

내 지갑도, 외국인 지갑도 열렸다

이승은 화장품/의료기기/유통 02 3770 5588 | seungeun.lee@yuantakorea.com

김호정 Economist 02 3770 3630 | hojung.kim@yuantakorea.com

김도엽 Research Assistant 02 3770 5580 | doyub.kim@yuantakorea.com







내 지갑도, 외국인 지갑도 열렸다



이승은

화장품/의료기기/유통

02 3770 5588

seungeun.lee@yuantakorea.com



김호정

Economist

02 3770 3630

hojung.kim@yuantakorea.com



김도엽

Research Assistant

02 3770 5580

doyub.kim@yuantakorea.com

SUMMARY

심리 개선과 자산 효과의 조합

한국 소비자심리지수(CCSI)는 2025년 하반기부터 110 내외를 꾸준히 유지하다가 2026년 2월 112.1로 추가 상승하며 장기 평균을 크게 상회하고 있는데, 이는 소비자들이 고물가와 고금리 부담보다 경제 전반의 회복세에 더 큰 무게를 두고 있음을 시사한다. 특히 이번 상승세는 가계의 재정 상황보다는 현재경기판단과 향후경기전망 등 거시적 흐름에 대한 확신에 의해 견인되고 있다는 점이 특징적이다.

실증 분석인 분산분해(FEVD) 결과에 따르면, 소비심리(CSI)의 충격은 약 2개월의 시차를 두고 소매판매 변동성에 영향을 미치기 시작하여 4개월(Step 4) 시점에서 약 10%의 설명력을 기록하며 정점에 도달한다. 이는 심리적 개선이 약 한 분기 뒤의 실물 지표를 예측하는 강력한 선행 지표임을 방증하며, 최근 소비지출전망CSI가 9개월 연속 110 이상을 기록하고 있다는 사실은 향후 소비의 '호흡'이 예전보다 길어지고 지출 성향이 고착화(Sticky)될 것임을 뒷받침한다.

주목할 만한 구조적 변화는 자산 시장 전망과 소비 심리의 디커플링 현상이다. 주택가격전망CSI가 전월 대비 16p 급락하며 자산 가치 상승 기대감이 위축되었음에도 불구하고, 실물 경기 회복세가 이를 상쇄하며 '역자산 효과'를 억제하고 있다. 오히려 주식과 채권 등 투자형 자산의 가치 상승에 따른 자산효과(Wealth Effect)가 30~50대 계층의 한계소비성향(MPC)을 양(+)의 값으로 유도하며, 이미용이나 자기 계발 등 선택적 지출을 뒷받침하는 독립적인 동력으로 작용하고 있다.

두 개의 지갑이 열린다

2025년 4월 KOSPI가 본격적인 상승 랠리에 진입하면서 시가총액이 2024년 12월 2,057조 원에서 2026년 1월 5,146조 원까지 확대되었고(+150%), 투자자예탁금도 50조 원대에서 100조 원을 돌파하며 '번 돈을 쓸 준비가 됐다'는 신호를 보내고 있다. 실제로 도소매업 카드 승인실적은 2024년 하반기 전년 대비 마이너스(-2% ~ -8%)에서 주식시장 상승 3개월 후인 2025년 7월 +6.4% YoY로 플러스 전환했고, 5개월 후인 9월에는 의료·뷰티 등 '나를 위한 소비'로 확산되며 보건업/사회복지 서비스업이 +20.7% YoY를 기록했다. 이는 자산 증가 → 백화점 소비 회복 → 뷰티·시술 소비 확대로 이어지는 전형적인 소비 회복 경로다.

두 번째 지갑은 외국인 관광객에서 열리고 있다. 백화점 3사 외국인 매출은 2024년 대비 2025년 25~71% 성장했고, 해외 유명 브랜드 비중도 2026년 1월 38%까지 상승했다. 반면 면세점 매출은 2019년 25조 원에서 2025년 13조 원으로 반토막 났는데, 이는 개별자유여행(FIT) 관광객이 경험형 소비를 선호하며 백화점과 H&B스토어로 이동했기 때문이다. CJ올리브영 외국인 고객 구매 건수는 2022년 48만 건에서 2024년 942만 건으로 20배 급증했고, 서울시 외국인 의료 소비액도 2024년 월평균 789억 원에서 2025년 1,337억 원으로 69% 증가했다. 중국인 관광객을 중심으로 '올리브영 → 시술 → 백화점' 루트가 정착되면서, 체험형 K-뷰티·K-의료기기 관광이 2026년 직접적인 실적 개선으로 연결되는 구간에 진입하고 있다.



CONTENTS

PART 1	심리 개선과 자산 효과의 조합	6
PART 2	두 개의 지갑이 열린다	18





김호정

Economist

hojung.kim@yuantakorea.com

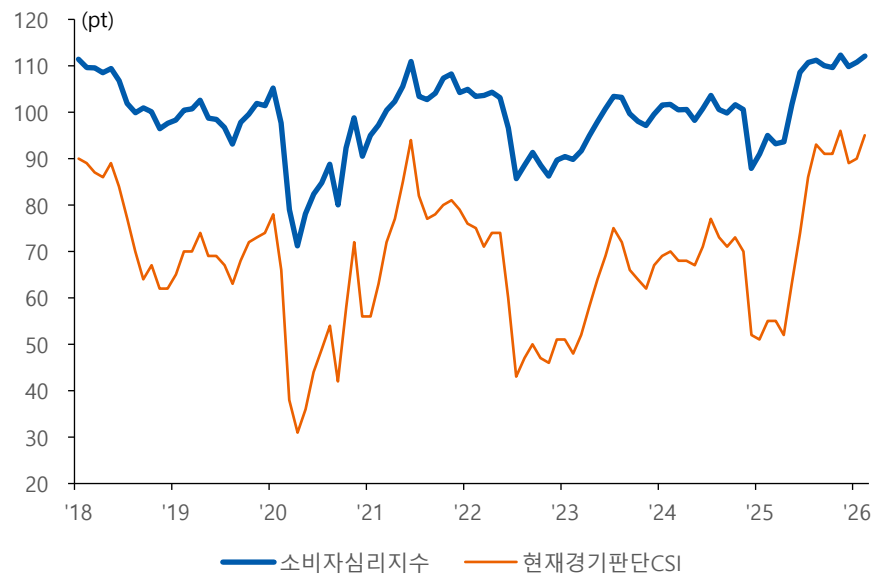
PART 1

심리 개선과 자산 효과의 조합

경기 회복에 더 큰 무게를 두고 있는 소비자심리

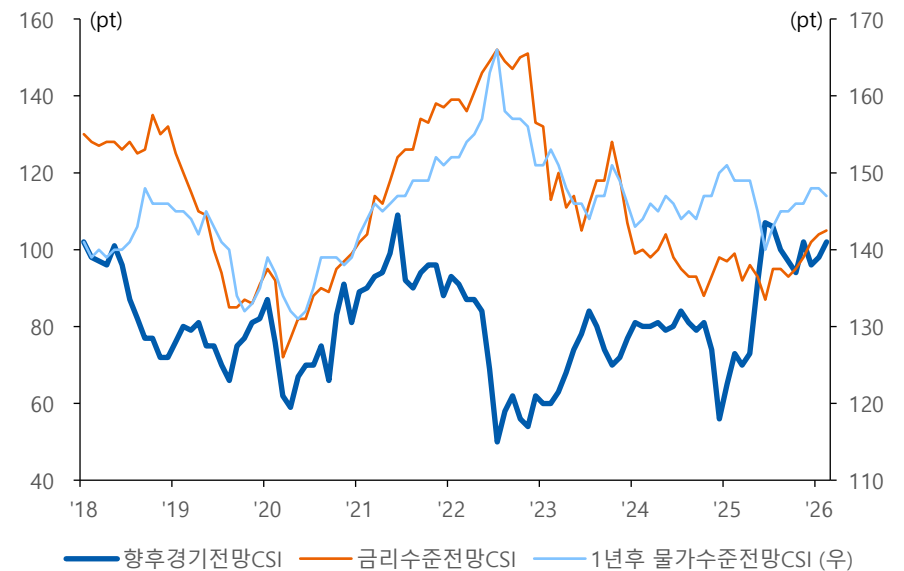
- 소비자심리지수는 2025년 하반기부터 꾸준히 110 내외를 유지하다가 올해 2월 112.1로 상승했다. 이는 소비자들이 현재의 물가 수준이나 금리 수준이 여전히 높다고 인식함에도 불구하고, 경제 전반의 회복에 더 큰 무게를 두고 있음을 시사한다.
- 특히 자산 시장(주택)에 묶여 있던 심리적 에너지가 실물 경기나 일반 소비에 대한 긍정적 태도로 전이되고 있을 가능성이 존재한다.
- 현재경기판단CSI(+5pt)와 향후경기전망CSI(+4pt)가 전월 대비 큰 폭으로 상승하며 전체 심리 지수를 끌어올리고 있다. 가계의 재정 상황보다 '경제 전반의 흐름'에 대한 확신이 심리 상승의 주된 동력이 되고 있다는 점이 특징이다.

소비자심리지수는 2025년 하반기부터 꾸준히 110 내외를 유지하다가 올해 2월 112.1로 상승



자료: 한국은행, 유안타증권 리서치센터

현재 물가 수준이나 금리 수준이 여전히 높다고 인식함에도 불구하고, 향후경기전망CSI는 상승

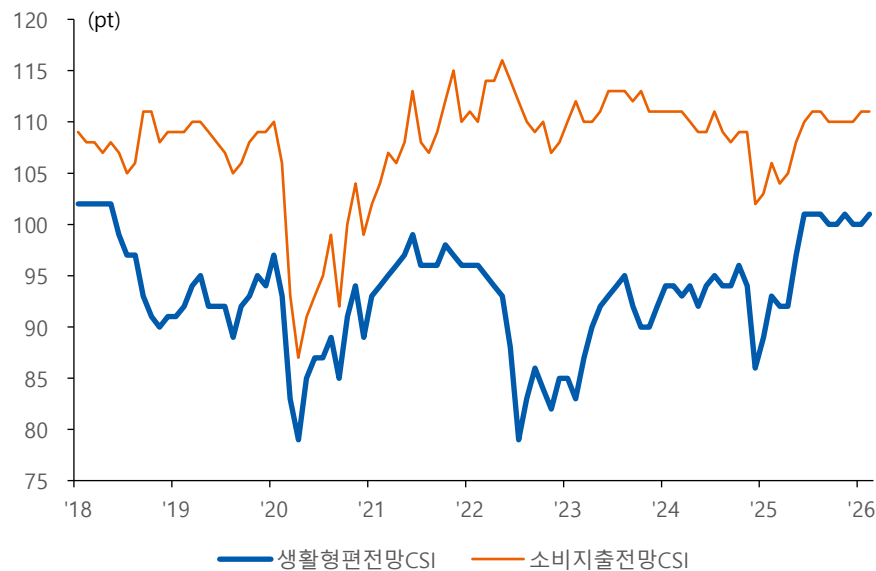


자료: 한국은행, 유안타증권 리서치센터

소비심리와 실제 소비의 좁혀진 시차

- 현재생활형편CSI는 96으로 여전히 기준값 100 미만이지만, 소비지출전망CSI는 111로 매우 높은 수준을 유지하고 있다. 이는 형편이 완전히 풀리지 않았음에도 지출 의지가 높다는 것은, 심리 개선이 실제 소비로 이어지는 속도가 빨라졌음을 의미한다.
- 6개월 전과 비교한 현재경기판단CSI가 한 달 만에 급등한 것은 소비자들이 경기 회복을 체감하는 속도가 빨라졌음을 보여주며, 이는 곧바로 소비 현장으로 연결될 가능성을 높인다.
- 실증분석 결과 선행성이 강한 소비지출전망지수와 실제 소매판매의 이동 상관계수가 빠르게 상승하고 있다. 이는 심리가 실제 소비를 견인하는 속도가 다시 빨라지고 있음을 의미한다.

형편이 완전히 풀리지 않았음에도 지출 의지는 높은 상황



자료: 한국은행, 유안타증권 리서치센터

소비심리가 실제 소비를 견인하는 속도가 다시 빨라지고 있음을 의미

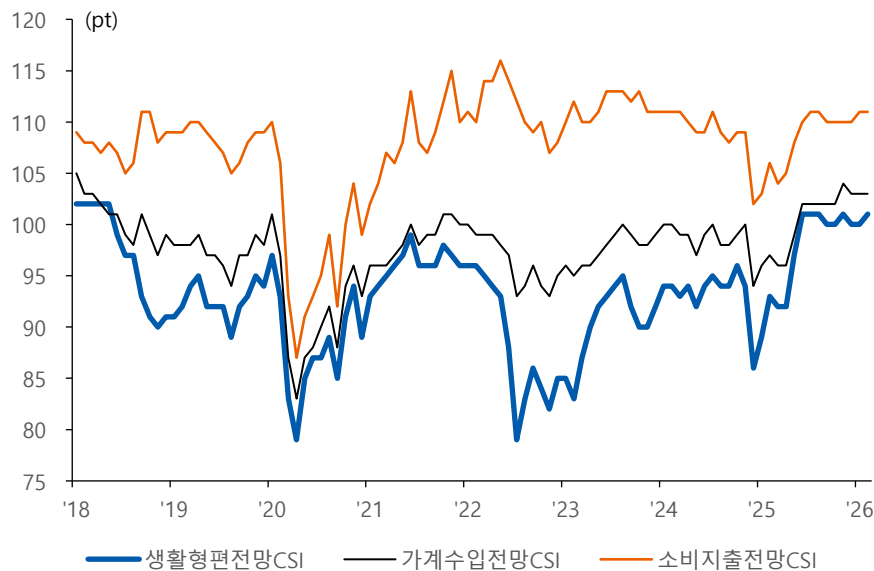


자료: 필자 직접 분석, 유안타증권 리서치센터

길어진 소비의 기간

- 소비지출전망CSI는 2025년 6월부터 2026년 2월까지 9개월째 110 이상의 높은 수준을 지속하고 있다. 이는 일시적인 보복 소비가 아니라 소비 성향 자체가 높은 수준에서 고착화(Sticky)되고 있음을 시사한다.
- 과거에는 경기 전망이 좋아진 후 실제 지출로 이어지기까지 상당한 시차가 존재했으나, 최근 데이터는 미래의 가계 수입 전망과 지출 전망이 현재의 형편을 압도하는 모습을 보이고 있다. 이는 소비자들이 '앞으로 좋아질 것'이라는 믿음만으로도 지출을 결정하는 경향이 강해졌음을 뜻한다.
- 한 지출 전망 지수가 1년 가까이 높은 수치를 유지하고 있다는 점은 소비의 '호흡'이 예전보다 훨씬 길어졌다는 것을 뒷받침하는 강력한 증거가 될 수 있다.
- 추가로 생활형편전망과 가계수입전망이 모두 100을 상회하며 안정적인 궤도에 올라와 있어, 소비가 단기간에 위축되지 않고 장기적으로 이어질 수 있는 기초 체력을 뒷받침하고 있다.

생활형편전망과 가계수입전망 모두 100을 상회하는 가운데, 소비지출전망CSI 또한 높은 수준 유지



자료: 한국은행, 유안타증권 리서치센터

소비지출전망과 소매판매지수의 시차 상관관계 분석결과 장시간 평균 이상의 플러스(+) 상관관계 지속

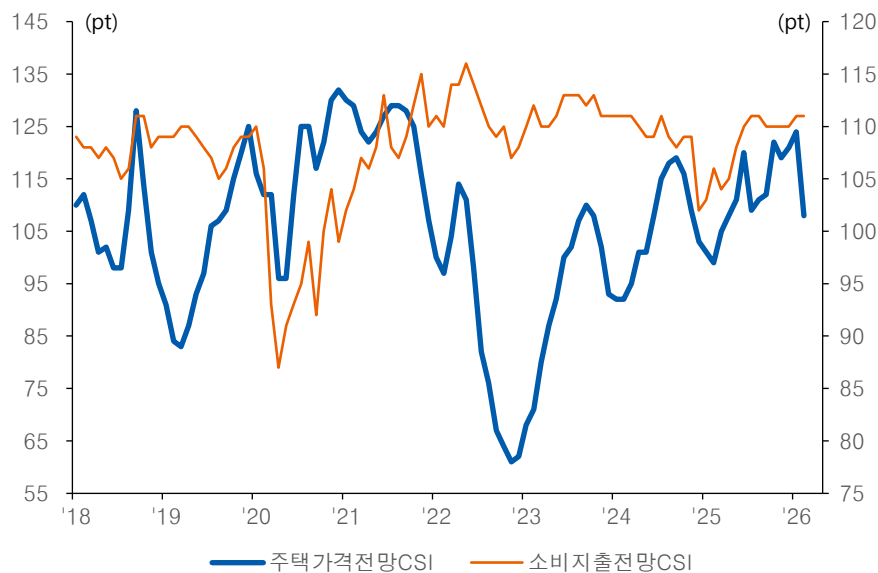


자료: 필자 직접 분석, 유안타증권 리서치센터

유형 자산 시장 전망 약화와 소비 심리의 디커플링

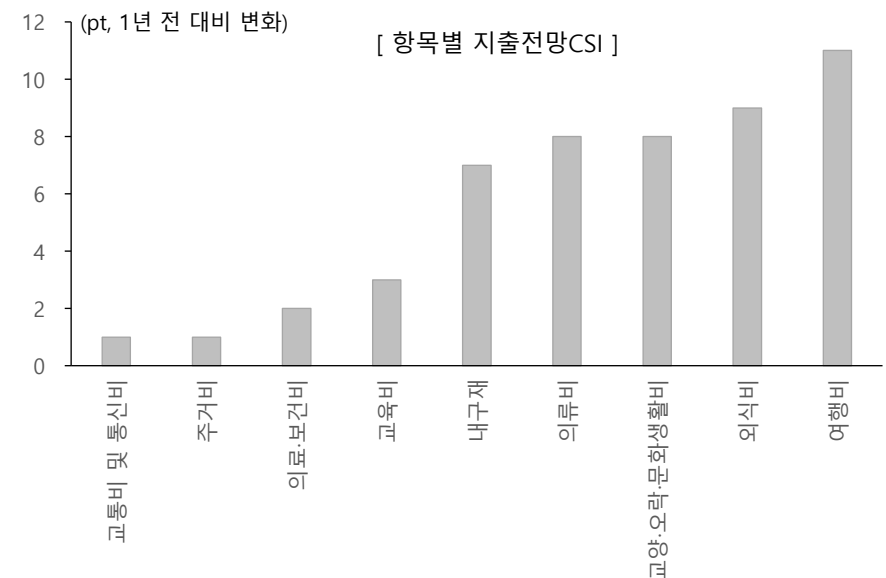
- 주택가격전망CSI는 전월 124에서 2월 108로 무려 16p 급락하며 자산 가치 상승에 대한 기대감이 크게 위축되었다. 과거 한국 경제에서 소비 심리는 주택 가격과 강한 정(+)의 상관관계를 보여왔다. 하지만 2월 데이터는 소비자들이 부동산 시장의 조정을 경계하면서도, 현재경기판단(+5pt) 및 향후경기전망(+4pt) 등 실물 경기회복세(현재경기판단 95)가 이어지고 있다.
- 이는 자산 가격 하락이 소비 위축으로 직결되던 '역자산 효과'가 현재의 강력한 경기 회복 심리에 의해 상쇄되고 있음을 시사하며, 소비의 동력이 자산 시장에서 실물 경기로 이동하는 구조적 변화로 해석될 수 있다.
- 2026년 2월 기준 1년 전 대비 지출전망이 개선된 항목 중 외식비(+9pt), 교양 오락 문화 생활비(+8pt), 의류비(+8pt), 내구재(+7pt) 등 내수항목들의 개선이 특징적으로 관찰된다. 한편 필수소비 항목들은 상대적으로 개선 폭이 제한 되었는데, 이는 가계의 소비 트렌드 변화를 시사한다.

