

발간일자 2025. 01. 16

화장품 / 음식료

# 최초부터 완벽까지



#화장품 #음식료  
권우정 책임연구원



♡ 👁 🔖

3771-9082  
20240006@provest.com

# Contents

## 화장품

|     |                                   |          |
|-----|-----------------------------------|----------|
| I   | 2024년 Review: 세부 업종별 실적 차별화       | ... 5pg  |
| II  | 2025년 전망 ①: 미국, 오프라인/색조 Let's go! | ... 11pg |
| III | 2025년 전망 ②: 비 미국/중국 Let's go!     | ... 15pg |
| IV  | 2025년 전망 ③: 중국에도 봄은 오는가?          | ... 19pg |

## 음식료

|     |                                     |          |
|-----|-------------------------------------|----------|
| I   | 2024년 Review: ONLY KT&G, 삼양식품       | ... 25pg |
| II  | 2025년 전망 ①: 빼앗긴 소비에도 봄은 오는가?        | ... 29pg |
| III | 2025년 전망 ②: 고환율, 일부 원재료 가격 상승       | ... 35pg |
| IV  | 2025년 전망 ③: 미국/유럽/호주 등으로 견조한 K-Food | ... 39pg |

## 기업분석: 4Q24 및 2025년 Preview

|     |                                                  |          |
|-----|--------------------------------------------------|----------|
| 화장품 | ★코스맥스 / ★한국콜마 / 아모레퍼시픽 / 코스메카코리아 / LG생활건강        | ... 45pg |
| 음식료 | ★삼양식품 / ★KT&G / 오리온 / CJ제일제당 / 농심 / 롯데웰푸드 / 롯데칠성 | ... 65pg |

# Summary

## [화장품/음식료-회복탄력성]

2024년 화장품/음식료 업종은 모두 쉽지 않은 한 해였음. 24년 연초~2분기까지 소비재 수출 모멘텀이 부각되며 가파르게 리레이팅 진행. 이후 6~7월 고점으로 주가는 하향 흐름. 2025년 화장품/음식료 업종은 주가 조정 위기를 딛고 다시 일어나는 회복탄력성이 필요. 화장품 업종은 미국 오프라인/색조 확장+유럽/중동 등 글로벌 확장 모멘텀으로 올해에도 고성장을 이어 나갈 것으로 전망. 음식료 업종은 내수 소비 부진은 당분간 지속될 것으로 전망하나, 최악의 국면은 지났다고 판단. 또한, 라면을 필두로 K-Food 성과는 양호한 흐름 지속 중. 라면은 글로벌 수요대비 공급이 부족한 상황임. 그 외 K-Food도 유럽/호주 등 글로벌 확장 흐름 역시 긍정적. 2025년 두 업종 작년의 혼란을 딛고 주가/실적 모두 반등하는 한 해가 될 것으로 전망

## [화장품] 25년에도 글로벌은 예뻐질 결심!

올해 화장품 업종의 주목해야 하는 요소는 1) 미국 시장의 오프라인 및 색조 카테고리의 확장임. 최근 K뷰티 브랜드들의 엘타/세포라/코스트코 주요 오프라인 유통채널 입점 진행 중. 아누아는 인디브랜드 최초로 엘타뷰티와 직거래를 시작한 점도 고무적임. 색조도 티르티르 쿠션의 성공의 사례에서 보듯 성공 가능성을 확인. 2) 유럽/중동향 수출 확대도 기대됨. 실리콘투는 24년 프랑스/영국 지사를 설립하며 보폭 확대 중이며, 라네즈는 유럽 성과 고무적인 상황으로 파악됨. 3) 중국 경기부양책이 더해진다면 추가적인 업사이드도 확보할 전망. 특히, 로컬 브랜드를 고객사로 두고 있는 ODM사가 유리할 것. **Top-Picks으로 코스맥스, 한국콜마 제시**

## [음식료] 25년에도 내수/해외 희비 교차 지속

올해 음식료 업종에서는 1) 내수 소비 바닥 확인이 중요. 24년은 성장하는 해외보다 국내 이익 훼손 영향이 더 컸던 한 해였음. 경기둔화는 당분간 지속될 것이나, 해외여행객 수요/배달앱 수요 상승은 어느정도 마무리 국면이라고 판단. 다만, 2) 고환율과 일부 원가 상승은 부담으로 작용할 것. 삼양식품/오리온처럼 해외비중이 높은 업체는 고환율 긍정적. 3) K-Food는 올해 미국/유럽/호주 등에서 가시적인 성과 기대. 삼양식품은 글로벌 내 공급 부족 상황을 겪고 있으며, CJ제일제당도 유럽/호주 향으로 입점 확대하며 보폭 확대 중. **Top-Picks로 삼양식품, KT&G 제시**

이 페이지는 편집상 공백입니다.

# 화장품 Part 01

## 2024년 Review: 세부 업종별 실적 차별화

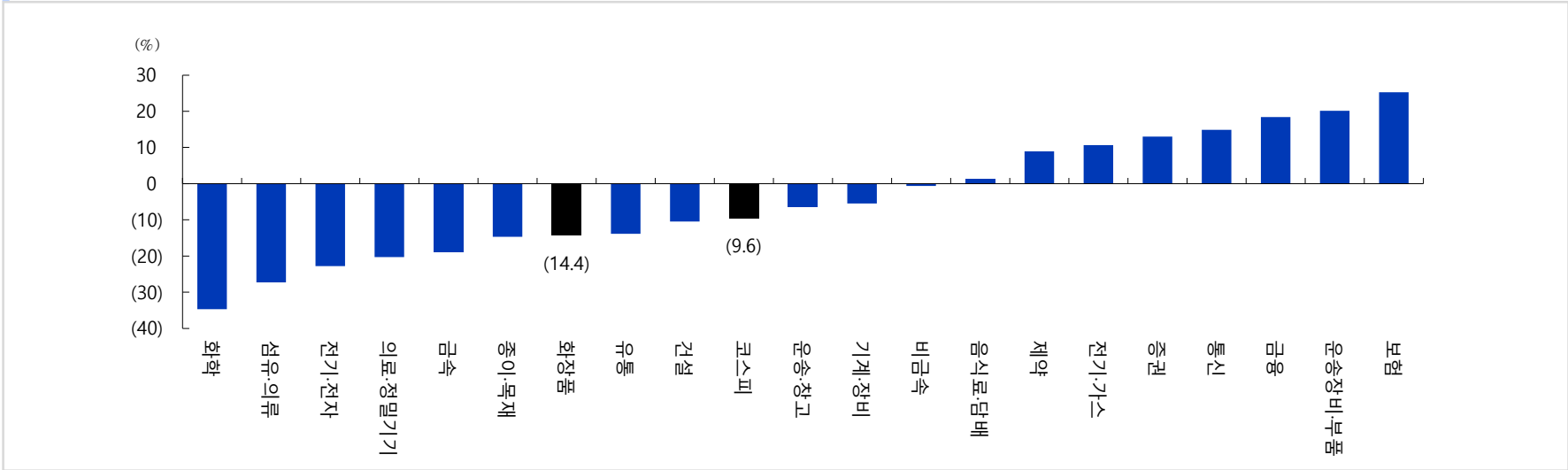
# 세부 업종별로 상이했던 주가 수익률

- 2024년 화장품 업종 YTD 수익률은 -14.4%으로, 코스피 대비 -4.8%p 언더퍼폼 시현
- 화장품 업종 지수 특성상 대형주(아모레, LG생건) 비중이 높아, 세부업종별로는 주가 상이한 흐름
- 시가총액 기준 YTD 수익률은 ODM사 +10%/중소형브랜드사 +51%/대형브랜드사 -22% 으로, 업종별로 상이한 성과 기록
- 다만, 전반적으로 7월을 기점으로 주가 조정. K뷰티 피크아웃 우려 기인

화장품 세부업종 시가총액 추이



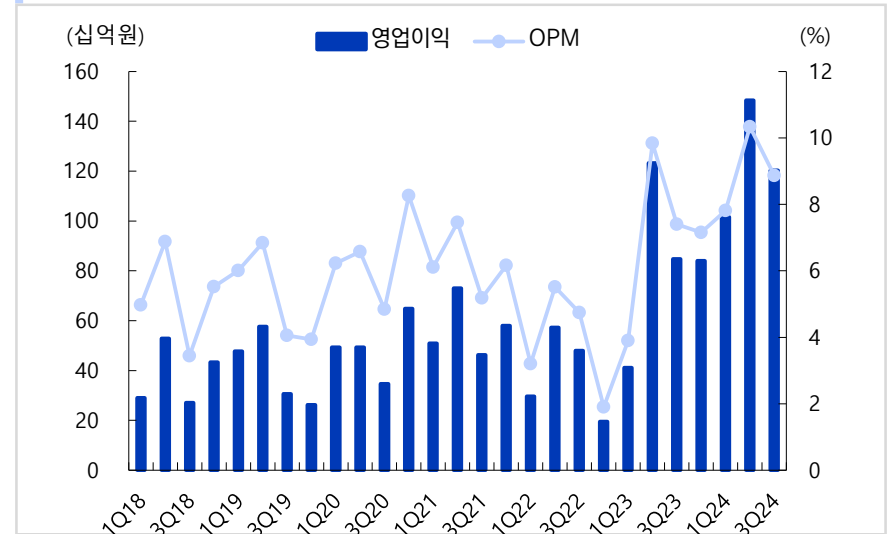
2024년 업종별 수익률: 화장품 업종 수익률 부진



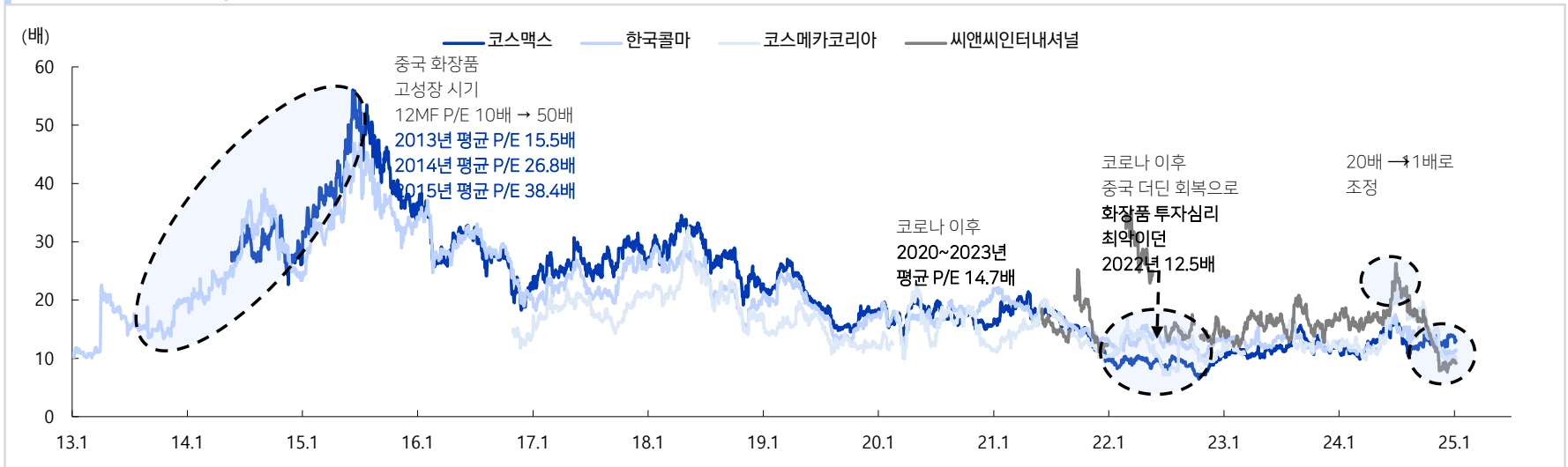
## 우상향 하는 수익성, 낮아진 밸류에이션

- 작년 가파른 주가 조정으로 ODM 4사의 평균 12개월 Fwd P/E는 24.6월 20배(화장품 업종 전체 기준 19.5배) → 24.12월 10.8배로 급락(화장품 업종 전체 기준 13.5배).
- 코로나, 중국 소비 위축이 겹치며 화장품 업황이 최악이던 2022년 도에도 P/E는 12.5배 수준. 참고로, 코로나 이후 2020~2023년 평균 P/E도 14.7배 수준임
- 반면, ODM 4사 수익성은 2022년을 저점으로 지속 우상향 흐름을 기록함. 과거 대비 높아진 수익성과 매출 성장을 감안시, 현저한 저평가 구간이라고 판단

### ODM 4사 영업이익 및 OPM 추이



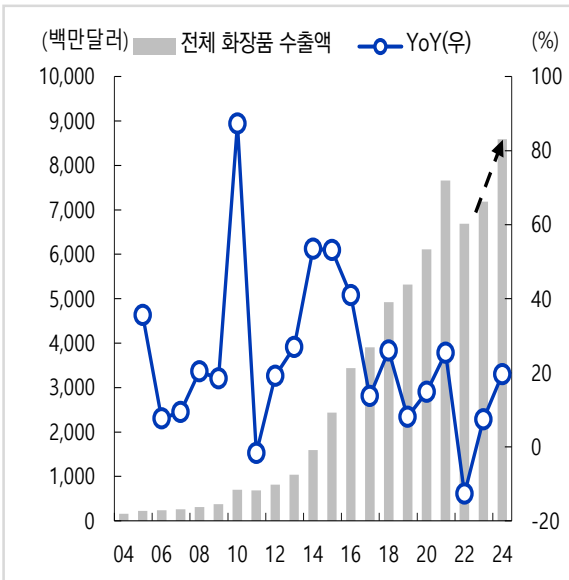
### ODM 4사 12MF P/E 밸류에이션 추이



# 24년 화장품 수출: 전년 높은 기저에도 견조했던 미국, 미국 외 국가도 견조

- 2024년 전체 화장품 수출액은 85.9억달러 (YoY 20%, 약 12.6조원) 역대 최대 규모 기록
- 지역별로 중국 21.6억달러 (YoY -9%, 약 3.2조원), 미국 15.6억달러 (YoY 52%, 약 2.3조원), 일본 8.4억달러(YoY 26%, 약 1.2조원), 동남아 5국 6.1억달러(YoY 27%, 약 0.9조원), 유럽 5 국 4.5억달러 (YoY 50%, 약 0.6조원), 중동 5국 3.2억달러(YoY 76%, 약 0.5조원) 시현
- 미국 및 유럽/중동/동남아 성장세가 유의미함. 특히, 미국 수출은 23년 YoY 46% 성장에도, 24년 YoY 52% 고성장세 지속. 올해 미국은 온 라인 중심 성장과 더불어 오프라인 보폭 확대가 기대됨
- 한국 화장품 수출 중 미국 비중은 2021년 8.6% → 2024년 18.1%으로 확대됨. 중국은 2021년 53.9% → 2024년 25.2%으로 하락

국내 화장품 수출액 추이

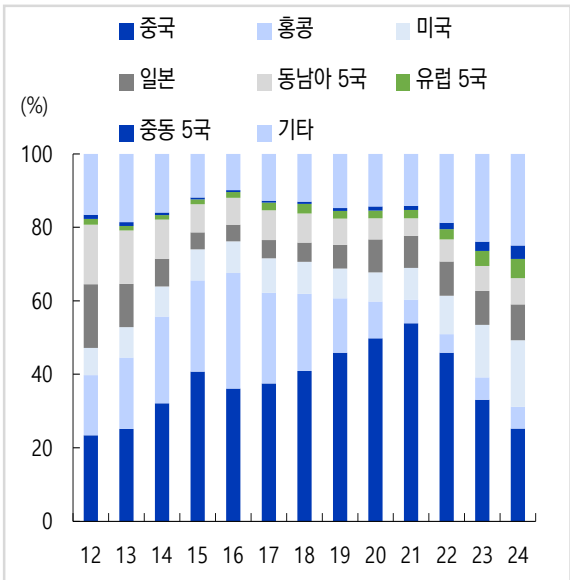


출처: Trass, 교보증권

미국 화장품 수출액 추이



한국 화장품 수출내 비중





## 3Q24 실적 발표 이후 악화된 투자 심리

- 24년 3분기 실적 발표이후 화장품 업종은 전반적으로 큰 폭 조정. 24년 11월 월간 수익률 기준 화장품 업체 대부분이 상장 이래 역대 최악의 낙폭을 기록함. 코스맥스 역대 19위, 한국콜마 2위, 코스메카 1위, 씨앤씨1위, 실리콘투 1위 낙폭을 기록함. 화장품 전체 업종지수로도 역대 11위 낙폭을 기록. 견조한 수주 상황, 과거 대비 높아진 K뷰티 위상을 감안한다면 낙폭 과대

| 연도                             | 코스맥스         | 한국콜마         | 코스메카         | 씨앤씨          | 실리콘투         | 브이티          | 클리오          | 아이패밀리        | 화장품          | 코스피          |
|--------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 월간 절대 수익률 (단위%) 좌: 시기 / 우: 수익률 |              |              |              |              |              |              |              |              |              |              |
| 1                              | 16.2 (34.2)  | 18.10 (27.5) | 24.11 (36.8) | 24.11 (40.5) | 24.11 (35.9) | 12.7 (47.0)  | 18.10 (42.5) | 24.8 (30.2)  | 18.10 (28.6) | 18.10 (13.4) |
| 2                              | 19.8 (30.4)  | 24.11 (25.5) | 18.10 (27.8) | 21.11 (30.8) | 22.7 (29.4)  | 12.12 (35.7) | 24.10 (28.5) | 21.11 (28.3) | 22.9 (16.0)  | 22.6 (13.2)  |
| 3                              | 21.11 (26.9) | 19.8 (21.7)  | 22.6 (27.0)  | 24.10 (28.7) | 21.10 (26.6) | 15.12 (32.9) | 18.5 (26.7)  | 24.10 (26.0) | 18.7 (15.6)  | 22.9 (12.8)  |
| 4                              | 18.10 (26.8) | 16.2 (20.7)  | 20.3 (26.8)  | 23.9 (18.8)  | 22.9 (25.8)  | 13.11 (27.4) | 18.7 (25.7)  | 22.6 (23.6)  | 22.6 (15.2)  | 11.8 (11.9)  |
| 5                              | 16.10 (23.8) | 18.7 (19.3)  | 18.7 (22.0)  | 22.6 (17.9)  | 22.8 (18.4)  | 10.3 (26.5)  | 22.6 (23.2)  | 23.7 (16.3)  | 24.8 (13.9)  | 20.3 (11.7)  |
| 6                              | 24.8 (21.7)  | 16.11 (17.3) | 19.7 (20.7)  | 23.7 (16.7)  | 24.10 (17.3) | 18.10 (23.1) | 24.11 (22.8) | 24.6 (15.3)  | 21.7 (13.4)  | 22.1 (10.6)  |
| 7                              | 24.7 (20.4)  | 21.11 (17.1) | 16.11 (20.5) | 24.7 (15.5)  | 23.10 (16.0) | 15.8 (23.0)  | 21.11 (22.6) | 22.9 (14.8)  | 22.5 (13.4)  | 22.12 (9.6)  |
| 8                              | 22.9 (19.9)  | 14.10 (16.8) | 21.11 (18.5) | 22.5 (14.6)  | 22.5 (14.4)  | 18.6 (22.2)  | 20.3 (18.9)  | 22.10 (12.0) | 10.1 (12.5)  | 23.10 (7.6)  |
| 9                              | 22.6 (19.2)  | 17.6 (15.5)  | 22.10 (16.4) | 22.1 (13.4)  | 24.8 (12.9)  | 16.4 (19.6)  | 22.3 (17.6)  | 23.10 (10.7) | 24.10 (12.4) | 19.5 (7.3)   |
| 10                             | 19.5 (19.1)  | 16.10 (15.4) | 19.3 (16.0)  | 21.9 (12.5)  | 23.3 (11.4)  | 11.8 (15.1)  | 17.7 (16.2)  | 21.10 (8.3)  | 19.5 (12.0)  | 12.5 (7.0)   |
| 11                             | 22.1 (18.8)  | 19.5 (14.5)  | 19.8 (15.3)  | 24.8 (10.1)  | 23.12 (9.9)  | 24.8 (15.1)  | 19.7 (15.1)  | 23.11 (8.2)  | 24.11 (12.0) | 13.6 (6.9)   |
| 12                             | 22.5 (18.7)  | 22.1 (13.8)  | 22.9 (15.1)  | 22.8 (9.3)   | 21.9 (8.1)   | 23.10 (14.8) | 22.5 (14.5)  | 24.11 (6.9)  | 22.10 (12.0) | 11.2 (6.3)   |
| 13                             | 23.11 (18.4) | 13.6 (13.8)  | 20.8 (15.1)  | 24.9 (8.7)   | 23.4 (6.9)   | 24.11 (14.4) | 18.8 (14.4)  | 24.7 (5.9)   | 16.2 (11.7)  | 20.2 (6.2)   |
| 14                             | 14.10 (16.9) | 18.2 (13.3)  | 22.5 (14.5)  | 22.3 (8.2)   | 22.1 (6.7)   | 10.5 (13.9)  | 16.11 (13.0) | 22.1 (4.0)   | 16.10 (11.6) | 24.1 (6.0)   |
| 15                             | 18.7 (16.3)  | 21.8 (12.1)  | 19.1 (14.2)  | 21.10 (4.3)  | 24.7 (5.8)   | 22.6 (13.2)  | 22.10 (12.9) | 22.5 (3.3)   | 24.1 (11.3)  | 11.9 (5.9)   |
| 16                             | 23.9 (16.2)  | 13.8 (11.9)  | 18.2 (13.6)  | 23.1 (4.3)   | 21.11 (5.4)  | 20.6 (12.7)  | 21.7 (12.6)  | 22.8 (3.2)   | 21.11 (11.1) | 10.5 (5.8)   |
| 17                             | 16.7 (15.0)  | 23.9 (11.6)  | 24.10 (13.3) | 21.7 (4.0)   | 22.11 (3.5)  | 23.7 (12.5)  | 24.8 (12.1)  | 23.9 (0.9)   | 21.9 (11.1)  | 18.2 (5.4)   |
| 18                             | 20.1 (14.4)  | 23.11 (11.5) | 19.11 (13.1) | 24.2 (2.3)   | 22.2 (2.0)   | 13.6 (12.3)  | 22.1 (11.8)  | 23.6 0.8     | 14.12 (10.3) | 19.7 (5.0)   |
| 19                             | 24.11 (11.9) | 22.5 (11.2)  | 17.7 (11.4)  | 21.6 (2.0)   | 22.4 (1.1)   | 20.10 (12.1) | 23.7 (10.1)  | 23.1 2.1     | 23.5 (10.2)  | 10.1 (4.8)   |
| 20                             | 17.6 (10.2)  | 20.1 (10.6)  | 19.10 (10.7) | 21.8 (0.3)   | 22.3 1.7     | 16.6 (11.8)  | 24.7 (9.5)   | 22.3 3.0     | 16.7 (10.0)  | 21.11 (4.4)  |

이 페이지는 편집상 공백입니다.

# 화장품 Part 02

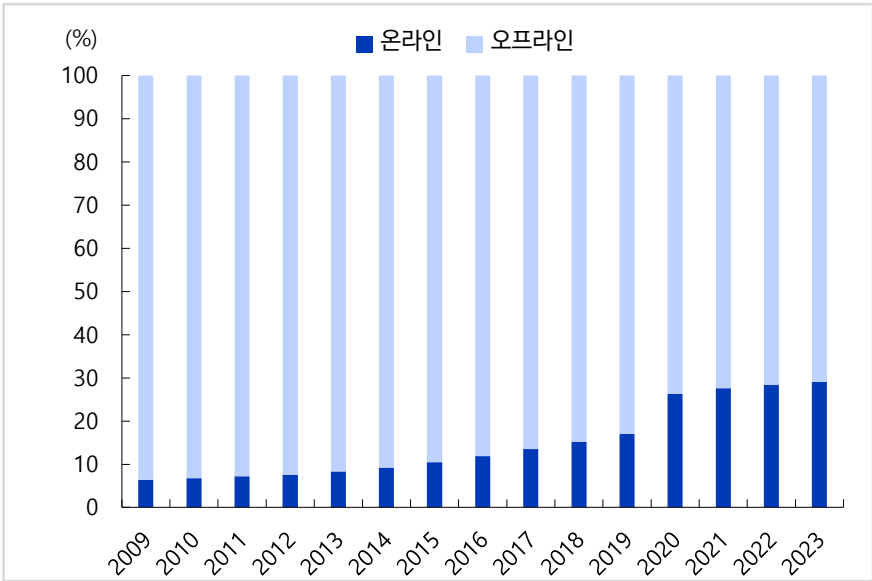
**2025년 전망 ①:**

**미국, 오프라인/색조 Let's go!**

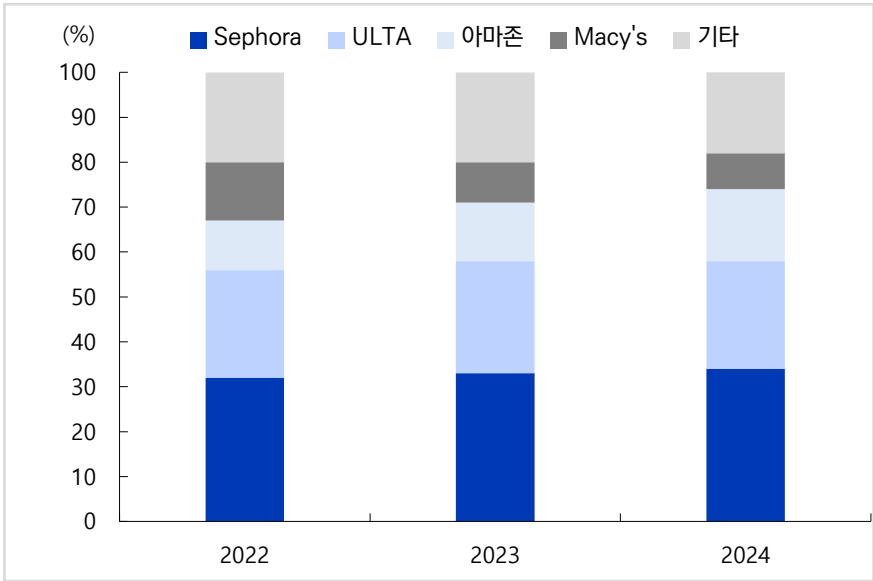
# 미국: 25년 오프라인 채널 확장 기대

- 24년 미국향 화장품 수출은 YoY 52% 시현. (참고로, 과거 YoY 성장률은 23년 46%/ 22년 6%/ 21년 37%) 전년 높은 기저에도 불구하고 견조한 성장 흐름 지속
- 최근 K뷰티는 미국 온라인 시장 중심으로 성장해옴. K뷰티 미국 매출 중 온라인 비중은 70~80% 수준인 것으로 파악됨. 반면, 미국 화장품 유통채널 비중은 온라인 30%, 오프라인 70%임. K뷰티의 미국 오프라인 진출이 가속화 된다면, 성장 모멘텀은 더욱 극대화
- 최근 미국 시장에서 K뷰티는 ULTA, 세포라 등 진입장벽이 높은 유통 채널 보폭 확대 흐름 긍정적임

미국 화장품 시장의 채널별 비중. 아직은 오프라인이 압도적



미국 내 Prestige skincare market 채널별 비중



출처: Euromonitor, 아모레퍼시픽, 교보증권

# 미국: 25년 오프라인 채널 확장 기대

- 아누아는 2025년 2월까지 ULTA 뷰티 미국 전 점포에 입점 예정. 유의미한 점 두가지. 1) 인디브랜드 최초로 대형 오프라인 유통사와 직거래 라는 점과, 2) 초도물량 부터 전 점포 입점이라는 점. 이는 일반적으로 300~400개 점포 선입점 후 성과에 따라 매장 확대하는 방식과 차별화. 미국 현지 유통사들의 K뷰티에 대한 높은 선호도를 보여주고 있음
- 브이티는 25년 초 ULTA 온라인 점포를 입점 후, 3Q25 ULTA 전 오프라인 점포 입점 확정. 코스트코 오프라인 매장에도 3Q25에 입점할 예정임

## 브이티 미국 입점 채널

| 입점 채널     | 점포 수   | 시기      | 비고   |
|-----------|--------|---------|------|
| 코스트코 온라인몰 | -      | 2024년 말 |      |
| 코스트코 오프라인 | 협의 중   | 3Q25    |      |
| ULTA 온라인몰 | -      | 2025년 초 |      |
| ULTA 오프라인 | 1,500개 | 3Q25    | 전 점포 |

출처: 언론보도, 각 사, 교보증권

## 아누아, 2025년 2월 미국 ULTA 전 점포 입점



anua\_global Exciting News!

