : 추천일 종가대비 초과수익률 -15% ~ +15%P 이내
- SELL : 추천일 종가대비 초과수익률 -15%P 이하

▶ 투자등급 통계 (2024.04.01~2025.03.31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	166건	92.7%
보유	13건	7.3%
매도	0건	0%

- 본 조사자료는 투자자들에게 도움이 될 만한 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 당사의 사전 동의 없이 무단복제 및 배포할 수 없습니다.
- 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다.
- 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.