주택가격전망 급락에도 소비지출전망은 상승 흐름 유지



자료: 한국은행, 유안타증권 리서치센터

1년 전 대비 지출전망이 개선된 항목 중 외식비, 교양 오락 문화, 의류비, 내구재 등 내수항목에 집중

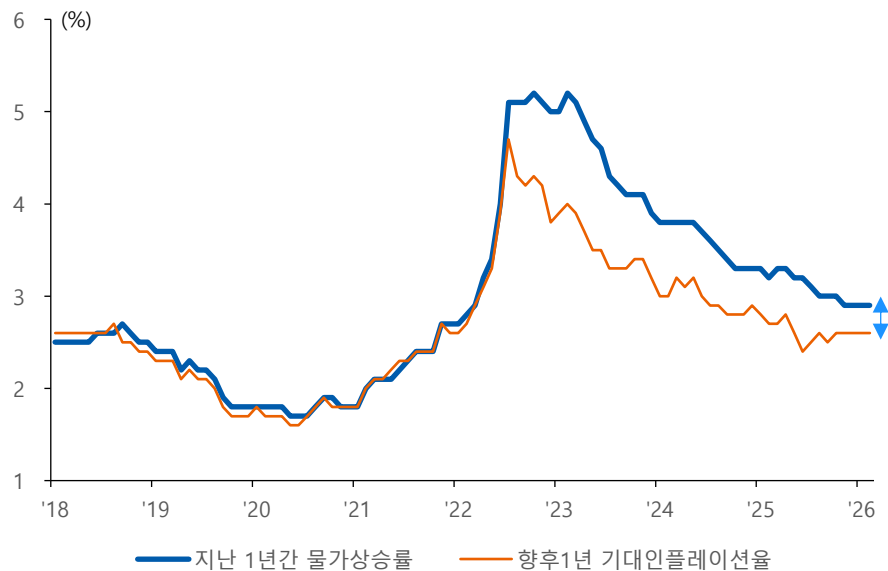


자료: 한국은행, 유안타증권 리서치센터

기대인플레이션 안착과 소비의 '심리적 저항선' 완화

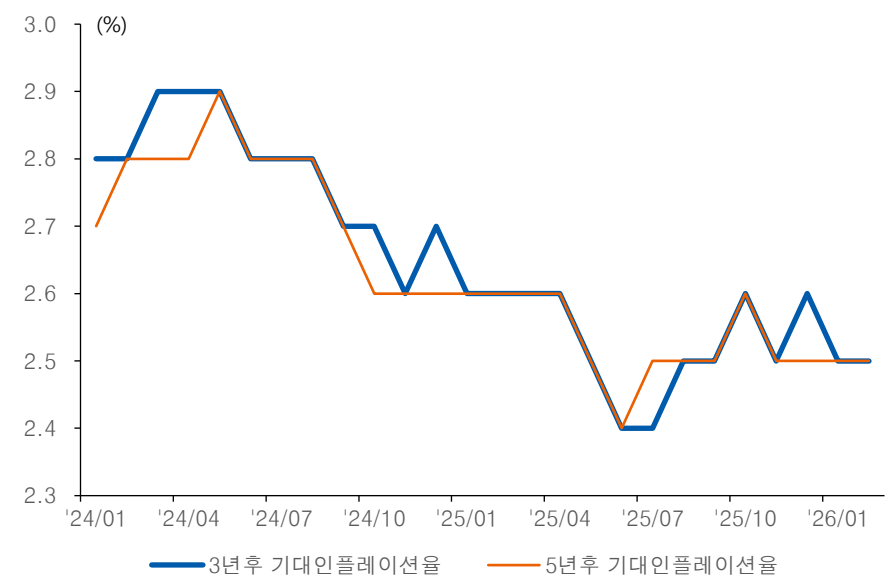
- 소비자들이 인식하는 지난 1년간의 물가상승률(2.9%)과 향후 1년간의 기대치(2.6%) 사이의 간극이 좁혀지며 물가 불확실성이 해소되고 있다. 고물가 인식이 여전함에도 불구하고 기대인플레이션이 특정 수준에서 단단히 안착됨에 따라, 물가 상승으로 인해 지출을 미루던 소비자들의 심리적 저항선이 점진적으로 낮아지고 있다.
- 특히 3년 및 5년 장기 기대인플레이션이 2.5% 수준에서 고정되어 있다는 점은 매우 중요하다. 이는 소비자들이 물가 상승을 '통제 가능한 변수'로 받아들이기 시작했음을 의미하며, 결과적으로 물가 부담에도 불구하고 소비지출전망CSI를 111이라는 높은 수준에서 유지하게 만드는 심리적 토대가 되고 있다.

지난 1년 물가상승률(2.9%)과 향후 1년 기대치(2.6%) 사이의 간극이 좁혀지며 물가 불확실성이 해소



자료: 한국은행, 유안타증권 리서치센터

3년 및 5년 기대인플레이션이 2.5% 수준에서 고정, 물가를 통제 가능한 변수로 인식 했음을 시사

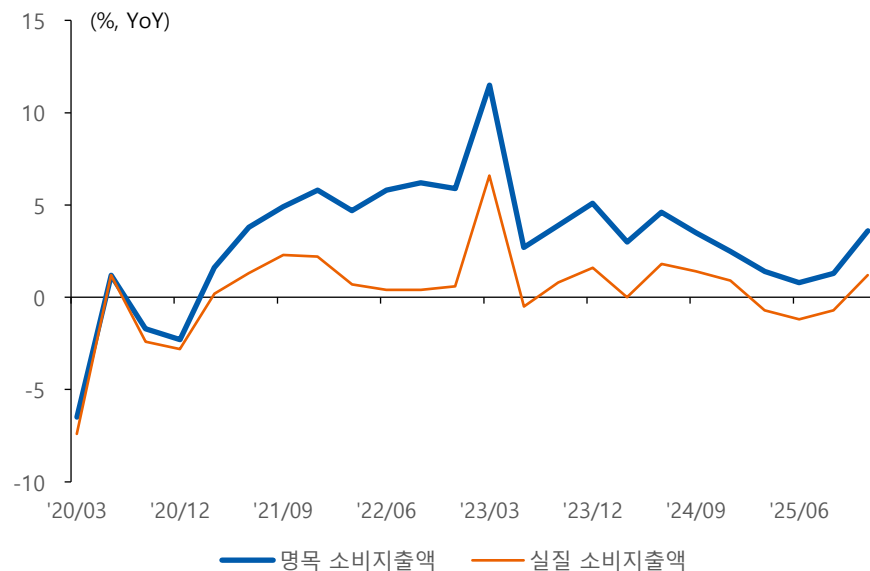


자료: 한국은행, 유안타증권 리서치센터

강화된 소비성향

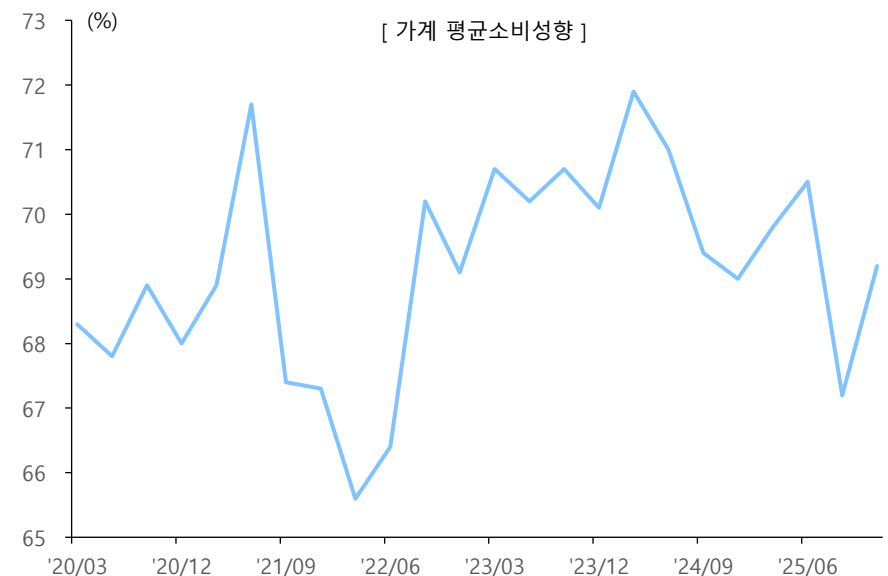
- 가계의 심리적 낙관이 실물 경제의 활동으로 어떻게 전이되는지 파악하기 위해, 통계청에서 발표하는 가계동향조사를 바탕으로 최근의 소비 트렌드를 면밀히 살펴보았다. 해당 조사를 통해 가계가 어떤 품목에 지갑을 여는지, 소득 대비 소비의 강도는 어떠 한지, 그리고 물가 상승분을 제외한 실질적인 소비 체력은 어느 정도인지 등 거시 경제의 이면에 숨겨진 미시적인 소비 행태를 구체적으로 확인할 수 있다.
- 2024년과 2025년의 데이터를 대조해 보면, 고물가 상황에 '적응'한 가계가 단순한 생존형 지출을 넘어 자신의 가치를 높이는 영역으로 소비의 범위를 확장하고 있음을 알 수 있다. 명목 소비지출은 2024년 279만 2천 원에서 2025년 293만 5천 원로 4.4% 증가했고, 실질 소비지출 증가율은 2024년 0.7%에서 2025년 1.8%로 2.5배 이상 가속화되었다. 평균소비성향은 2024년 70.8%에서 2025년 71.3%로 소득 대비 지출 의지가 강화되었다.

명목 소비지출 뿐만 아니라 실질 소비지출 증가율도 플러스(+) 전환



자료: KOSIS, 유안타증권 리서치센터

평균소비성향은 2024년 70.8%에서 2025년 71.3%로 소득 대비 지출 의지 확대

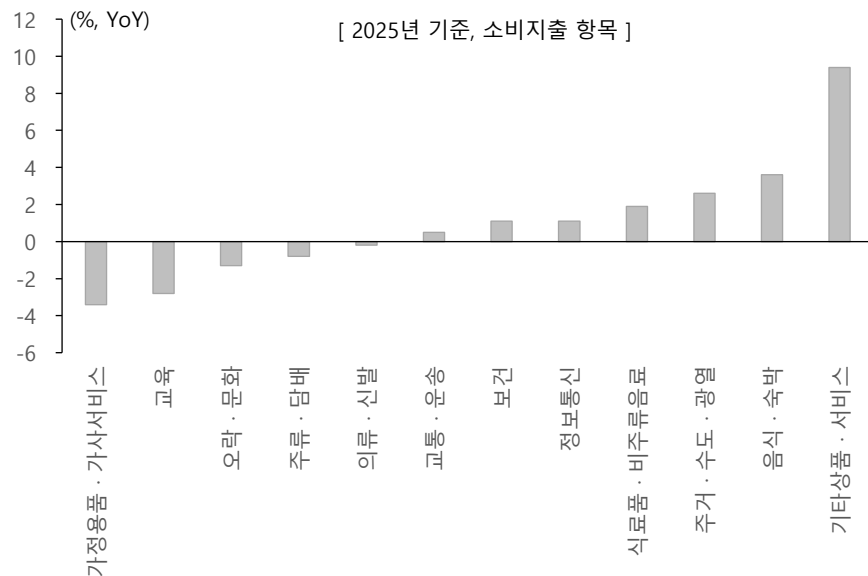


자료: KOSIS, 유안타증권 리서치센터

2025년 소비 트렌드 변화

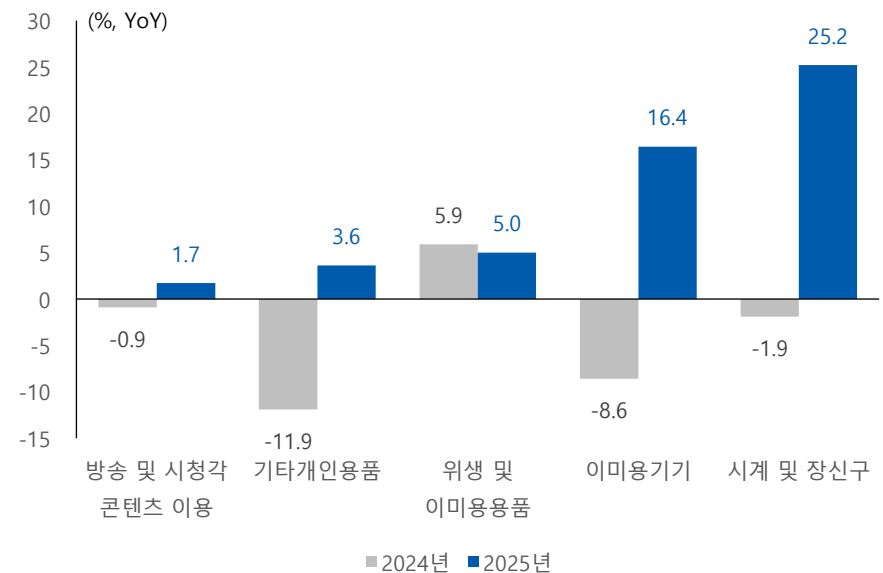
- 소비 트렌드 측면에서 가장 먼저 눈에 띄는 변화는 보건 지출의 꾸준한 성장이다. 또한 2024년에 나타났던 보복 소비 성향은 2025년 들어 일상적인 경험 가치와 나를 위한 소비로 안착하는 모습을 보였다. 음식·숙박 지출 증가율은 2025년에 3.6%로 견조한 성장세를 보여 외식과 여가 활동이 가계의 가용 자원 중 가장 우선순위에 놓이는 항목이 되었음을 반영한다.
- 식료품 및 비주류음료 지출 증가율은 2024년 3.5%에서 2025년 1.9%로 둔화되었다. 필수재를 줄임으로 써 확보된 예산을 음식·숙박(3.6%)이나 기타 상품·서비스(3.3%) 등 활동적 소비로 범위 확대로 이어지면서, 2026년 2월 소비자심리지수(CCSI)가 기록한 112.1이라는 낙관적인 수치가 실제 소비 현장의 질적 전환으로 연결되는 기초가 되었다.

2025년 들어 일상적인 경험 가치와 나를 위한 소비 항목이 증가



자료: KOSIS, 유안타증권 리서치센터

보건과 경험 측면에서도 나를 위한 소비 부분이 성장세

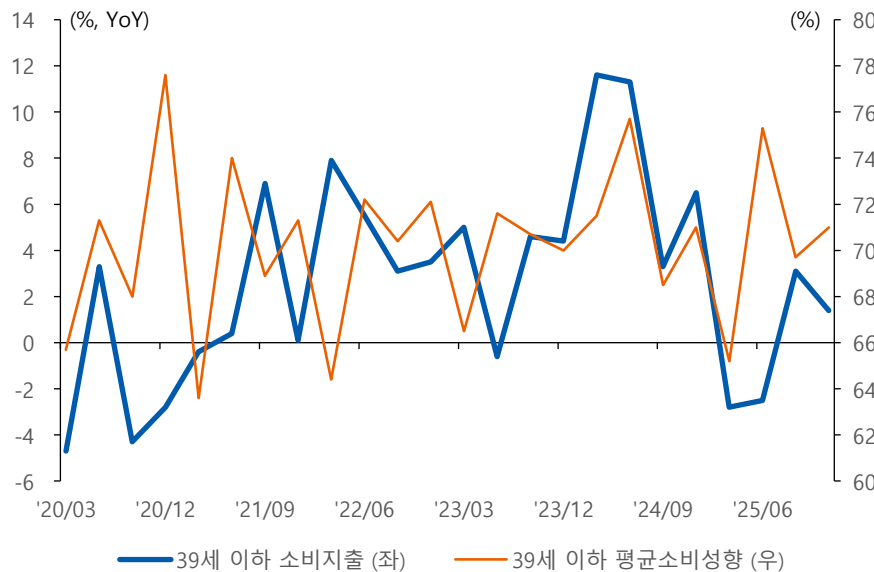


자료: KOSIS, 유안타증권 리서치센터

주력 소비 계층인 39세 이하 가구의 소비 변화

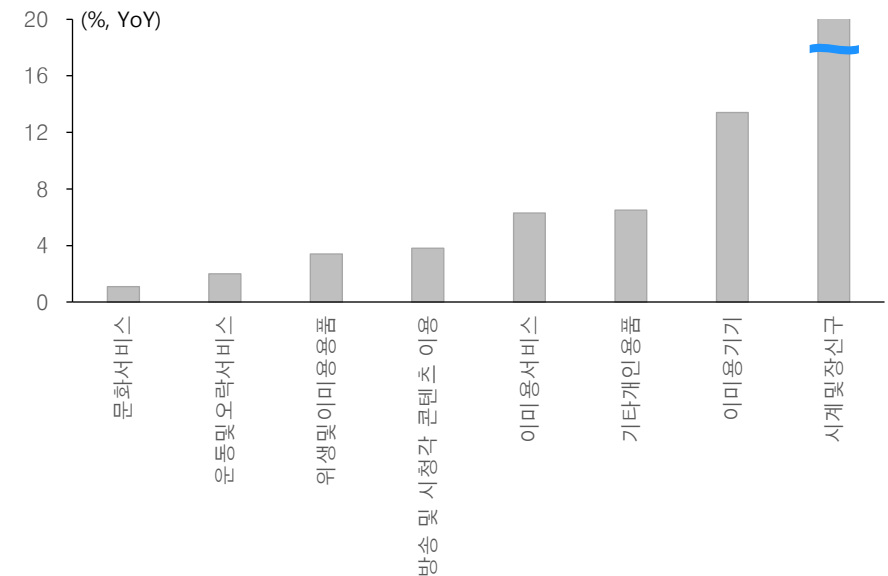
- 소비 트렌드 측면에서 39세 이하 가구는 자산 형성기라는 현실적인 제약 속에서도, '지금 이 순간'의 즐거움과 본인의 가치를 높이는 활동에는 지출을 아끼지 않는 모습을 보였다. 월평균 소비지출은 2024년 4분기 282만 2천 원에서 2025년 4분기 286만 1천 원으로 약 1.4% 증가하며 꾸준한 성장세를 이어갔다. 특히 전체 지출 중 음식·숙박(19.6%)이 차지하는 비중이 전 연령대 중 가장 높게 나타났는데, 이는 사회 활동이 활발한 젊은 층이 외식과 대면 교류를 생활의 핵심적인 요소로 여기고 있음을 보여준다.
- 오락·문화 부문의 경우, 2025년에 전년 대비 5.6% 증가율을 기록해 강건한 성장세가 지속되고 있으며 지출액도 11만 7천 원 늘어나며 여가 활동이 일시적인 유행을 넘어 일상적인 생활 양식으로 안착했음을 증명했다.
- 이미용 서비스와 화장품 등이 포함된 기타상품·서비스 지출은 2024년 22만 2천 원에서 2025년 23만 8천 원으로 증가하였고, 가계 지출의 8.3%를 차지하는 주요 항목으로 자리 잡고 있다. 이는 고물가 상황이 지속됨에 따라 무조건적인 지출보다는 가성비를 고려한 스마트한 자기 관리로 소비의 질을 유지하려는 경향이 반영된 결과로 해석된다.