We are thrilled to announce that ANUA is now available on ULTA 🥰  
Come visit Ulta to shop our products!

p.s. Looking forward to taking over the world! Which country should we land in next? 🌍👉

#Anua #ULTA

댓글 모두 보기

2024년 12월 30일 · 번역 보기

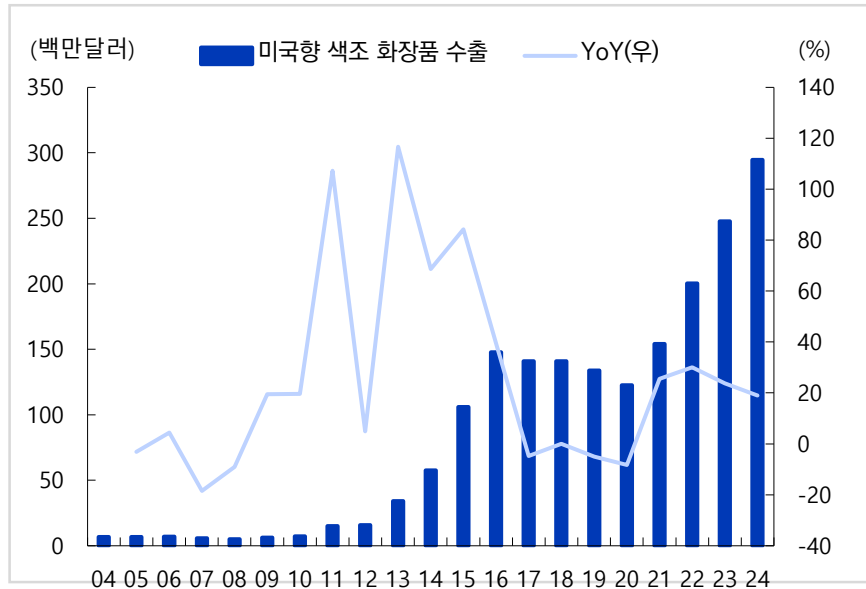
## 주요 인디브랜드 미국 오프라인 채널 입점 현황

| 브랜드     | 입점 채널  | 점포 수   | 시기      | 비고           |
|---------|--------|--------|---------|--------------|
| COSRX   | 코스트코   | 400개   | 1Q24    | 3Q24 완료      |
| COSRX   | ULTA   | 전 지점   | 2019.4  |              |
| 아누아     | ULTA   | 1,500개 | 1Q25    | 전 점포         |
| 스킨1004  | ULTA   | 650개   | 3Q24    |              |
| 스킨1004  | 코스트코   | 400개   | 1Q25    |              |
| 스킨 1004 | TARGET | 1,600개 | 2025년 내 |              |
| 마녀공장    | 코스트코   | 300개   | 3Q24    | 25년 400개로 확대 |
| 마녀공장    | 600    | 470개   | 3Q24    |              |
| 믹순      | 코스트코   | 200개   | 2024.10 |              |
| 믹순      | 월마트    | 265개   | 2025.1  | 뷰티스페이스       |
| 썸바이미    | 월마트    | 265개   | 2025.1  | 뷰티스페이스       |
| 네오젠     | 월마트    | 265개   | 2025.1  | 뷰티스페이스       |

## 미국: 색조 화장품 카테고리 확장 기대

- 미국향 색조 화장품 수출액은 지난 3년간 연평균 24% 성장함. 아직 기초 화장품 대비 성장률 및 수출 규모는 작지만, 성장 잠재성이 높음. 기존 색조 화장품은 다양한 피부톤/인종/트렌드 등을 고려 해야한다는 점에서 상대적으로 기초화장품 대비 진입장벽이 높았음
- 최근 이러한 진입장벽을 극복하고 K뷰티가 미국 색조 시장에서 두각을 나타내는 중. 작년 6월 티르티르의 '레드핏쿠션파운데이션'의 성공으로 색조 K뷰티 성공 가능성을 확인함. 티르티르 레드 쿠션 파운데이션은 작년 7월 과 12월 아마존 행사에서 각각 4위를 차지함. 아누아, 라네즈 등도 메이크업 카테고리에서 다수 브랜드들이 순위에 올라 긍정적

미국향 색조 화장품 수출액 추이



출처: Trass, market defense, 교보증권

24년 12월 Amazon Cyber Week 메이크업 부문 베스트 셀러

| Rank | 브랜드                   | 제품명                                                                     |
|------|-----------------------|-------------------------------------------------------------------------|
| 1    | Essence               | Lash Princess False Lash Effect Mascara                                 |
| 2    | Laura Geller New York | Award-Winning Baked Balance-n-Bright Color Correcting Powder Foundation |
| 3    | Neutrogena            | Makeup Remover Wipes                                                    |
| 4    | TIRTIR                | Mask Fit Red Cushion Foundation                                         |
| 5    | e.l.f.                | Glow Reviver Lip Oil                                                    |
| 6    | Julep                 | Eyeshadow 101 Crème-to-Powder Waterproof Eyeshadow Stick                |
| 7    | Maybelline            | Lash Sensational Sky High Washable Mascara Makeup                       |
| 8    | Urban Decay           | Naked 2 Basics Eyeshadow Palette                                        |
| 9    | Anua                  | Heartleaf Pore Control Cleansing Oil                                    |
| 10   | Lancôme               | Lash Idôle Mascara                                                      |

# 화장품 Part 03

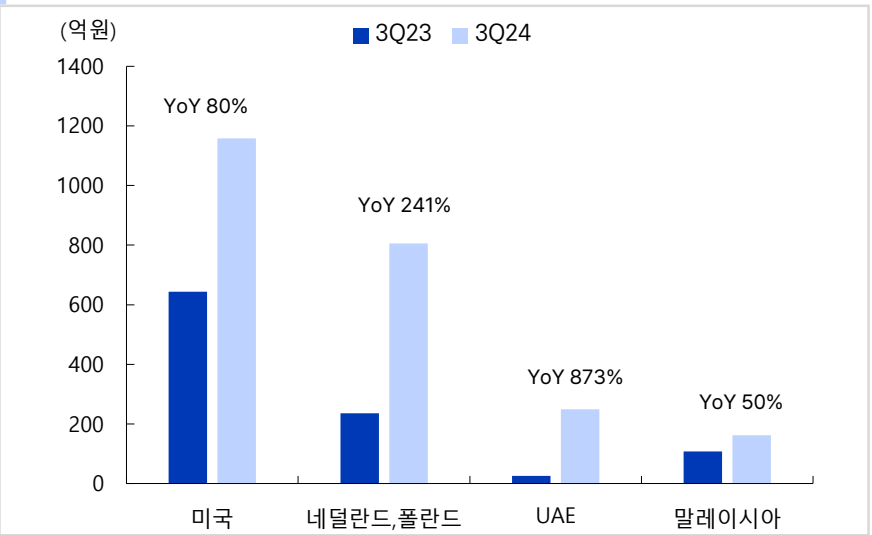
**2025년 전망 ②:**

**비 미국/중국 Let's go!**

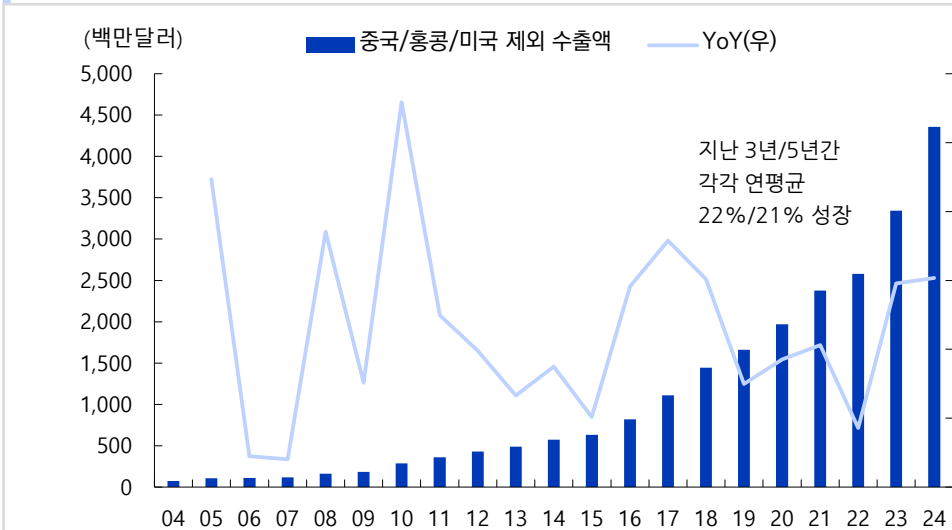
# 미국/중국을 넘어서 글로벌 시장으로 Let's go

- 미국/중국을 넘어서 글로벌로 K뷰티 보폭 확대 흐름 지속
- 중국/홍콩/미국 제외한 화장품 수출액은 2021년 23.8억달러 → 2024년 43.6억달러로 지난 3년간 연평균 22% 성장
- 실리콘투의 지역별 매출 성장률은 미국 YoY 80%, 네덜란드+폴란드 YoY 241%, UAE YoY 873% 높은 성장률을 보임. 특히 UAE는 지사가 없음에도 불구하고 고무적인 성장률 기록

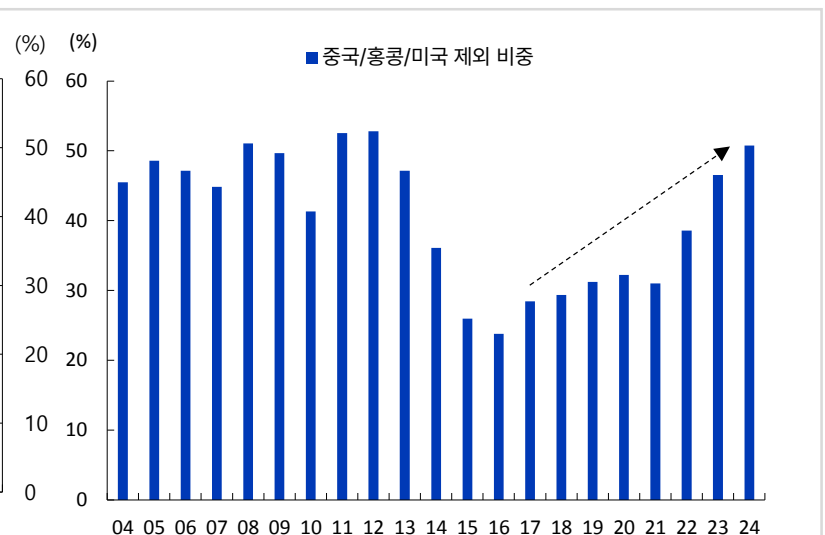
실리콘투 지역별 매출액 추이



중국/홍콩/미국 제외 수출액 추이



중국/홍콩/미국 외 국가 합산 비중 추이

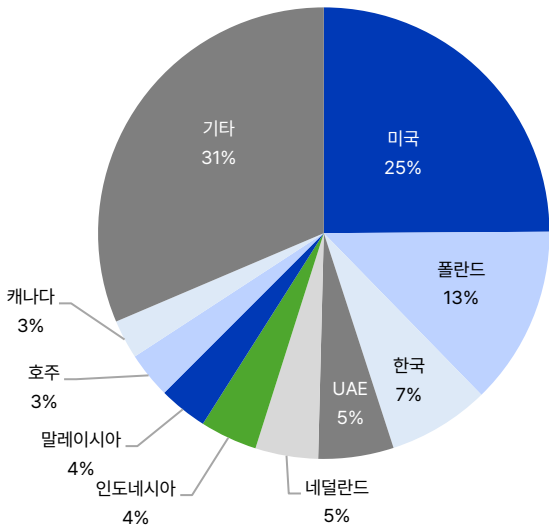




# 아직 글로벌에서 먹을 시장이 더 많은 지금!

- 글로벌 화장품 시장 규모는 약 5,691억달러(약 825조원) 으로, 이 중 미국 1,187억달러(약 172조원)/중국 773억달러(약 112조원). 글로벌 1위 화장품 시장인 미국에서 한국이 수입국 1위를 차지함. 글로벌 1위 시장인 미국에서 성공한 만큼, 그 외 지역에서 성공 가능성을 보여주었음. 최근 유럽/중동 등 지역 확장 이루어지는 중
- 실리콘투는 24년 영국/프랑스 지사 설립하면서 유럽 지역 보폭 확대 중이며, 이후 중동 지사 설립도 긍정적으로 검토 중
- EU 화장품 수입 중 한국 순위는 11위(독일 12위, 프랑스 8위, 네덜란드 6위, 이탈리아 12위 등으로 아직 비중 미미함. 반면, 글로벌 내 유럽 화장품 시장 비중은 24%으로, 북미 29%에 견주는 수준임

실리콘투 지역별 매출 비중(3Q24 기준)



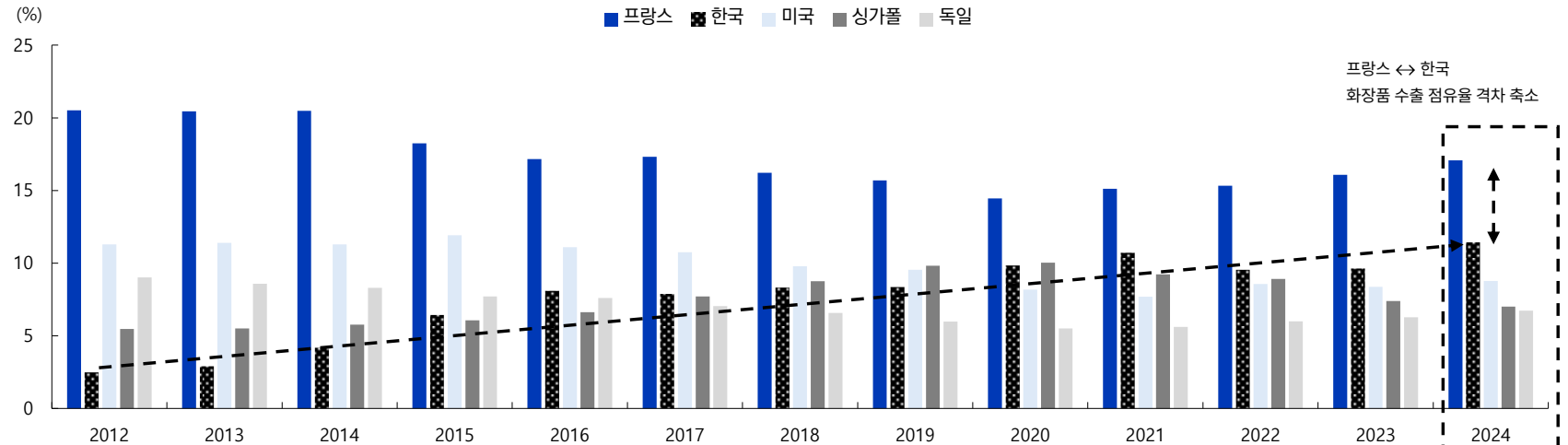
각국의 화장품 수입액 중 한국 비중 순위

| 순위 | 미국   | 홍콩   | 일본   | 중국   | 대만   | 인도  | 카자흐  | 튀르키예 | 사우디아라비아 | 캐나다  | 뉴질랜드 | 프랑스  | 스페인  | 네덜란드 | 베트남  | 말레이시아 | 싱가포르 | 인도네시아 | 태국   |
|----|------|------|------|------|------|-----|------|------|---------|------|------|------|------|------|------|-------|------|-------|------|
| 1  | 한국   | 한국   | 한국   | 프랑스  | 프랑스  | 영국  | 러시아  | 프랑스  | 프랑스     | 미국   | 미국   | 이탈리아 | 프랑스  | 프랑스  | 한국   | 중국    | 대만   | 중국    | 중국   |
| 2  | 프랑스  | 싱가포르 | 프랑스  | 일본   | 일본   | 미국  | 프랑스  | 이탈리아 | UAE     | 프랑스  | 호주   | 미국   | 독일   | 미국   | 프랑스  | 싱가포르  | 미국   | 싱가포르  | 일본   |
| 3  | 캐나다  | 스위스  | 미국   | 한국   | 한국   | 홍콩  | 중국   | 한국   | 이탈리아    | 한국   | 프랑스  | 독일   | 이탈리아 | 독일   | 일본   | 미국    | 중국   | 일본    | 대만   |
| 4  | 이탈리아 | 중국   | 중국   | 미국   | 미국   | 중국  | 미국   | 독일   | 미국      | 이탈리아 | 중국   | 네덜란드 | 네덜란드 | 벨기에  | 미국   | 대만    | MYS  | 미국    | 미국   |
| 5  | 중국   | 일본   | 이탈리아 | 영국   | 중국   | UAE | 이탈리아 | 중국   | 중국      | 중국   | 한국   | 스페인  | 중국   | 중국   | 중국   | 일본    | 한국   | MYS   | UAE  |
| 6  | 멕시코  | 프랑스  | 영국   | 이탈리아 | 캐나다  | 오만  | 한국   | 미국   | 독일      | 일본   | 일본   | 중국   | 폴란드  | 한국   | 태국   | IDN   | 일본   | 호주    | MYS  |
| 7  | 영국   | 미국   | 캐나다  | 벨기에  | 영국   | 한국  | 폴란드  | 폴란드  | 한국      | 독일   | 독일   | 벨기에  | 벨기에  | 영국   | 이탈리아 | 한국    | IDN  | 태국    | 한국   |
| 8  | 일본   | 독일   | 스위스  | 캐나다  | 이탈리아 | 프랑스 | 독일   | 스페인  | 호주      | 캐나다  | 이탈리아 | 한국   | 미국   | 폴란드  | IDN  | 태국    | 프랑스  | 한국    | 베트남  |
| 9  | 독일   | 이탈리아 | 독일   | 독일   | 스위스  | 벨기에 | 스위스  | 영국   | 폴란드     | 영국   | 캐나다  | 캐나다  | 한국   | 이탈리아 | 폴란드  | SAU   | UAE  | 베트남   | IDN  |
| 10 | 스웨덴  | 대만   | 대만   | 스위스  | 호주   | 태국  | 벨라루스 | 스위스  | 영국      | 멕시코  | 태국   | 폴란드  | 아일랜드 | 스페인  | 스위스  | 호주    | 태국   | 인도    | 싱가포르 |

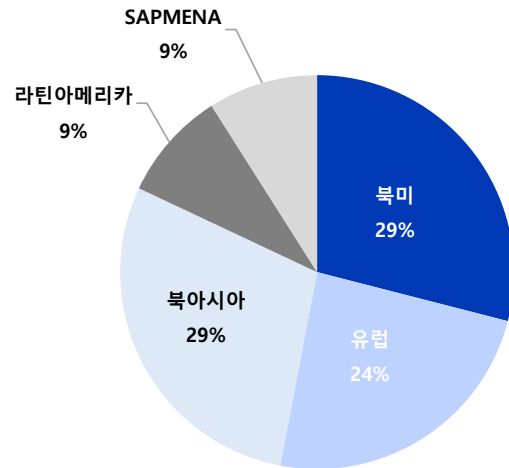
출처: KITA, 실리콘투, 교보증권

# 글로벌 수출 점유율은 프랑스 ↔ 한국 격차 축소 중

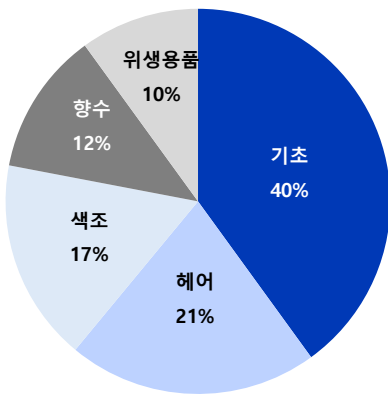
글로벌 화장품 수출 국가별 비중



글로벌 화장품 시장 규모 중 권역별 비중



글로벌 화장품 시장 카테고리별 비중



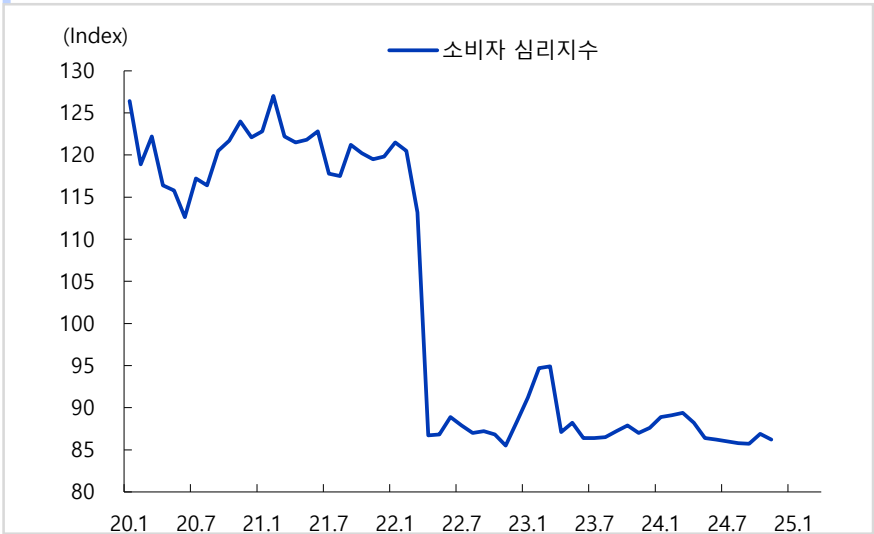
# 화장품 Part 04

**2025년 전망 ③:  
중국에도 봄은 오는가?**

# 중국 소비 회복 기대감 유입 중

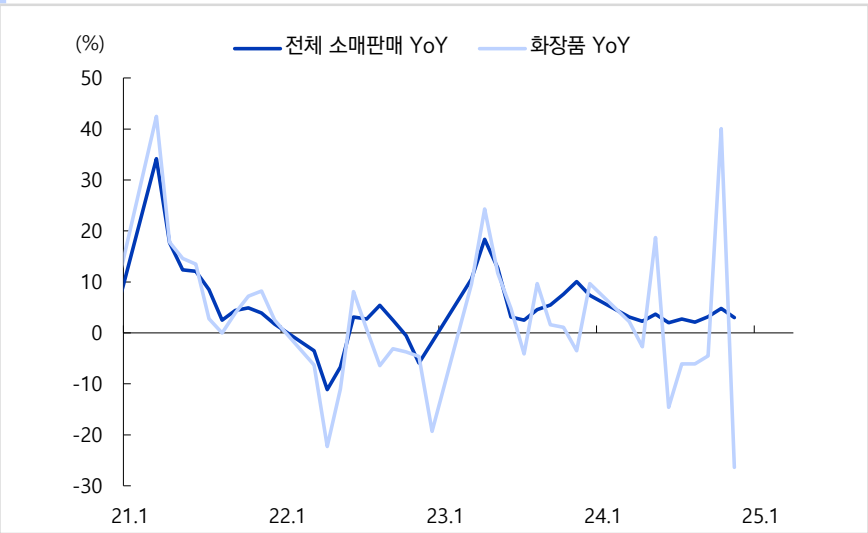
- 중국은 소비 및 경제 부진 지속. 소비자 심리지수는 2022년 이후부터 지속 100을 크게 하회하고 있고, 소매판매 증가율도 부진. 25년 트럼프 2기 행정부가 출범에 따른 무역 불확실성도 확대
- 중국 정부는 전면적인 내수 확대를 최우선 과제로 제시. 외부 불확실성을 내수 확대로 방어하겠다는 전략. 통화정책 역시 글로벌 금융위기 시기였던 2010년 이후 이례적으로 가장 완화적인 통화정책 운영을 제시함
- 한편, 2024년 1~11월 화장품 소매판매(연 2천만 위안 이상)는 YoY 4% 증가. 10~11월 누계로는 YoY 4.2% 성장하며 전년대비 소폭 회복 흐름. 광군제 기간 화장품 GMV는 YoY 22% 증가

## 중국 소비자심리지수 추이



출처: CEIC, 언론보도, 교보증권

## 중국 전체 소매판매/화장품 소매판매 YoY 추이



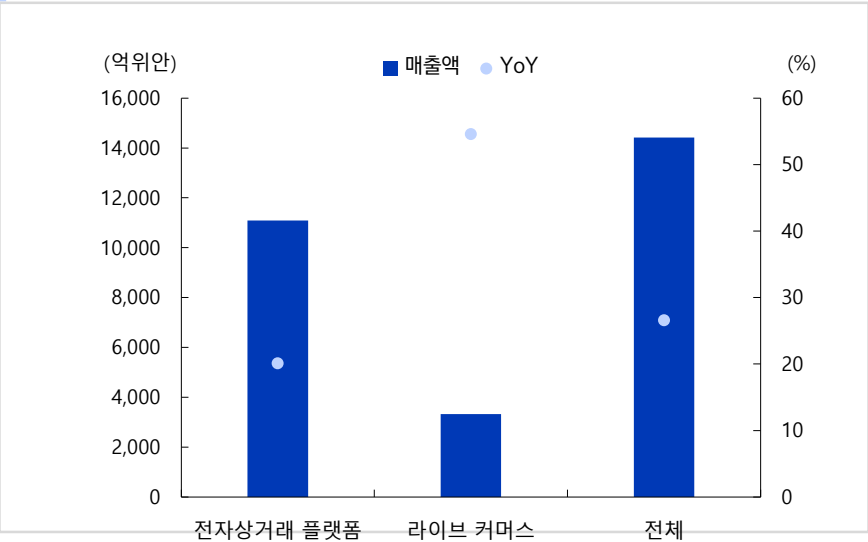
## 중국 경제 중점 업무 비교 24년 Vs. 25년

|   | 2024              | 2025         |
|---|-------------------|--------------|
| 1 | 과학 기술 혁신          | 내수 확대        |
| 2 | 내수 확대             | 과학 기술 혁신     |
| 3 | 핵심분야 개혁 심화        | 경제구조 개혁      |
| 4 | 대외개방 확대           | 대외개방 확대      |
| 5 | 주요 분야 리스크 방어      | 주요 분야 리스크 방어 |
| 6 | 농촌/농민/농업 진일보      | 도농간 융합 발전    |
| 7 | 도농 융합, 지역 균형 발전   | 지역 성장 전략 강화  |
| 8 | 생태 문명 건설 및 친환경 발전 | 친환경 발전       |
| 9 | 민생 개선             | 민생 개선        |

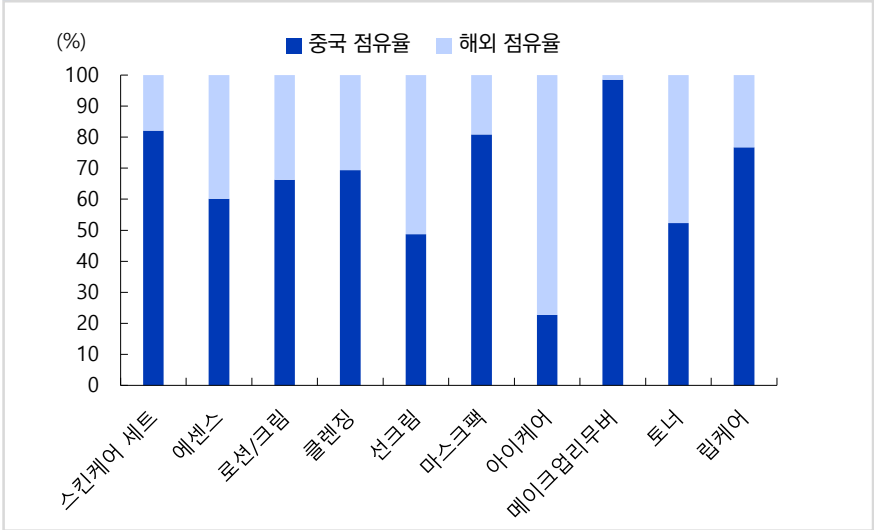
# 중국 화장품 시장 키워드 1) 숏폼, 2) 로컬, 3) 가성비

- 1) 숏폼 채널 강세: 24년 광군제 행사에서 틱톡 등 숏폼 채널 강세를 보임. 타오바오/티몰 채널 점유율 50.1%(YoY -10.9%p) 감소. 1일 이용 시간은 틱톡이 YoY 12%으로, 타오바오 -24%, 핀뎬뎬 +9%를 큰 폭 상회
- 2) 로컬 브랜드 강세: 2023년 중국 내 로컬 비중은 50.2%(Vs. 22년 47.4%)으로 역대 최초로 해외 브랜드 비중을 넘어섬. 또한, 중국 로컬 화장품 등록 수는 53만개(YoY 33%), 수입 화장품은 1.2만개(YoY 8%)에 그침
- 3) 가성비: 팬데믹 이후 실용성 및 가성비가 주요 구매 결정 요인으로 부각. 로컬 브랜드 400위안 이하 포지셔닝으로 상대적 강세