39세 이하 가구는 자산 형성기라는 현실적 제약 속에도 견조한 소비지출 성장과 소비성향을 높이는 중



자료: KOSIS, 유안타증권 리서치센터

39세 이하 가구의 소비지출은 나를 위한 테마성 소비지출에 집중

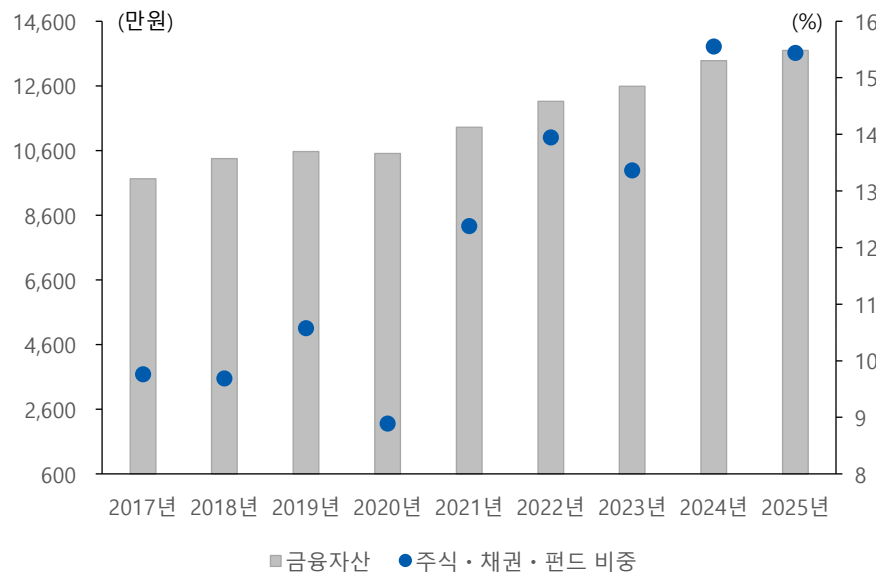


자료: KOSIS, 유안타증권 리서치센터

실현되고 있는 금융 자산 효과

- 가계의 낙관적인 심리가 단순한 기대를 넘어 실물 경제의 지출로 전이되는 과정은 주식 및 채권 등 투자형 자산의 가치 상승에 따른 자산효과(Wealth Effect)를 통해 실증적으로 증명되고 있다.
- 2024년부터 2025년까지의 가계금융복지 미시 데이터를 분석한 결과, 가계의 경상소득 효과를 엄밀히 통제한 상태에서도 주식·채권 투자자산의 한계소비성향(MPC)은 핵심 소비 계층인 30대부터 50대(G2~G5)에서 뚜렷한 양(+)의 값을 기록하며 자산 가치 성장이 실제 소비를 견인하는 독립적인 동력임을 보여주었다.
- 이러한 흐름은 2024년 -0.7%에 불과했던 실질 소비지출 증가율이 2025년 1.2%로 확대되는 과정에서 자산이라는 심리적·물리적 담보가 결정적인 역할을 했음을 시사한다.

한국 가계의 금융자산은 꾸준히 증가, 이중 유동화가 상대적으로 쉬운 주식, 채권, 펀드의 비중은 15%



자료: KOSIS, 유안타증권 리서치센터

경상소득 효과를 엄밀히 통제한 상태에서도 주식·채권 투자자산의 한계소비성향(MPC)이 확인

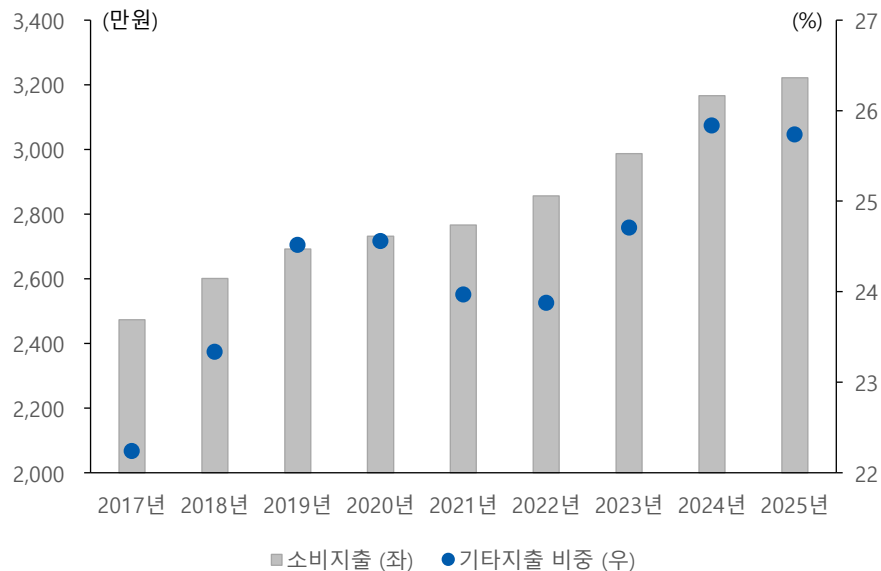


자료: 필자 직접 분석, 유안타증권 리서치센터

자산효과로 사람들은 어떤 소비를 할까?

- 가계금융복지조사에서 소비항목은 크게 필수 소비지출과 기타 소비지출로 구분된다. 기타 소비지출'에 대한 연령대별 한계소비성향(MPC)은 가계가 느끼는 심리적 여유가 실제 '필수적이지 않은 선택적 지출'로 얼마나 전이되는지를 보여주는 가장 순수한 지표라고 할 수 있다.
- 식료품이나 주거비와 달리 기타 소비지출은 개인의 기호나 자기 계발, 이미용 등 유연한 지출을 포함하기 때문에, 이 부분의 MPC가 양(+)으로 확인된다는 것은 자산 가치 상승이 삶의 질을 높이는 '가치 소비'로 직결되고 있음을 시사한다.
- 특히 주식이나 채권 같은 자산 가치의 상승을 '실제 쓸 수 있는 여유'로 인식하기 시작했음을 뜻합니다. 이는 2025년 연간 가계동향에서 확인된 실질 소비지출 증가율(1.2%)이 단순히 물가 상승에 따른 명목적 증가가 아니라, 가계의 선택적 구매력이 살아나고 있음을 뒷받침하는 결과이다.

'필수적이지 않은 선택적 지출'로 구분될 수 있는 기타소비 지출 비중은 건조



자료: KOSIS, 유안타증권 리서치센터

30~39세(G2)의 기타소비에 대한 한계소비성향은 마이너스(-)를 보이지만, 나머지 연령대는 플러스(+)



자료: 필자 직접 분석, 유안타증권 리서치센터

든든한 소비의 하방

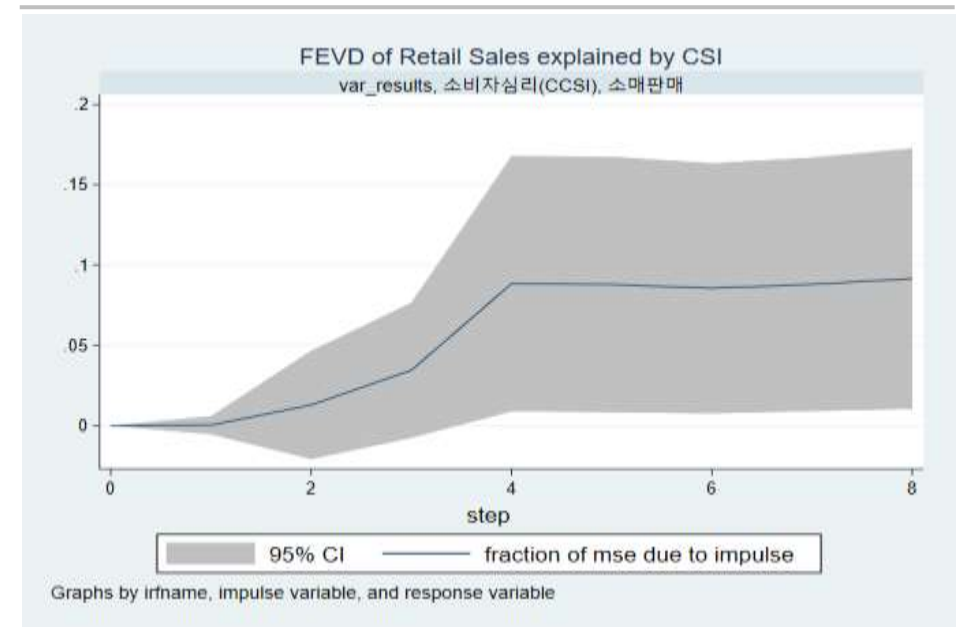
- 기타 지출은 경기 불황 시 가장 먼저 줄이는 항목이지만, 자산 기반의 MPC가 탄탄하게 유지된다는 것은 현재 소비가 '쉽게 꺾이지 않는(Sticky)' 구조임을 의미한다. 2026년 2월 현재경기판단CSI가 95로 급등한 배경에는 이러한 자산 효과가 가계의 심리적 저항선을 낮추어, 물가가 높더라도 본인이 가치를 두는 영역에는 기꺼이 비용을 지불하게 만드는 메커니즘이 작동하고 있기 때문이다.
- 2026년 초 한국 경제는 증시 호황에 따른 가계의 금융자산 가치 증대와 소비자 심리의 낙관적 정점이 맞물리며, 내수 소비의 하방 경직성이 그 어느 때보다 공고해지는 국면에 진입했다. 특히 2026년 2월 소비자심리지수(CCSI)가 112.1을 기록하며 장기 평균을 크게 상회하고 있는 점은, 가계가 현재의 경기 회복세를 일시적인 반등이 아닌 추세적 확장으로 인식하고 있음을 시사한다.
- 소비자심리지수(CCSI)와 소매판매의 시차는 4개월로 Granger 인과관계 검정 결과 강한 인과성을 확인했다. 분산분해(FEVD) 분석 결과도 소비자심리 개선에 따른 소비의 플러스(+) 영향은 2개월차 부터 본격화되고 4개월차 이후 부터 소비의 플러스(+) 영향에 10%에 가까운 기여를 보이고 있는 것으로 확인되었다. 결국 금융자산의 자산효과와 소비자심리가 소비의 하방 경직성을 높일 수 있음을 시사한다.

자산 기반의 MPC는 전연령 구간에서 탄탄하게 유지



자료: 필자 직접 분석, 유안타증권 리서치센터

소비심리의 실제소비 기여도는 시차를 두고 꾸준히 발생, 자산효과와 함께 소비의 하방 경직성을 강화



자료: 필자 직접 분석, 유안타증권 리서치센터



이승은

화장품/의료기기/유통

seungeun.lee@yuantakorea.com

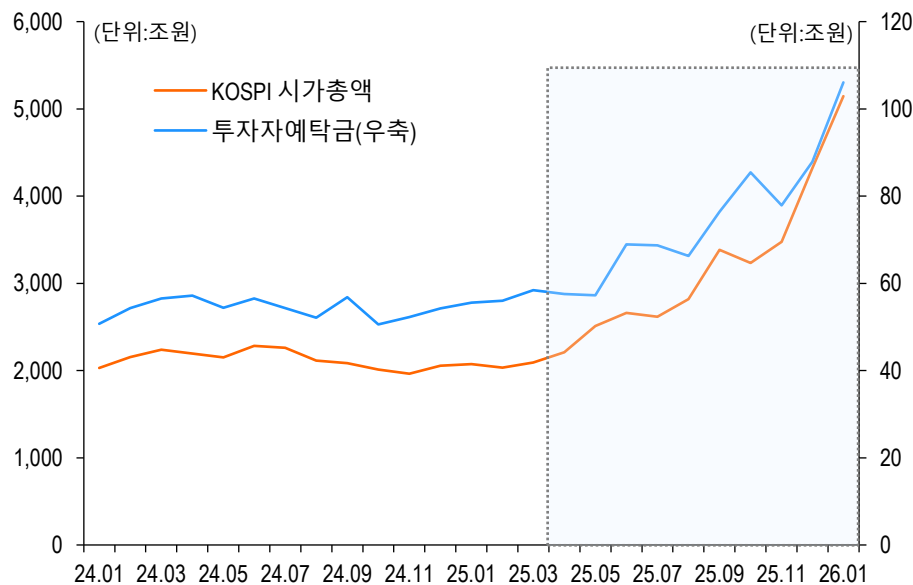
PART 2

두 개의 지갑이 열린다

주식시장 상승 → 금융자산 증가 → 차익실현 기반 소비 확대

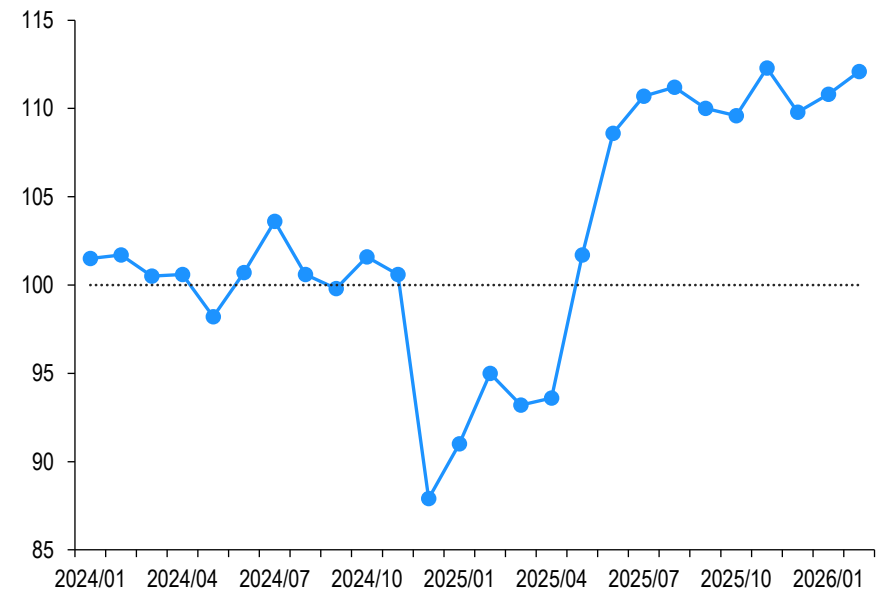
- 2025년 4월, KOSPI가 본격적인 상승 랠리에 진입했다. 시가총액은 24년 12월 2,057조 원에서 26년 1월 5,146조 원까지 확대됐다. 1년 만에 3,089조 원(+50%)이 늘어난 셈이다. 주식을 보유한 사람들의 '계좌 잔고'가 그만큼 불어났다는 의미다.
- 투자자예탁금도 함께 증가했다. 예탁금은 주식을 사기 위해 증권사 계좌에 넣어둔 돈인데, 24년 초 50조 원대에서 26년 1월 100조 원을 돌파했다. 이 돈이 늘어났다는 건, 주식을 팔아 현금화한 사람이 많아졌다는 뜻이다. 즉 '번 돈을 쓸 준비가 됐다'는 신호다.
- 소비심리도 빠르게 살아났다. 소비자심리지수는 100을 넘으면 경기가 좋아질 것 같다고 느끼는 사람이 더 많다는 의미인데, 25년 5월 101.7pt로 기준선을 넘긴 뒤 7월 110.7pt, 26년 2월에는 112.1pt까지 올랐다. 주식으로 돈을 번 사람들이 "이제 좀 써도 되겠다"고 생각하기 시작한 것이다. 자산이 늘면 지갑이 열린다는 '자산효과'가 본격적으로 작동하고 있다.

KOSPI 시가총액, 투자자예탁금 추이: 4월, 주식시장 랠리 시작



자료: 금융투자협회, 유안타증권 리서치센터

소비자심리지수: 기준선(100)을 상회하는 낙관적 심리가 정착

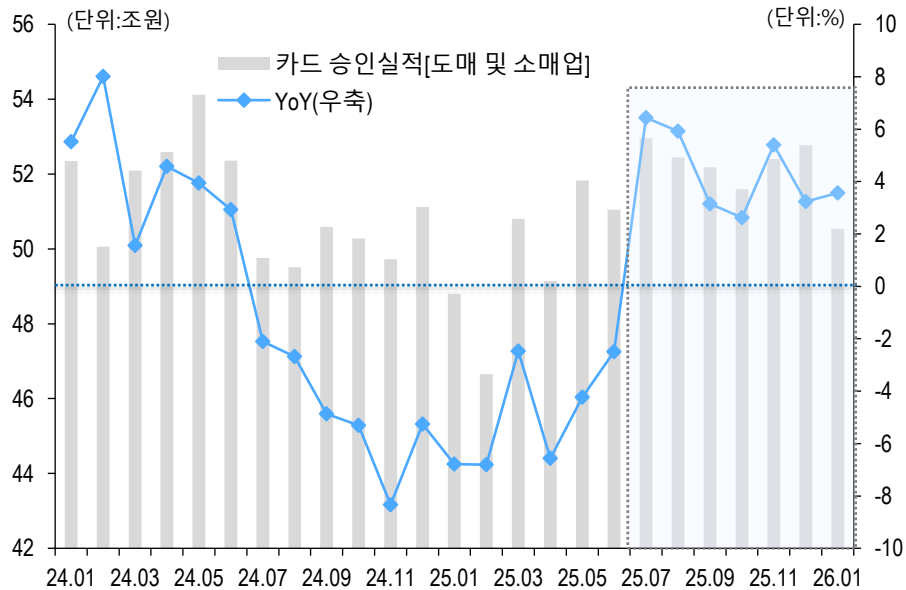


자료: 한국은행, 유안타증권 리서치센터

나를 위한 소비 재부상으로 패션·뷰티·시술 소비 탄력

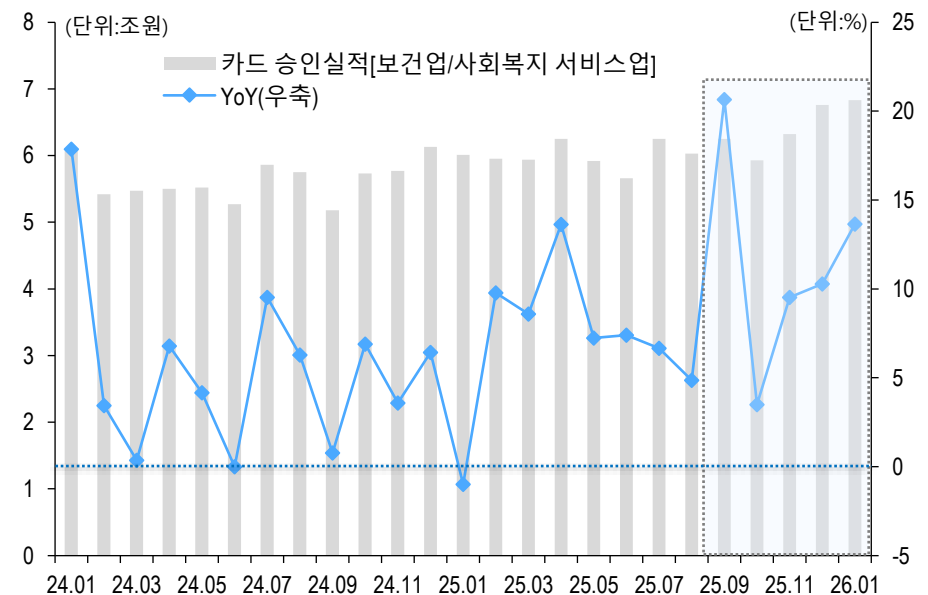
- 자산효과는 실제 소비 지표에서도 뚜렷하게 확인된다. 주식으로 돈을 번 사람들은 가장 먼저 백화점을 찾는다. 도소매업 카드 승인실적을 보면, 24년 하반기 내내 전년 대비 마이너스(-2% ~ -8%)를 기록하며 소비 위축이 이어졌다. 그러나 주식시장이 본격 상승한 25년 4월 이후, 3개월의 시차를 두고 7월 +6.4% YoY로 플러스 전환에 성공했다. 백화점 명품관과 의류 매장에 다시 사람들이 몰리기 시작한 것이다.
- 흥미로운 점은 소비 회복의 '순서'다. 처음에는 백화점 패션·잡화 중심의 도소매 소비가 먼저 살아났고, 5개월 후인 25년 9월에는 의료·뷰티 등 '나를 위한 소비'로 확산됐다. 보건업/사회복지 서비스업 카드 승인실적은 25년 9월 +20.7% YoY를 기록하며 두 자릿수 성장세에 진입했다. 피부과 시술, 성형외과처럼 나에게 투자하는 지출이 크게 늘어난 것이다.
- 이는 전형적인 자산효과와의 경로를 보여준다. 자산 증가 → 백화점 소비 회복 → 뷰티·시술 소비 확대 순서로 지갑이 열리는 것이다.

카드 승인실적 도매 및 소매업: 자산효과 3개월, 지갑 열렸다



자료: 여신금융협회, 유안타증권 리서치센터

카드 승인실적 보건업/사회복지 서비스: 5개월 후, 나를 위한 소비

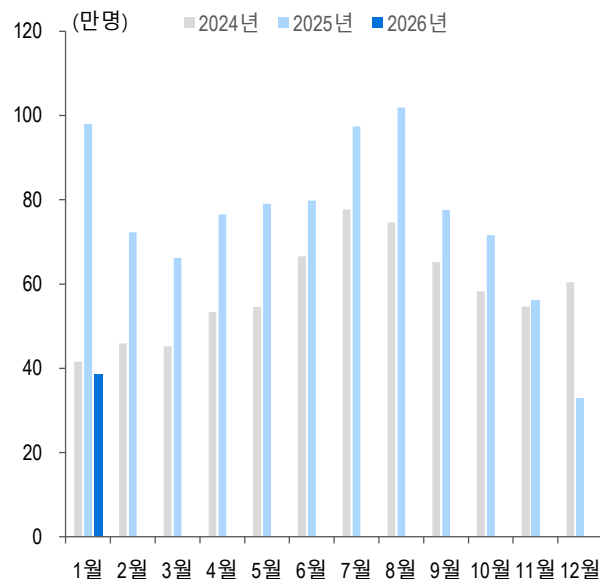


자료: 여신금융협회, 유안타증권 리서치센터

중국발 한일령(限日令) 외국인 소비에 불을 지피다

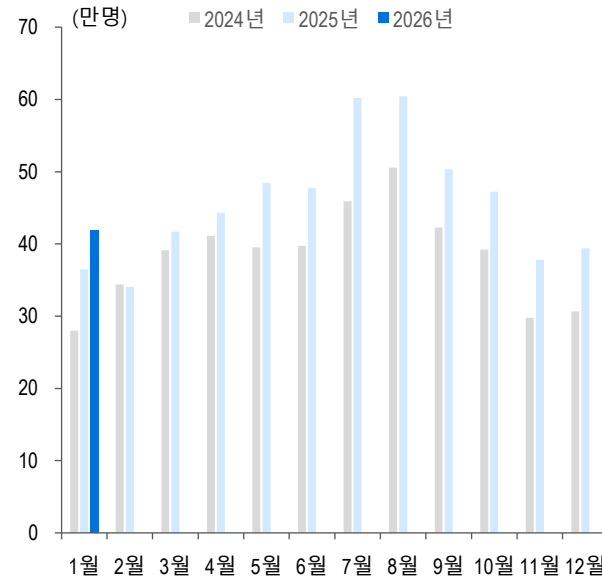
- 다카이치 사나에 총리가 2025년 10월 하순 취임 직후 11월 7일 국회 예산위원회에서 "대만 유사시 일본 존립 위기 사태" 발언으로 중국의 강한 반발을 불러일으키며 '한일령(限日令)'을 촉발, 취임 2~3주 만에 일본 관광 자제 등 중국의 대일 규제가 본격화됐다.
- 이는 과거 우리나라 사드 사태 당시 중국인 관광객이 48% 급감한 사례와 유사한 현상으로, 일본행 중국인 관광객은 2025년 11월 56.3만 명(+3% YoY)을 정점으로 12월 33만 명(-45% YoY), 2026년 1월 38.5만 명(-61% YoY)으로 급감한 반면, 한국행 중국인 관광객은 37.8만 명(+27% YoY), 39.4만 명(+28% YoY), 41.9만 명(+15% YoY)으로 안정 성장했다.
- 결과적으로 이러한 관광 패턴 변화는 한국 백화점과 피부 미용 부문 수요를 증가시키며 해당 산업에 긍정 효과를 줄 것으로 전망된다.

방일 중국인 관광객 월별 추이



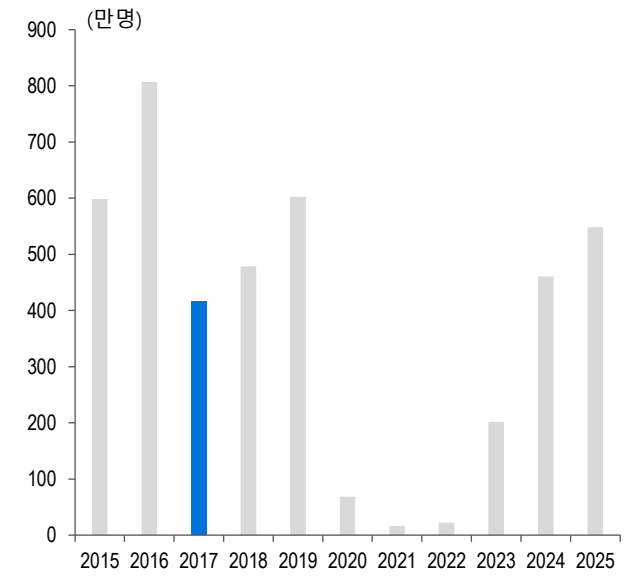
자료: Japan National Tourism Organization, 유안타증권 리서치센터

방한 중국인 관광객 월별 추이



자료: 한국관광데이터랩, 유안타증권 리서치센터

방한 중국인 관광객 연간 추이

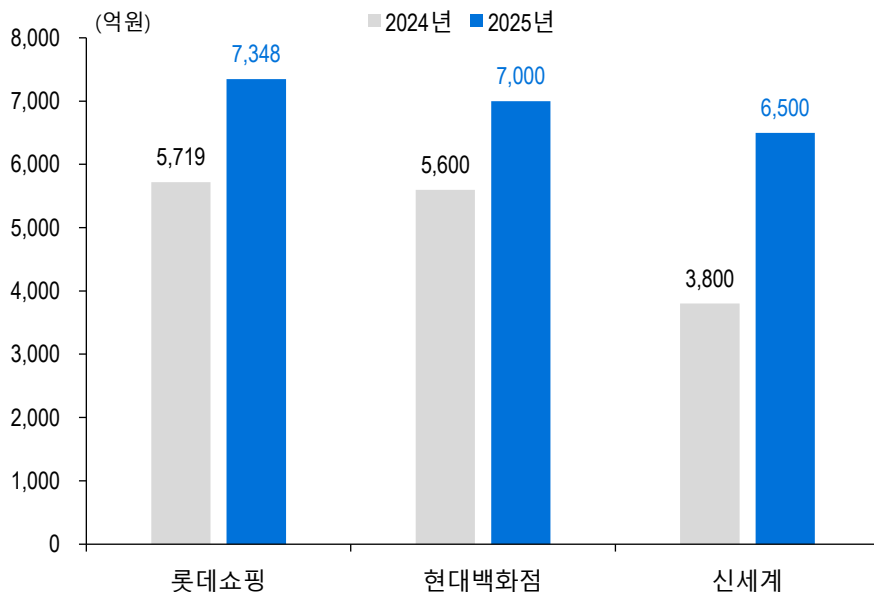


자료: 한국관광데이터랩, 유안타증권 리서치센터

백화점 외국인 매출 증가

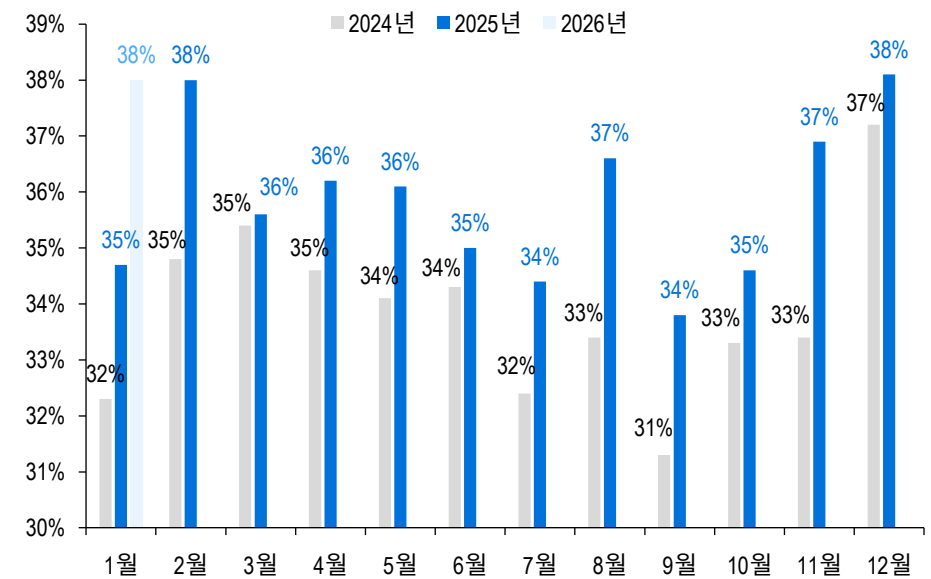
- 백화점이 호황이다. 백화점 3사(롯데쇼핑·현대백화점·신세계)의 외국인 매출액은 2024년 대비 2025년 모두 큰 폭으로 성장했다. 롯데쇼핑은 5,719억 원에서 7,348억 원으로 28% 증가했고, 현대백화점은 5,600억 원에서 7,000억 원으로 25%, 신세계는 3,800억 원에서 6,500억 원으로 71% 급증했다. 백화점 전체 매출에서 해외 유명 브랜드 비중도 2024년 31~37%에서 2025년 34~38%, 2026년 1월에는 38%까지 높아졌다. 외국인들이 백화점 명품관에 몰리고 있다는 의미다.
- 백화점 외국인 매출 증가의 첫 번째 배경은 관광 트렌드의 변화다. 과거 면세점 매출의 절반 이상을 차지했던 다이고(Daigo, 보따리상)가 줄어들고, 개별자유여행(FIT) 관광객이 늘어났다. 이들은 면세점보다 백화점을 선호한다. 명품 매장에서 직접 쇼핑하고, K-뷰티 브랜드를 체험하고, 아이돌 굿즈를 구매하는 '경험형 소비'를 즐기기 때문이다. 면세점 매출액이 2019년 25조 원 정점에서 2025년 13조 원으로 반토막 난 것도 이런 흐름을 반영한다.
- 두 번째 배경은 반일 정서 확산이다. 2025년 10월 다카이치 총리 취임 이후, 중국인 관광객이 일본 대신 한국을 찾고 있다. 과거 사드(THAAD) 배치 시기 중국인 관광객이 한국 대신 일본을 선택했던 것과 정반대 현상이다. 한국 인바운드 관광에 우호적인 환경이 조성되면서, 백화점 외국인 매출 증가세가 더욱 탄력을 받고 있다.

백화점 3사 외국인 매출액 추정



자료: 각 사, 유안타증권 리서치센터

백화점 해외 유명 브랜드 월별 매출 비중 추이

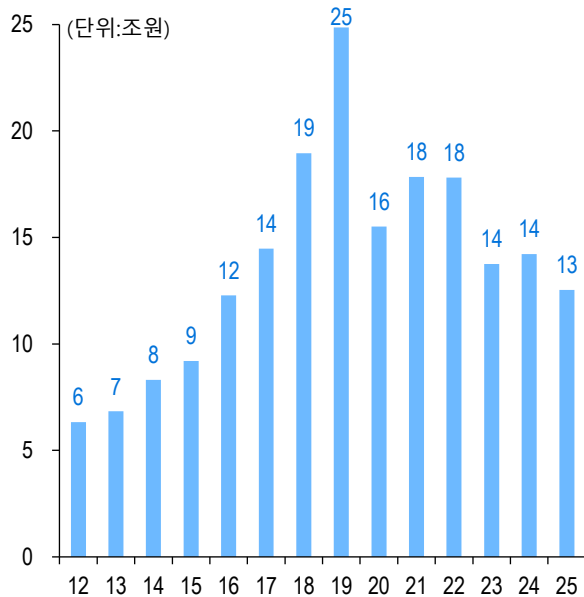


자료: 산업통상자원부, 유안타증권 리서치센터

면세점 → H&B스토어로 외국인 소비 채널 이동

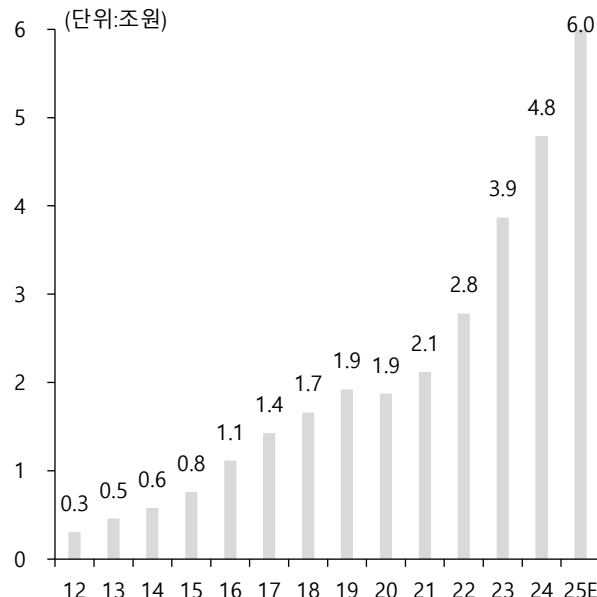
- 외국인 소비 채널은 면세점 → 백화점(명품) + H&B스토어(K-뷰티)로 양분되고 있다. 백화점에서는 고가 명품과 프리미엄 브랜드를, 올리브영에서는 가성비 좋은 K-뷰티 제품을 구매하는 '투 트랙' 소비 패턴이 자리 잡은 것이다.
- 외국인 관광객의 소비 채널이 면세점에서 H&B스토어로 빠르게 이동하고 있다. 가성비 높은 K-뷰티가 수입 화장품을 대체하면서, 올리브영이 외국인 소비의 핵심 채널로 부상했다. CJ올리브영 매출액은 2012년 0.3조 원에서 2025년 6.0조 원(추정)으로 13년 만에 20배 성장했다.
- 특히 외국인 고객의 증가세가 눈에 띈다. 올리브영 외국인 고객 구매 건수는 2022년 48만 건에서 2024년 942만 건으로 약 20배 급증했다. 구매율(매장 방문 대비 실제 구매 비율)도 24%에서 70%로 3배 가까이 상승했다. 2025년 상반기에도 706만 건, 구매율 80%를 기록하며 상승세가 이어지고 있다. 외국인 관광객에게 올리브영은 이제 "한국 오면 반드시 들르는 곳"이 됐다.