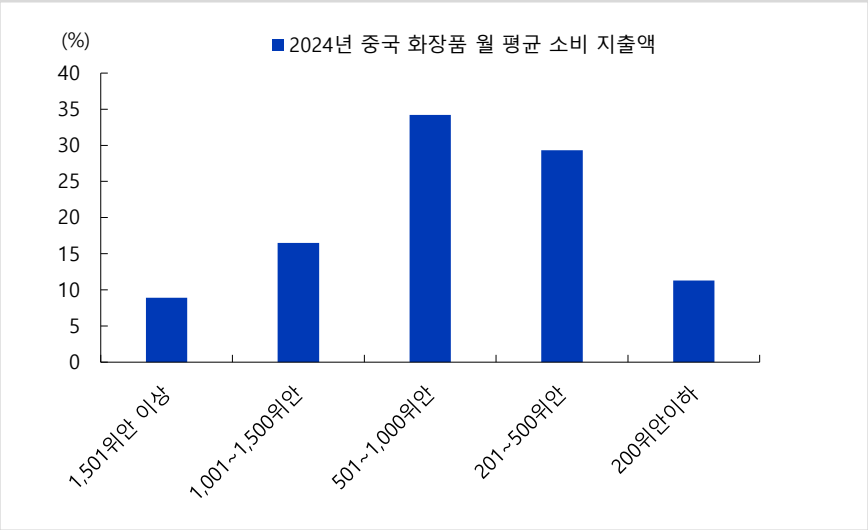
24년 광군제 주요 플랫폼 매출액



24년 중국 화장품 카테고리별 로컬 매출 비중

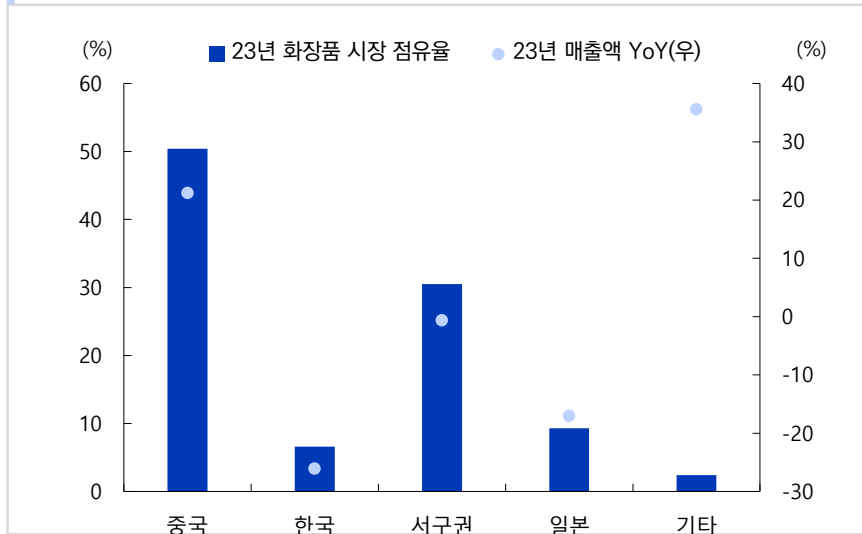


주요 업체별 중국 비중

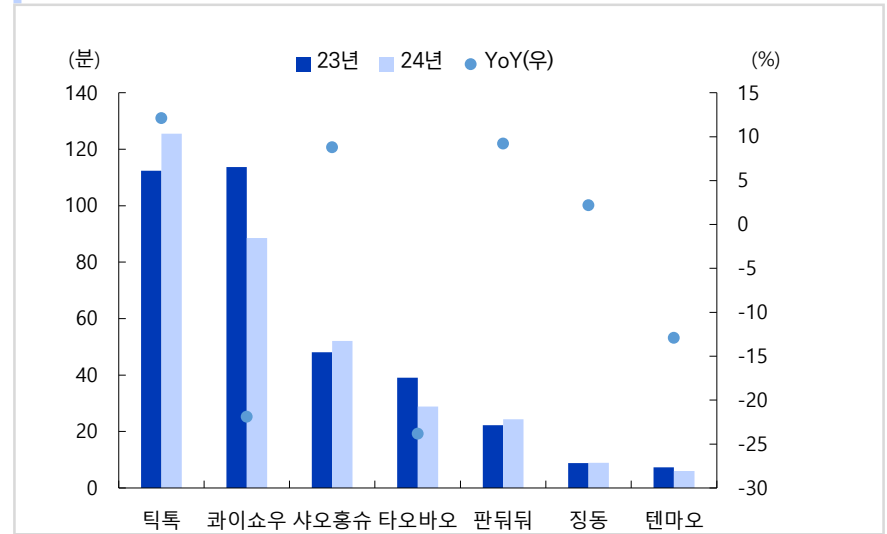


# 중국 화장품 시장 키워드 1) 숏폼, 2) 로컬, 3) 가성비

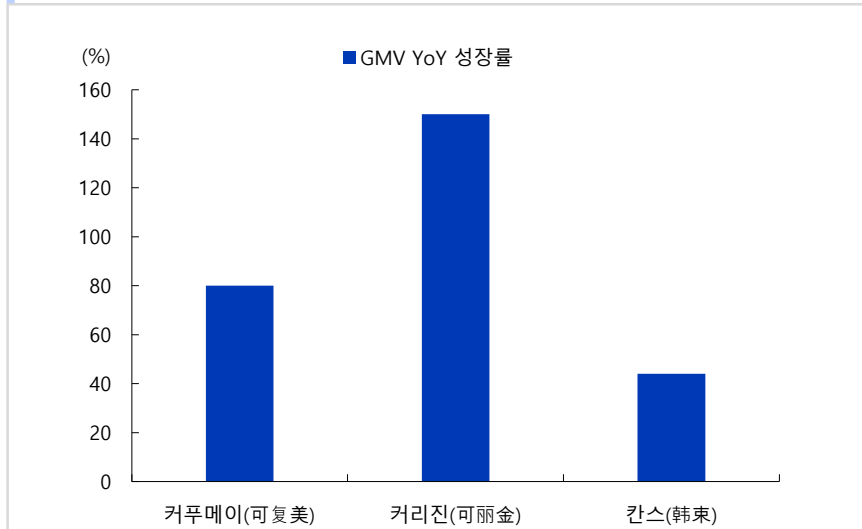
## 23년 중국 화장품 시장 국가별 점유율 및 매출액 YoY



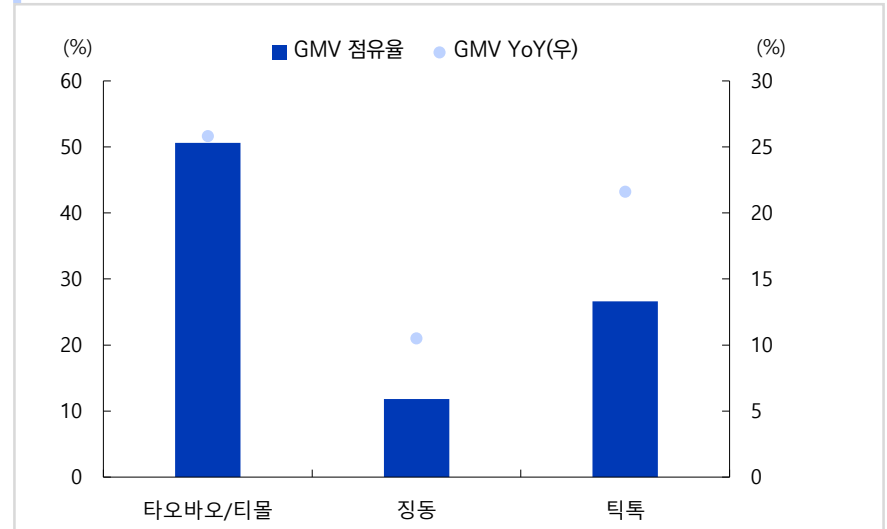
## 광군제 기간 주요 전자상거래 플랫폼 1인당 사용시간



## 광군제 기간 주요 로컬 브랜드 GMV YoY 성장률



## 24년 광군제 GMV 점유율 및 GMV 전년대비 성장률



# 중국 소비 회복 시, 로컬 브랜드 고객사 확보한 업체가 유리

- 최근 중국 광군제 행사 트렌드에서는 로컬 & 가성비 브랜드 성과 상대적으로 우위. 최근 2년 간 618/광군제 행사에서 중국 로컬 브랜드 순위가 급격한 상승. 틱톡 기준 2023년 618 행사에서 1~4위 해외 브랜드가 차지했지만, 2023 광군제 행사부터 중국 브랜드가 1위로 올라선 이후, 중국 브랜드가 1위 지속. 이에 따라 TOP 10 GMV 내 중국 브랜드 수는 2023년 618행사 2개 → 2024년 광군제 4개로 확대
- 중국 트렌드 감안시 경기부양책 등으로 소비 회복시 한국 자체 브랜드 성과 회복보다는, 로컬 브랜드를 고객사로 확보한 ODM 업체가 더 유리할 것이라고 판단함

주요 화장품 업체 24년 예상 기준 중국 노출도

주: 십억원, %

| 구분       | 코스맥스    | 한국콜마    | 코스메카  | LG생건    | 아모레     |
|----------|---------|---------|-------|---------|---------|
| 중국+면세 매출 | 552.0   | 162.9   | 42.2  | 1,289.0 | 683.5   |
| 전체 연결 매출 | 2,120.1 | 2,477.7 | 538.5 | 6,780.9 | 3,863.6 |
| 중국 노출도%  | 26%     | 7%      | 8%    | 19%     | 18%     |

광군제 기간 틱톡 채널 GMV TOP 10

| 순위 | 2023년 618행사 |     | 2023년 광군제 |     | 2024년 618행사 |     | 2024년 광군제 |     |
|----|-------------|-----|-----------|-----|-------------|-----|-----------|-----|
|    | 회사명         | 국가  | 회사명       | 국가  | 회사명         | 국가  | 회사명       | 국가  |
| 1  | 헬레나 루빈스타인   | 프랑스 | 프로야       | 중국  | KANS        | 중국  | 프로야       | 중국  |
| 2  | 에스티로더       | 미국  | 에스티로더     | 미국  | 프로야         | 중국  | KANS      | 중국  |
| 3  | 라메르         | 미국  | KANS      | 중국  | 헬레나 루빈스타인   | 프랑스 | 로레알       | 프랑스 |
| 4  | 랑콤          | 프랑스 | 로레알       | 프랑스 | 에스티로더       | 미국  | 커푸메이      | 중국  |
| 5  | 프로야         | 중국  | 랑콤        | 프랑스 | 랑콤          | 프랑스 | 에스티로더     | 미국  |
| 6  | 후           | 한국  | 라메르       | 미국  | 후           | 한국  | 헬레나 루빈스타인 | 프랑스 |
| 7  | KANS        | 중국  | 헬레나 루빈스타인 | 프랑스 | 로레알         | 프랑스 | 라메르       | 미국  |
| 8  | SK-II       | 일본  | 지몽        | 중국  | 커푸메이        | 중국  | 내추럴당      | 중국  |
| 9  | 로레알         | 프랑스 | 믹광        | 중국  | 라메르         | 미국  | 위노나       | 중국  |
| 10 | 올레이         | 미국  | 후         | 한국  | 올레이         | 미국  | 랑콤        | 프랑스 |

이 페이지는 편집상 공백입니다.



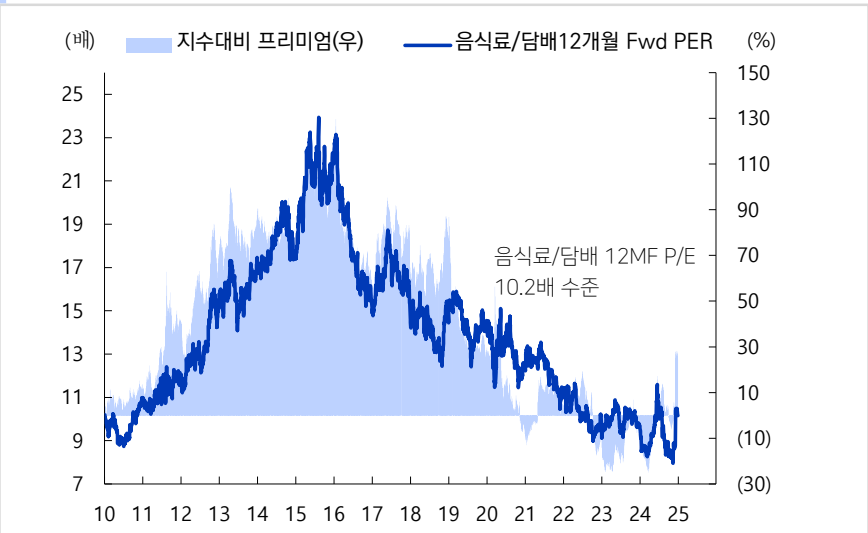
# 음식료 Part 01

**2024년 Review: Only KT&G, 삼양식품**

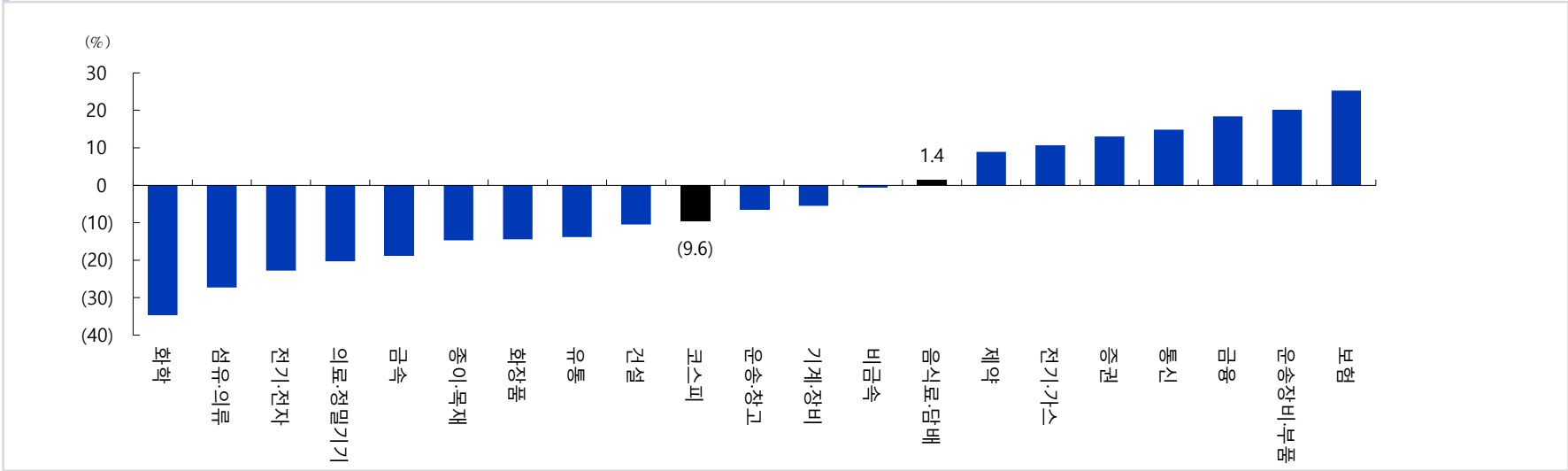
# 음식료/담배 : 업종 수익률은 선방한 것은 맞지만...

- 2024년 음식료/담배 업종 YTD 수익률은 +1.4%으로, 코스피 대비 +11%p 아웃퍼폼 시현
- 특히, 24년 12월 12MF P/E 소폭 회복해 10.2배 수준까지 회복
- 절대적 수치로는 시장 대비 선방했으나, 세부 업체별로는 상이한 흐름 기록

음식료/담배 업종 밸류에이션 추이



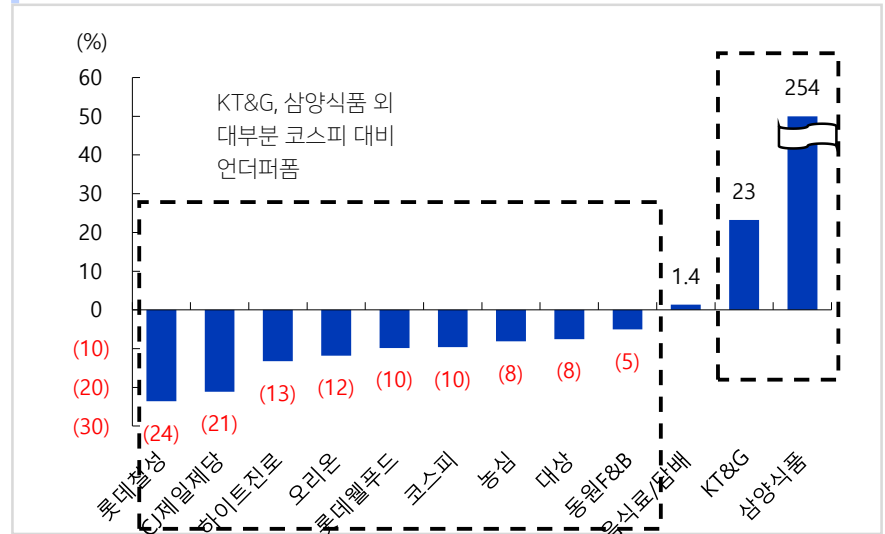
2024년 업종별 수익률: 음식료/담배 업종 상대적 선방



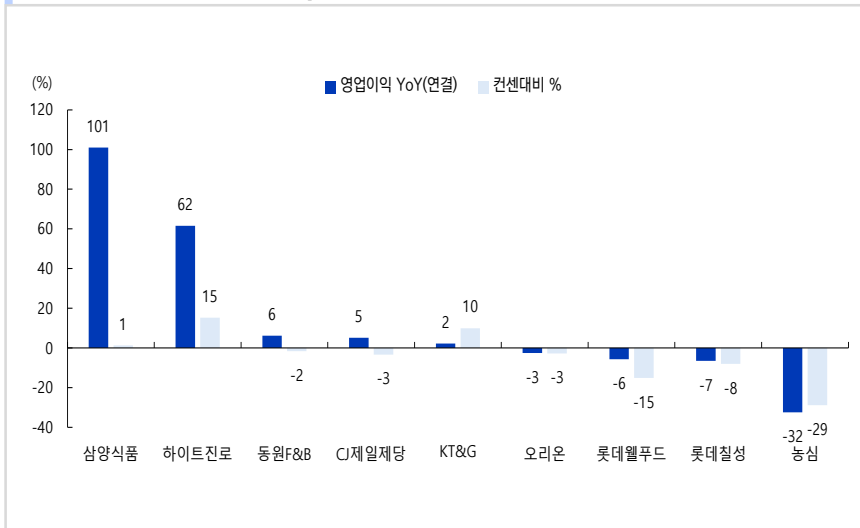
## 개별 주식들로 보면 희비가 엇갈려...

- 2024년 주요 음식료/담배 업체별로 YTD 주가 수익률 명암 공존  
24년 YTD 수익률은 삼양식품 +254%, KT&G +23% 외 대부분 업체들은 코스피 대비 동등~언더퍼폼 시현
- 주요 음식료/담배 업체들의 영업이익 증감률은 부진했음. 24년 3분기 기준 영업이익은 대부분이 감익을 시현. 국내 기준은 더 부진한 실적 기록
- 24년 영업이익 컨센서스는 연초 이후 삼양식품/하이트진로를 제외하고 보합~하향 조정 흐름

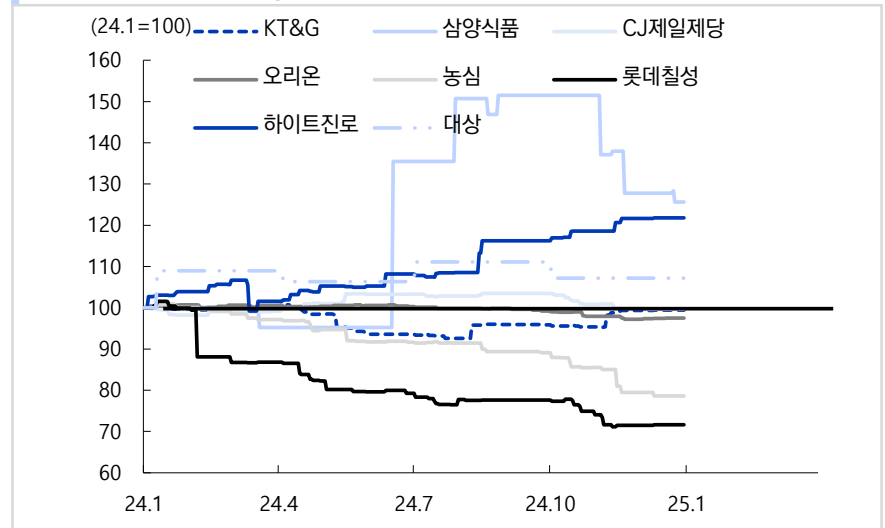
### 2024년 주요 음식료/담배 업체 주가 수익률



### 24년 3분기 주요 음식료/담배 업체 영업이익 증감률



### 2024년 주요 음식료/담배 업체 컨센서스 추이



# 필수소비재의 논리가 깨져버렸다

- 역사적으로 코스피 부진 시기 필수소비재인 음식료/담배 업종 매력 부각되었음
- 이와 달리 24년도는 KT&G와 삼양식품을 제외하곤 대부분 언더퍼폼 시현

(단위:%)

| 연도 | KT&G          | 삼양식품 | CJ CJ | 오리온  | 농심   | 롯데웰푸드 | 롯데칠성 | 동원F&B | 대상   | 하이트진로 | 음식료품   | 코스피  |
|----|---------------|------|-------|------|------|-------|------|-------|------|-------|--------|------|
|    | 코스피 대비 상대 수익률 |      |       |      |      |       |      |       |      |       | 절대 수익률 |      |
| 05 | (8)           | 188  |       | 103  | (42) |       | (52) | (13)  | 165  | (54)  | 56     | 54   |
| 06 | 21            | (18) |       | (7)  | (2)  |       | 39   | 9     | (12) | (4)   | 7      | 4    |
| 07 | 9             | (45) |       | (41) | (64) |       | (57) | (44)  | (31) | (32)  | 17     | 32   |
| 08 | 40            | 24   | 1     | 14   | 66   |       | 32   | (11)  | (12) | 41    | (30)   | (41) |
| 09 | (68)          | (13) | (35)  | 9    | (48) |       | (62) | 14    | (12) | (50)  | 17     | 50   |
| 10 | (21)          | (29) | (16)  | 12   | (40) |       | (8)  | (11)  | (25) | (33)  | 7      | 22   |
| 11 | 37            | 122  | 44    | 87   | 25   |       | 64   | 55    | 120  | (18)  | 23     | (11) |
| 12 | (10)          | (45) | 13    | 53   | 7    |       | (6)  | (6)   | 53   | 11    | 26     | 9    |
| 13 | (9)           | 1    | (23)  | (1)  | (8)  | (1)   | (0)  | 78    | 46   | (28)  | (1)    | 1    |
| 14 | 7             | (9)  | 15    | 5    | 5    | 5     | 2    | 126   | (8)  | 10    | 9      | (5)  |
| 15 | 35            | 27   | 21    | (2)  | 72   | (2)   | 47   | 32    | (5)  | (2)   | 36     | 2    |
| 16 | (7)           | 44   | (9)   | (3)  | (28) | (3)   | (38) | (53)  | (22) | (13)  | (28)   | 3    |
| 17 | (7)           | 117  | (19)  | (22) | (15) | (22)  | (30) | (4)   | (17) | (8)   | 5      | 22   |
| 18 | 5             | (29) | 8     | 32   | (11) | 21    | 23   | 40    | 8    | (14)  | (9)    | (17) |
| 19 | (15)          | 65   | (31)  | (20) | (13) | (9)   | (8)  | (29)  | (15) | 67    | (12)   | 8    |
| 20 | (42)          | (18) | 20    | (13) | (6)  | (63)  | (53) | (52)  | (18) | (21)  | 13     | 31   |
| 21 | (9)           | (10) | (2)   | (20) | 3    | 15    | 19   | 5     | (14) | (9)   | (3)    | 4    |
| 22 | 41            | 59   | 23    | 49   | 37   | 27    | 57   | 6     | 19   | 10    | 1      | (25) |
| 23 | (24)          | 51   | (34)  | (28) | (5)  | (18)  | (35) | (15)  | (24) | (31)  | (4)    | 19   |
| 24 | 33            | 264  | (12)  | (2)  | 2    | (0)   | (14) | 5     | 2    | (4)   | 1      | (10) |

출처: Quantiwise, 교보증권 / 주: 오리온은 2014년 이전 오리온홀딩스 기준

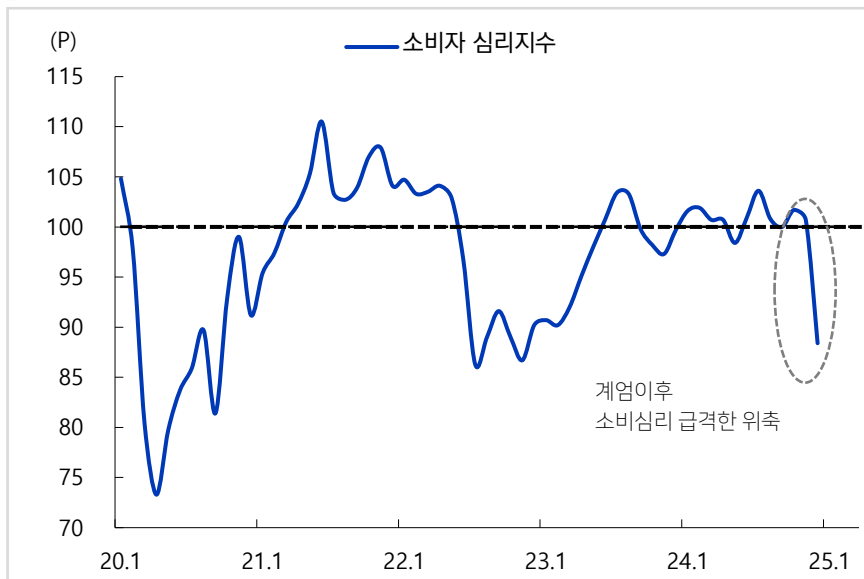
## 음식료 Part 02

**2025년 전망 ① :**  
**빼앗긴 소비에도 봄은 오는가?**

## 음식료/담배 : 내수 소비는 터널을 지나는 중-어두운 소비 지표 상황

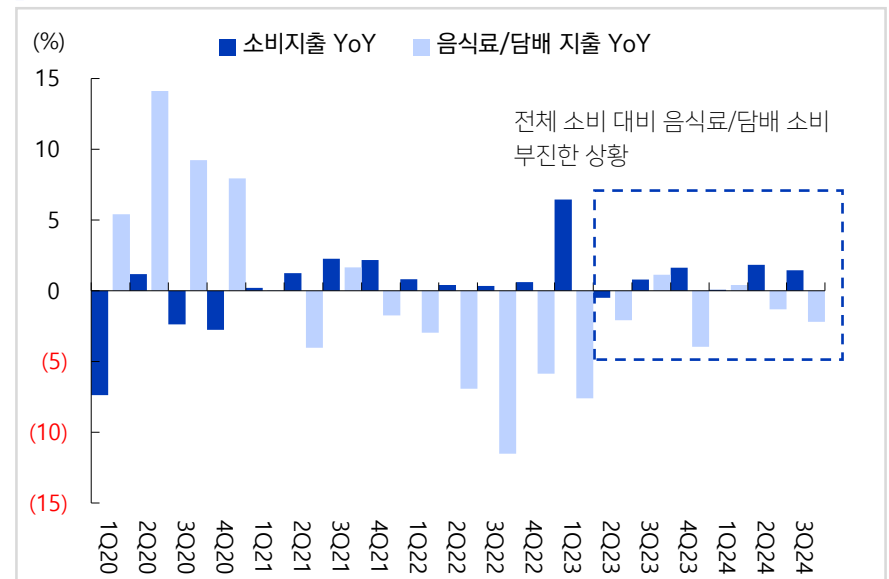
- 2024년도 연중으로 내수 소비 전반적으로 부진한 가운데, 연말 갈수록 계엄 사태/항공 사고 등으로 12월 소비심리 급격한 위축
- 소비 지출도 부진한 흐름이었지만, 특히 음식료/담배 품목 소비지출의 급감. 음식료/담배 소비지출은 음식료/담배 22년부터 크게 감소한 이후 회복이 더딘 모습을 보이고 있음. 소비지출이 소폭 +성장을 이어나가고 있는 것과 대비됨
- 향후 경기전망 CSI도 급격히 하락하며 불안한 내수 시장 상황 대변. 내수 출하지수는 22년 하반기부터 YoY 하락 흐름이후 현재까지 하락세 지속 중

소비자심리지수 추이



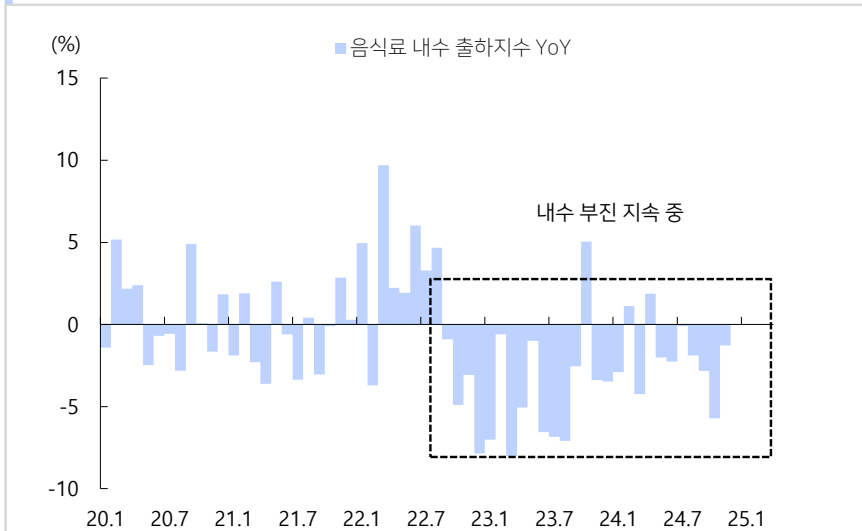
출처: 통계청, 교보증권

소비지출 Vs. 음식료/담배 소비지출(실질) YoY 추이

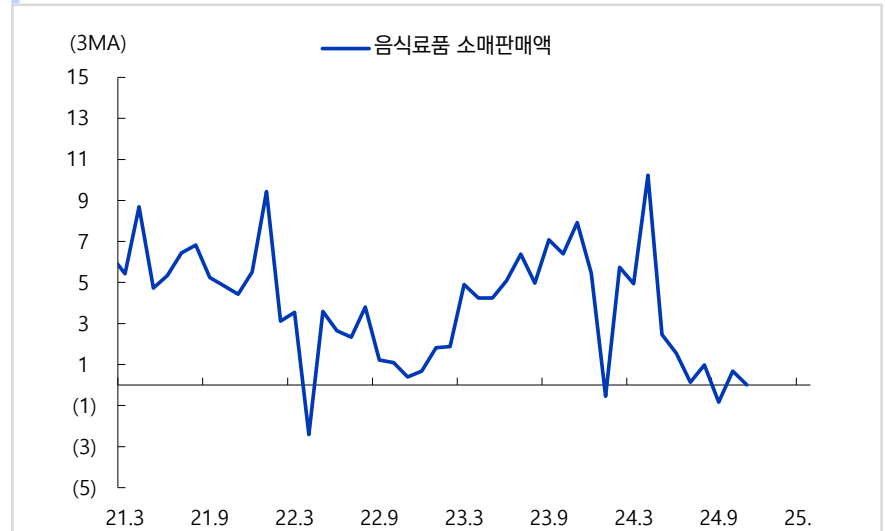


# 음식료/담배 : 내수 소비는 터널을 지나는 중-어두운 소비 지표 상황

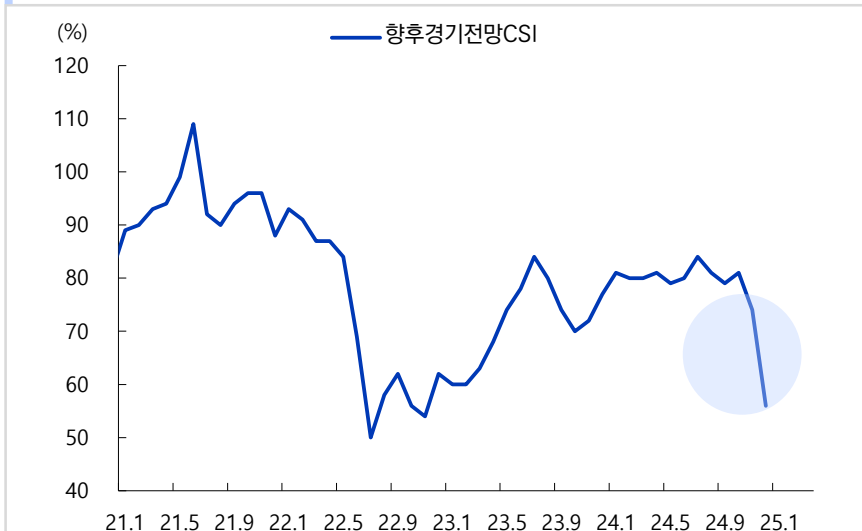
음식료품 내수 출하지수 YoY 추이



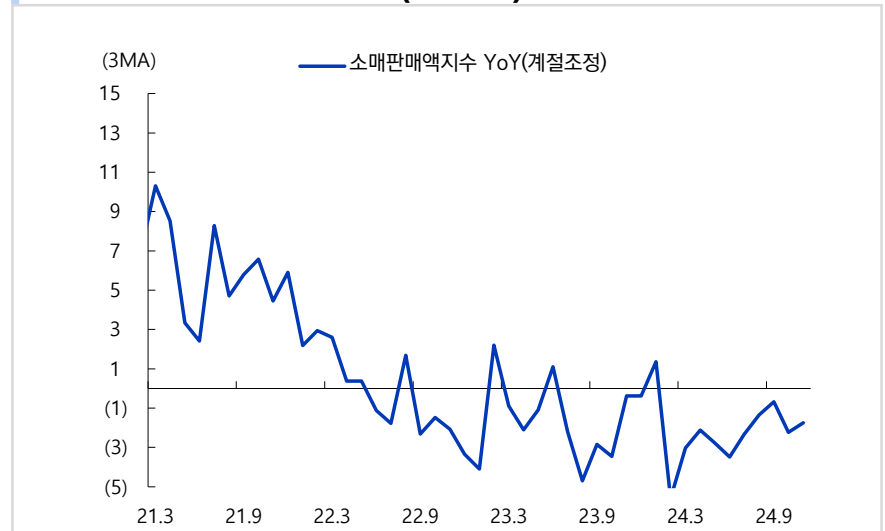
음식료품 소매판매액 YoY 추이



향후 경기전망CSI



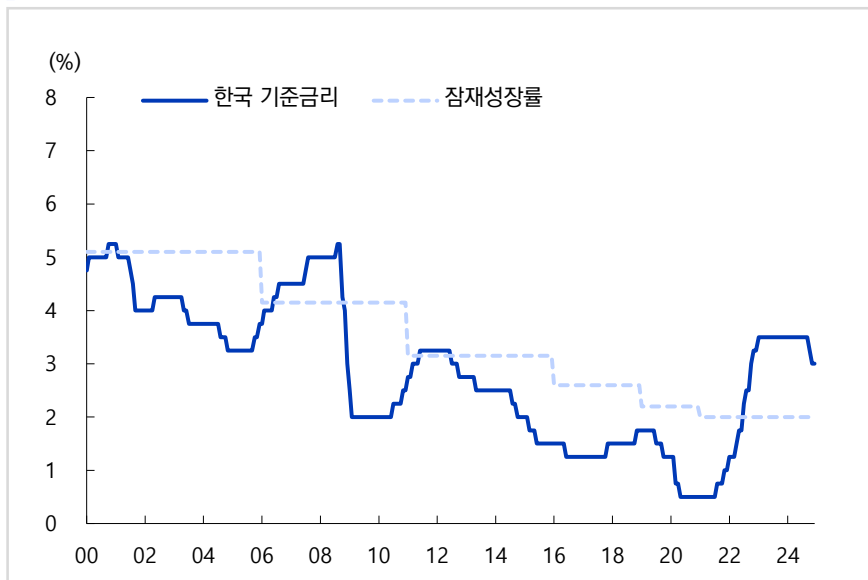
전체 소매판매액 지수 YoY 추이(계절조정)