국내 면세점 매출액



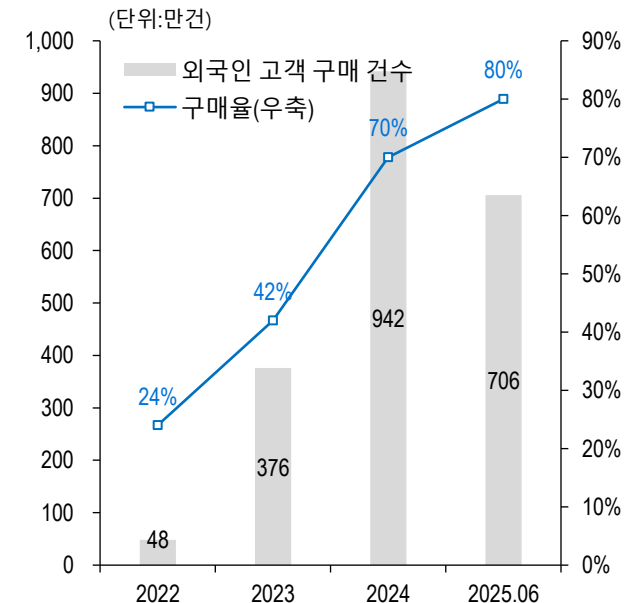
자료: 한국면세점협회, 유안타증권 리서치센터

CJ올리브영 매출액



자료: CJ올리브영, 유안타증권 리서치센터

CJ올리브영 외국인 고객 구매 건수, 구매율 추이



자료: CJ올리브영, 유안타증권 리서치센터

외국인 의료 관광 → 시술 후 화장품 구매로 이어지는 외국인 소비 확장

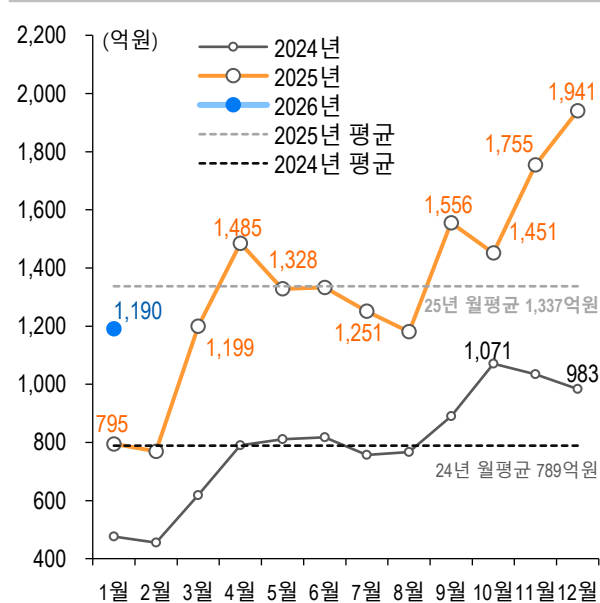
- 외국인 소비는 백화점과 H&B스토어에서 끝나지 않는다. 한국을 찾는 관광객들이 피부과·성형외과 등 의료 시술까지 받으면서, 의료관광이 새로운 소비 축으로 부상하고 있다.
- 한국관광데이터랩에 따르면 서울시 내 외국인 의료 소비액은 2024년 월평균 789억 원에서 2025년 월평균 1,337억 원으로 69% 증가했다. 2026년 1월에도 1,190억 원(+50% YoY)을 기록하며 상승세가 이어지고 있다.
- 외국인 관광 소비의 구조도 변했다. 서울시 내 외국인 소비 중 의료 관광 비중은 17%로, 면세점(4%)은 물론 일반 외식업(11%)까지 넘어섰다. 과거 쇼핑 위주였던 관광 패턴이 '시술 + 쇼핑'으로 진화하고 있는 것이다.
- 중국인 관광객은 '올리브영 → 시술 → 백화점' 루트를 중심으로 K-뷰티와 K-의료기기를 한 번에 체험하는 패턴을 보이고 있다. 체험형 K-뷰티·K-의료기기 관광이 수출을 대체하는 성장 동력으로 부상하면서, 2026년 해외 관광객 유입이 직접적인 실적 개선으로 연결되는 구간에 진입하고 있다.

방한 관광객 소비 루트



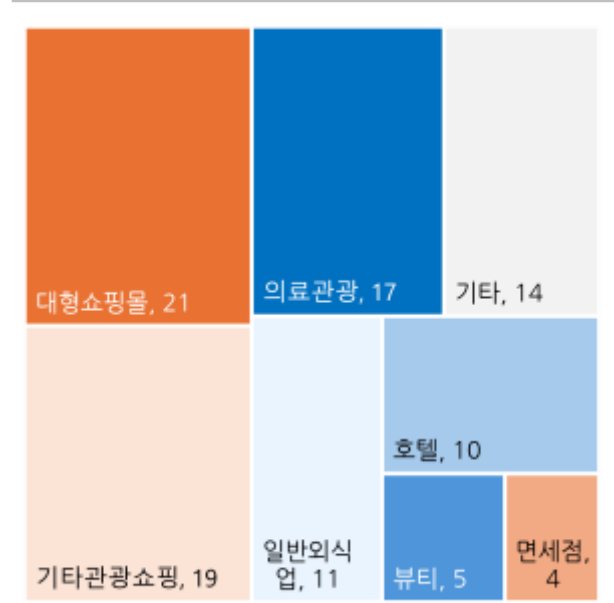
자료: 유안타증권 리서치센터

서울특별시 외국인 의료 소비액 추이



자료: 한국관광데이터랩, 유안타증권 리서치센터

서울특별시 관광 소비 업종별 지출 비중



자료: 한국관광데이터랩, 유안타증권 리서치센터

Top-picks. 현대백화점, 엘앤씨바이오, 한스바이오메드

- 백화점 업종에서는 현대백화점을 최선호주로 제시한다. 백화점 3사 모두 인바운드 수혜와 내수 소비 회복의 수혜가 예상되나, 밸류에이션 측면에서 현대백화점의 매력도가 가장 높다. 12M FWD PER 기준 현대백화점은 7배 수준인 반면 신세계는 12배로, 현대백화점이 40% 할인된 수준에서 거래되고 있다. 외국인 매출 비중이 2024년 5%에서 2025년 6%로 확대되었고, 4분기에는 7%까지 상승하며 인바운드 모멘텀이 지속되고 있다. 여기에 총 1,361억 원 규모의 자사주 소각과 배당금 54% 확대(주당 1,400원→2,150원) 등 적극적인 주주환원 정책이 더해지며 밸류에이션 재평가의 핵심 동력이 될 것으로 판단된다.
- 미용의료기기 업종에서는 엘앤씨바이오와 한스바이오메드를 동시에 제시한다. 두 종목 모두 ECM 스킨부스터 시장의 초기 성장 국면에서 빠른 시장점유율 확대가 예상되기 때문이다. 엘앤씨바이오의 리투오는 직접영업 비중이 기존 30% 이상에서 40% 수준으로 상승하며 채널 믹스가 개선되고 있고, 2026년 상반기 10개국, 하반기 10개국 등 연간 20개국 이상 글로벌 진출이 구체화되고 있다. 한스바이오메드의 셀르디엠은 거래처 수가 2024년 12월 말 210 곳에서 2025년 2월 중순 350 곳으로 확대되며 침투율이 빠르게 상승 중이다. 생산 CAPA는 현재 월 18,000개에서 2월 말~3월 초 42,000개로 확대 예정이며, 2교대 전환 시 55,000개까지 증설이 가능해 세 자릿수 고속 성장이 예고되고 있다.

신세계 (004170): 인바운드 훈풍, 가장 크게 받는 곳

화장품/의료기기/유통



이승은 화장품/의료기기/유통
seungeun.lee@yuantakorea.com
김도엽 Research Assistant
doeyub.kim@yuantakorea.com

투자 의견	BUY (M)
목표주가	425,000원 (U)
현재주가 (3/6)	334,000원
상승여력	27%

시가총액	32,215억원
총발행주식수	9,445,181주
60일 평균 거래대금	245억원
60일 평균 거래량	82,139주
52주 고	376,500원
52주 저	135,400원
외인지분율	20.08%
주요주주	정유경 외 2 인 29.17%
주가수익률(%)	1개월 3개월 12개월
절대	1.4 38.0 119.0
상대	(7.6) 1.3 1.0
절대(달러환산)	0.9 37.3 114.0

• **4Q25 Review 백화점 명품이 이끈 호실적:** 동사 4분기 실적은 매출액 1조 9,337억원(+6.2% YoY), 영업이익 1,725억원(+66.5% YoY)으로 영업이익 시장기대치 1,681억원에 부합하였다. 백화점 매출액은 2조 1,535억원(+7% YoY), 영업이익은 1,433억원(+19% YoY)을 기록했다. 백화점은 객수와 객단가 모두 신장했는데, 특히 객수가 12% 증가하며 전체 성장을 주도했다. 명품 비중 높은 대형 점포 위주로 강세를 보였다. 루이비통 신규 오픈 효과가 있었던 대전점이 27%, 본점 26%, 강남점 17% 순이다. 장르별로는 명품이 20% 신장하며 가장 높은 성장률을 보였고, 그 중에서도 주얼리워치가 41%로 고신장했다. 외국인 매출은 +70% YoY 신장하며 2025년 4분기 매출 비중이 5.7%(+1.7%p YoY)로 확대되었다. 월별로 10월 +44% YoY, 11월 +60% YoY, 12월 +79% YoY로 한일령 효과가 본격화되며 신장률이 가속화되었다. 세전이익에는 인천공항 DF2 영업종료 관련 위약금 1,489억원이 일회성 비용으로 반영되었다.

• **명품 비중 1위, 인바운드 성장률도 1위:** 신세계에 대해 투자 의견 Buy를 유지하고 목표주가는 425,000원으로 상향한다. 목표주가는 12M FWD EPS에 목표 PER 15배를 적용하였다. 최근 백화점 업종 전반적으로 주가 흐름이 양호한 가운데, 신세계가 가장 높은 상승률을 기록했다. 지난 3개월간 주가는 68% 급등했는데, 이는 국내 소비심리 회복, 한일령 효과, 고속터미널 개발 기대감이 복합적으로 작용한 결과다. 현재 주가는 백화점 3사 중 가장 높은 밸류에이션을 받고 있으나, 인바운드 확대에 따른 실적 개선을 감안하면 추가 상승 여력이 있다고 판단된다. 신세계가 인바운드 최대 수혜주인 이유는 명품 비중이다. 신세계의 명품 매출 비중은 40%대 초반으로 백화점 3사 중 가장 높는데, 외국인 관광객 매출에서 명품이 차지하는 비중이 가장 크기 때문이다. 최근 백화점 업계에서 외국인 매출이 꾸준히 늘어나는 가운데, 한일령 발효 이후 중국인 고객 매출까지 추가되고 있어 신세계의 수혜가 가장 클 것으로 예상된다. 명품은 국내 고객에게도 인기가 높아 대기 시간 동안 타 매장 방문을 유도하는 집객 효과가 있고, 높은 객단가(ASP)로 전체 매출 성장에도 기여한다.

Forecasts and Valuation (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025P	2026F	2027F
매출액	63,571	65,704	69,295	68,480	70,400
매출액증가율	-18.6	3.4	5.5	-1.2	2.8
영업이익	6,398	4,770	4,800	5,750	6,500
영업이익률	10.1	7.3	6.9	8.4	9.2
지배주주귀속이익	2,251	1,078	130	2,380	3,000
지배주주 귀속 EPS	22,865	10,948	1,347	25,065	31,760
증가율	-44.6	-52.1	-87.7	1,760.8	26.7
PER	8.7	14.4	183.4	13.3	10.5
PBR	0.4	0.3	0.5	0.6	0.6
EV/EBITDA	7.0	8.5	9.4	9.3	8.7
ROA	1.5	0.7	0.1	1.5	1.9
ROE	5.4	2.5	0.3	5.4	6.3

자료: 유안타증권 리서치센터

신세계 실적 추정

신세계 실적 추이 및 전망

(단위: 억원, %)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25P	2025P	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2026E
매출액	16,658	16,938	16,361	19,337	69,295	17,190	16,740	15,820	18,730	68,480
백화점 (총매출액)	17,919	17,466	17,117	21,535	74,037	19,100	18,700	18,000	22,000	77,800
신세계디에프	5,618	6,051	5,388	5,993	23,050	6,000	5,400	4,500	5,100	21,000
신세계인터내셔널	3,042	3,086	3,104	3,443	11,100	2,850	3,200	3,120	4,080	13,250
센트럴시티	887	964	981	1,099	3,932	900	980	1,000	1,150	4,030
까사미아	623	583	639	626	2,470	620	580	640	630	2,470
라이브쇼핑	811	802	846	906	3,365	830	820	860	920	3,430
매출액 YoY	4	6	6	6	5	3	-1	-3	-3	-1
백화점 (총매출액)	-1	0	1	7	2	7	7	5	2	5
신세계디에프	15	23	14	8	15	7	-11	-16	-15	-9
신세계인터내셔널	-2	-4	5	6	3	-6	4	1	19	19
센트럴시티	0	1	4	13	5	1	2	2	5	2
까사미아	-9	-10	-7	-7	-8	0	-1	0	1	0
라이브쇼핑	4	-2	10	-1	2	2	2	2	2	2
영업이익	1,323	753	998	1,725	4,800	1,460	1,020	1,270	2,000	5,750
백화점 (총매출액)	1,079	709	840	1,433	4,061	1,200	900	960	1,530	4,590
신세계디에프	-23	-15	-56	20	-74	-90	-50	0	50	-90
신세계인터내셔널	47	-23	-20	-28	-115	80	40	40	90	250
센트럴시티	222	98	276	292	887	240	110	290	310	950
까사미아	1	-18	-4	-29	-50	10	-10	0	-10	-10
라이브쇼핑	57	60	24	61	202	60	70	30	70	230

자료: 신세계, 유안타증권 리서치센터

신세계 실적 추정 변경 내역

(단위: 억원, %, %p)	변경 전		변경 후		변경 전 대비	
	2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E
매출액	70,500	71,600	68,480	70,400	-2.9%	-1.7%
영업이익	5,450	5,860	5,750	6,500	5.5%	10.9%
OPM	7.7%	8.2%	8.4%	9.2%	0.7%p	1.0%p

자료: 유안타증권 리서치센터

신세계 목표주가 산정 PER Multiple

(단위: 억원, %, %p)	2026E	2027E	비고
[지배주주]순이익 (억원)	2,380	3,000	
주식수 (만주)	877	877	
EPS (원)	27,145	34,217	12M FWD EPS
적정 PER (배)	15	15	
적정주가 (원)	407,175	513,255	425,000원
상승여력 (%)	22	54	상승여력 27%

자료: 유안타증권 리서치센터

신세계(004170) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서						(단위: 억원)
결산 (12월)	2023A	2024A	2025P	2026F	2027F	
매출액	63,571	65,704	69,295	68,480	70,400	
매출원가	25,021	25,177	27,364	27,000	27,700	
매출총이익	38,550	40,527	41,931	41,480	42,700	
판매비	32,152	35,757	37,132	35,730	36,200	
영업이익	6,398	4,770	4,800	5,750	6,500	
EBITDA	11,372	9,579	9,608	10,558	11,308	
영업외손익	-1,866	-2,824	-3,489	-1,850	-1,700	
외환관련손익	50	-308	-150	-130	-110	
이자손익	-1,274	-1,543	-1,686	-1,658	-1,606	
관계기업관련손익	-68	-123	-108	-84	-58	
기타	-574	-849	-1,545	22	74	
법인세비용차감전순손익	4,532	1,946	1,311	3,900	4,800	
법인세비용	1,412	80	675	970	1,200	
계속사업순손익	3,120	1,866	636	2,930	3,600	
중단사업순손익	0	0	0	0	0	
당기순이익	3,120	1,866	636	2,930	3,600	
지배지분순이익	2,251	1,078	130	2,380	3,000	
포괄순이익	2,891	2,555	1,325	3,618	4,289	
지배지분포괄이익	2,053	1,800	933	2,549	3,021	

주영업이익 산출 기준은 기존 K-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표						(단위: 억원)
결산 (12월)	2023A	2024A	2025P	2026F	2027F	
영업활동 현금흐름	7,914	7,758	6,306	9,297	9,445	
당기순이익	3,120	1,866	636	2,930	3,600	
감가상각비	4,442	4,261	4,261	4,261	4,261	
외환손익	54	353	150	130	110	
중속, 관계기업관련손익	68	123	108	84	58	
자산부채의 증감	-1,206	-411	-1,408	-640	-1,116	
기타현금흐름	1,437	1,566	2,560	2,533	2,533	
투자활동 현금흐름	-9,122	-9,814	-8,592	-8,449	-10,123	
투자자산	-61	955	-860	195	-460	
유형자산 증가 (CAPEX)	-6,006	-8,954	-6,000	-7,000	-8,000	
유형자산 감소	46	105	105	130	150	
기타현금흐름	-3,102	-1,919	-1,837	-1,774	-1,813	
재무활동 현금흐름	-156	-169	-4,588	-4,643	-4,600	
단기차입금	2,743	-2,293	45	-10	24	
사채 및 장기차입금	-736	5,635	0	0	0	
자본	5	208	0	0	0	
현금배당	-789	-821	-395	-395	-386	
기타현금흐름	-1,379	-2,897	-4,238	-4,238	-4,238	
연결범위변동 등 기타	9	24	6,854	4,926	6,213	
현금의 증감	-1,355	-2,200	-19	1,131	936	
기초 현금	9,380	8,025	5,825	5,806	6,937	
기말 현금	8,025	5,825	5,806	6,937	7,872	
NOPLAT	4,404	4,574	2,696	4,236	5,072	
FCF	1,909	-1,196	306	2,297	1,445	

자료: 유안타증권 주:1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임2. PER등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표						(단위: 억원)
결산 (12월)	2023A	2024A	2025P	2026F	2027F	
유동자산	26,737	23,427	24,369	25,282	26,732	
현금및현금성자산	8,025	5,825	5,806	6,937	7,872	
매출채권 및 기타채권	7,158	5,966	6,292	6,218	6,393	
채고자산	8,912	9,791	10,326	10,204	10,491	
비유동자산	120,783	127,291	129,238	131,104	134,606	
유형자산	72,799	77,954	79,589	82,198	85,788	
관계기업등 지분관련자산	9,350	9,303	9,811	9,696	9,967	
기타투자자산	13,630	13,088	13,440	13,360	13,548	
자산총계	147,520	150,718	153,607	156,386	161,338	
유동부채	49,439	49,474	51,004	50,657	51,475	
매입채무 및 기타채무	17,874	18,029	19,015	18,791	19,318	
단기차입금	11,255	8,854	8,854	8,854	8,854	
유동성장기부채	10,008	10,715	10,715	10,715	10,715	
비유동부채	34,681	37,497	37,926	37,829	38,058	
장기차입금	3,685	1,200	1,200	1,200	1,200	
사채	15,231	20,931	20,931	20,931	20,931	
부채총계	84,120	86,971	88,930	88,485	89,533	
지배지분	42,086	42,651	43,076	45,750	49,053	
자본금	492	492	492	492	492	
자본잉여금	4,031	4,239	4,239	4,239	4,239	
이익잉여금	36,552	37,176	36,912	38,897	41,512	
비지배지분	21,314	21,096	21,601	22,151	22,751	
자본총계	63,400	63,747	64,677	67,901	71,805	
순차입금	38,744	45,183	45,196	44,067	43,128	
총차입금	48,599	51,941	51,986	51,976	52,000	

Valuation 지표						(단위: 원, 배, %)
결산 (12월)	2023A	2024A	2025P	2026F	2027F	
EPS	22,865	10,948	1,347	25,065	31,760	
BPS	445,995	486,461	491,305	533,984	572,537	
EBITDAPS	115,513	97,292	99,293	111,212	119,726	
SPS	645,706	667,373	716,122	721,302	745,354	
DPS	4,000	4,500	4,500	4,500	4,500	
PER	8.7	14.4	183.4	13.3	10.5	
PBR	0.4	0.3	0.5	0.6	0.6	
EV/EBITDA	7.0	8.5	9.4	9.3	8.7	
PSR	0.3	0.2	0.3	0.5	0.4	

재무비율						(단위: 배, %)
결산 (12월)	2023A	2024A	2025P	2026F	2027F	
매출액 증가율 (%)	-18.6	3.4	5.5	-1.2	2.8	
영업이익 증가율 (%)	-0.9	-25.4	0.6	19.8	13.0	
지배순이익 증가율 (%)	-44.6	-52.1	-87.9	1,725.7	26.1	
매출총이익률 (%)	60.6	61.7	60.5	60.6	60.7	
영업이익률 (%)	10.1	7.3	6.9	8.4	9.2	
지배순이익률 (%)	3.5	1.6	0.2	3.5	4.3	
EBITDA 마진 (%)	17.9	14.6	13.9	15.4	16.1	
ROIC	6.6	6.5	3.7	5.7	6.6	
ROA	1.5	0.7	0.1	1.5	1.9	
ROE	5.4	2.5	0.3	5.4	6.3	
부채비율 (%)	132.7	136.4	137.5	130.3	124.7	
순차입금/자기자본 (%)	61.1	70.9	69.9	64.9	60.1	
영업이익/금융비용 (배)	3.8	2.4	2.4	2.8	3.2	

현대백화점 (069960): 본업 개선과 주주환원으로 밸류업 지속

화장품/의료기기/유통



이승은 화장품/의료기기/유통
seungeun.lee@yuantakorea.com
김도엽 Research Assistant
doeyub.kim@yuantakorea.com

투자 의견	BUY (M)
목표주가	142,000원 (U)
현재주가 (3/6)	89,500원
상승여력	59%

시가총액	20,253억원
총발행주식수	21,564,912주
60일 평균 거래대금	113억원
60일 평균 거래량	116,205주
52주 고	111,500원
52주 저	55,800원
외인지분율	24.19%
주요주주	현대지에프홀딩스 외 2인 41.34%
주가수익률(%)	1개월 3개월 12개월
절대	(10.4) (5.0) 50.9
상대	(18.4) (30.2) (30.4)
절대(달러환산)	(10.8) (5.5) 47.5

- **4Q25 Review** 백화점 본업 호조, 지누스는 부담: 동사 25년 4분기 실적은 매출액 1조 417억원(-11.4% YoY), 영업이익 1,062억원(-1.4% YoY)으로 영업이익 시장기대치 1,293억원을 하회하였다. 부문별로 살펴보면 백화점은 매출 6,818억원(+3.2% YoY), 영업이익 1,377억원(+21.0% YoY)으로 견조한 실적을 기록했는데, 이는 위치추월리(+26%), 해외명품(+12%), 의류(+4%) 등 전 카테고리 호조와 비용 효율화 덕분이다. 특히 3분기 누계 -3%였던 고마진 의류 매출 성장률이 4분기 +4%로 큰 폭 반등한 점이 주목된다.
- 면세점은 시내점 축소로 매출이 22.2% 감소했으나 비용구조 개선으로 영업이익 21억원 흑자를 기록하며 흑자 기초를 유지했다. 다만 지누스가 미국 관세 영향으로 영업적자 232억원을 기록하면서 연결 실적에 부담으로 작용했고, 영업외로 지누스 무형자산 손상 2,056억원이 반영되었다.
- **목표주가 상향, 인바운드 모멘텀과 주주환원 확대:** 현대백화점에 대해 투자 의견 Buy를 유지하고 목표주가는 142,000원으로 상향한다. 목표주가는 12M FWD EPS에 목표 PER 13배를 적용하였다. 백화점 본업의 구조적 개선 흐름이 가시화되고 있기 때문이다. 최근 백화점 업종 주가가 강세를 보이는 배경에는 외국인 관광객 매출 증가, 국내 소비 심리 개선, 그리고 적극적인 주주환원 정책이 자리하고 있다. 현대백화점의 외국인 매출 비중은 2024년 5%에서 2025년 6%로 확대되었으며, 4분기에는 7%까지 상승했다. 더현대서울과 무역센터점의 외국인 비중이 각각 16~18%에 달하고, 1월 외국인 매출 신장률도 30%를 기록하는 등 인바운드 모멘텀이 지속되고 있다.
- 동사는 기보유 자사주 4.7%(1,151억원)를 4월 28일 전량 소각하고 추가로 210억원을 매입해 연내 소각하는 등 총 1,361억원 규모의 자사주 소각을 발표했으며, 배당금도 2024년 주당 1,400원에서 2025년 2,150원으로 54% 확대했다. 지누스의 단기 실적 부담은 상반기 내 점진적으로 완화될 것으로 예상되며, 백화점 본업의 수익성 개선과 주주환원 확대가 밸류에이션 재평가의 핵심 동력이 될 것으로 판단한다.

Forecasts and Valuation (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025P	2026F	2027F
매출액	42,075	41,876	42,303	44,640	46,200
매출액증가율	-16.1	-0.5	1.0	5.5	3.5
영업이익	3,035	2,840	3,782	3,996	4,200
영업이익률	7.2	6.8	8.9	9.0	9.1
지배주주귀속순이익	-798	-359	2,079	2,300	2,701
지배주주 귀속 EPS	-3,409	-1,543	9,189	10,501	12,523
증가율	-155.4	-54.7	-695.5	14.3	19.3
PER	-16.4	-31.6	9.6	8.5	7.1
PBR	0.3	0.2	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA	6.4	6.1	6.1	6.0	5.7
ROA	-0.7	-0.3	1.8	2.0	2.3
ROE	-1.8	-0.8	4.6	4.9	5.5

자료: 유안타증권 리서치센터

현대백화점 실적 추정

현대백화점 실적 추이 및 전망

(단위: 억원, %)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25P	2025P	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2026E
매출액	10,981	10,803	10,103	10,417	42,303	9,600	10,220	11,790	13,030	44,640
백화점	5,890	5,901	5,768	6,818	24,377	6,100	6,150	5,900	6,950	25,100
면세점	2,935	2,935	2,225	2,045	10,140	2,100	2,400	3,760	3,850	12,110
지누스	2,499	2,295	2,417	1,921	9,132	1,740	2,000	2,450	2,600	8,790
매출액 YoY	15	6	-3	-11	1	-13	-5	17	25	6
백화점	-1	-4	1	3	0	4	4	2	2	3
면세점	22	22	-2	-22	4	-28	-18	69	88	19
지누스	64	11	-11	-34	-1	-30	-13	1	35	-4
영업이익	1,125	869	726	1,062	3,782	919	699	899	1,479	3,996
백화점	972	690	893	1,377	3,935	1,150	790	980	1,470	4,390
면세점	-19	-13	13	21	2	20	-10	-30	-40	-60
지누스	275	291	-78	-232	258	-150	20	50	150	70
PPA상각비	-101	-101	-101	-101	-403	-101	-101	-101	-101	-404
영업이익률	10	8	7	10	9	10	7	8	11	9
백화점	17	12	15	20	16	19	13	17	21	17
면세점	-1	0	1	1	0	1	0	-1	-1	0
지누스	11	13	-3	-12	3	-9	1	2	6	1

자료: 현대백화점, 유안타증권 리서치센터

현대백화점 실적 추정 변경 내역

(단위: 억원, %, %p)	변경 전		변경 후		변경 전 대비	
	2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E
매출액	44,750	46,200	44,640	46,200	-0.2%	0.0%
영업이익	4,500	4,900	3,996	4,200	-11.2%	-14.3%
OPM	10.1%	10.6%	9.0%	9.1%	-1.1%p	-1.5%p

자료: 유안타증권 리서치센터

현대백화점 목표주가 산정 PER Multiple

(단위: 억원, %, %p)	2026E	2027E	비고
[지배주주]순이익 (억원)	2,300	2,700	
주식수 (만주)	2,137	2,137	보통주 기말 발행 주식수 (소각 예정 자기 주식 수 제외)
EPS (원)	10,762	12,635	12M FWD EPS
적정 PER (배)	13	13	
적정주가 (원)	139,910	164,249	142,000원
상승여력 (%)	56	84	상승여력 59%

자료: 유안타증권 리서치센터

현대백화점(069960) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서						(단위: 억원)
결산 (12월)	2023A	2024A	2025P	2026F	2027F	
매출액	42,075	41,876	42,303	44,640	46,200	
매출원가	17,148	17,222	16,800	18,200	18,800	
매출총이익	24,926	24,654	25,503	26,440	27,400	
판매비	21,892	21,814	21,721	22,444	23,200	
영업이익	3,035	2,840	3,782	3,996	4,200	
EBITDA	7,275	7,124	8,066	8,280	8,484	
영업외손익	-2,618	-2,779	-2,550	-496	-200	
외환관련손익	28	240	100	120	140	
이자손익	-638	-494	-424	-378	-334	
관계기업관련손익	259	254	247	182	152	
기타	-2,267	-2,779	-2,473	-420	-158	
법인세비용차감전순손익	416	61	1,232	3,500	4,000	
법인세비용	814	69	-187	800	870	
계속사업순손익	-398	-8	1,419	2,700	3,130	
중단사업순손익	0	0	0	0	0	
당기순이익	-398	-8	1,419	2,700	3,130	
지배지분순이익	-798	-359	2,079	2,300	2,701	
포괄순이익	-477	224	1,651	2,931	3,362	
지배지분포괄이익	-895	-482	-3,554	-6,312	-7,238	

주·영업이익 산출 기준은 기존 K-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표						(단위: 억원)
결산 (12월)	2023A	2024A	2025P	2026F	2027F	
영업활동 현금흐름	7,578	7,339	10,065	9,562	10,251	
당기순이익	-398	-8	1,419	2,700	3,130	
감가상각비	3,579	3,602	3,602	3,602	3,602	
외환손익	39	-151	-100	-120	-140	
충족, 관계기업관련손익	0	0	-247	-182	-152	
자산부채의 증감	1,312	902	1,375	-454	-206	
기타현금흐름	3,046	2,994	4,016	4,016	4,016	
투자활동 현금흐름	-5,954	-1,926	-4,893	-6,926	-5,886	
투자자산	-1,635	1,996	-27	-146	843	
유형자산 증가 (CAPEX)	-3,568	-4,747	-5,000	-7,000	-7,000	
유형자산 감소	21	411	221	315	363	
기타현금흐름	-771	414	-87	-95	-92	
재무활동 현금흐름	-1,947	-5,856	-2,432	-2,159	-2,165	
단기차입금	-1,153	-3,666	12	65	43	
사채 및 장기차입금	-689	-428	-400	-400	-400	
자본	0	0	0	0	0	
현금배당	-413	-378	-414	-404	-388	
기타현금흐름	308	-1,383	-1,630	-1,420	-1,420	
연결범위변동 등 기타	13	62	-1,335	-446	-836	
현금의 증감	-310	-381	1,405	32	1,364	
기초 현금	1,950	1,641	1,259	2,664	2,696	
기말 현금	1,641	1,259	2,664	2,696	4,060	
NOPLAT	-2,900	-351	4,403	3,338	3,457	
FCF	4,009	2,592	5,065	2,562	3,251	

자료: 유안타증권 주·1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임2. PER등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임 3. ROE, ROA의 경우,

자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표						(단위: 억원)
결산 (12월)	2023A	2024A	2025P	2026F	2027F	
유동자산	31,175	30,462	30,837	31,901	33,954	
현금및현금성자산	1,641	1,259	2,664	2,696	4,060	
매출채권 및 기타채권	11,329	11,128	11,241	11,862	12,277	
채고자산	6,126	6,168	5,000	5,276	5,461	
비유동자산	85,951	81,715	82,237	84,785	86,295	
유형자산	56,070	57,896	59,073	62,156	65,191	
관계기업등 지분관련자산	5,934	860	868	916	948	
기타투자자산	2,426	2,424	2,442	2,540	1,665	
자산총계	117,126	112,177	113,074	116,685	120,249	
유동부채	34,467	32,880	33,101	34,314	35,123	
매입채무 및 기타채무	13,362	13,548	13,686	14,442	14,946	
단기차입금	9,240	5,587	5,587	5,587	5,587	
유동성장기부채	4,103	5,563	5,563	5,563	5,563	
비유동부채	19,868	16,953	16,602	16,473	16,254	
장기차입금	589	2,111	1,711	1,311	911	
사채	8,284	5,192	5,192	5,192	5,192	
부채총계	54,335	49,833	49,704	50,787	51,378	
지배지분	44,675	43,954	45,640	47,768	50,311	
자본금	1,170	1,170	1,170	1,170	1,170	
자본잉여금	6,121	6,121	6,121	6,121	6,121	
이익잉여금	39,075	37,537	39,202	41,099	43,411	
비지배지분	18,116	18,391	17,731	18,130	18,560	
자본총계	62,791	62,344	63,371	65,898	68,871	
순차입금	15,413	13,486	11,691	11,315	9,587	
총차입금	28,502	24,408	24,020	23,685	23,328	

Valuation 지표						(단위: 원, 배, %)
결산 (12월)	2023A	2024A	2025P	2026F	2027F	
EPS	-3,409	-1,543	9,189	10,501	12,523	
BPS	204,415	201,113	211,640	233,634	246,074	
EBITDAPS	31,085	30,575	35,644	37,796	39,341	
SPS	179,787	179,718	186,943	203,773	214,237	
DPS	1,300	1,400	1,900	1,900	1,900	
PER	N/A	N/A	9.6	8.5	7.1	
PBR	0.3	0.2	0.4	0.4	0.4	
EV/EBITDA	6.4	6.1	6.1	6.0	5.7	
PSR	0.3	0.3	0.5	0.4	0.4	

재무비율						(단위: 배, %)
결산 (12월)	2023A	2024A	2025P	2026F	2027F	
매출액 증가율 (%)	-16.1	-0.5	1.0	5.5	3.5	
영업이익 증가율 (%)	-5.4	-6.4	33.1	5.7	5.1	
지배순이익 증가율 (%)	적자전환	적자지속	흑자전환	10.6	17.4	
매출총이익률 (%)	59.2	58.9	60.3	59.2	59.3	
영업이익률 (%)	7.2	6.8	8.9	9.0	9.1	
지배순이익률 (%)	-1.9	-0.9	4.9	5.2	5.8	
EBITDA 마진 (%)	17.3	17.0	19.1	18.5	18.4	
ROIC	-4.2	-0.5	6.4	4.8	4.8	
ROA	-0.7	-0.3	1.8	2.0	2.3	
ROE	-1.8	-0.8	4.6	4.9	5.5	
부채비율 (%)	86.5	79.9	78.4	77.1	74.6	
순차입금/자기자본 (%)	24.5	21.6	18.4	17.2	13.9	
영업이익/금융비용 (배)	2.7	2.8	4.0	4.3	4.6	

파마리서치 (214450): 4Q25 Review 내수 둔화, 수출 성장 유효

화장품/의료기기/유통



이승은 화장품/의료기기/유통
seungeun.lee@yuantakorea.com
김도엽 Research Assistant
do-yub.kim@yuantakorea.com

투자의견	BUY (M)
목표주가	500,000원 (M)
현재주가 (3/6)	333,000원
상승여력	50%

시가총액	34,598억원
총발행주식수	11,565,295주
60일 평균 거래대금	763억원
60일 평균 거래량	185,506주
52주 고	711,000원
52주 저	288,000원
외인지분율	7.08%
주요주주	정상수 외 7 인 34.92%
주가수익률(%)	1개월 3개월 12개월
절대	(2.1) (17.1) 2.5
상대	(8.3) (33.6) (34.8)
절대(달러환산)	(2.5) (17.5) 0.1

- **4Q25 Review 의료기기 내수 둔화·수출 이연으로 기대치 하회:** 2025년 4분기 매출액은 1,428억원(+39% YoY), 영업이익 518억원(+54% YoY, OPM 36%)으로 영업이익 시장기대치 651억원을 하회하였다. 시장기대치를 하회한 의료기기 내수 성장세가 예상보다 둔화된 가운데, 유럽향 의료기기 초도 물량 일부(17억원 추정)가 1월로 이연되며 수출 매출 인식이 지연된 영향이 더해졌다.
- **2026년 가이던스 매출 25%+ 성장, 의료기기 수출 중심 성장 지속:** 2026년 동사는 매출액 25% 이상 성장을 내부 목표로 제시했으며, 내수 의료기기는 내국인 기준 +20% YoY, 수출 의료기기는 유럽을 중심으로 +30% YoY 성장을 목표로 제시했다.
- **비바시 계약국 22개국 연내 진입을 통해 수출 지역 확대를 추진할 방침이다.** 화장품 부문은 내수 +10% YoY, 수출 +20% YoY대 성장을 계획하고 있으며, 수익성 측면에서는 해외 확장 및 임상 비용 반영에도 불구하고 2026년 영업이익률(OPM) 40% 초반 유지를 가이던스로 제시했다.
- **투자의견 Buy 유지, 목표주가 500,000원으로 하향:** 파마리서치에 대해 투자의견 Buy를 유지하되 목표주가는 500,000원으로 하향한다. 목표주가는 12M FWD EPS에 목표 PER 25배를 적용해 산출했다. 목표주가 하향의 배경은 의료기기 내수 성장세가 기대 대비 둔화되며 단기 실적 가시성이 저하된 가운데, 이에 따라 2026~2027년 실적 추정치 조정이 불가피했기 때문이다.
- **동사 실적 발표 이후 주가는 약 23% 하락했는데, 이는 시장 기대치를 하회한 실적과 의료기기 내수 성장 둔화 우려가 단기적으로 확대된 데 따른 것이다.** 특히 내수 핵심 제품인 리쥬란의 성장 탄력이 기대 대비 약화되며 투자심리에 부정적으로 작용했다. 여기에 ECM 스킨부스터 등 경쟁 제품의 시장 침투로 내수 성장 둔화에 대한 구조적 우려가 부각되며, 주가 조정으로 이어진 것으로 판단된다. 주가를 재차 상승 국면으로 전환시킬 수 있는 핵심 요인은 수출 부문의 구조적 성장으로 판단된다. 내수 성장 둔화 국면에서도 리쥬란을 중심으로 한 글로벌 의료기기 수요 확대와 신규 국가 진입에 따른 수출 지역 다변화가 이어질 경우, 성장 프리미엄의 재평가 가능성은 충분하다고 판단된다.