## 음식료/담배 : 내수 소비는 터널을 지나는 중-원인 1. 경기 부진

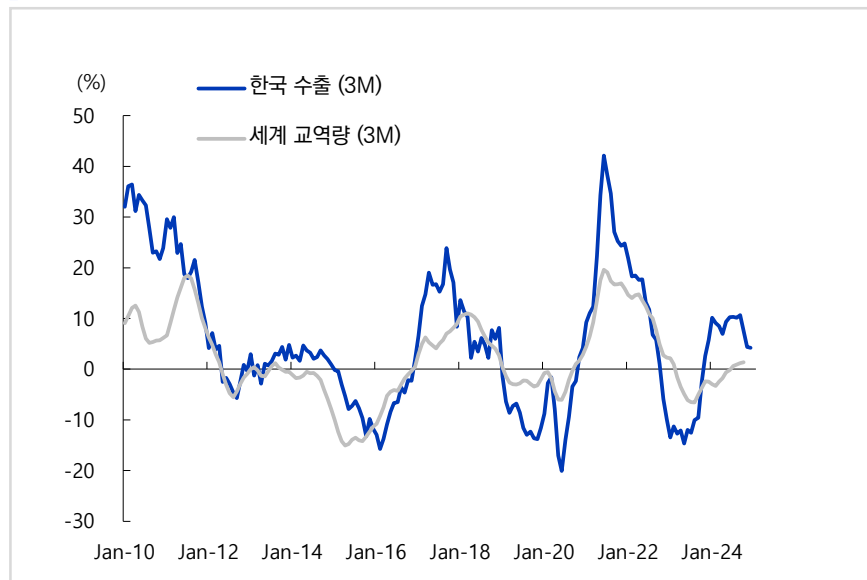
- 국내 경제는 내수 부진한 흐름 지속되는 가운데, 수출 모멘텀도 약해지고 있는 상황임. 특히, 반도체 업황 부진/트럼프 2기 행정부 강력한 보호주의 무역 정책 등이 국내 수출 모멘텀 회복 부정적 영향 예상. 대내외 불안 요소 혼재된 상황임
- 한편, 24년 말 계엄 사태, 항공기 사고 등으로 국내 경기와 투자 심리 급격히 위축도 부정적 영향
- 고물가/고환율/내수부진 등 불확실성 증가로 소비 및 투자 심리 악화 가중. 실질소득 낮은 증가세와 누적된 인플레이션 영향으로 소비여력 제약. 청년층 고용 증감 추이도 감소 23년 이후 지속 감소 흐름 유지 중

한국 기준금리 및 잠재성장률 추이



출처: 한국은행, 통계청, CPB, 교보증권

한국 수출과 세계 교역량 추이

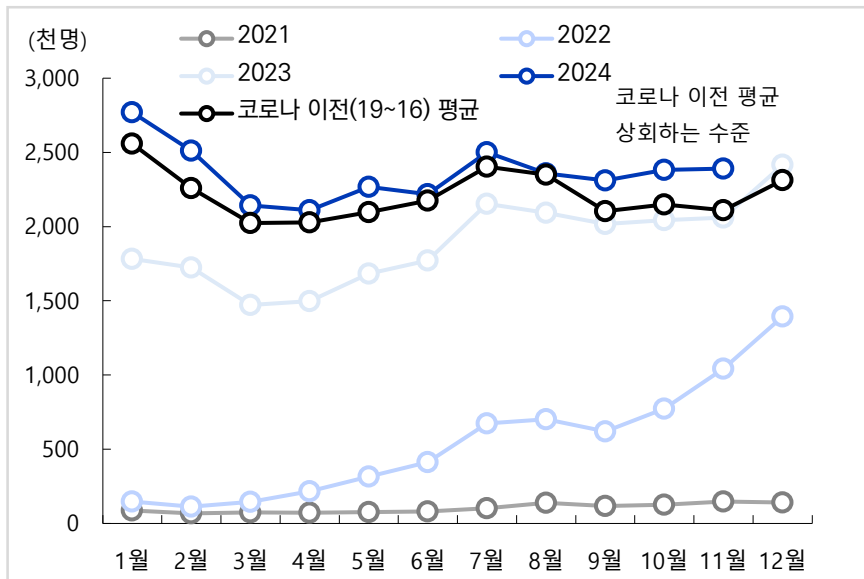




## 음식료/담배 : 내수 소비는 터널을 지나는 중-원인 2. 해외 여행의 증가

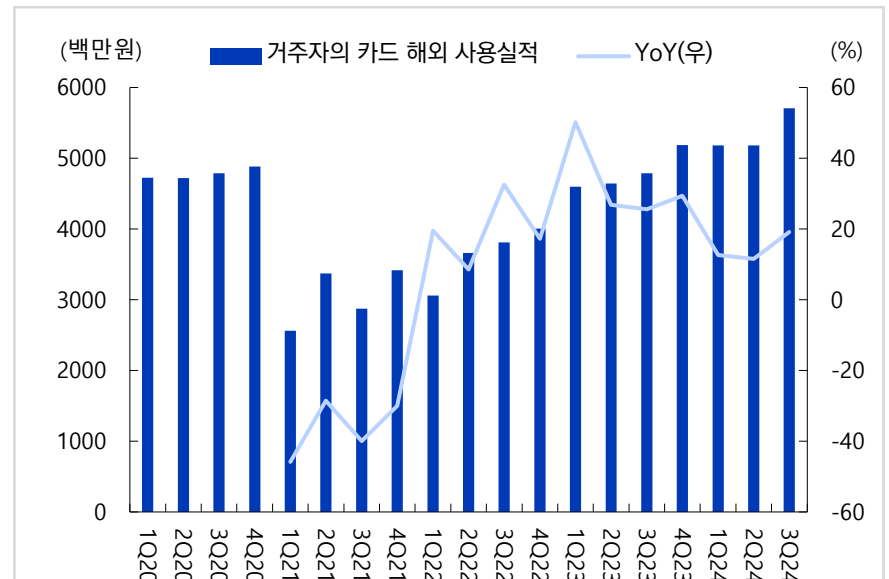
- 코로나 종료 이후 위축됐던 해외 여행 수요 급증했음. 특히 설날·추석 등 음식료품 성수기 시즌에 해외 여행 수요 증가로 내수 소비에 부정적 영향. 내수 소비 → 해외 소비로 수요 이전.
- 2024년 8월까지 내국인 해외 출국자 수는 2019년 대비 95~97% 회복률 기록. 9월 이후부터는 2019년을 상회했는데, 9월 113%, 10월 111%, 11월 114% 회복률 기록
- 코로나 이전 4년 평균(16~19년)과 비교하면, 1~11월 회복률 110% 초과. 코로나 이후 보복성 해외 여행 수요는 어느정도 마무리 단계라고 판단됨. 이에 따라 추가적인 해외 여행 수요 증가는 제한적일 것으로 보임

해외 아웃바운드 추이



출처: 출국관광통계, 한국은행, 교보증권

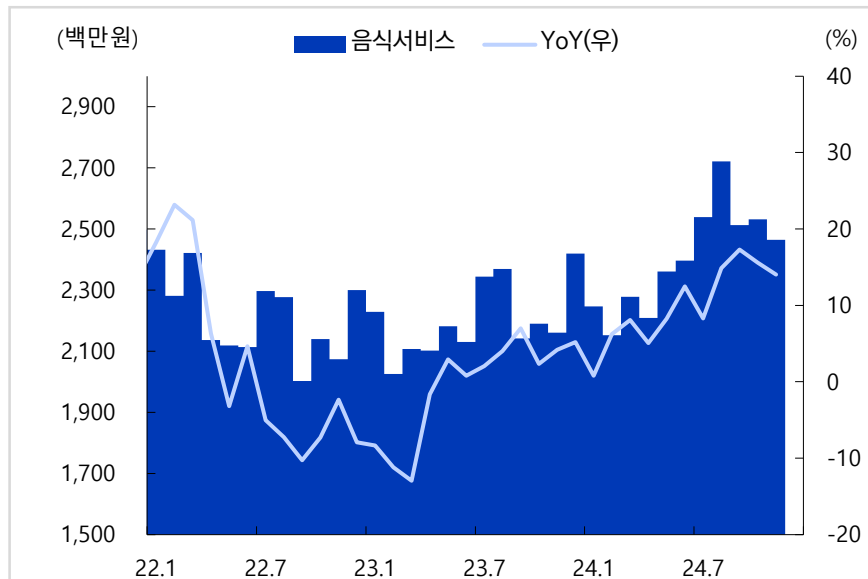
거주자의 카드 해외 사용 실적액 추이



## 음식료/담배 : 내수 소비는 터널을 지나는 중-원인 3. 배달앱 고성장

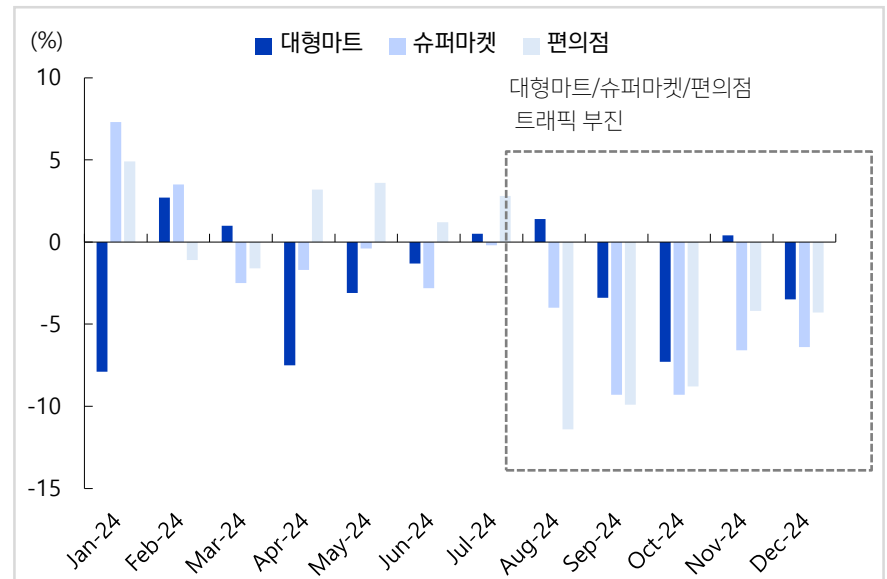
- 대형마트·슈퍼마켓·편의점 트래픽은 8월부터 YoY -10%~ -한 자릿 수로 감소하며 가공식품 수요에 부정적 영향
- 반면, 배달앱 등 온라인 음식 서비스 거래액은 24년 7월부터 두 자릿수 성장률 시현. 24년 기준 배달앱 3사 이용자 수는 YoY 9% 증가. 온라인 거래액 증가는 배달앱의 무료 배달 등 할인 영향 기인. 또한, 높아진 가공식품 물가 감안시 가격 메리트 부각됨. 이에 따라 가공식품 수요 → 배달 수요로 이전
- 다만, 최근 논의 중인 배달앱 상생안은 추가적인 수요 증가를 제한시키는 요인으로 작용할 것. 배달앱 상생안은 배달앱에 수수료 인하로 공격적인 배달료 할인은 제한적일 것임. 또한, 상생안은 상위 35% 업체에게는 오히려 수수료 부담을 증가시키는 요인으로 작용. 이에 따라 일부 업체들은 배달 주문시 오프라인 매장보다 가격이 높은 '이중가격제' 도입 중임

온라인 음식서비스 거래액 및 성장률 추이



출처: 통계청, 교보증권

주요 유통 채널 방문자 월별 트래픽 YoY



## 음식료 Part 03

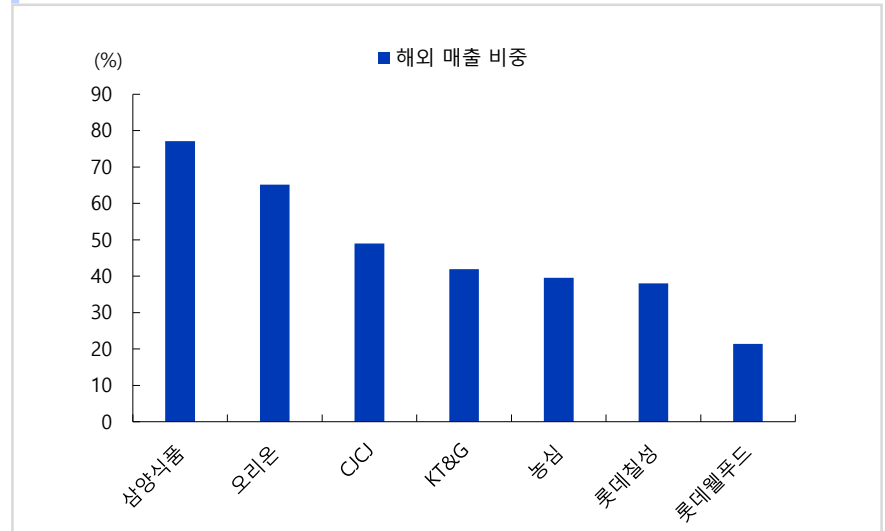
**2025년 전망 ②:**

**고환율, 일부 원재료 가격 상승**

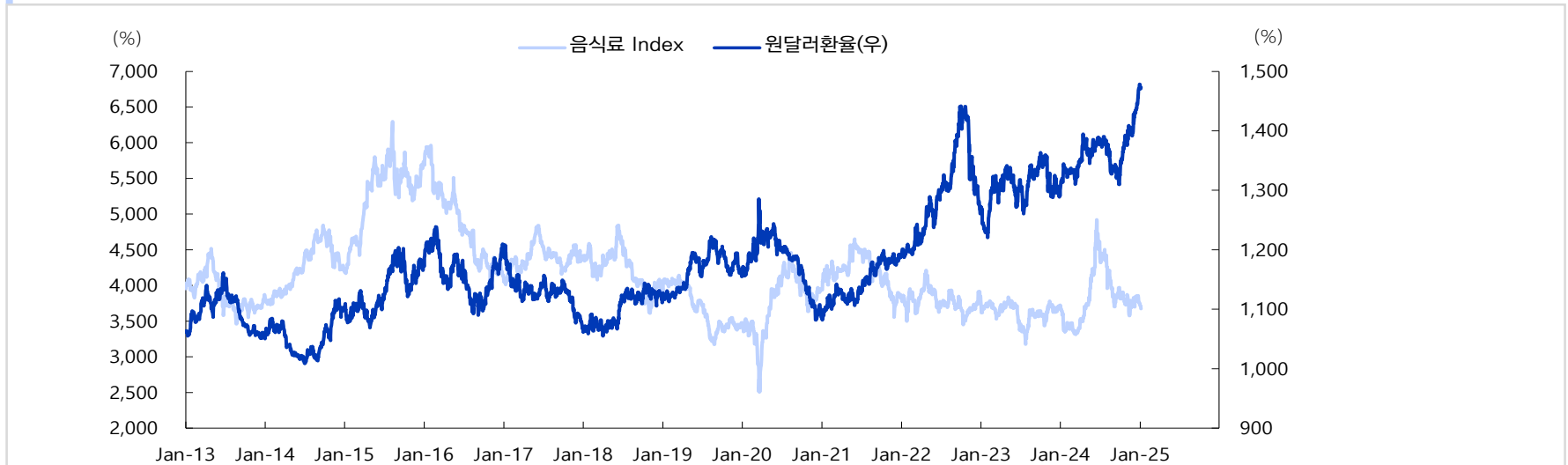
## 원화 약세 흐름 지속으로 업체별 영향 상이

- 주요 4대 곡물(소맥/옥수수/대두/원당)의 수입 의존도는 90% 이상으로 음식료 업체에게는 원화 약세가 부정적
- 다만, 최근 K-Food 열풍 영향으로 해외 비중 높은 업체들에게는 우호적. 삼양식품은 실적에 오히려 긍정적인 효과를 야기
- 24년 연결 기준 삼양식품의 해외 비중은 77%임. 중국 25%, 미국 22%, 유럽 17% 등으로 구성

주요 음식료/담배 업체 해외 매출 비중



음식료 인덱스 Vs. 원달러 환율



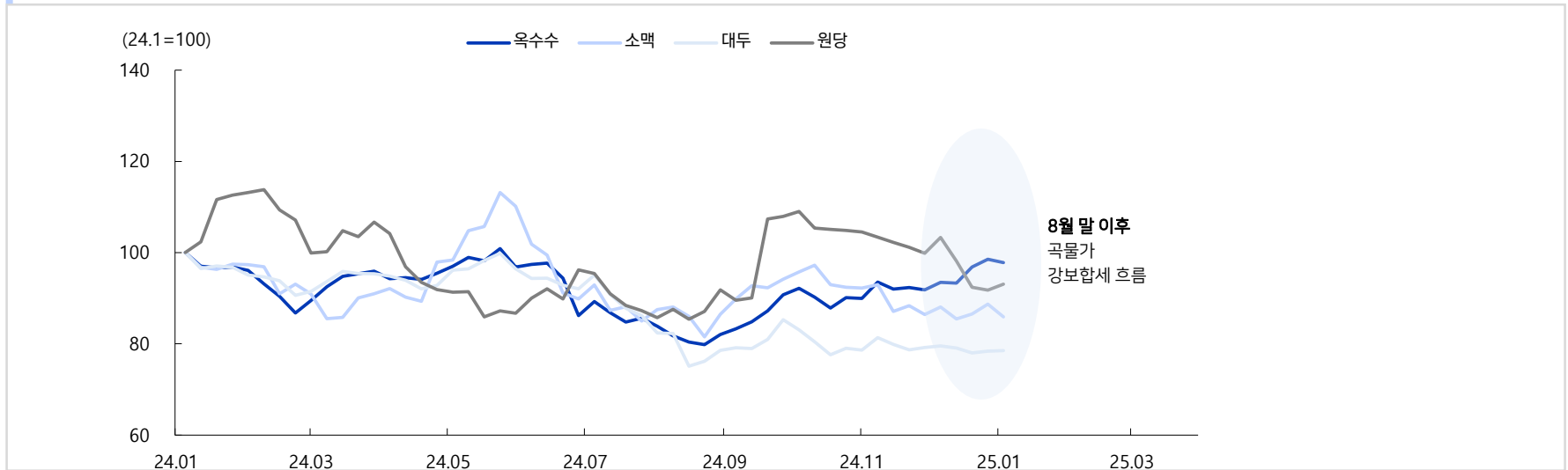
## 일부 원재료 가격 급등 중. 전체적으로 8월 말 이후 강보합세

- 8월 이후 주요 4대 곡물 옥수수/소맥/대두/원당은 각각 +22%/0%/+5%/+9% 상승
- 이 외 코코아 가격은 10월 저점 대비 +66% 상승해 다시 한 번 톤당 1만 2천불 근접. 팜유도 8월 저점대비 +22% 상승 흐름 유지 중
- 4분기 실적에서 농심은 팜유 원재료 투입 단가 부담, 롯데웰푸드는 코코아 원가 부담 존재할 것으로 판단

### 코코아 가격 추이



### 4대 곡물가 추이



이 페이지는 편집상 공백입니다.

## 음식료 Part 04

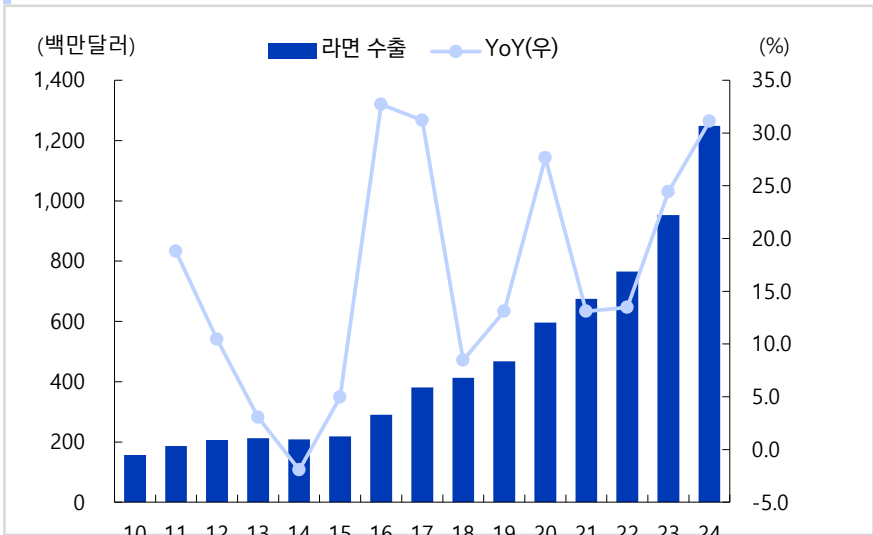
**2025년 전망 ③:**

**미국/유럽/호주 등 글로벌에서 견조한 K-Food**

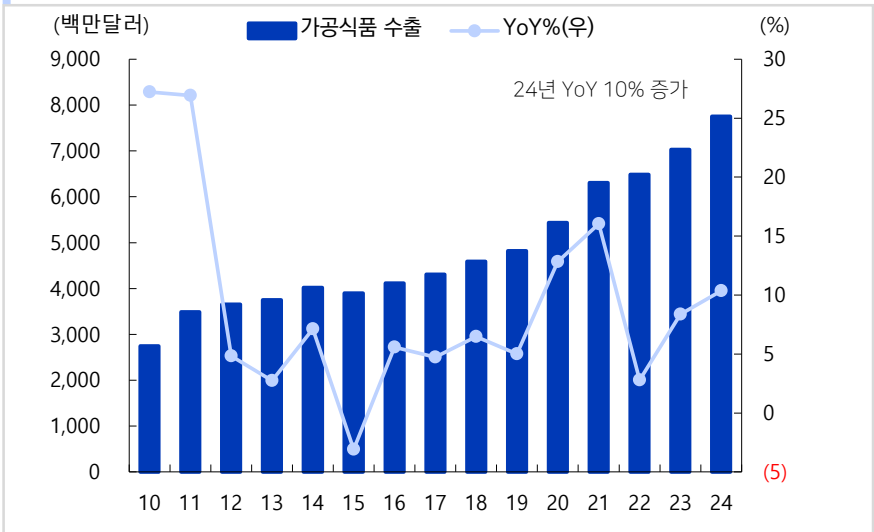
# 미국 수출 비중은 중국과 격차 확대

- 2024년 전체 가공식품 수출액은 77.6억달러(YoY 10%, 약 11.4조원) 역대 최대 규모 기록. 지역별로 미국 16억달러(YoY 26%, 약 2.4조원), 중국 13억달러 (YoY 3%, 약 1.9조원)을 시현.
- 미국 비중 21%, 중국 비중 17%으로, 작년 처음으로 미국 비중이 중국을 넘어선 이후 격차 확대된 모습이 고무적임
- 2025년에도 라면 중심 수출 호조 이어 나갈 것. 삼양식품은 올해 5월 밀양 제2공장 가동을 앞두고 있는 상황. 24년 9~10월 크로거/타깃 유통채널 신규 입점을 진행했는데, 현재 물량 부족 상황인 것으로 파악됨

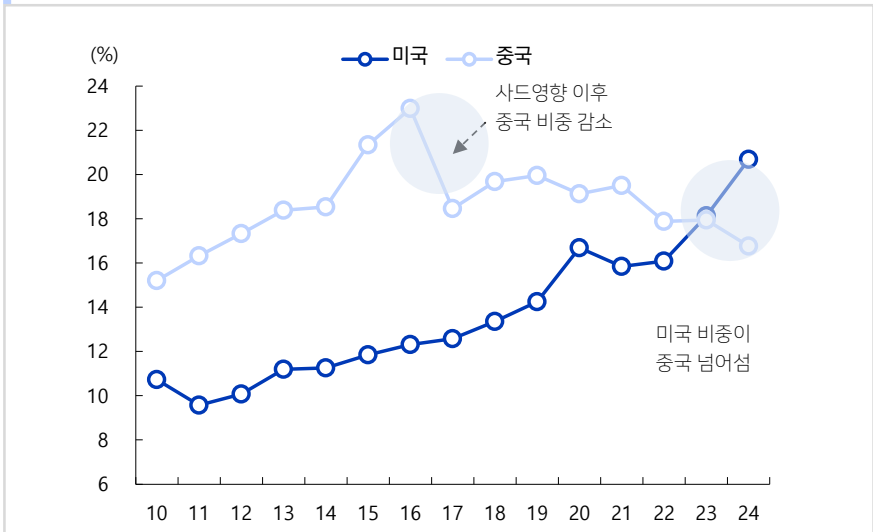
라면 전체 수출액 추이



전체 가공식품 수출액 추이



전체 가공식품 수출 중 국가별 비중

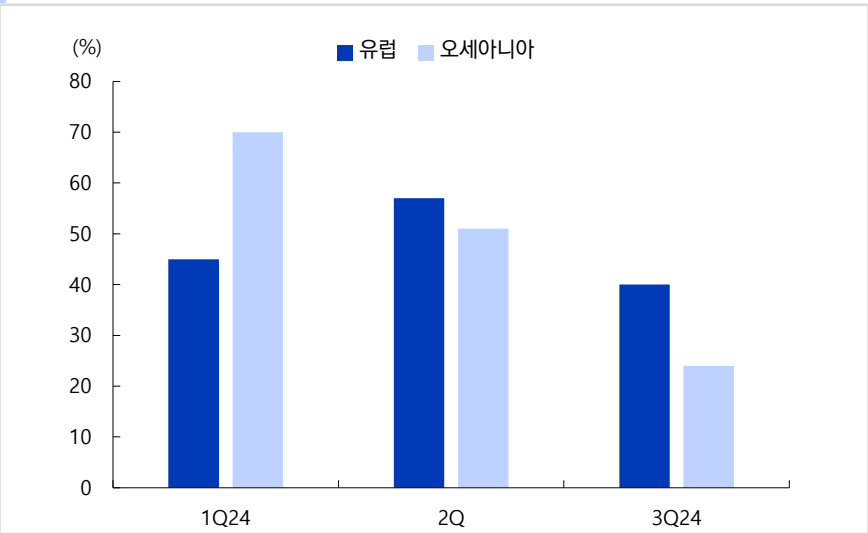




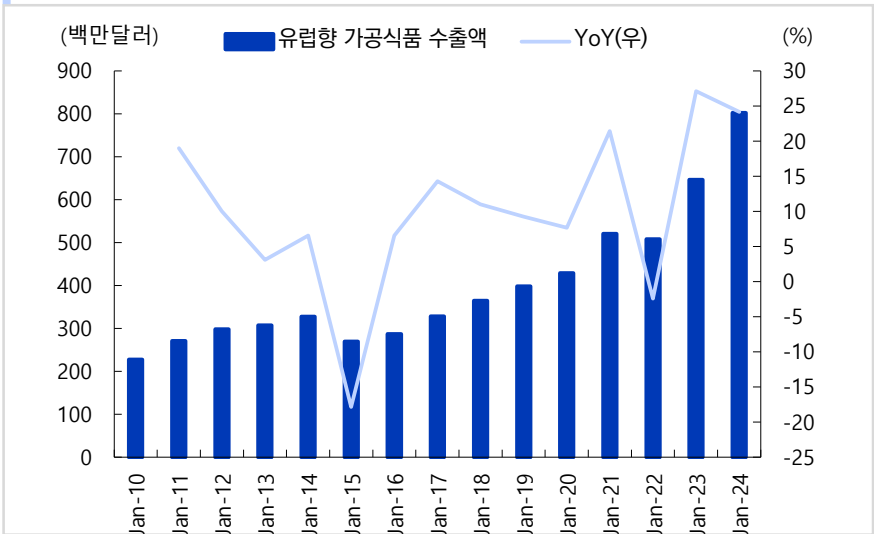
# 유럽/호주 등으로 글로벌 커버리지를 넓히는 K-Food

- 한편, 미국 외에도 호주/유럽 등으로 K-Food는 지역 커버리지를 확장 중. 24년 유럽향 가공식품 수출액은 8.0억달러(YoY 24%)을 시현. 23년 YoY 27%성장 기저에도 불구하고 견조한 성장세 시현
- 24년도 호주향 가공식품 수출액은 2.3억달러(YoY 16%) 시현
- 최근 CJ제일제당은 호주에서 24년 11월 콜스(1위 대형마트) 입점, 25년 1월 IGA(4위 대형마트) 입점 행보를 이어 나가면서 보폭 확대

CJ제일제당 유럽/오세아니아 매출 성장률

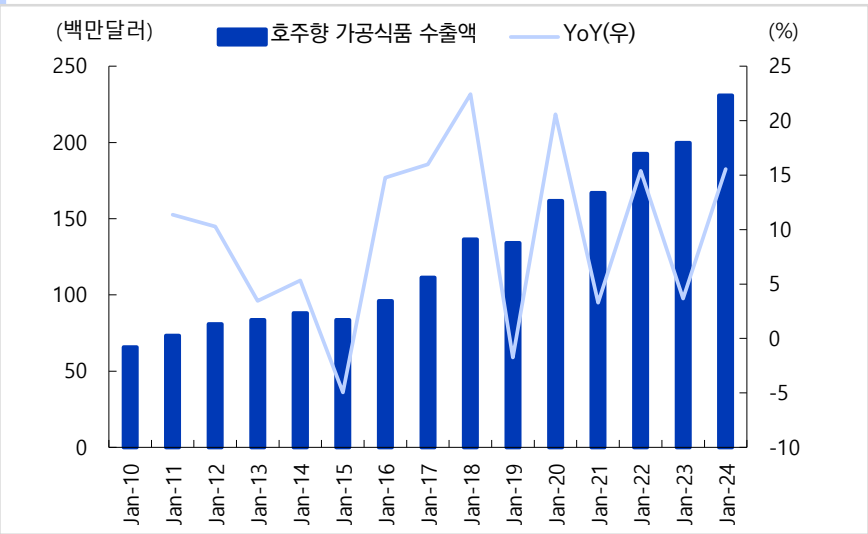


유럽향 가공식품 수출액 추이



출처: Trass

호주향 가공식품 수출액 추이



이 페이지는 편집상 공백입니다.