Forecasts and Valuation (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025P	2026F	2027F
매출액	2,610	3,501	5,357	6,680	7,500
매출액증가율	34.0	34.1	53.0	24.7	12.3
영업이익	923	1,261	2,143	2,700	3,070
영업이익률	35.4	36.0	40.0	40.4	40.9
지배주주귀속이익	766	920	1,744	2,225	2,560
지배주주 귀속 EPS	7,481	8,642	16,696	21,415	24,638
증가율	86.4	15.5	93.2	28.3	15.1
PER	14.4	18.0	24.1	15.5	13.5
PBR	2.5	3.3	6.6	4.2	3.3
EV/EBITDA	9.6	10.1	17.0	10.4	8.5
ROA	15.1	13.2	18.4	19.4	19.2
ROE	19.7	18.9	28.1	27.5	24.7

자료: 유안타증권 리서치센터

파마리서치 실적 추정

파마리서치 실적 추이 및 전망

(단위: 억원, %)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25P	2025P	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2026E
매출액	1,169	1,406	1,354	1,428	5,357	1,487	1,678	1,688	1,827	6,680
YoY	56	69	52	39	53	27	19	25	28	25
내수	716	887	849	835	3,288	880	975	960	1,015	3,830
의약품	106	134	133	137	511	140	145	150	155	590
의료기기(리쥘란, 콘쥘란)	483	607	572	597	2,259	610	690	660	700	2,660
화장품(올리브영, 면세점)	107	113	132	120	472	120	130	140	150	540
기타	21	33	11	-19	46	10	10	10	10	40
수출	453	519	505	593	2,069	607	703	728	812	2,850
의약품	66	70	86	92	315	70	75	90	95	330
의료기기(리쥘란, 콘쥘란)	212	243	196	236	886	260	320	310	350	1,240
화장품	172	195	219	256	843	270	300	320	360	1,250
기타	3	11	4	9	26	7	8	8	7	30
내수	47	72	49	31	49	23	10	13	22	16
의약품	5	43	33	58	34	32	8	12	13	15
의료기기(리쥘란, 콘쥘란)	72	94	59	43	64	26	14	15	17	18
화장품(올리브영, 면세점)	30	32	126	37	50	12	15	6	25	14
기타	-10	43	-77	-143	-67	-52	-70	-12	-153	-14
수출	74	65	56	51	61	34	35	44	37	38
의약품	7	-18	42	67	20	6	7	4	3	5
의료기기(리쥘란, 콘쥘란)	106	109	34	20	58	23	32	58	49	40
화장품(올리브영, 면세점)	82	72	98	83	84	57	54	46	40	48
기타	3,413	8,392	-30	-484	728	149	-28	119	-19	15
영업이익	447	559	619	518	2,143	600	700	720	680	2,700
영업이익률	38	40	46	36	40	40	42	43	37	40

자료: 파마리서치, 유안타증권 리서치센터

파마리서치 실적 추정 변경 내역

(단위: 억원, %, %p)	변경 전		변경 후		변경 전 대비	
	2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E
매출액	7,150	8,600	6,680	7,500	-6.6%	-12.8%
영업이익	2,960	3,600	2,700	3,070	-8.8%	-14.7%
OPM	41.4%	41.9%	40.4%	40.9%	-1.0%p	-0.9%p

자료: 유안타증권 리서치센터

파마리서치 목표주가 산정 PER Multiple

(단위: 억원, %, %p)	2026E	2027E	비고
[지배주주]순이익 (억원)	2,225	2,560	
주식수 (만주)	1,157	1,157	상환전환우선주 포함
EPS (원)	19,239	22,135	12M FWD EPS
적정 PER (배)	25	25	
적정주가 (원)	480,965	553,380	500,000 원
상승여력 (%)	44	66	50%

자료: 유안타증권 리서치센터

파마리서치(214450) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서						(단위: 억원)
결산 (12월)	2023A	2024A	2025P	2026F	2027F	
매출액	2,610	3,501	5,357	6,680	7,500	
매출원가	708	989	1,247	1,540	1,710	
매출총이익	1,903	2,512	4,110	5,140	5,790	
판매비	980	1,252	1,967	2,440	2,720	
영업이익	923	1,261	2,143	2,700	3,070	
EBITDA	1,043	1,397	2,279	2,836	3,206	
영업외손익	84	-102	67	90	110	
외환관련손익	-4	50	0	0	0	
이자손익	44	55	86	134	202	
관계기업관련손익	7	60	0	0	0	
기타	37	-267	-19	-44	-92	
법인세비용차감전순손익	1,007	1,158	2,210	2,790	3,180	
법인세비용	234	269	504	625	700	
계속사업순손익	773	889	1,706	2,165	2,480	
중단사업순손익	0	0	0	0	0	
당기순이익	773	889	1,706	2,165	2,480	
지배지분순이익	766	920	1,744	2,225	2,560	
포괄순이익	785	908	1,725	2,184	2,499	
지배지분포괄이익	776	940	1,786	2,261	2,587	

주:영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표						(단위: 억원)
결산 (12월)	2023A	2024A	2025P	2026F	2027F	
영업활동 현금흐름	649	1,381	1,683	2,270	2,707	
당기순이익	773	889	1,706	2,165	2,480	
감가상각비	84	98	98	98	98	
외환손익	1	-13	0	0	0	
충속,관계기업관련손익	0	0	0	0	0	
자산부채의 증감	-307	4	-433	-304	-182	
기타현금흐름	98	402	311	311	311	
투자활동 현금흐름	-447	-2,255	-1,699	-1,241	-905	
투자자산	-138	-53	-122	-87	-54	
유형자산 증가 (CAPEX)	-121	-364	-200	-150	-200	
유형자산 감소	0	0	0	0	0	
기타현금흐름	-189	-1,839	-1,377	-1,003	-651	
재무활동 현금흐름	-260	1,826	-181	-354	-1,108	
단기차입금	-161	65	-3	-54	-8	
사채 및 장기차입금	-163	1,728	42	-100	-900	
자본	179	220	0	0	0	
현금배당	-75	-101	-134	-114	-114	
기타현금흐름	-39	-86	-86	-86	-86	
연결범위변동 등 기타	0	29	16	58	-5	
현금의 증감	-57	981	-181	734	689	
기초 현금	729	672	1,653	1,472	2,206	
기말 현금	672	1,653	1,472	2,206	2,895	
NOPLAT	708	968	1,666	2,103	2,400	
FCF	529	1,017	1,483	2,120	2,507	

자료: 유안타증권 주:1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임2. PER등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임 3. ROE,ROA의 경우,

자본,자산 항목은 연초,연말 평균을 기준으로 함

재무상태표						(단위: 억원)
결산 (12월)	2023A	2024A	2025P	2026F	2027F	
유동자산	2,565	5,545	7,207	9,254	10,758	
현금및현금성자산	672	1,653	1,472	2,206	2,895	
매출채권 및 기타채권	347	425	650	811	911	
채고자산	502	573	877	1,094	1,228	
비유동자산	2,788	3,012	3,198	3,298	3,416	
유형자산	1,231	1,473	1,575	1,627	1,728	
관계기업등 지분관련자산	167	208	318	396	445	
기타투자자산	863	674	686	695	701	
자산총계	5,353	8,557	10,405	12,553	14,174	
유동부채	659	828	1,008	1,163	1,284	
매입채무 및 기타채무	190	402	615	766	860	
단기차입금	4	3	3	3	3	
유동성장기부채	0	0	0	0	0	
비유동부채	72	2,034	2,111	2,035	1,150	
장기차입금	2	12	12	12	12	
사채	0	0	0	0	0	
부채총계	731	2,863	3,119	3,198	2,435	
자배지분	4,331	5,394	7,022	9,152	11,616	
자본금	52	53	53	53	53	
자본잉여금	1,754	1,973	1,973	1,973	1,973	
이익잉여금	2,608	3,431	5,040	7,151	9,596	
비지배지분	291	300	263	203	124	
자본총계	4,622	5,694	7,285	9,355	11,739	
순차입금	-1,336	-2,386	-3,465	-5,280	-7,452	
총차입금	343	2,136	2,176	2,022	1,114	

Valuation 지표						(단위: 원, 배, %)
결산 (12월)	2023A	2024A	2025P	2026F	2027F	
EPS	7,481	8,642	16,696	21,415	24,638	
BPS	42,459	46,640	60,719	79,129	100,435	
EBITDAPS	10,188	13,065	19,615	24,526	27,725	
SPS	25,506	32,745	46,097	57,759	64,849	
DPS	950	1,100	1,100	1,100	1,100	
PER	14.4	18.0	24.1	15.5	13.5	
PBR	2.5	3.3	6.6	4.2	3.3	
EV/EBITDA	9.6	10.1	17.0	10.4	8.5	
PSR	4.2	4.8	8.7	5.8	5.1	

재무비율						(단위: 배, %)
결산 (12월)	2023A	2024A	2025P	2026F	2027F	
매출액 증가율 (%)	34.0	34.1	53.0	24.7	12.3	
영업이익 증가율 (%)	40.0	36.6	70.0	26.0	13.7	
지배순이익 증가율 (%)	88.7	20.2	89.5	27.6	15.0	
매출총이익률 (%)	72.9	71.8	76.7	76.9	77.2	
영업이익률 (%)	35.3	36.0	40.0	40.4	40.9	
지배순이익률 (%)	29.3	26.3	32.6	33.3	34.1	
EBITDA 마진 (%)	39.9	39.9	42.6	42.5	42.8	
ROIC	35.9	45.3	70.0	78.3	83.6	
ROA	15.1	13.2	18.4	19.4	19.2	
ROE	19.7	18.9	28.1	27.5	24.7	
부채비율 (%)	15.8	50.3	42.8	34.2	20.7	
순차입금/자기자본 (%)	-28.9	-41.9	-47.6	-56.4	-63.5	
영업이익/금융비용 (배)	30.9	27.2	26.6	34.4	52.4	

엘앤씨바이오 (290650): 4Q25 Review 본업 호조, 순손실은 회계 요인

화장품/의료기기/유통



이승은 화장품/의료기기/유통
seungeun.lee@yuantakorea.com
김도엽 Research Assistant
doyub.kim@yuantakorea.com

투자 의견	NOT RATED (M)
목표주가	-원 (M)
현재주가 (3/6)	88,100원
상승여력	-

시가총액	21,886억원
총발행주식수	24,842,063주
60일 평균 거래대금	493억원
60일 평균 거래량	655,070주
52주 고	118,300원
52주 저	18,950원
외인지분율	16.61%
주요주주	이환철 외 8 인 26.71%
주가수익률(%)	1개월 3개월 12개월
절대	3.3 28.1 283.0
상대	(3.3) 2.6 143.8
절대(달러환산)	2.8 27.4 274.2

- 4Q25 Review 본업 호조, 순손실은 회계 요인:** 2025년 4분기 실적은 매출액 246억원(+28% YoY), 영업이익 20억원(흑자전환)을 기록하였다. 2025년 연간 당기순손실 1,291억원(적자전환)을 기록하였는데, 이는 2025년 4월 23일 발행한 제3회 무보증 사모 전환사채(권면총액 600억원, 만기 2029년 4월 23일)의 전환권 가치가 주가 상승에 따라 급등하면서 파생상품 평가손실이 발생한 데 기인하며, 중국 자회사(엘앤씨차이나) 관련 평가손실도 일부 반영되었다. 해당 손실은 현금 유출을 수반하지 않는 회계상 평가항목으로, 본업의 수익성과는 무관하다. 한편 사업부별 매출액은 공시되지 않았으나, 리투오 4분기 매출액은 38억원, 2025년 연간 매출액은 60억원으로 추정된다.
- 리투오(Re2O) 직판·CAPA·글로벌·파이프라인 전 방위 업그레이드:** 리투오(Re2O)는 중장기 성장 가시성이 한층 높아진 것으로 판단된다. 직접영업 비중이 기존 30% 이상에서 40% 수준으로 상승하며 채널 믹스가 개선되고 있으며, 이는 수익성 측면에서 긍정적이다. 생산능력 또한 기존 상반기 월 5만개·하반기 월 8만개 계획에서 상반기 월 8만개·하반기 월 15만개로 상향 조정되었다. 설비 증설 중심이 아닌 자동화 도입과 공정 효율화 기반의 CAPA 상향이라는 점에서 추가 레버리지 가능성도 존재한다.
- 글로벌 확장 역시 기존 10개국 이상 허가 진행 단계에서 2026년 상반기 10개국 허가, 연간 20개국 이상 진출 목표로 일정이 구체화되며 해외 매출 기여 시점이 앞당겨질 전망이다.** 파이프라인 측면에서는 2026년 리투오V 출시 계획이 유지되는 가운데 리투오+알파 기반의 치료 목적별 일체형 의료기기 3종 개발이 병행되고 있어, 단일 제품 중심 구조에서 라인업 확장 국면으로의 전환 가능성도 유효하다. 종합적으로 리투오는 직판 비중 상승, CAPA 상향, 글로벌 인허가 가시화, 파이프라인 다변화라는 네 가지 측면에서 구조적 상승 국면에 진입한 것으로 판단된다.

Forecasts and Valuation (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2022A	2023A	2024A	2025P	2026F
매출액	526	659	721	855	1,481
매출액증가율	15.1	25.3	9.4	18.6	73.2
영업이익	95	81	25	42	280
영업이익률	18.1	12.3	3.5	4.9	18.9
지배주주귀속이익	45	484	1,411	-1,283	248
지배주주 귀속 EPS	200	2,132	6,218	-5,368	999
증가율	-67.6	966.0	191.7	-186.3	-118.6
PER	152.7	14.4	3.4	-11.4	88.2
PBR	7.1	4.7	1.7	9.7	12.4
EV/EBITDA	55.3	52.9	63.3	152.7	68.8
ROA	3.0	20.9	38.2	-29.0	5.6
ROE	5.0	39.5	65.4	-58.7	15.2

자료: 유안타증권 리서치센터

엘앤씨바이오 실적 추정

엘앤씨바이오 실적 추이 및 전망

(단위: 억원, %)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25P	2025P	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2026E
매출액	178	206	226	246	855	273	337	399	471	1,481
YoY	7	15	22	28	19	54	64	77	92	73
인체조식이식재	120	134	142	165	561	212	260	314	383	1,170
피부+뼈이식재	120	127	127	127	501	132	140	139	158	570
리투오	—	7	15	38	60	70	100	145	185	500
국내	—	7	15	35	57	60	85	115	140	400
해외	—	—	—	3	3	10	15	30	45	100
메가덤플러스 중국 수출	—	—	—	—	—	10	20	30	40	100
의료기기	16	20	23	27	86	17	22	25	26	90
코스메슈티컬	1	2	2	3	9	2	2	2	2	8
제약	8	6	9	9	32	8	8	8	8	32
기타 및 연결 조정	32	44	49	42	167	34	45	50	52	181
영업이익	-4	-2	29	20	42	34	62	84	100	280
YoY	적전	적전	253	흑전	67	흑전	흑전	190	394	560
영업이익률	-2	-1	13	8	5	12	18	21	21	19

주: 2025년 매출액 및 영업이익은 공시 기준, 사업부별 매출액은 유안타증권 추정치, 자료: 엘앤씨바이오, 유안타증권 리서치센터

엘앤씨바이오(290650) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2022A	2023A	2024A	2025P	2026F
매출액	526	659	721	855	1,481
매출원가	256	321	364	390	659
매출총이익	270	339	357	465	822
판매비	175	257	332	422	542
영업이익	95	81	25	42	280
EBITDA	140	138	93	110	348
영업외손익	-49	551	1,353	-1,558	37
외환관련손익	-3	2	-8	-30	-1
이자손익	-25	-46	-17	-39	-52
관계기업관련손익	-8	603	1,479	-1,516	0
기타	-13	-7	-102	27	90
법인세비용차감전순손익	46	633	1,378	-1,516	317
법인세비용	-11	144	-54	-225	74
계속사업순손익	57	489	1,432	-1,291	243
중단사업순손익	0	-3	-23	0	0
당기순이익	57	485	1,410	-1,291	243
지배지분순이익	45	484	1,411	-1,283	248
포괄순이익	70	461	1,387	-1,314	220
지배지분포괄이익	58	460	1,388	-1,315	220

주: 영업이익 산출 기준은 기존 K-GAAP과 동일함. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2022A	2023A	2024A	2025P	2026F
영업활동 현금흐름	-61	-121	-86	1,845	274
당기순이익	57	485	1,410	-1,291	243
감가상각비	42	52	62	62	62
외환손익	-5	0	2	30	1
충족, 관계기업관련손익	8	-603	-1,479	1,516	0
자산부채의 증감	-214	-265	-25	-107	-152
기타현금흐름	52	209	-56	1,635	119
투자활동 현금흐름	-836	246	-219	649	-766
투자자산	-439	499	233	314	-10
유형자산 증가 (CAPEX)	-375	-245	-47	-250	-300
유형자산 감소	0	3	5	0	0
기타현금흐름	-22	-10	-411	585	-456
재무활동 현금흐름	789	-42	338	927	325
단기차입금	99	-8	238	1,161	500
사채 및 장기차입금	652	10	186	-159	-100
자본	81	14	0	0	0
현금배당	-11	-11	-23	-11	-12
기타현금흐름	-32	-47	-63	-63	-63
연결범위변동 등 기타	0	0	0	-3,086	244
현금의 증감	-108	84	33	335	76
기초 현금	174	66	149	183	518
기말 현금	66	149	183	518	594
NOPLAT	118	63	26	36	215
FCF	-436	-366	-133	1,595	-26

자료: 유안타증권 주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2022A	2023A	2024A	2025P	2026F
유동자산	643	1,304	1,302	1,765	2,168
현금및현금성자산	66	149	183	518	594
매출채권 및 기타채권	166	219	536	558	650
채고자산	342	463	468	555	700
비유동자산	1,354	1,319	3,454	2,322	2,565
유형자산	531	747	970	1,158	1,396
관계기업등 지분관련자산	554	135	24	26	29
기타투자자산	213	396	336	20	27
자산총계	1,997	2,622	4,756	4,087	4,733
유동부채	187	1,018	1,547	2,168	2,554
매입채무 및 기타채무	67	63	517	121	88
단기차입금	95	82	316	316	116
유동성장기부채	2	2	2	525	425
비유동부채	732	35	262	297	349
장기차입금	7	5	201	168	168
사채	699	0	0	19	19
부채총계	919	1,054	1,809	2,465	2,903
자배지분	980	1,469	2,844	1,526	1,739
자본금	114	114	114	114	114
자본잉여금	520	534	534	534	534
이익잉여금	369	836	2,222	928	1,164
비지배지분	99	99	104	96	91
자본총계	1,078	1,569	2,947	1,622	1,830
순차입금	695	222	991	1,647	1,919
총차입금	819	822	1,246	2,247	2,647

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산 (12월)	2022A	2023A	2024A	2025P	2026F
EPS	200	2,132	6,218	-5,368	999
BPS	4,318	6,478	12,535	6,277	7,088
EBITDAPS	617	608	410	460	1,399
SPS	2,318	2,906	3,178	3,576	5,962
DPS	50	100	50	50	50
PER	152.7	14.4	3.4	N/A	88.2
PBR	7.1	4.7	1.7	9.7	12.4
EV/EBITDA	55.3	52.9	63.3	152.7	68.8
PSR	13.2	10.6	6.6	17.1	14.8

재무비율 (단위: 배, %,)					
결산 (12월)	2022A	2023A	2024A	2025P	2026F
매출액 증가율 (%)	15.1	25.4	9.4	18.6	73.3
영업이익 증가율 (%)	-28.0	-14.3	-68.7	66.8	560.2
지배순이익 증가율 (%)	-67.1	964.2	191.7	적자전환	흑자전환
매출총이익률 (%)	51.3	51.4	49.6	54.4	55.5
영업이익률 (%)	18.0	12.3	3.5	5.0	18.9
지배순이익률 (%)	8.6	73.4	195.7	-150.1	16.8
EBITDA 마진 (%)	26.6	20.9	12.9	12.9	23.5
ROIC	16.6	5.6	1.1	1.1	6.3
ROA	3.0	20.9	38.2	-29.0	5.6
ROE	5.0	39.5	65.4	-58.7	15.2
부채비율 (%)	85.2	67.2	61.4	151.9	158.6
순차입금/자기자본 (%)	64.4	14.2	33.6	101.5	104.9
영업이익/금융비용 (배)	3.1	1.3	0.8	0.8	3.7