# 화장품/음식료

## 기업분석: 4Q24 및 2025년 Preview

### 화장품

★코스맥스 / ★한국콜마 / 아모레퍼시픽 / 코스메카코리아 / LG생활건강 ... 45pg

### 음식료

★삼양식품 / ★KT&G / 오리온 / CJ제일제당 / 농심 / 롯데웰푸드 / 롯데칠성 ... 65pg

이 페이지는 편집상 공백입니다.

Buy

TP 200,000원

유지

유지

# 코스맥스(192820)

## 코스맥스, 나 지금 자신감 MAX

### ▶ 4Q24 Preview: 4분기 비수기가 무색하다

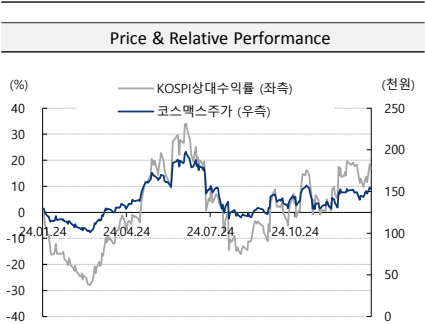
- 4분기 연결 매출액 및 영업이익은 각각 5,230억원(YoY 20%), 382억원(YoY 70%) 전망. 1) 한국 매출은 YoY 30% 증가 전망. 4분기 비수기 시즌에도 불구하고 수주 추이는 1Q24~3Q24와 유사한 견조한 흐름 유지 중인 것으로 파악됨. 또한, 전년 낮은 기저로 강한 성장세 무난히 달성할 전망. 2) 중국 매출은 YoY -8% 전망. 상해는 YoY -15% 감소 전망. 광저우는 별도 역성장 폭이 QoQ 축소 전망. 이에 따라 광저우 두 자릿 수 매출 성장 전망. 3) 미국은 YoY -15% 전망. 미국 법인은 작년 LA영업사무소 개소 이후 유의미한 매출 기여는 하반기부터 가능할 전망. 4) 동남아는 YoY 35% 전망. 인도네시아 +25%, 태국 +65% 증가 전망. 동남아 지역은 수익성이 좋을 뿐 아니라, 경제 호조 등 대외적인 환경도 긍정적인 상황임. 특히, 인도네시아는 화장품 ODM 경쟁 강도가 약해 상대적으로 경쟁 우위에 있는 점 긍정적임

### ▶ 2025년 Preview: 코스맥스, 나 지금 자신감 MAX

- 2025년 연결 매출액 및 영업이익 각각 2.4조원(YoY 14%), 2.1천억원 (YoY 21%) 전망. 국내 지속적인 투자도 진행 중인데, 올해 국내 CAPA가 기존 7.8억개 → 10억개로 증가할 전망. 한국 법인은 인디브랜드 수출 호조와 직수출 증가가 동반 성장이 이루어지면서 25년도 견조한 성장 이어질 듯. 한편, 중국 경기 부양책 효과가 가시화된다면, 로컬 중국 브랜드사를 가장 많이 보유하고 있는 코스맥스가 최대 수혜를 받을 것으로 판단함. 24년F 기준 중국 매출 비중은 약 30% 수준으로 경쟁사 대비 높은 수준

### ▶ 투자의견 BUY 및 목표주가 200,000원 유지

| Company Data s |           |
|----------------|-----------|
| 현재가(01/14)     | 153,000 원 |
| 액면가(원)         | 500 원     |
| 52주 최고가(보통주)   | 197,800 원 |
| 52주 최저가(보통주)   | 100,800 원 |
| KOSPI (01/14)  | 2,497.40p |
| KOSDAQ (01/14) | 718.04p   |
| 자본금            | 57 억원     |
| 시가총액           | 17,365 억원 |
| 발행주식수(보통주)     | 1,135 만주  |
| 발행주식수(우선주)     | 0 만주      |
| 평균거래량(60일)     | 7.8 만주    |
| 평균거래대금(60일)    | 117 억원    |
| 외국인지분(보통주)     | 31.95%    |



| 주가수익률(%) | 1개월 | 6개월   | 12개월 |
|----------|-----|-------|------|
| 절대주가     | 2.8 | -15.1 | 37.8 |
| 상대주가     | 2.7 | -2.9  | 39.4 |

| 12결산<br>(십억원) | 매출액<br>(십억원) | YoY<br>(%) | 영업이익<br>(십억원) | OPM<br>(%) | 순이익<br>(십억원) | EPS<br>(원) | YoY<br>(%) | PER<br>(배) | PCR<br>(배) | PBR<br>(배) | EV/EBITDA<br>(배) | ROE<br>(%) |
|---------------|--------------|------------|---------------|------------|--------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------------|------------|
| 2022.12       | 1,600        | 0.5        | 53            | 3.3        | -16          | 1,837      | -73.3      | 40.3       | 4.9        | 1.4        | 10.0             | 3.6        |
| 2023.12       | 1,777        | 11.1       | 116           | 6.5        | 38           | 5,034      | 174.1      | 25.1       | 6.6        | 4.0        | 10.4             | 12.1       |
| 2024.12E      | 2,131        | 19.9       | 174           | 8.2        | 99           | 8,175      | 62.4       | 18.2       | 7.2        | 3.8        | 8.7              | 22.8       |
| 2025.12E      | 2,436        | 14.3       | 211           | 8.7        | 139          | 11,612     | 42.1       | 13.0       | 6.0        | 3.0        | 7.2              | 25.7       |
| 2026.12E      | 2,802        | 15.0       | 252           | 9.0        | 171          | 14,320     | 23.3       | 10.6       | 5.2        | 2.3        | 5.8              | 24.8       |

## 코스맥스(192820)

(단위: 십억원)

|                | 1Q23          | 2Q23          | 3Q23         | 4Q23           | 1Q24          | 2Q24         | 3Q24          | 4Q24F         | 23             | 24F            | 25F            |
|----------------|---------------|---------------|--------------|----------------|---------------|--------------|---------------|---------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>매출액</b>     | <b>403.3</b>  | <b>479.3</b>  | <b>458.3</b> | <b>436.7</b>   | <b>526.8</b>  | <b>551.5</b> | <b>529.8</b>  | <b>523.0</b>  | <b>1,777.5</b> | <b>2,131.1</b> | <b>2,436.1</b> |
| 1. 한국          | 243.4         | 278.3         | 288.0        | 247.9          | 315.4         | 348.2        | 347.8         | 321.7         | 1,057.5        | 1,333.1        | 1,573.1        |
| 2. 중국          | 122.4         | 153.8         | 123.7        | 147.5          | 157.4         | 147.6        | 114.4         | 136.1         | 547.4          | 555.5          | 566.7          |
| 3. 미국          | 27.1          | 38.1          | 36.9         | 37.8           | 38.8          | 36.0         | 32.5          | 36.2          | 139.9          | 143.5          | 149.7          |
| 4. 동남아         | 24.3          | 27.5          | 30.0         | 29.0           | 33.4          | 36.2         | 43.4          | 39.1          | 110.8          | 152.1          | 194.3          |
| <b>YoY%</b>    | <b>1.4%</b>   | <b>18.3%</b>  | <b>15.5%</b> | <b>9.0%</b>    | <b>30.6%</b>  | <b>15.1%</b> | <b>15.6%</b>  | <b>19.8%</b>  | <b>11.1%</b>   | <b>19.9%</b>   | <b>14.3%</b>   |
| 1. 한국          | 18.6%         | 23.4%         | 39.3%        | 14.4%          | 29.6%         | 25.1%        | 20.8%         | 29.8%         | 23.8%          | 26.1%          | 18.0%          |
| 2. 중국          | -15.6%        | 7.2%          | -8.0%        | 15.8%          | 28.6%         | -4.0%        | -7.5%         | -7.8%         | -0.5%          | 1.5%           | 2.0%           |
| 3. 미국          | -40.0%        | -0.5%         | -19.3%       | -1.0%          | 43.2%         | -5.5%        | -11.9%        | -15.0%        | -16.4%         | 2.6%           | 4.3%           |
| 4. 동남아         | 42.3%         | 51.9%         | 18.1%        | 10.3%          | 37.4%         | 31.6%        | 44.7%         | 34.7%         | 27.5%          | 37.2%          | 27.8%          |
| <b>영업이익</b>    | <b>13.8</b>   | <b>46.0</b>   | <b>33.3</b>  | <b>22.5</b>    | <b>45.5</b>   | <b>46.7</b>  | <b>43.4</b>   | <b>38.2</b>   | <b>115.7</b>   | <b>173.8</b>   | <b>210.6</b>   |
| 1. 한국          | 13.0          | 30.4          | 25.8         | 17.5           | 30.1          | 34.5         | 39.5          | 29.3          | 86.7           | 133.4          | 162.1          |
| 2. 해외 및 기타     | 0.8           | 15.6          | 7.5          | 5.0            | 15.4          | 12.2         | 3.9           | 9.0           | 29.0           | 40.4           | 48.5           |
| <b>YoY%</b>    | <b>0.5%</b>   | <b>167.3%</b> | <b>68.7%</b> | <b>842.0%</b>  | <b>229.1%</b> | <b>1.4%</b>  | <b>30.4%</b>  | <b>69.8%</b>  | <b>117.9%</b>  | <b>50.3%</b>   | <b>21.2%</b>   |
| 1. 한국          | 34.7%         | 63.4%         | 120.5%       | 503.4%         | 131.5%        | 13.5%        | 53.1%         | 67.3%         | 102.3%         | 53.8%          | 21.5%          |
| 2. 해외 및 기타     | -80.1%        | T/B           | -6.7%        | T/B            | 1791.1%       | -22.0%       | -47.9%        | 78.5%         | 182.8%         | 39.5%          | 19.9%          |
| <b>OPM%</b>    | <b>3.4%</b>   | <b>9.6%</b>   | <b>7.3%</b>  | <b>5.2%</b>    | <b>8.6%</b>   | <b>8.5%</b>  | <b>8.2%</b>   | <b>7.3%</b>   | <b>6.5%</b>    | <b>8.2%</b>    | <b>8.6%</b>    |
| 1. 한국          | 5.3%          | 10.9%         | 9.0%         | 7.1%           | 9.5%          | 9.9%         | 11.4%         | 9.1%          | 8.2%           | 10.0%          | 10.3%          |
| 2. 해외 및 기타     | 0.5%          | 7.8%          | 4.4%         | 2.7%           | 7.3%          | 6.0%         | 2.1%          | 2.7%          | 4.0%           | 5.1%           | 5.6%           |
| <b>세전이익</b>    | <b>9.8</b>    | <b>37.5</b>   | <b>26.8</b>  | <b>10.1</b>    | <b>33.9</b>   | <b>51.7</b>  | <b>22.6</b>   | <b>29.7</b>   | <b>84.2</b>    | <b>137.9</b>   | <b>186.8</b>   |
| <b>YoY%</b>    | <b>-26.2%</b> | <b>114.9%</b> | <b>4.2%</b>  | <b>-120.1%</b> | <b>244.6%</b> | <b>38.1%</b> | <b>-15.9%</b> | <b>194.6%</b> | <b>1265.1%</b> | <b>63.8%</b>   | <b>35.4%</b>   |
| <b>(지배)순이익</b> | <b>6.7</b>    | <b>30.4</b>   | <b>15.2</b>  | <b>4.7</b>     | <b>19.2</b>   | <b>29.2</b>  | <b>21.1</b>   | <b>23.3</b>   | <b>57.1</b>    | <b>92.8</b>    | <b>131.8</b>   |
| <b>YoY%</b>    | <b>-56.1%</b> | <b>165.0%</b> | <b>34.7%</b> | <b>-127.5%</b> | <b>187.0%</b> | <b>-4.0%</b> | <b>38.2%</b>  | <b>389.8%</b> | <b>174.1%</b>  | <b>62.4%</b>   | <b>42.1%</b>   |
| <b>NPM%</b>    | <b>1.7%</b>   | <b>6.4%</b>   | <b>3.3%</b>  | <b>1.1%</b>    | <b>3.7%</b>   | <b>5.3%</b>  | <b>4.0%</b>   | <b>4.4%</b>   | <b>3.2%</b>    | <b>4.4%</b>    | <b>5.4%</b>    |

포괄손익계산서

단위: 십억원

| 12결산(십억원)         | 2022A | 2023A | 2024F | 2025F | 2026F |
|-------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액               | 1,600 | 1,777 | 2,131 | 2,436 | 2,802 |
| 매출원가              | 1,395 | 1,484 | 1,779 | 2,034 | 2,339 |
| 매출총이익             | 205   | 294   | 352   | 402   | 463   |
| 매출총이익률 (%)        | 12.8  | 16.5  | 16.5  | 16.5  | 16.5  |
| 판매비와관리비           | 152   | 178   | 178   | 178   | 178   |
| 영업이익              | 53    | 116   | 174   | 211   | 252   |
| 영업이익률 (%)         | 3.3   | 6.5   | 8.2   | 8.6   | 9.0   |
| EBITDA            | 112   | 175   | 235   | 275   | 318   |
| EBITDA Margin (%) | 7.0   | 9.9   | 11.0  | 11.3  | 11.4  |
| 영업외손익             | -47   | -31   | -36   | -24   | -22   |
| 관계기업손익            | 0     | -2    | 2     | 2     | 2     |
| 금융수익              | 19    | 21    | 20    | 22    | 26    |
| 금융비용              | -36   | -44   | -41   | -42   | -44   |
| 기타                | -29   | -6    | -17   | -5    | -5    |
| 법인세비용차감전순이익       | 6     | 84    | 138   | 187   | 230   |
| 법인세비용             | 23    | 46    | 39    | 48    | 59    |
| 계속사업순이익           | -16   | 38    | 99    | 139   | 171   |
| 중단사업순이익           | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 당기순이익             | -16   | 38    | 99    | 139   | 171   |
| 당기순이익률 (%)        | -1.0  | 2.1   | 4.7   | 5.7   | 6.1   |
| 비지배지분순이익          | -37   | -19   | 6     | 7     | 9     |
| 지배지분순이익           | 21    | 57    | 93    | 132   | 163   |
| 지배순이익률 (%)        | 1.3   | 3.2   | 4.4   | 5.4   | 5.8   |
| 매도가능금융자산평가        | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 기타포괄이익            | 2     | -9    | -13   | -13   | -13   |
| 포괄순이익             | -15   | 29    | 87    | 126   | 158   |
| 비지배지분포괄이익         | -47   | -22   | -66   | -96   | -121  |
| 지배지분포괄이익          | 32    | 51    | 153   | 222   | 279   |

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

현금흐름표

단위: 십억원

| 12결산(십억원)  | 2022A | 2023A | 2024F | 2025F | 2026F |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 영업활동 현금흐름  | 103   | 231   | 183   | 231   | 285   |
| 당기순이익      | -16   | 38    | 99    | 145   | 177   |
| 비현금항목의 가감  | 150   | 161   | 151   | 164   | 175   |
| 감가상각비      | 55    | 56    | 59    | 62    | 64    |
| 외환손익       | 5     | 2     | -1    | -1    | -1    |
| 자본법평가손익    | 0     | 2     | -2    | -2    | -2    |
| 기타         | 90    | 102   | 94    | 104   | 113   |
| 자산부채의 증감   | 28    | 79    | -2    | -4    | 16    |
| 기타현금흐름     | -60   | -47   | -64   | -74   | -83   |
| 투자활동 현금흐름  | -31   | -104  | -89   | -96   | -79   |
| 투자자산       | 58    | -20   | 0     | 0     | 0     |
| 유형자산       | -84   | -86   | -85   | -89   | -80   |
| 기타         | -5    | 2     | -4    | -7    | 1     |
| 재무활동 현금흐름  | 3     | -39   | -1    | 0     | 18    |
| 단기차입금      | 78    | -34   | 12    | 12    | 30    |
| 사채         | 20    | 28    | 3     | 4     | 4     |
| 장기차입금      | 231   | 39    | 4     | 4     | 5     |
| 자본의 증가(감소) | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 현금배당       | -6    | 0     | -6    | -6    | -6    |
| 기타         | -320  | -72   | -15   | -15   | -15   |
| 현금의 증감     | 70    | 88    | 66    | 106   | 194   |
| 기초 현금      | 100   | 169   | 257   | 323   | 429   |
| 기말 현금      | 169   | 257   | 323   | 429   | 623   |
| NOPLAT     | -142  | 52    | 125   | 163   | 194   |
| FCF        | -139  | 104   | 99    | 134   | 196   |

재무상태표

| 12결산(십억원)   | 2022A | 2023A | 2024F | 2025F | 2026F |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 유동자산        | 737   | 822   | 919   | 1,062 | 1,277 |
| 현금및현금성자산    | 169   | 257   | 323   | 429   | 624   |
| 매출채권 및 기타채권 | 318   | 283   | 293   | 305   | 313   |
| 재고자산        | 202   | 218   | 234   | 250   | 263   |
| 기타유동자산      | 48    | 64    | 69    | 77    | 78    |
| 비유동자산       | 659   | 735   | 761   | 787   | 803   |
| 유형자산        | 491   | 547   | 573   | 600   | 615   |
| 관계기업투자금     | 38    | 36    | 38    | 40    | 42    |
| 기타금융자산      | 31    | 45    | 45    | 45    | 45    |
| 기타비유동자산     | 99    | 107   | 104   | 102   | 100   |
| 자산총계        | 1,396 | 1,557 | 1,680 | 1,849 | 2,080 |
| 유동부채        | 812   | 874   | 892   | 912   | 961   |
| 매입채무 및 기타채무 | 257   | 365   | 366   | 367   | 379   |
| 차입금         | 434   | 403   | 415   | 427   | 457   |
| 유동성채무       | 70    | 35    | 36    | 37    | 38    |
| 기타유동부채      | 51    | 72    | 76    | 81    | 87    |
| 비유동부채       | 140   | 325   | 343   | 362   | 382   |
| 차입금         | 21    | 59    | 63    | 67    | 72    |
| 사채          | 36    | 48    | 51    | 54    | 58    |
| 기타비유동부채     | 83    | 219   | 229   | 240   | 252   |
| 부채총계        | 952   | 1,199 | 1,235 | 1,274 | 1,343 |
| 지배지분        | 581   | 363   | 450   | 582   | 745   |
| 자본금         | 6     | 6     | 6     | 6     | 6     |
| 자본잉여금       | 287   | 29    | 29    | 29    | 29    |
| 이익잉여금       | 268   | 313   | 400   | 532   | 695   |
| 기타자본변동      | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 비지배지분       | -137  | -4    | -5    | -6    | -8    |
| 자본총계        | 444   | 359   | 445   | 575   | 737   |
| 총차입금        | 595   | 696   | 724   | 754   | 802   |

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

| 12결산(십억원) | 2022A   | 2023A   | 2024F   | 2025F   | 2026F   |
|-----------|---------|---------|---------|---------|---------|
| EPS       | 1,837   | 5,034   | 8,175   | 12,149  | 14,850  |
| PER       | 40.3    | 25.1    | 18.2    | 12.6    | 10.3    |
| BPS       | 51,203  | 31,941  | 39,616  | 51,265  | 65,615  |
| PBR       | 1.4     | 4.0     | 3.8     | 3.0     | 2.3     |
| EBITDAPS  | 9,860   | 15,430  | 20,747  | 25,012  | 28,806  |
| EV/EBITDA | 10.0    | 10.4    | 8.7     | 7.0     | 5.7     |
| SPS       | 140,986 | 156,614 | 187,772 | 221,896 | 255,180 |
| PSR       | 0.5     | 0.8     | 0.8     | 0.7     | 0.6     |
| CFPS      | -12,221 | 9,153   | 8,748   | 11,813  | 17,254  |
| DPS       | 0       | 500     | 500     | 500     | 500     |

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

| 12결산(십억원) | 2022A | 2023A | 2024F | 2025F | 2026F |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 성장성       |       |       |       |       |       |
| 매출액 증가율   | 0.5   | 11.1  | 19.9  | 18.2  | 15.0  |
| 영업이익 증가율  | -56.7 | 117.9 | 50.3  | 26.1  | 18.9  |
| 순이익 증가율   | 적전    | 흑전    | 162.6 | 46.2  | 22.2  |
| 수익성       |       |       |       |       |       |
| ROIC      | -17.9 | 6.9   | 17.2  | 20.9  | 23.8  |
| ROA       | 1.5   | 3.9   | 5.7   | 7.8   | 8.6   |
| ROE       | 3.6   | 12.1  | 22.8  | 26.7  | 25.4  |
| 안정성       |       |       |       |       |       |
| 부채비율      | 214.3 | 334.3 | 277.7 | 221.3 | 182.4 |
| 순차입금비율    | 42.6  | 44.7  | 43.1  | 40.8  | 38.5  |
| 이자보상배율    | 2.5   | 3.6   | 5.2   | 6.4   | 7.1   |

코스맥스 목표주가 및 주가 추이



| 일자         | 투자의견 | 목표주가    | 괴리율     |         |
|------------|------|---------|---------|---------|
|            |      |         | 평균      | 최고/최저   |
| 2024.10.10 | 매수   | 200,000 | (28.13) | (21.40) |
| 2024.11.12 | 매수   | 200,000 | (29.56) | (21.40) |
| 2024.11.21 | 매수   | 200,000 | (30.62) | (1.10)  |
| 2024.01.15 | 매수   | 200,000 |         |         |
|            |      |         |         |         |
|            |      |         |         |         |
|            |      |         |         |         |
|            |      |         |         |         |
|            |      |         |         |         |
|            |      |         |         |         |



Buy

TP 110,000원

유지

유지

## 한국콜마(161890)

### 썬, 25년에도 빛나줘

#### ▶ 4Q24 Preview: 4분기 비수기에도 견조하다

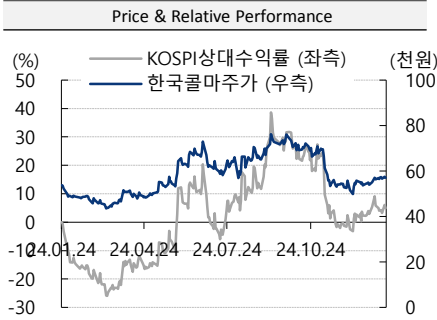
- 4분기 연결 매출액 및 영업이익 각각 6,127억원(YoY 11%), 528억원(YoY 41%) 전망. 1)한국 매출은 YoY 16%, OPM 9.6% 전망. 3Q24 증설 이후 신규 인디 브랜드 고객사 증가 추세로 파악됨. 2) 중국 매출은 YoY -10% 추정. 중국은 연중으로 부진한 흐름을 지속 중이나, 실적 바닥은 통과 국면이라고 판단. 3) 북미 YoY 37% 추정. 미국 YoY 67% 전망. 미국 3분기 매출 성장 기여 브랜드 4분기에도 효과 지속되는 가운데, 신규 미국 인디브랜드 매출 기여도 긍정적. 내년에도 신규 브랜드 수주로 고객군 다양화 긍정적인 흐름임. 4) 연우는 용기 트렌드 변화에 따른 비우호적 영업환경 비우호적인 상황. 4분기와 유사한 환경일 듯.

#### ▶ 2025년 Preview: 썬, 25년에도 빛나줘

- 2025년 연결 매출액 및 영업이익 각각 2.8조원(YoY 13%), 2.5천억원(YoY 201) 전망. 25년은 한국+미국 법인 중심 고성장 전망. 한국 법인은 증가한 CAPA를 바탕으로 인디브랜드 수주 증가하는 가운데, 글로벌 브랜드 썬제품 매출 기대감도 긍정적임. 미국은 제2공장 4월 가동해 스킨케어/썬제품 중심으로 영업 예정임. 신설 공장은 자동화율이 높아 생산성 향상에 긍정적. 최근 트럼프 2기 행정부 출범으로 한국 브랜드 현지 생산 요청 증가하고 있는 것으로 파악됨. 영업망은 인터코스, 로레알, LVMH 등 글로벌 화장품 기업 경력이 풍부한 필립워너리 글로벌 영업총괄이 담당 예정. 또한, 연내 미국 서부 스튜디오를 오픈해 미국 로컬 인디브랜드 영업망 강화할 예정임

#### ▶ 투자의견 BUY 및 목표주가 110,000원 유지

| Company Data s |           |
|----------------|-----------|
| 현재가(01/14)     | 57,100 원  |
| 액면가(원)         | 500 원     |
| 52주 최고가(보통주)   | 76,200 원  |
| 52주 최저가(보통주)   | 43,500 원  |
| KOSPI (01/14)  | 2,497.40p |
| KOSDAQ (01/14) | 718.04p   |
| 자본금            | 114 억원    |
| 시가총액           | 13,478 억원 |
| 발행주식수(보통주)     | 2,361 만주  |
| 발행주식수(우선주)     | 0 만주      |
| 평균거래량(60일)     | 20.4 만주   |
| 평균거래대금(60일)    | 114 억원    |
| 외국인지분(보통주)     | 34.12%    |



| 주가수익률(%) | 1개월 | 6개월  | 12개월 |
|----------|-----|------|------|
| 절대주가     | 2.3 | -6.2 | 5.2  |
| 상대주가     | 2.2 | 7.3  | 6.3  |

| 12결산<br>(십억원) | 매출액<br>(십억원) | YoY<br>(%) | 영업이익<br>(십억원) | OPM<br>(%) | 순이익<br>(십억원) | EPS<br>(원) | YoY<br>(%) | PER<br>(배) | PCR<br>(배) | PBR<br>(배) | EV/EBITDA<br>(배) | ROE<br>(%) |
|---------------|--------------|------------|---------------|------------|--------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------------|------------|
| 2022.12       | 1,866        | 17.6       | 73            | 3.9        | -4           | -961       | 적전         | -44.3      | 6.0        | 1.5        | 17.0             | -3.3       |
| 2023.12       | 2,156        | 15.5       | 136           | 6.3        | 25           | 227        | 흑전         | 236.2      | 5.5        | 1.9        | 12.2             | 0.8        |
| 2024.12E      | 2,474        | 14.8       | 212           | 8.6        | 104          | 3,043      | 1,241.2    | 18.1       | 4.8        | 1.8        | 9.6              | 10.6       |
| 2025.12E      | 2,792        | 12.9       | 252           | 9.0        | 142          | 4,680      | 53.8       | 12.2       | 4.4        | 1.7        | 8.7              | 14.6       |
| 2026.12E      | 3,072        | 10.0       | 289           | 9.4        | 178          | 5,864      | 25.3       | 9.7        | 4.1        | 1.5        | 7.8              | 16.0       |

## 한국콜마(161890)

(단위: 십억원)

|                | 1Q23          | 2Q23          | 3Q23           | 4Q23          | 1Q24          | 2Q24         | 3Q24         | 4Q24F          | 23             | 24F            | 25F            |
|----------------|---------------|---------------|----------------|---------------|---------------|--------------|--------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>매출액</b>     | <b>487.7</b>  | <b>599.7</b>  | <b>516.4</b>   | <b>551.9</b>  | <b>574.8</b>  | <b>660.3</b> | <b>626.5</b> | <b>612.7</b>   | <b>2,155.7</b> | <b>2,474.3</b> | <b>2,792.3</b> |
| 1. 한국          | 201.8         | 254.4         | 186.1          | 214.5         | 247.8         | 297.0        | 273.6        | 248.8          | 856.8          | 1,067.3        | 1,265.4        |
| 2. 중국          | 36.5          | 63.6          | 40.2           | 36.2          | 38.9          | 52.7         | 36.6         | 29.5           | 176.5          | 157.7          | 155.8          |
| 3. 미국          | 6.5           | 8.3           | 11.3           | 11.4          | 7.0           | 13.4         | 17.5         | 19.0           | 37.5           | 56.9           | 69.5           |
| 4. 캐나다         | 12.0          | 14.3          | 10.5           | 9.1           | 9.0           | 12.6         | 9.2          | 9.0            | 45.9           | 39.8           | 41.0           |
| 5. HK이노엔       | 184.9         | 204.4         | 215.6          | 224.1         | 212.6         | 219.3        | 229.5        | 249.7          | 829.0          | 911.1          | 998.5          |
| 6. 연우          | 50.5          | 63.2          | 60.8           | 61.6          | 67.2          | 74.0         | 72.8         | 64.7           | 236.1          | 278.7          | 287.0          |
| <b>YoY%</b>    | <b>18.8%</b>  | <b>19.3%</b>  | <b>9.1%</b>    | <b>15.2%</b>  | <b>17.9%</b>  | <b>10.1%</b> | <b>21.3%</b> | <b>11.0%</b>   | <b>15.5%</b>   | <b>14.8%</b>   | <b>12.9%</b>   |
| 1. 한국          | 12.4%         | 23.6%         | 6.1%           | 30.9%         | 22.8%         | 16.7%        | 47.0%        | 16.0%          | 18.2%          | 24.6%          | 18.6%          |
| 2. 중국          | 0.8%          | 91.6%         | 43.1%          | 15.7%         | 6.6%          | -17.1%       | -9.0%        | -18.5%         | 37.0%          | -10.7%         | -1.2%          |
| 3. 미국          | 20.4%         | 48.2%         | 32.9%          | 83.9%         | 7.7%          | 61.4%        | 54.9%        | 66.7%          | 45.9%          | 51.7%          | 22.1%          |
| 4. 캐나다         | -1.6%         | 28.8%         | -17.3%         | -26.6%        | -25.0%        | -11.9%       | -12.4%       | -1.1%          | -5.2%          | -13.3%         | 3.0%           |
| 5. HK이노엔       | 2.6%          | -18.9%        | 8.8%           | 3.6%          | 15.0%         | 7.3%         | 6.4%         | 11.4%          | -2.1%          | 9.9%           | 9.6%           |
| 6. 연우          | -25.2%        | 2.9%          | 12.6%          | 18.7%         | 33.1%         | 17.1%        | 19.7%        | 5.0%           | 0.6%           | 18.0%          | 3.0%           |
| <b>영업이익</b>    | <b>12.1</b>   | <b>55.7</b>   | <b>31.0</b>    | <b>37.4</b>   | <b>32.4</b>   | <b>71.7</b>  | <b>54.5</b>  | <b>52.8</b>    | <b>136.1</b>   | <b>211.5</b>   | <b>252.2</b>   |
| 1. 한국          | 13.5          | 34.7          | 13.1           | 18.4          | 22.8          | 44.2         | 37.3         | 23.9           | 79.7           | 128.2          | 154.7          |
| 2. 중국          | 0.0           | 8.6           | 0.5            | 0.8           | (0.9)         | 6.7          | 1.0          | 0.0            | 9.9            | 6.8            | 10.3           |
| 3. 미국          | (3.9)         | (2.5)         | (1.7)          | (1.4)         | (2.5)         | (1.3)        | (3.4)        | 1.0            | (9.5)          | (6.2)          | (3.0)          |
| 4. 캐나다         | (0.2)         | 0.7           | (1.0)          | (1.3)         | (2.1)         | (0.9)        | (1.8)        | (1.5)          | (1.8)          | (6.3)          | (3.2)          |
| 5. HK이노엔       | 5.6           | 15.3          | 22.4           | 22.5          | 17.3          | 24.3         | 22.2         | 29.4           | 65.8           | 93.2           | 101.5          |
| 6. 연우          | (2.5)         | 1.2           | 1.3            | (0.2)         | 0.0           | 1.2          | 1.2          | 2.0            | (0.2)          | 4.4            | 8.0            |
| <b>YoY%</b>    | <b>-6.6%</b>  | <b>65.5%</b>  | <b>71.5%</b>   | <b>332.8%</b> | <b>168.9%</b> | <b>28.9%</b> | <b>75.7%</b> | <b>41.2%</b>   | <b>85.8%</b>   | <b>55.3%</b>   | <b>19.3%</b>   |
| 1. 한국          | -5.9%         | 51.6%         | 26.1%          | -14.1%        | 68.4%         | 27.4%        | 184.7%       | 29.8%          | 15.4%          | 60.8%          | 20.7%          |
| <b>OPM%</b>    | <b>2.5%</b>   | <b>9.3%</b>   | <b>6.0%</b>    | <b>6.8%</b>   | <b>5.6%</b>   | <b>10.9%</b> | <b>8.7%</b>  | <b>8.6%</b>    | <b>6.3%</b>    | <b>8.5%</b>    | <b>9.0%</b>    |
| 1. 한국          | 6.7%          | 13.6%         | 7.0%           | 8.6%          | 9.2%          | 14.9%        | 13.6%        | 9.6%           | 9.3%           | 12.0%          | 12.2%          |
| 2. 중국          | 0.0%          | 13.5%         | 1.2%           | 2.2%          | -2.3%         | 12.7%        | 2.7%         | 0.0%           | 5.6%           | 4.3%           | 6.6%           |
| 3. 미국          | -60.0%        | -30.1%        | -15.0%         | -12.3%        | -35.7%        | -9.7%        | -19.4%       | 5.3%           | -25.3%         | -10.9%         | -4.3%          |
| 4. 캐나다         | -1.7%         | 4.9%          | -9.5%          | -14.3%        | -23.3%        | -7.1%        | -19.6%       | -16.7%         | -3.9%          | -15.8%         | -7.8%          |
| 5. HK이노엔       | 3.0%          | 7.5%          | 10.4%          | 10.0%         | 8.1%          | 11.1%        | 9.7%         | 11.8%          | 7.9%           | 10.2%          | 10.2%          |
| 6. 연우          | -5.0%         | 1.9%          | 2.1%           | -0.3%         | 0.0%          | 1.6%         | 1.6%         | 3.1%           | -0.1%          | 1.6%           | 2.8%           |
| <b>세전이익</b>    | <b>8.5</b>    | <b>43.7</b>   | <b>26.9</b>    | <b>-44.7</b>  | <b>20.2</b>   | <b>59.3</b>  | <b>35.5</b>  | <b>30.4</b>    | <b>34.3</b>    | <b>145.4</b>   | <b>187.1</b>   |
| <b>YoY%</b>    | <b>-24.9%</b> | <b>12.8%</b>  | <b>27.9%</b>   | <b>-17.3%</b> | <b>138.8%</b> | <b>35.6%</b> | <b>32.0%</b> | <b>-168.0%</b> | <b>102.3%</b>  | <b>323.4%</b>  | <b>28.7%</b>   |
| <b>(지배)순이익</b> | <b>5.8</b>    | <b>34.8</b>   | <b>11.5</b>    | <b>-46.9</b>  | <b>6.3</b>    | <b>34.9</b>  | <b>15.4</b>  | <b>15.0</b>    | <b>5.2</b>     | <b>71.6</b>    | <b>110.5</b>   |
| <b>YoY%</b>    | <b>-41.8%</b> | <b>134.3%</b> | <b>1348.1%</b> | <b>-1.5%</b>  | <b>8.7%</b>   | <b>0.2%</b>  | <b>33.8%</b> | <b>-132.0%</b> | <b>-123.6%</b> | <b>1278.8%</b> | <b>54.4%</b>   |
| <b>NPM%</b>    | <b>1.2%</b>   | <b>5.8%</b>   | <b>2.2%</b>    | <b>-8.5%</b>  | <b>1.1%</b>   | <b>5.3%</b>  | <b>2.5%</b>  | <b>2.5%</b>    | <b>0.2%</b>    | <b>2.9%</b>    | <b>4.0%</b>    |

포괄손익계산서

단위: 십억원

| 12결산(십억원)         | 2022A | 2023A | 2024F | 2025F | 2026F |
|-------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액               | 1,866 | 2,156 | 2,474 | 2,792 | 3,072 |
| 매출원가              | 1,397 | 1,578 | 1,811 | 2,043 | 2,248 |
| 매출총이익             | 469   | 578   | 664   | 749   | 824   |
| 매출총이익률 (%)        | 25.1  | 26.8  | 26.8  | 26.8  | 26.8  |
| 판매비와관리비           | 396   | 442   | 452   | 497   | 535   |
| 영업이익              | 73    | 136   | 212   | 252   | 289   |
| 영업이익률 (%)         | 3.9   | 6.3   | 8.6   | 9.0   | 9.4   |
| EBITDA            | 149   | 230   | 291   | 320   | 347   |
| EBITDA Margin (%) | 8.0   | 10.7  | 11.8  | 11.5  | 11.3  |
| 영업외손익             | -56   | -102  | -66   | -65   | -54   |
| 지배기업손익            | -1    | 3     | 3     | 3     | 3     |
| 금융수익              | 35    | 24    | 23    | 30    | 37    |
| 금융비용              | -60   | -59   | -65   | -80   | -76   |
| 기타                | -31   | -70   | -27   | -18   | -18   |
| 법인세비용차감전순이익       | 17    | 34    | 146   | 187   | 234   |
| 법인세비용             | 21    | 9     | 42    | 45    | 56    |
| 계속사업순이익           | -4    | 25    | 104   | 142   | 178   |
| 중단사업순이익           | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 당기순이익             | -4    | 25    | 104   | 142   | 178   |
| 당기순이익률 (%)        | -0.2  | 1.2   | 4.2   | 5.1   | 5.8   |
| 비지배지분순이익          | 18    | 20    | 33    | 32    | 40    |
| 지배지분순이익           | -22   | 5     | 72    | 110   | 138   |
| 지배순이익률 (%)        | -1.2  | 0.2   | 2.9   | 4.0   | 4.5   |
| 매도가능금융자산평가        | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 기타포괄이익            | 19    | -11   | -14   | -14   | -14   |
| 포괄순이익             | 15    | 14    | 91    | 128   | 164   |
| 비지배지분포괄이익         | 23    | 16    | 103   | 145   | 186   |
| 지배지분포괄이익          | -8    | -2    | -12   | -17   | -22   |

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

현금흐름표

단위: 십억원

| 12결산(십억원)  | 2022A | 2023A | 2024F | 2025F | 2026F |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 영업활동 현금흐름  | 91    | 112   | 200   | 227   | 261   |
| 당기순이익      | -4    | 25    | 104   | 142   | 178   |
| 비현금항목의 가감  | 185   | 219   | 232   | 219   | 215   |
| 감가상각비      | 62    | 73    | 61    | 52    | 43    |
| 외환손익       | 5     | 0     | -1    | -1    | -1    |
| 자본법평가손익    | 1     | -3    | -3    | -3    | -3    |
| 기타         | 117   | 149   | 175   | 171   | 175   |
| 자산부채의 증감   | -32   | -76   | -62   | -62   | -55   |
| 기타현금흐름     | -58   | -56   | -74   | -72   | -77   |
| 투자활동 현금흐름  | -145  | -156  | -27   | -33   | -42   |
| 투자자산       | 97    | -8    | 1     | 1     | 1     |
| 유형자산       | -38   | -107  | 0     | 0     | 0     |
| 기타         | -204  | -41   | -28   | -34   | -42   |
| 재무활동 현금흐름  | 82    | -8    | -29   | -6    | -6    |
| 단기차입금      | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 사채         | -100  | -100  | -100  | -100  | -100  |
| 장기차입금      | 235   | 121   | 121   | 121   | 121   |
| 자본의 증가(감소) | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 현금배당       | -15   | -17   | -14   | -14   | -14   |
| 기타         | -38   | -13   | -37   | -13   | -13   |
| 현금의 증감     | 29    | -49   | 125   | 202   | 215   |
| 기초 현금      | 191   | 220   | 171   | 296   | 498   |
| 기말 현금      | 220   | 171   | 296   | 498   | 713   |
| NOPLAT     | -18   | 100   | 152   | 192   | 219   |
| FCF        | -12   | 10    | 168   | 197   | 223   |

재무상태표

| 12결산(십억원)   | 2022A | 2023A | 2024F | 2025F | 2026F |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 유동자산        | 816   | 898   | 1,146 | 1,494 | 1,896 |
| 현금및현금성자산    | 220   | 171   | 296   | 498   | 713   |
| 매출채권 및 기타채권 | 261   | 324   | 380   | 453   | 563   |
| 재고자산        | 239   | 281   | 322   | 364   | 400   |
| 기타유동자산      | 96    | 123   | 148   | 179   | 219   |
| 비유동자산       | 2,117 | 2,111 | 2,031 | 1,963 | 1,903 |
| 유형자산        | 609   | 660   | 599   | 548   | 504   |
| 관계기업투자금     | 15    | 16    | 15    | 14    | 13    |
| 기타금융자산      | 25    | 38    | 38    | 38    | 38    |
| 기타비유동자산     | 1,468 | 1,397 | 1,379 | 1,363 | 1,348 |
| 자산총계        | 2,933 | 3,009 | 3,178 | 3,457 | 3,799 |
| 유동부채        | 868   | 1,284 | 1,290 | 1,320 | 1,347 |
| 매입채무 및 기타채무 | 298   | 390   | 418   | 446   | 471   |
| 차입금         | 312   | 400   | 400   | 400   | 400   |
| 유동성채무       | 208   | 438   | 414   | 414   | 414   |
| 기타유동부채      | 51    | 56    | 58    | 60    | 62    |
| 비유동부채       | 596   | 307   | 341   | 380   | 423   |
| 차입금         | 194   | 139   | 260   | 381   | 503   |
| 사채          | 300   | 60    | -40   | -140  | -240  |
| 기타비유동부채     | 103   | 109   | 122   | 138   | 161   |
| 부채총계        | 1,464 | 1,591 | 1,631 | 1,699 | 1,770 |
| 지배지분        | 664   | 649   | 707   | 803   | 928   |
| 자본금         | 11    | 11    | 12    | 12    | 12    |
| 자본잉여금       | 264   | 262   | 262   | 262   | 262   |
| 이익잉여금       | 384   | 368   | 426   | 522   | 646   |
| 기타자본변동      | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 비지배지분       | 805   | 770   | 839   | 954   | 1,101 |
| 자본총계        | 1,469 | 1,419 | 1,546 | 1,757 | 2,029 |
| 총차입금        | 1,054 | 1,088 | 1,097 | 1,132 | 1,171 |

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

| 12결산(십억원) | 2022A  | 2023A  | 2024F   | 2025F   | 2026F   |
|-----------|--------|--------|---------|---------|---------|
| EPS       | -961   | 227    | 3,043   | 4,680   | 5,864   |
| PER       | -44.3  | 236.2  | 18.1    | 12.2    | 9.7     |
| BPS       | 29,024 | 28,347 | 29,955  | 34,035  | 39,299  |
| PBR       | 1.5    | 1.9    | 1.8     | 1.7     | 1.5     |
| EBITDAPS  | 6,499  | 10,046 | 12,322  | 13,552  | 14,699  |
| EV/EBITDA | 17.0   | 12.2   | 9.6     | 8.7     | 7.8     |
| SPS       | 81,540 | 94,212 | 104,819 | 118,293 | 130,123 |
| PSR       | 0.5    | 0.6    | 0.5     | 0.5     | 0.4     |
| CFPS      | -540   | 451    | 7,119   | 8,345   | 9,432   |
| DPS       | 500    | 600    | 600     | 600     | 600     |

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

| 12결산(십억원) | 2022A | 2023A | 2024F | 2025F | 2026F |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 성장성       |       |       |       |       |       |
| 매출액 증가율   | 17.6  | 15.5  | 14.8  | 12.9  | 10.0  |
| 영업이익 증가율  | -13.0 | 85.8  | 55.7  | 18.9  | 14.5  |
| 순이익 증가율   | 적전    | 흑전    | 315.2 | 36.2  | 25.3  |
| 수익성       |       |       |       |       |       |
| ROIC      | -0.9  | 4.7   | 7.2   | 9.1   | 10.2  |
| ROA       | -0.8  | 0.2   | 2.3   | 3.3   | 3.8   |
| ROE       | -3.3  | 0.8   | 10.6  | 14.6  | 16.0  |
| 안정성       |       |       |       |       |       |
| 부채비율      | 99.6  | 112.1 | 105.5 | 96.7  | 87.3  |
| 순차입금비용    | 35.9  | 36.1  | 34.5  | 32.8  | 30.8  |
| 이자보상배율    | 2.2   | 3.0   | 4.7   | 5.5   | 6.2   |

한국콜마 목표주가 및 주가 추이



| 일자         | 투자의견 | 목표주가    | 괴리율     |         |
|------------|------|---------|---------|---------|
|            |      |         | 평균      | 최고/최저   |
| 2024.10.10 | 매수   | 110,000 | (37.31) | (34.45) |
| 2024.11.11 | 매수   | 110,000 | (40.74) | (34.45) |
| 2024.11.21 | 매수   | 110,000 | (46.00) | (34.45) |
| 2025.01.15 | 매수   | 110,000 |         |         |
|            |      |         |         |         |
|            |      |         |         |         |
|            |      |         |         |         |
|            |      |         |         |         |
|            |      |         |         |         |
|            |      |         |         |         |

Buy

TP 160,000원

유지

유지

## 아모레퍼시픽(090430)

### 25년은 중국 턴어라운드와 라네즈/이니스프리 해외 성과 기대!

#### ▶ 4Q24 Preview: COSRX/중국 아습지만, 라네즈 중심 해외 성과 기대

- 4분기 연결 매출액 및 영업이익은 각각 1조 234억원(YoY 11%), 805억원(YoY 289%) 전망. ① 국내 화장품 매출액 및 영업이익은 각각 4,558억원(YoY -2%), 415억원(YoY -13%) 전망. 면세는 YoY -40% 추정. 면세는 올해 2분기부터 기저 부담 점진적 완화 전망. 순수 국내는 MBS /이커머스 고성장 중이나, 방판/백화점 등 전통 채널 부진. 수익성은 고수익 채널 면세 매출 감소로 아쉬울 듯. ② 해외 매출액 및 영업이익은 각각 4,604억원(YoY 29%), 408억원(YoY 흑전) 전망. 1) 중국은 영업손실 -180억원 추정. 중국 25년 2분목표 중. 2) 북미 본업은 라네즈 중심 20%대 전망. 라네즈 립/스킨케어 중심 성장 견인 중. 이니스프리도 세포라 전 지점 입점을 통해 모멘텀 지속. 3) EMEA 본업은 라네즈 기 BEP 달성 중심으로 3분기와 유사한 성장률 전망. 4) COSRX 매출은 YoY 소폭 역성장, 마진율 20% 후반 전망. 북미/아세안 가격 정상화 작업 및 전년 높은 기저 영향. 유럽 및 기타 신시장은 성장률 견조한 흐름 유지 중

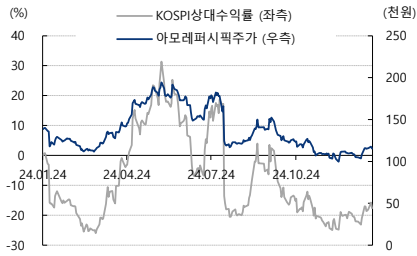
#### ▶ 2025년 Preview: 25년은 중국 턴어라운드와 라네즈/이니스프리 해외 성과 기대!

- 2025년 연결 매출액 및 영업이익 각각 4.3조원(YoY 12%), 4,091억원(YoY 84%) 전망. 2Q25 중국 이익 턴어라운드와 함께 견조한 해외 본업 성장 이어나갈 전망이다. 현재 미국에서 라네즈 성과 고무적이지만, NEXT브랜드로 이니스프리 활약 기대. 이니스프리의 미국 세포라 입점 수는 23년 초 100개 미만 → 24년 초 400개 → 3Q24 600개(전 점포) 확대되며 오프라인 보폭 확대 중. 선크림/세럼/에센스 카테고리 중심 강화 예정. 또한, 본업의 유럽/기타 신시장 등 지역 커버리지 확대 흐름도 긍정적인

#### ▶ 투자의견 BUY 및 목표주가 160,000원 유지

| Company Data s |           |
|----------------|-----------|
| 현재가(01/14)     | 115,300원  |
| 액면가(원)         | 500 원     |
| 52주 최고가(보통주)   | 194,200 원 |
| 52주 최저가(보통주)   | 99,500원   |
| KOSPI (01/14)  | 2,497.40p |
| KOSDAQ (01/14) | 718.04p   |
| 자본금            | 345 억원    |
| 시가총액           | 71,085억원  |
| 발행주식수(보통주)     | 5,849만주   |
| 발행주식수(우선주)     | 1,056만주   |
| 평균거래량(60일)     | 25.8만주    |
| 평균거래대금(60일)    | 289 억원    |
| 외국인지분(보통주)     | 26.83%    |

Price & Relative Performance



| 주가수익률(%) | 1개월 | 6개월   | 12개월 |
|----------|-----|-------|------|
| 절대주가     | 3.3 | -25.5 | -9.2 |
| 상대주가     | 3.2 | -14.8 | -8.2 |

| 12결산<br>(십억원) | 매출액<br>(십억원) | YoY<br>(%) | 영업이익<br>(십억원) | OPM<br>(%) | 순이익<br>(십억원) | EPS<br>(원) | YoY<br>(%) | PER<br>(배) | PCR<br>(배) | PBR<br>(배) | EV/EBITDA<br>(배) | ROE<br>(%) |
|---------------|--------------|------------|---------------|------------|--------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------------|------------|
| 2022.12       | 4,135        | -15.0      | 214           | 5.2        | 129          | 2,175      | -30.6      | 63.2       | 12.7       | 2.0        | 15.7             | 2.8        |
| 2023.12       | 3,674        | -11.1      | 108           | 2.9        | 174          | 2,914      | 33.9       | 49.8       | 19.0       | 2.0        | 22.1             | 3.7        |
| 2024.12E      | 3,817        | 3.9        | 223           | 5.8        | 697          | 11,773     | 304.0      | 8.9        | 9.1        | 1.3        | 10.6             | 13.4       |
| 2025.12E      | 4,275        | 12.0       | 409           | 9.6        | 411          | 6,876      | -41.6      | 16.8       | 11.2       | 1.4        | 8.1              | 7.2        |
| 2026.12E      | 4,531        | 6.0        | 494           | 10.9       | 475          | 7,961      | 15.8       | 14.5       | 10.1       | 1.3        | 6.6              | 7.8        |

## 아모레퍼시픽(090430)

(단위: 십억원)

|                   | 1Q23          | 2Q23         | 3Q23         | 4Q23          | 1Q24         | 2Q24          | 3Q24          | 4Q24F          | 23             | 24F            | 25F            |
|-------------------|---------------|--------------|--------------|---------------|--------------|---------------|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>매출액</b>        | <b>913.7</b>  | <b>945.4</b> | <b>888.8</b> | <b>926.0</b>  | <b>911.5</b> | <b>904.8</b>  | <b>977.2</b>  | <b>1,023.4</b> | <b>3,674.0</b> | <b>3,816.8</b> | <b>4,274.9</b> |
| 1. 국내             | 552.2         | 555.0        | 543.2        | 560.4         | 563.6        | 511.9         | 534.5         | 552.0          | 2,210.8        | 2,162.0        | 2,184.5        |
| 1-1. 화장품          | 455.1         | 459.1        | 445.5        | 464.7         | 468.5        | 423.4         | 436.3         | 455.8          | 1,824.4        | 1,784.0        | 1,825.4        |
| 1-2. Daily Beauty | 97.1          | 95.9         | 97.7         | 95.7          | 95.2         | 88.5          | 98.1          | 96.2           | 386.4          | 378.0          | 366.6          |
| 2. 해외             | 344.8         | 372.3        | 317.7        | 356.9         | 336.8        | 381.5         | 431.3         | 460.4          | 1,391.7        | 1,610.0        | 2,041.5        |
| 중국 [추정]           | 143.5         | 153.3        | 115.8        | 130.0         | 113.2        | 70.0          | 69.5          | 78.0           | 542.6          | 330.7          | 297.6          |
| <b>YoY%</b>       | <b>-21.6%</b> | <b>0.0%</b>  | <b>-5.1%</b> | <b>-14.9%</b> | <b>-0.2%</b> | <b>-4.3%</b>  | <b>9.9%</b>   | <b>10.5%</b>   | <b>-11.1%</b>  | <b>3.9%</b>    | <b>12.0%</b>   |
| 1. 국내             | -24.6%        | -11.6%       | -7.5%        | -11.6%        | 2.1%         | -7.8%         | -1.6%         | -1.5%          | -14.4%         | -2.2%          | 1.0%           |
| 1-1. 화장품          | -25.0%        | -13.6%       | -8.9%        | -12.2%        | 2.9%         | -7.8%         | -2.1%         | -1.9%          | -15.4%         | -2.2%          | 2.3%           |
| 1-2. 생활용품         | -22.9%        | -0.4%        | -0.6%        | -8.4%         | -2.0%        | -7.7%         | 0.4%          | 0.5%           | -9.1%          | -2.2%          | -3.0%          |
| 2. 해외             | -17.9%        | 27.5%        | -3.6%        | -18.4%        | -2.3%        | 2.5%          | 35.8%         | 29.0%          | -5.9%          | 15.7%          | 26.8%          |
| 중국 [추정]           | -43.3%        | 18.0%        | -21.9%       | -43.0%        | -21.1%       | -54.4%        | -40.0%        | -40.0%         | -28.6%         | -39.1%         | -10.0%         |
| <b>영업이익</b>       | <b>64.4</b>   | <b>5.9</b>   | <b>17.3</b>  | <b>20.7</b>   | <b>72.7</b>  | <b>4.2</b>    | <b>65.2</b>   | <b>80.5</b>    | <b>108.2</b>   | <b>222.5</b>   | <b>409.1</b>   |
| 1. 국내             | 38.5          | 36.8         | 19.1         | 52.0          | 49.1         | 15.2          | 48.0          | 44.7           | 146.4          | 157.0          | 164.8          |
| 1-1. 화장품          | 34.9          | 31.4         | 21.8         | 47.9          | 47.4         | 20.6          | 44.0          | 41.5           | 136.0          | 153.5          | 160.6          |
| 1-2. 생활용품         | 3.5           | 5.4          | (2.7)        | 4.1           | 1.7          | (5.4)         | 4.0           | 3.2            | 10.3           | 3.5            | 5.5            |
| 2. 해외             | 31.6          | (32.7)       | (8.3)        | (33.7)        | 31.6         | 5.1           | 24.7          | 40.8           | (43.1)         | 102.2          | 244.3          |
| <b>YoY%</b>       | <b>-59.3%</b> | <b>TB</b>    | <b>-8.2%</b> | <b>-63.7%</b> | <b>12.9%</b> | <b>-29.5%</b> | <b>277.7%</b> | <b>289.3%</b>  | <b>-49.5%</b>  | <b>105.7%</b>  | <b>83.9%</b>   |
| 1. 국내             | -65.6%        | 0.3%         | -34.6%       | 16.6%         | 27.5%        | -58.7%        | 151.3%        | -14.1%         | -34.2%         | 7.2%           | 5.0%           |
| 1-1. 화장품          | -66.5%        | -21.7%       | -23.2%       | 13.8%         | 35.8%        | -34.4%        | 101.8%        | -13.3%         | -36.7%         | 12.9%          | 4.6%           |
| 1-2. 생활용품         | -55.1%        | TB           | TR           | 64.0%         | -51.4%       | TR            | TB            | -23.0%         | 33.8%          | -66.4%         | 59.0%          |
| 2. 해외             | -24.9%        | CR           | CR           | TR            | 0.0%         | TB            | TB            | TB             | TR             | TB             | 139.0%         |
| <b>OPM%</b>       | <b>7.0%</b>   | <b>0.6%</b>  | <b>1.9%</b>  | <b>2.2%</b>   | <b>8.0%</b>  | <b>0.5%</b>   | <b>6.7%</b>   | <b>7.9%</b>    | <b>2.9%</b>    | <b>5.8%</b>    | <b>9.6%</b>    |
| 1. 국내             | 7.0%          | 6.6%         | 3.5%         | 9.3%          | 8.7%         | 3.0%          | 9.0%          | 8.1%           | 6.6%           | 7.3%           | 7.5%           |
| 1-1. 화장품          | 7.7%          | 6.8%         | 4.9%         | 10.3%         | 10.1%        | 4.9%          | 10.1%         | 9.1%           | 7.5%           | 8.6%           | 8.8%           |
| 1-2. 생활용품         | 3.6%          | 5.6%         | -2.8%        | 4.3%          | 1.8%         | -6.1%         | 4.1%          | 3.3%           | 2.7%           | 0.9%           | 1.5%           |
| 2. 해외             | 9.2%          | -8.8%        | -2.6%        | -9.4%         | 9.4%         | 1.3%          | 5.7%          | 8.9%           | -3.1%          | 6.3%           | 12.0%          |
| <b>세전이익</b>       | <b>99.0</b>   | <b>19.2</b>  | <b>38.2</b>  | <b>124.2</b>  | <b>102.2</b> | <b>513.8</b>  | <b>54.4</b>   | <b>72.7</b>    | <b>280.6</b>   | <b>743.2</b>   | <b>602.4</b>   |
| YoY%              | -39.0%        | TB           | -35.1%       | 465.3%        | 3.2%         | 2575.4%       | 42.5%         | -41.5%         | 25.0%          | 164.8%         | -18.9%         |
| <b>(지배)순이익</b>    | <b>87.3</b>   | <b>22.1</b>  | <b>28.0</b>  | <b>42.7</b>   | <b>78.6</b>  | <b>531.5</b>  | <b>37.6</b>   | <b>50.2</b>    | <b>180.1</b>   | <b>697.9</b>   | <b>411.7</b>   |
| YoY%              | -25.7%        | TB           | 15.7%        | 80.8%         | -9.9%        | 2304.6%       | 34.4%         | 17.6%          | 33.9%          | 287.5%         | -41.0%         |
| NPM%              | 9.6%          | 2.3%         | 3.2%         | 4.6%          | 8.6%         | 58.7%         | 3.9%          | 4.9%           | 4.9%           | 18.3%          | 9.6%           |