한스바이오메드 (042520): 4Q25 Review 턴어라운드, 성장은 이제 시작

화장품/의료기기/유통



이승은 화장품/의료기기/유통
seungeun.lee@yuantakorea.com
김도엽 Research Assistant
dooyub.kim@yuantakorea.com

투자의견	NOT RATED (M)
목표주가	-원 (M)
현재주가 (3/6)	50,700원
상승여력	-

시가총액	7,231억원
총발행주식수	14,261,367주
60일 평균 거래대금	129억원
60일 평균 거래량	379,909주
52주 고	50,700원
52주 저	6,370원
외인지분율	7.81%
주요주주	황호찬 외 2 인 23.89%
주가수익률(%)	1개월 3개월 12개월
절대	26.8 79.8 576.0
상대	18.6 44.0 330.3
절대(달러환산)	26.2 78.9 560.4

- **일회성 비용 반영하고도 분기 최대 매출 달성:** 동사 제28기 1분기(25.10.01~25.12.31) 실적은 매출액 303억원(+52% YoY), 영업이익 21억원(흑자전환)을 기록하며 분기 최대 매출과 함께 실적 턴어라운드를 달성하였다. 일회성 비용 9억원(성과급 7억원, 인공유방보형물 인허가 비용 2억원)을 반영하고도 시장 기대치에 부합한 점이 긍정적이다. 피부이식재 매출이 140억원(+174% YoY)으로 급증하며 성장을 견인했다. 신규 스킨부스터 셀르디엠(37.3억원)을 제외한 기존 제품만으로도 102억원(+101% YoY)을 시현했다. 벨라셀HD(유방재건용 시트형 이식재)는 44억원(+93% YoY)을 기록했는데, 척추·어깨 등 적응증 확대 효과가 반영됐다. 벨라젠 플러스(주사형 연조직 재생 이식재)는 27.8억원(+530% YoY)으로 출시 이후 빠른 침투가 지속되고 있다. 뼈이식재 매출액은 67억원(+25% YoY), 의료기기 매출액은 82억원(+6% YoY)으로 안정적 흐름을 유지했다.
- **셀르디엠, 풀가동 시 전기 매출 맞먹는 신성장동력:** ECM 스킨부스터 셀르디엠은 28기 2분기에도 QoQ 성장이 예상된다. 거래처 수가 12월 말 210 곳에서 2월 중순 350 곳으로 확대되며 침투율이 빠르게 상승하고 있다. 생산 CAPA는 현재 월 18,000개에서 2월 말~3월 초 42,000개(1교대 기준)로 확대 예정이며, 판매량 추이에 따라 2교대 전환 시 55,000개까지 증설이 가능하다. 기존 목표치(3월 말 6만 개)와 큰 괴리 없이 순조롭게 진행 중이다.
- **28기 셀르디엠 매출액은 380억원으로 전망되며, CAPA 월 6만 개 풀가동 시 연 매출 환산치는 800억원으로 추정되며 전기 매출액(898억원)에 육박하는 규모다.** 출시 3개월 만에 분기 37억원을 달성한 점을 감안하면, CAPA 증설 속도에 맞춰 가파른 매출 성장이 현실화될 가능성이 높다.

Forecasts and Valuation (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (9월)	2022A	2023A	2024A	2025A	2026F
매출액	745	780	811	898	1,407
매출액증가율	26.1	4.7	4.0	10.7	56.7
영업이익	13	-42	6	-259	170
영업이익률	1.7	-5.4	0.7	-28.8	12.1
지배주주귀속순이익	61	-230	-72	-313	142
지배주주 귀속 EPS	608	-2,047	-535	-2,317	1,009
증가율	-133.6	-436.7	-73.9	333.1	-143.5
PER	18.8	-7.4	-24.3	-3.7	50.3
PBR	2.4	3.6	2.5	3.3	15.5
EV/EBITDA	27.1	210.9	34.0	-7.3	32.9
ROA	4.7	-18.1	-5.9	-25.3	10.5
ROE	13.6	-48.6	-12.5	-62.3	35.4

자료: 유안타증권 리서치센터

한스바이오메드 실적 추정

한스바이오메드 실적 추이 및 전망

(단위: 억원, %)	24.12	25.03	25.06	25.09	제27기	25.12	26.03E	26.06E	26.09E	제28기(E)
매출액	199	242	220	237	898	303	336	354	415	1,407
YoY	-2	18	6	22	11	52	39	61	75	57
QoQ	2	22	-9	8		28	11	5	17	
내수 합계	118	152	138	174	583	213	224	226	300	961
수출 합계	81	91	82	62	314	90	112	129	115	446
바이오식재	53	78	67	68	267	67	80	85	87	324
내수	37	53	46	52	189	47	53	50	53	208
수출(중국 제외)	16	26	21	15	78	20	27	22	17	86
중국 수출								13	17	30
피부이식재(셀르디엠 제외)	51	67	70	91	280	102	76	75	92	345
내수	47	62	66	86	262	98	70	70	87	325
수출	3	5	4	5	18	4	6	5	5	20
셀르디엠						37	77	110	155	380
내수						37	60	80	122	300
수출						-	17	30	33	80
의료기기 [리프팅실, 모발이식기기]	77	84	61	63	285	82	89	64	68	302
내수	24	31	16	27	98	25	33	18	30	107
수출	53	54	44	36	187	57	56	46	38	195
실리콘폴리머 [인공유발보형물, 흉터치료제]	1	1	1	2	5	4	1	2	1	5
내수	1	1	1	2	4	2	1	1	1	4
수출	1	0	1	0	1	3	0	1	0	1
기타	16	11	21	13	61	16	13	19	12	57
내수	8	5	9	7	30	5	7	7	7	26
수출	8	6	12	5	31	11	6	12	5	31
영업이익	-7	18	0	-270	-259	21	40	50	60	170
YoY	적전	833	-94	적확	적전	흑전	126	12,156	흑전	흑전
영업이익률	-4	7	0	-114	-29	7	12	14	14	12

주: 한스바이오메드는 9월 결산법인, 자료: 한스바이오메드, 유안타증권 리서치센터

한스바이오메드 실적 추정 변경 내역

(단위: 억원, %, %p)	변경 전 제28기(E)	변경 후 제28기(E)	변경 전 대비 제28기(E)
매출액	1,385	1,407	1.6%
영업이익	170	170	0.0%
OPM	12.3%	12.1%	-0.2%p

자료: 유안타증권 리서치센터

한스바이오메드(042520) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서						(단위: 억원)
결산 (9월)	2022A	2023A	2024A	2025A	2026F	
매출액	745	780	811	898	1,407	
매출원가	288	329	294	383	420	
매출총이익	457	451	517	515	987	
판매비	444	493	511	774	817	
영업이익	13	-42	6	-259	170	
EBITDA	62	10	60	-208	228	
영업외손익	22	-194	-73	-39	-10	
외환관련손익	19	-2	-10	12	20	
이자손익	-61	-54	-17	-17	-17	
관계기업관련손익	0	-19	-22	-6	6	
기타	65	-119	-23	-28	-18	
법인세비용차감전순손익	35	-235	-66	-298	160	
법인세비용	-14	6	12	23	25	
계속사업순손익	49	-241	-78	-321	135	
중단사업순손익	0	0	0	0	0	
당기순이익	49	-241	-78	-321	135	
지배지분순이익	61	-230	-72	-313	142	
포괄순이익	44	-241	-72	-333	124	
지배지분포괄이익	57	-231	-65	-325	121	

주:영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표						(단위: 억원)
결산 (9월)	2022A	2023A	2024A	2025A	2026F	
영업활동 현금흐름	-43	-37	18	3	381	
당기순이익	49	-241	-78	-321	135	
감가상각비	45	48	50	48	55	
외환손익	-12	12	11	-7	-20	
충족,관계기업관련손익	26	19	39	14	-6	
자산부채의 증감	-64	-52	-41	-2	-40	
기타현금흐름	-88	178	37	271	256	
투자활동 현금흐름	32	33	-66	-52	-184	
투자자산	72	51	-38	-15	-33	
유형자산 증가 (CAPEX)	-40	-19	-26	-17	-130	
유형자산 감소	1	1	1	1	0	
기타현금흐름	-1	1	-3	-21	-21	
재무활동 현금흐름	14	-8	59	58	-69	
단기차입금	-15	27	-50	7	-58	
사채 및 장기차입금	41	-147	-119	62	0	
자본	0	273	243	0	0	
현금배당	0	0	0	0	0	
기타현금흐름	-12	-162	-16	-11	-11	
연결범위변동 등 기타	2	-2	1	0	-126	
현금의 증감	5	-14	11	9	2	
기초 현금	71	75	61	73	81	
기말 현금	75	61	73	81	83	
NOPLAT	18	-43	7	-279	143	
FCF	-83	-57	-8	-14	251	

자료: 유안타증권 주:1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임2. PER등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임 3. ROE,ROA의 경우, 자본,자산 항목은 연초,연말 평균을 기준으로 함

재무상태표						(단위: 억원)
결산 (9월)	2022A	2023A	2024A	2025A	2026F	
유동자산	544	504	497	561	651	
현금및현금성자산	75	61	73	81	83	
매출채권 및 기타채권	100	129	120	172	209	
채고자산	269	278	283	288	330	
비유동자산	773	720	720	703	808	
유형자산	469	442	435	417	492	
관계기업등 지분관련자산	62	44	53	57	89	
기타투자자산	2	2	2	1	1	
자산총계	1,317	1,224	1,217	1,264	1,459	
유동부채	744	653	501	810	858	
매입채무 및 기타채무	73	95	109	183	235	
단기차입금	273	273	343	353	303	
유동성장기부채	0	0	0	0	0	
비유동부채	98	72	45	115	139	
장기차입금	0	0	0	60	60	
사채	0	0	0	0	0	
부채총계	842	724	546	925	997	
자배지분	456	491	669	337	468	
자본금	51	61	68	68	68	
자본잉여금	323	586	822	822	822	
이익잉여금	153	-78	-150	-463	-321	
비지배지분	18	8	2	2	-5	
자본총계	475	499	671	339	462	
순차입금	501	462	291	351	291	
총차입금	653	533	364	433	375	

Valuation 지표						(단위: 원, 배, %)
결산 (9월)	2022A	2023A	2024A	2025A	2026F	
EPS	608	-2,047	-535	-2,317	1,010	
BPS	4,742	4,244	5,149	2,595	3,284	
EBITDAPS	613	93	445	-1,536	1,619	
SPS	7,370	6,930	6,005	6,637	9,976	
DPS	0	0	0	0	0	
PER	18.8	N/A	N/A	N/A	24.7	
PBR	2.4	3.6	2.5	3.3	7.6	
EV/EBITDA	27.1	210.9	34.0	N/A	16.8	
PSR	1.6	2.2	2.2	1.3	2.5	

재무비율						(단위: 배, %)
결산 (9월)	2022A	2023A	2024A	2025A	2026F	
매출액 증가율 (%)	26.0	4.8	4.0	10.7	56.7	
영업이익 증가율 (%)	흑자전환	적자전환	흑자전환	적자전환	흑자전환	
지배순이익 증가율 (%)	흑자전환	적자전환	적자지속	적자지속	흑자전환	
매출총이익률 (%)	61.4	57.8	63.8	57.4	70.1	
영업이익률 (%)	1.7	-5.3	0.8	-28.8	12.1	
지배순이익률 (%)	8.3	-29.5	-8.9	-34.9	10.1	
EBITDA 마진 (%)	8.3	1.3	7.4	-23.1	16.2	
ROIC	2.6	-5.6	1.0	-47.6	29.9	
ROA	4.7	-18.1	-5.9	-25.3	10.5	
ROE	13.6	-48.6	-12.5	-62.3	35.4	
부채비율 (%)	177.5	145.0	81.3	273.0	215.6	
순차입금/자기자본 (%)	105.6	92.5	43.4	103.6	63.0	
영업이익/금융비용 (배)	0.2	-0.8	0.4	-14.1	9.2	

신세계 (004170) 투자등급 및 목표주가 추이



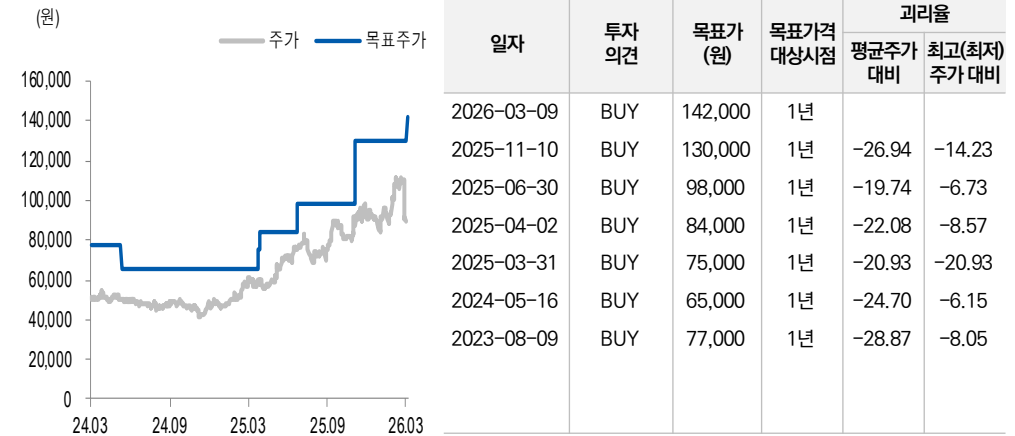
자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

현대백화점 (069960) 투자등급 및 목표주가 추이



자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

파마리서치 (214450) 투자등급 및 목표주가 추이



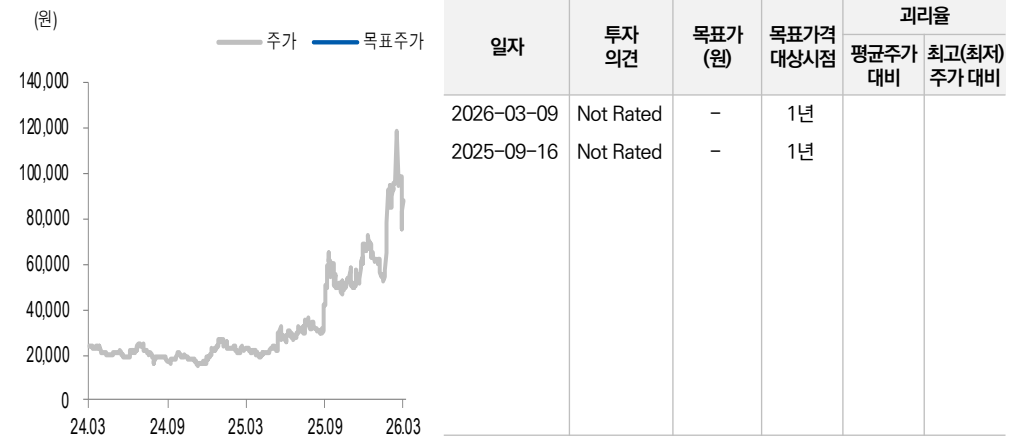
자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

엘앤씨바이오 (290650) 투자등급 및 목표주가 추이



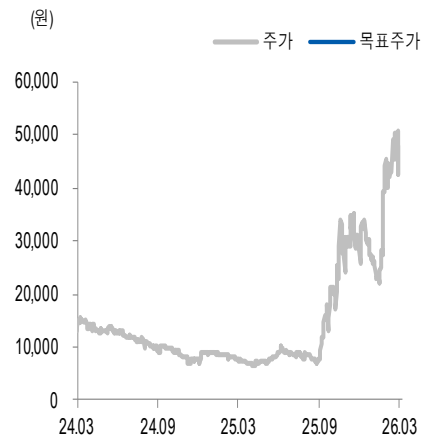
자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

한스바이오메드 (042520) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2026-03-09	Not Rated	-	1년		
2025-10-21	Not Rated	-	1년		

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 × 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율 (%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	94.8
Hold(중립)	5.2
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2026-03-06

※해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함.
(작성자: 이승은, 김호정)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 6~12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: +30%이상 Buy: 15%이상, Hold: -15% 미만 ~ +15% 미만, Sell: -15%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 6~12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.







투자전략

팀장 Strategist	김용구	3770-3521	yg.kim@yuantakorea.com
Fixed Income Strategist	이재형	5579	jaehyung.lee@yuantakorea.com
Passive/ETF Analyst	고경범	3625	gyeongbeom.ko@yuantakorea.com
Credit Analyst	이현수	5718	hyunsoo.yl@yuantakorea.com
Global Strategist	민병규	3635	byungkyu.min@yuantakorea.com
Economist/ESG	김호정	3630	hojung.kim@yuantakorea.com
Quant Analyst	신현용	3634	hyunyong.shin@yuantakorea.com
Research Assistant	임지윤	3527	jlyoon.lim@yuantakorea.com
Research Assistant	김혜원	3526	hyewon.kim@yuantakorea.com
Research Assistant	김세빈	3646	sebin2.kim@yuantakorea.com

기업분석

팀장 2차전지/신에너지	이안나	3770-5599	anna.lee@yuantakorea.com
인터넷/SW	이창영	5596	changyoung.lee@yuantakorea.com
정유/화학	황규원	5607	kyuwon.hwang@yuantakorea.com
스몰캡	권명준	5587	myoungchun.kwon@yuantakorea.com
화장품/의료기기/유통	이승은	5588	seungeun.lee@yuantakorea.com
제약/바이오	하현수	2688	hyunsoo.ha@yuantakorea.com
통신/지주	이승용	5597	seungwoong.lee@yuantakorea.com
조선/자동차	김용민	5606	yongmin.kim@yuantakorea.com
미디어/엔터/디지털자산	이환욱	5590	hwanwook.lee@yuantakorea.com
US Market Analyst	황병준	3523	byeongjun.hwang@yuantakorea.com
전력기기/음식료	손현정	5595	hyunjeong.son @yuantakorea.com
반도체	백길현	5635	gilhyun.baik@yuantakorea.com
금융	우도형	5589	dohyeong.woo@yuantakorea.com
전기전자	고선영	3525	sunyoung.kou@yuantakorea.com
방산/AI/로보틱스	백종민	5598	jongmin.baik@yuantakorea.com
운송	최지운	3640	jlyun.choi@yuantakorea.com
Research Assistant	김도엽	5580	doyub.kim@yuantakorea.com
Research Assistant	서석준	5585	seokjun.seo@yuantakorea.com
Research Assistant	한동우	3647	dongwoo.han@yuantakorea.com
Research Assistant	임석민	3648	seokmin.lim@yuantakorea.com
Research Assistant	김고은	3649	koeun2.kim@yuantakorea.com
Research Assistant	배종성	3643	jongsung.bae@yuantakorea.com
Research Assistant	신승우	5594	sungwoo.shin@yuantakorea.com

내 지갑도, 
외국인 지갑도 열렸다