포괄손익계산서

단위: 십억원

| 12결산(십억원)         | 2022A | 2023A | 2024F | 2025F | 2026F |
|-------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액               | 4,135 | 3,674 | 3,817 | 4,275 | 4,531 |
| 매출원가              | 1,338 | 1,155 | 1,200 | 1,325 | 1,359 |
| 매출총이익             | 2,797 | 2,519 | 2,617 | 2,950 | 3,172 |
| 매출총이익률 (%)        | 67.7  | 68.6  | 68.6  | 69.0  | 70.0  |
| 판매비와관리비           | 2,583 | 2,411 | 2,394 | 2,541 | 2,678 |
| 영업이익              | 214   | 108   | 223   | 409   | 494   |
| 영업이익률 (%)         | 5.2   | 2.9   | 5.8   | 9.6   | 10.9  |
| EBITDA            | 503   | 360   | 456   | 627   | 700   |
| EBITDA Margin (%) | 12.2  | 9.8   | 11.9  | 14.7  | 15.5  |
| 영업외손익             | 10    | 172   | 521   | 193   | 201   |
| 관계기업손익            | 9     | 42    | 42    | 42    | 42    |
| 금융수익              | 23    | 162   | 26    | 32    | 41    |
| 금융비용              | -34   | -19   | -17   | -17   | -18   |
| 기타                | 13    | -12   | 470   | 136   | 136   |
| 법인세비용차감전순이익       | 224   | 281   | 743   | 602   | 695   |
| 법인세비용             | 95    | 107   | 46    | 191   | 220   |
| 계속사업순이익           | 129   | 174   | 697   | 411   | 475   |
| 중단사업순이익           | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 당기순이익             | 129   | 174   | 697   | 411   | 475   |
| 당기순이익률 (%)        | 3.1   | 4.7   | 18.3  | 9.6   | 10.5  |
| 비지배지분순이익          | -5    | -6    | -1    | 0     | -1    |
| 지배지분순이익           | 134   | 180   | 698   | 412   | 475   |
| 지배순이익률 (%)        | 3.3   | 4.9   | 18.3  | 9.6   | 10.5  |
| 매도가능금융자산평가        | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 기타포괄이익            | -27   | -40   | -40   | -40   | -40   |
| 포괄순이익             | 102   | 133   | 657   | 371   | 434   |
| 비지배지분포괄이익         | -6    | -6    | -29   | -16   | -19   |
| 지배지분포괄이익          | 109   | 139   | 686   | 387   | 453   |

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

현금흐름표

단위: 십억원

| 12결산(십억원)  | 2022A | 2023A | 2024F | 2025F | 2026F |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 영업활동 현금흐름  | 151   | 348   | 766   | 407   | 497   |
| 당기순이익      | 129   | 174   | 697   | 411   | 475   |
| 비현금항목의 가감  | 497   | 267   | 143   | 266   | 276   |
| 감가상각비      | 289   | 252   | 233   | 218   | 206   |
| 외환손익       | 21    | 3     | -10   | -10   | -10   |
| 자본법평가손익    | 0     | 0     | -42   | -42   | -42   |
| 기타         | 187   | 12    | -39   | 99    | 121   |
| 자산부채의 증감   | -345  | -36   | -38   | -96   | -57   |
| 기타현금흐름     | -130  | -57   | -37   | -176  | -197  |
| 투자활동 현금흐름  | -69   | -186  | -111  | -117  | -123  |
| 투자자산       | 184   | -94   | 0     | 0     | 0     |
| 유형자산       | -99   | -134  | -120  | -126  | -132  |
| 기타         | -154  | 43    | 9     | 9     | 9     |
| 재무활동 현금흐름  | -155  | -99   | -127  | -127  | -127  |
| 단기차입금      | 23    | 21    | 7     | 8     | 8     |
| 사채         | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 장기차입금      | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 자본의 증가(감소) | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 현금배당       | -68   | -47   | -63   | -63   | -63   |
| 기타         | -109  | -72   | -72   | -72   | -72   |
| 현금의 증감     | -88   | 57    | 725   | 363   | 449   |
| 기초 현금      | 538   | 450   | 506   | 1,231 | 1,594 |
| 기말 현금      | 450   | 506   | 1,231 | 1,594 | 2,044 |
| NOPLAT     | 123   | 67    | 209   | 279   | 337   |
| FCF        | -32   | 149   | 285   | 276   | 354   |

재무상태표

| 12결산(십억원)   | 2022A | 2023A | 2024F | 2025F | 2026F |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 유동자산        | 1,735 | 1,952 | 2,703 | 3,151 | 3,647 |
| 현금및현금성자산    | 450   | 506   | 1,231 | 1,595 | 2,044 |
| 매출채권 및 기타채권 | 317   | 324   | 335   | 370   | 390   |
| 재고자산        | 409   | 394   | 410   | 459   | 486   |
| 기타유동자산      | 559   | 727   | 727   | 727   | 727   |
| 비유동자산       | 4,067 | 3,934 | 3,812 | 3,713 | 3,633 |
| 유형자산        | 2,475 | 2,442 | 2,328 | 2,236 | 2,162 |
| 관계기업투자금     | 247   | 287   | 287   | 287   | 287   |
| 기타금융자산      | 52    | 93    | 93    | 93    | 93    |
| 기타비유동자산     | 1,292 | 1,113 | 1,104 | 1,097 | 1,092 |
| 자산총계        | 5,802 | 5,887 | 6,514 | 6,863 | 7,281 |
| 유동부채        | 831   | 813   | 818   | 827   | 838   |
| 매입채무 및 기타채무 | 395   | 374   | 383   | 392   | 403   |
| 차입금         | 223   | 244   | 251   | 259   | 267   |
| 유동성채무       | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 기타유동부채      | 213   | 195   | 184   | 175   | 168   |
| 비유동부채       | 191   | 201   | 191   | 185   | 180   |
| 차입금         | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 사채          | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 기타비유동부채     | 191   | 201   | 191   | 185   | 180   |
| 부채총계        | 1,023 | 1,014 | 1,010 | 1,011 | 1,018 |
| 지배지분        | 4,799 | 4,898 | 5,533 | 5,882 | 6,295 |
| 자본금         | 35    | 35    | 35    | 35    | 35    |
| 자본잉여금       | 792   | 794   | 794   | 794   | 794   |
| 이익잉여금       | 4,010 | 4,101 | 4,737 | 5,086 | 5,498 |
| 기타자본변동      | -18   | -13   | -13   | -13   | -13   |
| 비지배지분       | -19   | -25   | -29   | -30   | -32   |
| 자본총계        | 4,779 | 4,873 | 5,505 | 5,852 | 6,262 |
| 총차입금        | 288   | 295   | 291   | 290   | 292   |

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

| 12결산(십억원) | 2022A  | 2023A  | 2024F  | 2025F  | 2026F  |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| EPS       | 2,175  | 2,914  | 11,773 | 6,876  | 7,961  |
| PER       | 63.2   | 49.8   | 8.9    | 16.8   | 14.5   |
| BPS       | 69,494 | 70,933 | 80,136 | 85,191 | 91,165 |
| PBR       | 2.0    | 2.0    | 1.3    | 1.4    | 1.3    |
| EBITDAPS  | 7,282  | 5,214  | 6,602  | 9,087  | 10,141 |
| EV/EBITDA | 15.7   | 22.1   | 10.6   | 8.1    | 6.6    |
| SPS       | 70,691 | 62,811 | 65,253 | 73,083 | 77,468 |
| PSR       | 1.9    | 2.3    | 1.6    | 1.6    | 1.5    |
| CFPS      | -470   | 2,154  | 4,123  | 4,000  | 5,133  |
| DPS       | 680    | 910    | 910    | 910    | 910    |

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

| 12결산(십억원) | 2022A | 2023A | 2024F | 2025F | 2026F |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 성장성       |       |       |       |       |       |
| 매출액 증가율   | -15.0 | -11.1 | 3.9   | 12.0  | 6.0   |
| 영업이익 증가율  | -37.6 | -49.5 | 105.7 | 83.9  | 20.7  |
| 순이익 증가율   | -28.5 | 34.5  | 301.1 | -41.0 | 15.4  |
| 수익성       |       |       |       |       |       |
| ROIC      | 4.2   | 2.2   | 7.0   | 9.6   | 11.6  |
| ROA       | 2.3   | 3.1   | 11.3  | 6.2   | 6.7   |
| ROE       | 2.8   | 3.7   | 13.4  | 7.2   | 7.8   |
| 안정성       |       |       |       |       |       |
| 부채비율      | 21.4  | 20.8  | 18.3  | 17.3  | 16.3  |
| 순차입금비율    | 5.0   | 5.0   | 4.5   | 4.2   | 4.0   |
| 이자보상배율    | 17.5  | 6.6   | 13.3  | 23.9  | 28.1  |

아모레퍼시픽 목표주가 및 주가 추이



| 일자         | 투자의견 | 목표주가    | 괴리율     |         |
|------------|------|---------|---------|---------|
|            |      |         | 평균      | 최고/최저   |
| 2024.10.10 | 매수   | 190,000 | (35.55) | (33.42) |
| 2024.11.01 | 매수   | 190,000 | (40.14) | (33.16) |
| 2025.01.08 | 매수   | 160,000 | (27.50) | (26.50) |
| 2025.01.15 | 매수   | 160,000 |         |         |
|            |      |         |         |         |
|            |      |         |         |         |
|            |      |         |         |         |
|            |      |         |         |         |
|            |      |         |         |         |
|            |      |         |         |         |



Buy

TP 120,000원

유지

유지

# 코스메카코리아(241710)

## 용기 수급 이슈는 4분기도 존재

### ▶ 4Q24 Preview: 용기 수급 이슈는 4분기도 존재

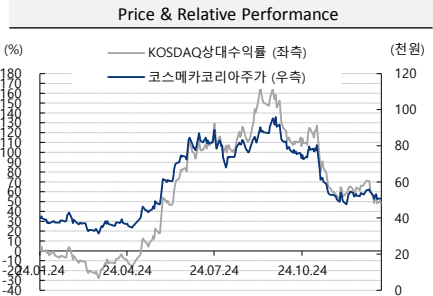
- 4분기 연결 매출액 및 영업이익은 각각 1,305억원(YoY 6%), 158억원(YoY 5%) 추정. 3분기에 이어 용기 수급 이슈는 소폭 완화 되었으나, 여전히 부담 지속됨. 1) 한국 법인은 845억원(YoY 21%), 121억원(YoY 67%) 전망. 시장 기대 대비 실적 하회 요인은 1. 고객사들의 재고 조정 영향, 2. 성과급 반영에 기인함. 현재 신규 인디브랜드사들의 안정적인 매출 기여가 향후 추가 추이에 중요한 역할을 할 전망. 2) 미국 법인은 매출액 435억원(YoY -24%), 영업이익 41억원 전망. 2분기부터 이어진 용기/선적 이슈는 4분기 에도 지속. 25년 2분기까지는 영향 미칠 것으로 판단. 3) 중국 법인은 매출 100억원, 이익 BEP 수준 전망

### ▶ 2025년 Preview: 하반기부터는 나아질 거야

- 2025년 연결 매출액 및 영업이익 각각 6천억원 (YoY 13%), 742억원(YoY 18%) 전망. 한국 법인은 신규 고객사 확보가 중요한 상황. 24년 하반기 확보한 신규 고객사를 바탕으로 25년에 성장 이어나갈 것임. 미국 법인은 25년 2분기까지 용기 수급 이슈 영향으로 부담 존재 하겠으나, 하반기부터는 정상화를 기대. 24년 출시한 RTG OTC 제품은 올해부터 본격 출시 하면서 매출 성장률 예정임.

### ▶ 투자의견 BUY 및 목표주가 120,000원 유지

| Company Data s |           |
|----------------|-----------|
| 현재가(01/14)     | 50,700원   |
| 액면가(원)         | 500원      |
| 52주 최고가(보통주)   | 95,900원   |
| 52주 최저가(보통주)   | 31,350원   |
| KOSPI (01/14)  | 2,497.40p |
| KOSDAQ (01/14) | 718.04p   |
| 자본금            | 53억원      |
| 시가총액           | 5,415억원   |
| 발행주식수(보통주)     | 1,068만주   |
| 발행주식수(우선주)     | 0만주       |
| 평균거래량(60일)     | 10.3만주    |
| 평균거래대금(60일)    | 54억원      |
| 외국인지분(보통주)     | 9.26%     |



| 주가수익률(%) | 1개월   | 6개월   | 12개월 |
|----------|-------|-------|------|
| 절대주가     | -7.3  | -38.1 | 27.4 |
| 상대주가     | -10.5 | -26.7 | 54.0 |

| 12결산<br>(십억원) | 매출액<br>(십억원) | YoY<br>(%) | 영업이익<br>(십억원) | OPM<br>(%) | 순이익<br>(십억원) | EPS<br>(원) | YoY<br>(%) | PER<br>(배) | PCR<br>(배) | PBR<br>(배) | EV/EBITDA<br>(배) | ROE<br>(%) |
|---------------|--------------|------------|---------------|------------|--------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------------|------------|
| 2022.12       | 399          | 0.7        | 10            | 2.5        | 6            | 249        | -70.2      | 41.2       | 3.8        | 0.7        | 9.6              | 1.8        |
| 2023.12       | 471          | 17.9       | 49            | 10.4       | 34           | 2,090      | 740.3      | 17.4       | 6.4        | 2.3        | 8.0              | 14.1       |
| 2024.12E      | 539          | 14.4       | 66            | 12.2       | 52           | 4,135      | 97.9       | 13.4       | 10.4       | 2.8        | 8.5              | 23.0       |
| 2025.12E      | 597          | 10.9       | 74            | 12.4       | 62           | 4,679      | 13.1       | 10.8       | 9.2        | 2.1        | 6.8              | 20.9       |
| 2026.12E      | 687          | 15.0       | 93            | 13.5       | 78           | 5,819      | 24.4       | 8.7        | 7.8        | 1.7        | 5.2              | 21.1       |

## 코스메카코리아(241710)

(단위: 십억원)

|         | 1Q23      | 2Q23   | 3Q23    | 4Q23    | 1Q24    | 2Q24   | 3Q24    | 4Q24F   | 23     | 24F    | 25F   |
|---------|-----------|--------|---------|---------|---------|--------|---------|---------|--------|--------|-------|
| 연결 매출액  | 115.9     | 115.7  | 116.4   | 122.7   | 125.6   | 143.8  | 126.6   | 130.5   | 470.7  | 526.5  | 597.0 |
| 1. 한국   | 65.9      | 66.7   | 66.4    | 69.7    | 68.8    | 94.6   | 82.5    | 84.5    | 268.6  | 330.4  | 388.2 |
| 2. 미국   | 46.0      | 49.3   | 54.4    | 57.2    | 52.6    | 46.0   | 41.1    | 43.5    | 207.0  | 183.2  | 198.4 |
| 3. 중국   | 12.8      | 11.1   | 12.5    | 14.0    | 12.2    | 10.7   | 9.3     | 10.0    | 50.4   | 42.2   | 43.5  |
| YoY%    | 30.3%     | 15.2%  | 12.4%   | 15.3%   | 8.3%    | 24.3%  | 8.8%    | 6.3%    | 17.9%  | 11.8%  | 13.4% |
| 1. 한국   | 29.6%     | 10.8%  | 16.3%   | 17.5%   | 4.3%    | 41.9%  | 24.3%   | 21.3%   | 18.1%  | 23.0%  | 17.5% |
| 2. 미국   | 46.7%     | 36.3%  | 26.7%   | 38.4%   | 14.2%   | -6.7%  | -24.4%  | -24.0%  | 36.3%  | -11.5% | 8.3%  |
| 3. 중국   | 19.1%     | 1.4%   | 13.6%   | -4.0%   | -5.1%   | -3.5%  | -25.5%  | -28.5%  | 6.6%   | -16.3% | 3.0%  |
| 영업이익    | 9.3       | 11.2   | 13.7    | 15.0    | 13.7    | 18.1   | 15.2    | 15.8    | 49.2   | 62.8   | 74.2  |
| 1. 한국   | 4.6       | 6.3    | 4.7     | 7.3     | 7.4     | 14.3   | 12.0    | 12.1    | 22.9   | 45.8   | 54.7  |
| 2. 미국   | 5.6       | 6.2    | 9.2     | 8.0     | 6.6     | 4.3    | 4.1     | 4.1     | 28.9   | 19.1   | 21.8  |
| 3. 중국   | (0.3)     | (0.6)  | 0.5     | 0.5     | 0.0     | (0.1)  | (0.3)   | 0.0     | 0.1    | (0.4)  | 0.7   |
| YoY%    | 1410.9%   | 264.7% | 366.7%  | 300.1%  | 48.4%   | 62.1%  | 11.0%   | 5.2%    | 374.1% | 27.9%  | 18.1% |
| 1. 한국   | 199.8%    | 166.5% | 157.5%  | 273.4%  | 61.9%   | 126.4% | 153.3%  | 66.6%   | 198.0% | 100.1% | 19.4% |
| 2. 미국   | 508.7%    | 140.5% | 150.2%  | 178.8%  | 19.2%   | -30.8% | -55.5%  | -48.1%  | 188.5% | -33.8% | 14.0% |
| 3. 중국   | -72.0%    | -53.0% | -126.4% | -248.6% | -105.0% | -81.0% | -155.1% | -100.0% | TB     | TR     | TB    |
| OPM%    | 8.0%      | 9.7%   | 11.8%   | 12.2%   | 10.9%   | 12.6%  | 12.0%   | 12.1%   | 10.4%  | 11.9%  | 12.4% |
| 1. 한국   | 7.0%      | 9.5%   | 7.1%    | 10.4%   | 10.8%   | 15.2%  | 14.5%   | 14.3%   | 8.5%   | 13.9%  | 14.1% |
| 2. 미국   | 12.1%     | 12.6%  | 16.8%   | 13.9%   | 12.6%   | 9.4%   | 9.9%    | 9.5%    | 14.0%  | 10.4%  | 11.0% |
| 3. 중국   | -2.6%     | -5.0%  | 3.8%    | 3.8%    | 0.1%    | -1.0%  | -2.8%   | 0.0%    | 0.2%   | -0.8%  | 1.5%  |
| 세전이익    | 9.5       | 11.2   | 14.7    | 10.7    | 16.3    | 19.5   | 11.1    | 13.9    | 46.1   | 60.9   | 81.4  |
| YoY%    | 2254.8%   | 184.0% | 237.6%  | -559.5% | 71.9%   | 73.7%  | -24.3%  | 30.2%   | 623.4% | 32.0%  | 33.7% |
| (지배)순이익 | 4.5       | 5.9    | 7.3     | 4.7     | 8.8     | 13.7   | 8.5     | 9.7     | 22.3   | 40.7   | 52.8  |
| YoY%    | -19501.4% | 244.0% | 1053.2% | 1315.5% | 96.5%   | 132.1% | 16.5%   | 107.5%  | 740.3% | 82.2%  | 29.9% |
| NPM%    | 3.9%      | 5.1%   | 6.3%    | 3.8%    | 7.0%    | 9.5%   | 6.7%    | 7.4%    | 4.7%   | 7.7%   | 8.8%  |

포괄손익계산서

단위: 십억원

| 12결산(십억원)         | 2022A | 2023A | 2024F | 2025F | 2026F |
|-------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액               | 399   | 471   | 539   | 597   | 687   |
| 매출원가              | 334   | 364   | 416   | 461   | 530   |
| 매출총이익             | 65    | 107   | 123   | 136   | 156   |
| 매출총이익률 (%)        | 16.3  | 22.8  | 22.8  | 22.8  | 22.8  |
| 판매비와관리비           | 55    | 58    | 57    | 62    | 63    |
| 영업이익              | 10    | 49    | 66    | 74    | 93    |
| 영업이익률 (%)         | 2.6   | 10.4  | 12.3  | 12.4  | 13.6  |
| EBITDA            | 27    | 66    | 82    | 91    | 111   |
| EBITDA Margin (%) | 6.8   | 14.0  | 15.3  | 15.3  | 16.2  |
| 영업외손익             | -4    | -3    | 1     | 7     | 8     |
| 관계기업손익            | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 금융수익              | 6     | 3     | 3     | 4     | 4     |
| 금융비용              | -9    | -7    | -5    | -5    | -5    |
| 기타                | 0     | 1     | 3     | 9     | 9     |
| 법인세비용차감전순이익       | 6     | 46    | 67    | 81    | 101   |
| 법인세비용             | 0     | 12    | 14    | 19    | 24    |
| 계속사업순이익           | 6     | 34    | 52    | 62    | 78    |
| 중단사업순이익           | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 당기순이익             | 6     | 34    | 52    | 62    | 78    |
| 당기순이익률 (%)        | 1.5   | 7.2   | 9.7   | 10.5  | 11.3  |
| 비지배지분순이익          | 3     | 12    | 8     | 12    | 15    |
| 지배지분순이익           | 3     | 22    | 44    | 50    | 62    |
| 지배순이익률 (%)        | 0.7   | 4.7   | 8.2   | 8.4   | 9.1   |
| 매도가능금융자산평가        | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 기타포괄이익            | 5     | 1     | 1     | 1     | 1     |
| 포괄순이익             | 11    | 35    | 54    | 64    | 79    |
| 비지배지분포괄이익         | 6     | 12    | 8     | 10    | 12    |
| 지배지분포괄이익          | 4     | 23    | 45    | 54    | 67    |

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

현금흐름표

단위: 십억원

| 12결산(십억원)  | 2022A | 2023A | 2024F | 2025F | 2026F |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 영업활동 현금흐름  | 17    | 42    | 70    | 96    | 109   |
| 당기순이익      | 6     | 34    | 52    | 75    | 89    |
| 비현금항목의 가감  | 26    | 38    | 38    | 47    | 51    |
| 감가상각비      | 14    | 14    | 14    | 16    | 17    |
| 외환손익       | 3     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 자본법평가손익    | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 기타         | 10    | 24    | 24    | 31    | 34    |
| 자산부채의 증감   | -11   | -22   | -3    | -1    | -3    |
| 기타현금흐름     | -5    | -8    | -17   | -25   | -28   |
| 투자활동 현금흐름  | -10   | -22   | -20   | -25   | -25   |
| 투자자산       | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 유형자산       | -12   | -19   | -20   | -25   | -25   |
| 기타         | 1     | -4    | 0     | 0     | 0     |
| 재무활동 현금흐름  | -10   | -13   | -28   | -7    | -7    |
| 단기차입금      | 5     | -9    | -9    | -9    | -9    |
| 사채         | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 장기차입금      | 0     | 11    | 5     | 5     | 5     |
| 자본의 증가(감소) | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 현금배당       | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 기타         | -15   | -15   | -24   | -3    | -3    |
| 현금의 증감     | -4    | 7     | 26    | 66    | 78    |
| 기초 현금      | 30    | 26    | 33    | 59    | 125   |
| 기말 현금      | 26    | 33    | 59    | 125   | 203   |
| NOPLAT     | 10    | 36    | 52    | 64    | 77    |
| FCF        | 4     | 12    | 45    | 54    | 67    |

재무상태표

| 12결산(십억원)   | 2022A | 2023A | 2024F | 2025F | 2026F |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 유동자산        | 187   | 221   | 259   | 338   | 432   |
| 현금및현금성자산    | 26    | 33    | 59    | 125   | 203   |
| 매출채권 및 기타채권 | 83    | 113   | 120   | 128   | 137   |
| 재고자산        | 71    | 66    | 70    | 76    | 82    |
| 기타유동자산      | 7     | 10    | 10    | 10    | 10    |
| 비유동자산       | 206   | 211   | 217   | 228   | 240   |
| 유형자산        | 147   | 153   | 159   | 168   | 176   |
| 관계기업투자금     | 1     | 1     | 1     | 0     | 0     |
| 기타금융자산      | 1     | 1     | 1     | 1     | 1     |
| 기타비유동자산     | 56    | 55    | 56    | 58    | 63    |
| 자산총계        | 393   | 433   | 475   | 566   | 672   |
| 유동부채        | 143   | 155   | 130   | 131   | 130   |
| 매입채무 및 기타채무 | 53    | 59    | 65    | 75    | 84    |
| 차입금         | 66    | 57    | 48    | 38    | 29    |
| 유동성채무       | 15    | 21    | 0     | 0     | 0     |
| 기타유동부채      | 9     | 18    | 18    | 17    | 17    |
| 비유동부채       | 43    | 36    | 40    | 44    | 49    |
| 차입금         | 35    | 28    | 33    | 38    | 43    |
| 사채          | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 기타비유동부채     | 8     | 8     | 7     | 6     | 6     |
| 부채총계        | 186   | 190   | 170   | 175   | 179   |
| 지배지분        | 147   | 170   | 214   | 274   | 345   |
| 자본금         | 5     | 5     | 5     | 5     | 5     |
| 자본잉여금       | 58    | 58    | 58    | 58    | 58    |
| 이익잉여금       | 78    | 100   | 144   | 205   | 276   |
| 기타자본변동      | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 비지배지분       | 60    | 73    | 92    | 117   | 148   |
| 자본총계        | 207   | 242   | 305   | 391   | 493   |
| 총차입금        | 118   | 107   | 81    | 76    | 72    |

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

| 12결산(십억원) | 2022A  | 2023A  | 2024F  | 2025F  | 2026F  |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| EPS       | 249    | 2,090  | 4,135  | 5,640  | 6,661  |
| PER       | 41.2   | 17.4   | 13.4   | 9.0    | 7.6    |
| BPS       | 13,732 | 15,874 | 20,009 | 25,649 | 32,310 |
| PBR       | 0.7    | 2.3    | 2.8    | 2.0    | 1.6    |
| EBITDAPS  | 2,537  | 6,173  | 7,692  | 9,365  | 11,038 |
| EV/EBITDA | 9.6    | 8.0    | 8.5    | 6.0    | 4.7    |
| SPS       | 37,397 | 44,075 | 50,424 | 59,911 | 68,897 |
| PSR       | 0.3    | 0.8    | 1.1    | 0.8    | 0.7    |
| CFPS      | 343    | 1,137  | 4,180  | 5,077  | 6,261  |
| DPS       | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

| 12결산(십억원) | 2022A | 2023A | 2024F | 2025F | 2026F |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 성장성       |       |       |       |       |       |
| 매출액 증가율   | 0.7   | 17.9  | 14.4  | 18.8  | 15.0  |
| 영업이익 증가율  | -48.4 | 374.1 | 34.4  | 25.8  | 20.5  |
| 순이익 증가율   | -64.6 | 464.5 | 54.3  | 43.8  | 18.1  |
| 수익성       |       |       |       |       |       |
| ROIC      | 3.4   | 12.3  | 17.1  | 20.3  | 23.5  |
| ROA       | 0.7   | 5.4   | 9.7   | 11.6  | 11.5  |
| ROE       | 1.8   | 14.1  | 23.0  | 24.7  | 23.0  |
| 안정성       |       |       |       |       |       |
| 부채비율      | 89.7  | 78.6  | 55.7  | 44.6  | 36.3  |
| 순차입금비용    | 30.2  | 24.7  | 17.0  | 13.5  | 10.7  |
| 이자보상배율    | 2.8   | 12.2  | 21.5  | 28.5  | 36.3  |

코스메카코리아 목표주가 및 주가 추이



| 일자         | 투자의견 | 목표주가    | 괴리율     |         |
|------------|------|---------|---------|---------|
|            |      |         | 평균      | 최고/최저   |
| 2024.10.10 | 매수   | 120,000 | (36.31) | (33.00) |
| 2024.11.11 | 매수   | 120,000 | (49.13) | (33.00) |
| 2025.01.15 | 매수   | 120,000 |         |         |
|            |      |         |         |         |
|            |      |         |         |         |
|            |      |         |         |         |
|            |      |         |         |         |
|            |      |         |         |         |
|            |      |         |         |         |
|            |      |         |         |         |

Buy

TP 370,000원

유지

하향

# LG생활건강(051900)

## 중장기적 관점으로 바라 볼 시점

### ▶ 4Q24 Preview: 중장기적 관점으로 바라 볼 시점

- 4분기 연결 매출액 및 영업이익은 각각 1.5조원(YoY -0.4%), 526억원(YoY -4%) 전망. 중국이 3분기 대비 적자 폭은 QoQ 나아 지나 여전히 적자 지속 흐름 전망. ① 면세 채널은 따이고 재고 소진 지연 /연말 수요 약세/면세 채널 업황 둔화에 따라 QoQ 매출 감소 전망. ② 중국 매출은 YoY Flat, 영업적자 지속 전망. 광군제 행사 및 기존 리브랜딩 마케팅 비용 지출 지속. 광군제는 티몰, 도우인 채널 럭셔리 스킨케어 제품 랭킹은 YoY 상승했으나, 반품 증가에 따른 성장 폭은 다소 아쉬웠던 것으로 파악됨. ③ 전통채널은 백화점 및 방판은 YoY 감소 흐름 지속. ④ 북미는 CNP가 최근 아마존 입점을 진행해 기여도가 확대되는 중임. TFS도 클렌징 라인 성과 긍정적. 다만, 북미 뷰티 매출 중 LG브랜드 매출 비중이 낮아 기여도는 미미해 성장 모멘텀으로는 제한적

### ▶ 2025년 Preview: 더후 리브랜딩 투자는 지속될 것

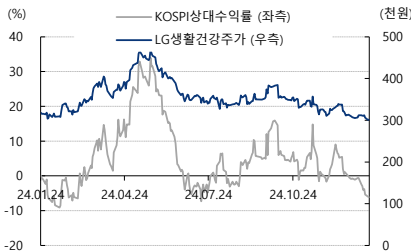
- 2025년 연결 매출액 및 영업이익 각각 6.9조원(YoY 3%), 5.2천억원(YoY 10%)으로 추정. 더후 리브랜딩에 대한 투자 지속되면서 단기간 이익 모멘텀 회복은 다소 어려울 것으로 판단됨.

### ▶ 투자 의견 BUY 유지 및 목표주가 370,000원으로 하향

- LG생활건강의 목표주가를 기존 45만원에서 37만원으로 하향 조정. 중국 부진 흐름은 당분간 지속될 것으로 전망. 중국을 상쇄할 만한 성장 동력이 부재한 상황. 최근 중국 로컬 화장품 시장은 로컬 브랜드 위주 강세 흐름인 점이 다소 부정적으로 영향을 미칠 것으로 판단.

| Company Data s |           |
|----------------|-----------|
| 현재가(01/14)     | 301,500 원 |
| 액면가(원)         | 5,000 원   |
| 52주 최고가(보통주)   | 469,000 원 |
| 52주 최저가(보통주)   | 301,000 원 |
| KOSPI (01/14)  | 2,497.40p |
| KOSDAQ (01/14) | 718.04p   |
| 자본금            | 886 억원    |
| 시가총액           | 49,867 억원 |
| 발행주식수(보통주)     | 1,562 만주  |
| 발행주식수(우선주)     | 210 만주    |
| 평균거래량(60일)     | 3.7 만주    |
| 평균거래대금(60일)    | 116 억원    |
| 외국인지분(보통주)     | 27.77%    |

Price & Relative Performance



| 주가수익률(%) | 1개월   | 6개월   | 12개월 |
|----------|-------|-------|------|
| 절대주가     | -10.7 | -16.3 | -7.2 |
| 상대주가     | -10.8 | -4.2  | -6.2 |

| 12결산<br>(십억원) | 매출액<br>(십억원) | YoY<br>(%) | 영업이익<br>(십억원) | OPM<br>(%) | 순이익<br>(십억원) | EPS<br>(원) | YoY<br>(%) | PER<br>(배) | PCR<br>(배) | PBR<br>(배) | EV/EBITDA<br>(배) | ROE<br>(%) |
|---------------|--------------|------------|---------------|------------|--------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------------|------------|
| 2022.12       | 7,186        | -11.2      | 711           | 9.9        | 258          | 14,604     | -72.2      | 49.4       | 12.3       | 2.4        | 12.0             | 4.4        |
| 2023.12       | 6,805        | -5.3       | 487           | 7.2        | 164          | 8,664      | -40.7      | 41.0       | 8.2        | 1.2        | 7.3              | 2.7        |
| 2024.12E      | 6,764        | -0.6       | 468           | 6.9        | 311          | 18,121     | 109.2      | 16.8       | 7.4        | 1.0        | 6.1              | 5.2        |
| 2025.12E      | 6,949        | 2.7        | 517           | 7.4        | 317          | 18,502     | 2.1        | 16.3       | 7.3        | 0.9        | 5.4              | 5.1        |
| 2026.12E      | 7,158        | 3.0        | 565           | 7.9        | 342          | 19,998     | 8.1        | 15.1       | 7.1        | 0.9        | 4.8              | 5.3        |

## LG생활건강(051900)

(단위: 십억원)

|                | 1Q23           | 2Q23           | 3Q23           | 4Q23           | 1Q24           | 2Q24           | 3Q24           | 4Q24F          | 23             | 24F            | 25F            |
|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>매출액</b>     | <b>1,683.7</b> | <b>1,807.7</b> | <b>1,746.2</b> | <b>1,567.2</b> | <b>1,728.7</b> | <b>1,759.7</b> | <b>1,713.6</b> | <b>1,561.6</b> | <b>6,804.8</b> | <b>6,763.6</b> | <b>6,949.1</b> |
| 1. 화장품         | 701.5          | 780.5          | 670.2          | 663.5          | 740.9          | 759.6          | 650.6          | 681.0          | 2,815.7        | 2,832.1        | 3,011.5        |
| 2. 생활용품        | 563.0          | 546.0          | 570.1          | 503.1          | 553.4          | 521.5          | 562.6          | 488.0          | 2,182.2        | 2,125.5        | 2,093.6        |
| 3. 음료          | 419.2          | 481.2          | 505.9          | 400.7          | 434.4          | 478.6          | 500.4          | 392.7          | 1,807.0        | 1,806.1        | 1,844.0        |
| <b>YoY%</b>    | <b>2.4%</b>    | <b>-3.0%</b>   | <b>-6.6%</b>   | <b>-13.3%</b>  | <b>2.7%</b>    | <b>-2.7%</b>   | <b>-1.9%</b>   | <b>-0.4%</b>   | <b>-5.3%</b>   | <b>-0.6%</b>   | <b>2.7%</b>    |
| 1. 화장품         | 0.3%           | -8.5%          | -15.1%         | -23.7%         | 5.6%           | -2.7%          | -2.9%          | 2.6%           | -12.3%         | 0.6%           | 6.3%           |
| 2. 생활용품        | 1.9%           | 0.5%           | -2.9%          | -4.4%          | -1.7%          | -4.5%          | -1.3%          | -3.0%          | -1.2%          | -2.6%          | -1.5%          |
| 3. 음료          | 6.7%           | 3.2%           | 2.4%           | -2.6%          | 3.6%           | -0.5%          | -1.1%          | -2.0%          | 2.4%           | -0.1%          | 2.1%           |
| <b>영업이익</b>    | <b>145.9</b>   | <b>157.8</b>   | <b>128.5</b>   | <b>54.7</b>    | <b>151.0</b>   | <b>158.5</b>   | <b>106.1</b>   | <b>52.6</b>    | <b>487.0</b>   | <b>468.3</b>   | <b>517.2</b>   |
| 1. 화장품         | 61.2           | 70.0           | 8.0            | 7.3            | 63.1           | 72.8           | 11.4           | 12.8           | 146.5          | 160.1          | 197.2          |
| 2. 생활용품        | 32.7           | 27.6           | 46.7           | 18.2           | 35.4           | 33.9           | 41.2           | 17.1           | 125.2          | 127.6          | 131.9          |
| 3. 음료          | 52.0           | 60.2           | 73.8           | 29.2           | 52.5           | 51.8           | 53.5           | 22.8           | 215.2          | 180.6          | 188.1          |
| <b>YoY%</b>    | <b>-16.9%</b>  | <b>-27.1%</b>  | <b>-32.4%</b>  | <b>-57.6%</b>  | <b>3.5%</b>    | <b>0.4%</b>    | <b>-17.4%</b>  | <b>-3.8%</b>   | <b>-31.5%</b>  | <b>-3.8%</b>   | <b>10.4%</b>   |
| 1. 화장품         | -11.3%         | -25.0%         | -88.2%         | -90.8%         | 3.1%           | 4.0%           | 42.5%          | 75.1%          | -52.6%         | 9.3%           | 23.2%          |
| 2. 생활용품        | -40.8%         | -53.7%         | -16.8%         | -3.7%          | 8.3%           | 22.8%          | -11.8%         | -6.2%          | -34.0%         | 1.9%           | 3.4%           |
| 3. 음료          | 1.2%           | -5.5%          | 11.3%          | -5.3%          | 1.0%           | -14.0%         | -27.5%         | -21.9%         | 1.4%           | -16.1%         | 4.2%           |
| <b>OPM%</b>    | <b>8.7%</b>    | <b>8.7%</b>    | <b>7.4%</b>    | <b>3.5%</b>    | <b>8.7%</b>    | <b>9.0%</b>    | <b>6.2%</b>    | <b>3.4%</b>    | <b>7.2%</b>    | <b>6.9%</b>    | <b>7.4%</b>    |
| 1. 화장품         | 8.7%           | 9.0%           | 1.2%           | 1.1%           | 8.5%           | 9.6%           | 1.8%           | 1.9%           | 5.2%           | 5.7%           | 6.5%           |
| 2. 생활용품        | 5.8%           | 5.1%           | 8.2%           | 3.6%           | 6.4%           | 6.5%           | 7.3%           | 3.5%           | 5.7%           | 6.0%           | 6.3%           |
| 3. 음료          | 12.4%          | 12.5%          | 14.6%          | 7.3%           | 12.1%          | 10.8%          | 10.7%          | 5.8%           | 11.9%          | 10.0%          | 10.2%          |
| <b>세전이익</b>    | <b>130.3</b>   | <b>132.5</b>   | <b>123.9</b>   | <b>-110.2</b>  | <b>147.6</b>   | <b>149.6</b>   | <b>103.7</b>   | <b>23.9</b>    | <b>276.4</b>   | <b>424.8</b>   | <b>452.7</b>   |
| <b>YoY%</b>    | <b>-18.6%</b>  | <b>-32.2%</b>  | <b>-29.0%</b>  | <b>-1.8%</b>   | <b>13.3%</b>   | <b>12.9%</b>   | <b>-16.3%</b>  | <b>-121.7%</b> | <b>-33.8%</b>  | <b>53.7%</b>   | <b>6.6%</b>    |
| <b>(지배)순이익</b> | <b>91.4</b>    | <b>89.3</b>    | <b>84.2</b>    | <b>-122.1</b>  | <b>106.6</b>   | <b>100.4</b>   | <b>67.8</b>    | <b>15.7</b>    | <b>142.8</b>   | <b>290.5</b>   | <b>296.4</b>   |
| <b>YoY%</b>    | <b>-16.6%</b>  | <b>-25.2%</b>  | <b>-30.1%</b>  | <b>8.2%</b>    | <b>16.6%</b>   | <b>12.5%</b>   | <b>-19.5%</b>  | <b>-112.9%</b> | <b>-39.7%</b>  | <b>103.5%</b>  | <b>2.0%</b>    |
| <b>NPM%</b>    | <b>5.4%</b>    | <b>4.9%</b>    | <b>4.8%</b>    | <b>-7.8%</b>   | <b>6.2%</b>    | <b>5.7%</b>    | <b>4.0%</b>    | <b>1.0%</b>    | <b>2.1%</b>    | <b>4.3%</b>    | <b>4.3%</b>    |

포괄손익계산서

단위: 십억원

| 12결산(십억원)         | 2022A | 2023A | 2024F | 2025F | 2026F |
|-------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액               | 7,186 | 6,805 | 6,764 | 6,949 | 7,158 |
| 매출원가              | 3,169 | 3,178 | 3,159 | 3,245 | 3,343 |
| 매출총이익             | 4,017 | 3,627 | 3,605 | 3,704 | 3,815 |
| 매출총이익률 (%)        | 55.9  | 53.3  | 53.3  | 53.3  | 53.3  |
| 판매비와관리비           | 3,306 | 3,140 | 3,137 | 3,137 | 3,137 |
| 영업이익              | 711   | 487   | 468   | 517   | 565   |
| 영업이익률 (%)         | 9.9   | 7.2   | 6.9   | 7.4   | 7.9   |
| EBITDA            | 999   | 757   | 725   | 765   | 806   |
| EBITDA Margin (%) | 13.9  | 11.1  | 10.7  | 11.0  | 11.3  |
| 영업외손익             | -293  | -211  | -44   | -64   | -77   |
| 관계기업손익            | 7     | 8     | 8     | 8     | 8     |
| 금융수익              | 22    | 49    | 54    | 60    | 66    |
| 금융비용              | -27   | -39   | -37   | -36   | -35   |
| 기타                | -295  | -228  | -68   | -96   | -116  |
| 법인세비용차감전순이익       | 418   | 276   | 425   | 453   | 488   |
| 법인세비용             | 159   | 113   | 114   | 136   | 147   |
| 계속사업순이익           | 258   | 164   | 311   | 317   | 342   |
| 중단사업순이익           | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 당기순이익             | 258   | 164   | 311   | 317   | 342   |
| 당기순이익률 (%)        | 3.6   | 2.4   | 4.6   | 4.6   | 4.8   |
| 비지배지분순이익          | 22    | 21    | 20    | 21    | 22    |
| 지배지분순이익           | 237   | 143   | 290   | 296   | 320   |
| 지배순이익률 (%)        | 3.3   | 2.1   | 4.3   | 4.3   | 4.5   |
| 매도가능금융자산평가        | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 기타포괄이익            | 7     | -27   | -27   | -27   | -27   |
| 포괄순이익             | 265   | 136   | 283   | 290   | 314   |
| 비지배지분포괄이익         | 24    | 20    | 18    | 19    | 20    |
| 지배지분포괄이익          | 241   | 116   | 0     | 271   | 294   |

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

현금흐름표

단위: 십억원

| 12결산(십억원)  | 2022A | 2023A | 2024F | 2025F | 2026F |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 영업활동 현금흐름  | 497   | 659   | 587   | 585   | 590   |
| 당기순이익      | 258   | 164   | 311   | 317   | 342   |
| 비현금항목의 가감  | 679   | 536   | 525   | 531   | 529   |
| 감가상각비      | 247   | 232   | 221   | 212   | 207   |
| 외환손익       | 2     | 1     | 0     | 0     | 0     |
| 자본법평가손익    | -7    | -8    | -8    | -8    | -8    |
| 기타         | 437   | 310   | 312   | 327   | 330   |
| 자산부채의 증감   | -200  | 113   | -148  | -146  | -160  |
| 기타현금흐름     | -240  | -154  | -101  | -117  | -122  |
| 투자활동 현금흐름  | -197  | -141  | -164  | -175  | -187  |
| 투자자산       | 0     | 3     | 4     | 4     | 4     |
| 유형자산       | -157  | -152  | -150  | -161  | -172  |
| 기타         | -40   | 8     | -18   | -19   | -20   |
| 재무활동 현금흐름  | -374  | -268  | -140  | -132  | -132  |
| 단기차입금      | -44   | -81   | 4     | 4     | 4     |
| 사채         | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 장기차입금      | 5     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 자본의 증가(감소) | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 현금배당       | -201  | -97   | -59   | -59   | -59   |
| 기타         | -133  | -90   | -85   | -78   | -78   |
| 현금의 증감     | -79   | 255   | 208   | 213   | 216   |
| 기초 현금      | 735   | 655   | 910   | 1,118 | 1,331 |
| 기말 현금      | 655   | 910   | 1,118 | 1,331 | 1,548 |
| NOPLAT     | 440   | 288   | 342   | 362   | 396   |
| FCF        | 371   | 519   | 302   | 303   | 305   |

재무상태표

| 12결산(십억원)   | 2022A | 2023A | 2024F | 2025F | 2026F |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 유동자산        | 2,284 | 2,430 | 2,757 | 3,092 | 3,446 |
| 현금및현금성자산    | 655   | 910   | 1,118 | 1,331 | 1,548 |
| 매출채권 및 기타채권 | 604   | 571   | 634   | 692   | 761   |
| 재고자산        | 955   | 885   | 946   | 1,013 | 1,084 |
| 기타유동자산      | 70    | 63    | 59    | 56    | 54    |
| 비유동자산       | 5,019 | 4,791 | 4,680 | 4,590 | 4,520 |
| 유형자산        | 2,384 | 2,307 | 2,237 | 2,185 | 2,150 |
| 관계기업투자금     | 60    | 62    | 65    | 68    | 72    |
| 기타금융자산      | 60    | 77    | 77    | 77    | 77    |
| 기타비유동자산     | 2,514 | 2,345 | 2,301 | 2,260 | 2,222 |
| 자산총계        | 7,303 | 7,220 | 7,437 | 7,682 | 7,966 |
| 유동부채        | 1,163 | 1,090 | 1,118 | 1,162 | 1,214 |
| 매입채무 및 기타채무 | 693   | 749   | 759   | 770   | 781   |
| 차입금         | 216   | 138   | 142   | 147   | 151   |
| 유동성채무       | 8     | 8     | 0     | 0     | 0     |
| 기타유동부채      | 246   | 195   | 217   | 246   | 283   |
| 비유동부채       | 671   | 582   | 533   | 492   | 457   |
| 차입금         | 15    | 2     | 2     | 2     | 2     |
| 사채          | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 기타비유동부채     | 657   | 580   | 531   | 490   | 455   |
| 부채총계        | 1,834 | 1,671 | 1,651 | 1,654 | 1,671 |
| 지배지분        | 5,339 | 5,433 | 5,665 | 5,903 | 6,164 |
| 자본금         | 89    | 89    | 89    | 89    | 89    |
| 자본잉여금       | 97    | 97    | 97    | 97    | 97    |
| 이익잉여금       | 5,542 | 5,604 | 5,836 | 6,074 | 6,335 |
| 기타자본변동      | -306  | -260  | -260  | -260  | -260  |
| 비지배지분       | 130   | 115   | 120   | 125   | 131   |
| 자본총계        | 5,469 | 5,549 | 5,786 | 6,028 | 6,295 |
| 총차입금        | 613   | 465   | 413   | 376   | 346   |

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

| 12결산(십억원) | 2022A   | 2023A   | 2024F   | 2025F   | 2026F   |
|-----------|---------|---------|---------|---------|---------|
| EPS       | 14,604  | 8,664   | 18,121  | 18,502  | 19,998  |
| PER       | 49.4    | 41.0    | 16.8    | 16.3    | 15.1    |
| BPS       | 301,350 | 306,665 | 319,742 | 333,156 | 347,888 |
| PBR       | 2.4     | 1.2     | 1.0     | 0.9     | 0.9     |
| EBITDAPS  | 56,389  | 42,717  | 40,942  | 43,161  | 45,499  |
| EV/EBITDA | 12.0    | 7.3     | 6.1     | 5.4     | 4.8     |
| SPS       | 460,089 | 435,699 | 433,060 | 444,936 | 458,285 |
| PSR       | 1.6     | 0.8     | 0.7     | 0.7     | 0.7     |
| CFPS      | 20,940  | 29,292  | 17,041  | 17,115  | 17,213  |
| DPS       | 4,000   | 3,500   | 3,500   | 3,500   | 3,500   |

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

| 12결산(십억원) | 2022A | 2023A | 2024F | 2025F | 2026F |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 성장성       |       |       |       |       |       |
| 매출액 증가율   | -11.2 | -5.3  | -0.6  | 2.7   | 3.0   |
| 영업이익 증가율  | -44.9 | -31.5 | -3.8  | 10.4  | 9.3   |
| 순이익 증가율   | -70.0 | -36.7 | 89.9  | 2.0   | 7.9   |
| 수익성       |       |       |       |       |       |
| ROIC      | 8.5   | 5.7   | 6.9   | 7.3   | 7.9   |
| ROA       | 3.2   | 2.0   | 4.0   | 3.9   | 4.1   |
| ROE       | 4.4   | 2.7   | 5.2   | 5.1   | 5.3   |
| 안정성       |       |       |       |       |       |
| 부채비율      | 33.5  | 30.1  | 28.5  | 27.4  | 26.6  |
| 순차입금비율    | 8.4   | 6.4   | 5.6   | 4.9   | 4.3   |
| 이자보상배율    | 47.9  | 25.1  | 24.5  | 26.6  | 28.7  |

LG생활건강 목표주가 및 주가 추이



| 일자         | 투자의견 | 목표주가    | 괴리율     |         |
|------------|------|---------|---------|---------|
|            |      |         | 평균      | 최고/최저   |
| 2024.10.10 | 매수   | 450,000 | (21.93) | (20.78) |
| 2024.10.30 | 매수   | 450,000 | (26.74) | (20.67) |
| 2025.01.15 | 매수   | 370,000 |         |         |
|            |      |         |         |         |
|            |      |         |         |         |
|            |      |         |         |         |
|            |      |         |         |         |
|            |      |         |         |         |
|            |      |         |         |         |
|            |      |         |         |         |



Buy

TP 970,000원

유지

상향

# 삼양식품(003230)

## 이런 실적에도 안 삼양?

### ▶ 4Q24 Preview: 수요 대비 공급 부족 상황 지속과 원화 약세 수혜

- 4분기 연결 매출액 4,729억원(YoY 45%), 영업이익 899억원(YoY 149%), OPM 19% 추정. 미국은 24년 9~10월 타깃/크로거 입점 이후 초도물량 소진될 정도로 반응 긍정적. 10월 월마트 내 매대가 아시안푸드 → 인스턴트 누들로 이동되면서 수요 확대. 그 외 에스닉/캐나다/멕시코는 현재 캐파 부족으로 대응 못하고 있는 상황. 4분기 입점률은 월마트 95%+, 코스트코 50%대로 추정됨. 우호적인 환율도 긍정적인 상황. 마케팅 비용은 QoQ 증가할 전망이나, 우호적인 환율 및 영업일수 증가로 상쇄 가능할 전망

### ▶ 2025년 Preview: 밀양 제2공장 가동률은 기존 추정대비 빠르게 올라올 전망

- 2025년 매출액 및 영업이익을 각각 2.3조원 (YoY 33%), 4.7천억원(YoY35%) 으로 추정. 밀양 2공장은 미국/유럽 물량 위주 대응 예정. 현재 미국 주요 채널 CAPA 부족으로 대응 못하는 상황. 그 외에도 에스닉/캐나다/멕시코 채널 대응 못하는 상황임. 코스트코 절반 수준 입점률 감안시 성장 톨 충분. 밀양 2공장은 3Q25에 수출 봉지면 Full CAPA, 4Q25에 수출 용기면 Full CAPA에 이를 것으로 전망. 또한, 유럽도 3Q24 네덜란드 판매 법인 설립 이후 보폭 확대 이어 나갈 전망

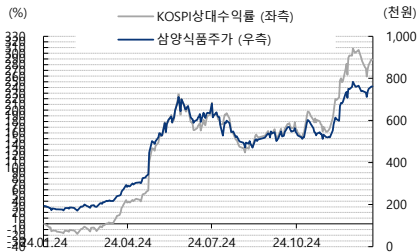
### ▶ 투자의견 BUY 유지 및 목표주가 970,000원으로 상향

- 삼양식품의 목표주가를 기존 71만원에서 97만원으로 상향. 밀양 2공장 가동률 가정치를 상향 조정 기인. Target P/E는 20배로, 농심의 해외 확장 시기의 밸류에이션을 적용함. 밀양 2공장 외에도 27년 중국 생산공장 설립 등 공격적인 CAPA 투자 긍정적. 중국은 2선/3선 도시로 지역 커버리지 확대해 나갈 전망.

#### Company Data s

|                |           |
|----------------|-----------|
| 현재가(01/14)     | 762,000원  |
| 액면가(원)         | 5,000원    |
| 52주 최고가(보통주)   | 783,000원  |
| 52주 최저가(보통주)   | 170,900원  |
| KOSPI (01/14)  | 2,497.40p |
| KOSDAQ (01/14) | 718.04p   |
| 자본금            | 377억원     |
| 시가총액           | 57,402억원  |
| 발행주식수(보통주)     | 753만주     |
| 발행주식수(우선주)     | 0만주       |
| 평균거래량(60일)     | 9.0만주     |
| 평균거래대금(60일)    | 665억원     |
| 외국인지분(보통주)     | 14.22%    |

#### Price & Relative Performance



| 주가수익률(%) | 1개월  | 6개월  | 12개월  |
|----------|------|------|-------|
| 절대주가     | 10.9 | 28.5 | 263.7 |
| 상대주가     | 10.8 | 47.0 | 267.8 |

| 12결산<br>(십억원) | 매출액<br>(십억원) | YoY<br>(%) | 영업이익<br>(십억원) | OPM<br>(%) | 순이익<br>(십억원) | EPS<br>(원) | YoY<br>(%) | PER<br>(배) | PCR<br>(배) | PBR<br>(배) | EV/EBITDA<br>(배) | ROE<br>(%) |
|---------------|--------------|------------|---------------|------------|--------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------------|------------|
| 2022.12       | 909          | 41.6       | 90            | 9.9        | 80           | 10,593     | 41.6       | 12.0       | 9.0        | 2.1        | 9.6              | 18.9       |
| 2023.12       | 1,193        | 31.2       | 148           | 12.4       | 127          | 16,761     | 58.2       | 12.9       | 9.4        | 2.9        | 9.6              | 24.8       |
| 2024.12E      | 1,722        | 44.4       | 347           | 20.2       | 270          | 35,785     | 113.5      | 21.4       | 10.0       | 7.0        | 14.7             | 39.0       |
| 2025.12E      | 2,284        | 32.7       | 468           | 20.5       | 362          | 48,088     | 34.4       | 15.8       | 7.6        | 4.9        | 10.5             | 36.5       |
| 2026.12E      | 2,708        | 18.5       | 569           | 21.0       | 439          | 58,255     | 21.1       | 13.1       | 6.3        | 3.6        | 8.2              | 31.9       |

## 삼양식품(003230)

(단위: 십억원)

|              | 1Q23         | 2Q23         | 3Q23         | 4Q23         | 1Q24         | 2Q24         | 3Q24         | 4Q24F        | 23             | 24F            | 25F            |
|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>매출액</b>   | <b>245.6</b> | <b>285.4</b> | <b>335.2</b> | <b>326.7</b> | <b>385.7</b> | <b>424.4</b> | <b>439.0</b> | <b>472.9</b> | <b>1,192.9</b> | <b>1,722.0</b> | <b>2,284.5</b> |
| 국내           | 87.6         | 95.5         | 95.5         | 105.0        | 96.8         | 92.3         | 97.9         | 97.7         | 383.6          | 384.6          | 392.3          |
| 해외           | 157.9        | 189.9        | 239.8        | 221.7        | 289.0        | 332.1        | 341.1        | 375.2        | 809.3          | 1,337.4        | 1,893.2        |
| <b>YoY</b>   | <b>21.6%</b> | <b>11.9%</b> | <b>58.1%</b> | <b>36.1%</b> | <b>57.1%</b> | <b>48.7%</b> | <b>30.9%</b> | <b>44.7%</b> | <b>31.2%</b>   | <b>44.4%</b>   | <b>32.7%</b>   |
| 국내           | 26.8%        | 8.0%         | 3.0%         | 2.0%         | 10.4%        | -3.3%        | 2.5%         | -7.0%        | 26.5%          | 0.3%           | 2.0%           |
| 해외           | 18.9%        | 3.6%         | 78.3%        | 43.0%        | 83.0%        | 74.9%        | 42.2%        | 69.2%        | 33.6%          | 65.2%          | 41.6%          |
| <b>영업이익</b>  | <b>23.9</b>  | <b>44.1</b>  | <b>43.4</b>  | <b>36.2</b>  | <b>80.1</b>  | <b>89.5</b>  | <b>87.3</b>  | <b>89.9</b>  | <b>147.5</b>   | <b>346.8</b>   | <b>468.3</b>   |
| YoY          | -4.6%        | 63.2%        | 128.6%       | 90.4%        | 235.8%       | 103.1%       | 101.0%       | 148.5%       | 63.2%          | 135.1%         | 35.0%          |
| OPM%         | 9.7%         | 15.4%        | 13.0%        | 11.1%        | 20.8%        | 21.1%        | 19.9%        | 19.0%        | 12.4%          | 20.1%          | 20.5%          |
| <b>세전이익</b>  | <b>26.1</b>  | <b>42.5</b>  | <b>45.8</b>  | <b>42.0</b>  | <b>84.2</b>  | <b>92.3</b>  | <b>79.5</b>  | <b>98.6</b>  | <b>156.3</b>   | <b>354.5</b>   | <b>476.4</b>   |
| YoY          | -1.6%        | 22.0%        | 9.5%         | 흑전           | 222.7%       | 117.0%       | 73.7%        | 135.0%       | 53.3%          | 126.8%         | 34.4%          |
| <b>지배순이익</b> | <b>22.3</b>  | <b>34.8</b>  | <b>37.8</b>  | <b>31.3</b>  | <b>66.5</b>  | <b>70.5</b>  | <b>58.9</b>  | <b>74.0</b>  | <b>126.6</b>   | <b>269.5</b>   | <b>362.3</b>   |
| YoY          | 17.2%        | 27.0%        | 21.6%        | 1297.1%      | 197.9%       | 102.4%       | 55.9%        | 136.2%       | 57.7%          | 112.9%         | 34.4%          |
| NPM%         | 9.1%         | 12.2%        | 11.3%        | 9.6%         | 17.2%        | 16.6%        | 13.4%        | 15.6%        | 10.6%          | 15.7%          | 15.9%          |

포괄손익계산서

단위: 십억원

| 12결산(십억원)         | 2022A | 2023A | 2024F | 2025F | 2026F |
|-------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액               | 909   | 1,193 | 1,722 | 2,284 | 2,708 |
| 매출원가              | 658   | 776   | 999   | 1,325 | 1,571 |
| 매출총이익             | 251   | 417   | 723   | 959   | 1,137 |
| 매출총이익률 (%)        | 27.6  | 34.9  | 42.0  | 42.0  | 42.0  |
| 판매비와관리비           | 161   | 269   | 376   | 491   | 569   |
| 영업이익              | 90    | 148   | 347   | 468   | 569   |
| 영업이익률 (%)         | 9.9   | 12.4  | 20.1  | 20.5  | 21.0  |
| EBITDA            | 115   | 180   | 392   | 527   | 640   |
| EBITDA Margin (%) | 12.7  | 15.1  | 22.8  | 23.1  | 23.6  |
| 영업외손익             | 12    | 9     | 8     | 8     | 8     |
| 관계기업손익            | 2     | 6     | 6     | 6     | 6     |
| 금융수익              | 3     | 6     | 7     | 12    | 18    |
| 금융비용              | -5    | -12   | -11   | -11   | -11   |
| 기타                | 12    | 10    | 6     | 2     | -5    |
| 법인세비용차감전순이익       | 102   | 156   | 355   | 476   | 577   |
| 법인세비용             | 22    | 30    | 85    | 114   | 138   |
| 계속사업순이익           | 80    | 127   | 270   | 362   | 439   |
| 중단사업순이익           | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 당기순이익             | 80    | 127   | 270   | 362   | 439   |
| 당기순이익률 (%)        | 8.8   | 10.6  | 15.7  | 15.9  | 16.2  |
| 비지배지분순이익          | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 지배지분순이익           | 80    | 126   | 270   | 362   | 439   |
| 지배순이익률 (%)        | 8.8   | 10.6  | 15.7  | 15.9  | 16.2  |
| 매도가능금융자산평가        | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 기타포괄이익            | 5     | -2    | -2    | -2    | -2    |
| 포괄순이익             | 85    | 124   | 267   | 360   | 437   |
| 비지배지분포괄이익         | 0     | 0     | 1     | 1     | 1     |
| 지배지분포괄이익          | 85    | 124   | 267   | 359   | 435   |

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

현금흐름표

단위: 십억원

| 12결산(십억원)  | 2022A | 2023A | 2024F | 2025F | 2026F |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 영업활동 현금흐름  | 48    | 168   | 308   | 423   | 517   |
| 당기순이익      | 0     | 0     | 270   | 362   | 439   |
| 비현금항목의 가감  | 27    | 48    | 140   | 178   | 208   |
| 감가상각비      | 25    | 32    | 45    | 58    | 71    |
| 외환손익       | 7     | 1     | -3    | -3    | -3    |
| 지분법평가손익    | -2    | 0     | -6    | -6    | -6    |
| 기타         | -3    | 15    | 103   | 128   | 146   |
| 자산부채의 증감   | -63   | -8    | -13   | -4    | 2     |
| 기타현금흐름     | 84    | 128   | -89   | -113  | -131  |
| 투자활동 현금흐름  | -100  | -24   | -171  | -180  | -190  |
| 투자자산       | 4     | 22    | 0     | 0     | 0     |
| 유형자산       | -88   | -45   | -180  | -189  | -198  |
| 기타         | -16   | -1    | 9     | 9     | 9     |
| 재무활동 현금흐름  | 37    | -20   | -74   | -32   | -32   |
| 단기차입금      | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 사채         | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 장기차입금      | 70    | 8     | 0     | 0     | 0     |
| 자본의 증가(감소) | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 현금배당       | -14   | -12   | -16   | -16   | -16   |
| 기타         | -19   | -17   | -59   | -17   | -17   |
| 현금의 증감     | -18   | 122   | 59    | 209   | 295   |
| 기초 현금      | 114   | 97    | 219   | 277   | 486   |
| 기말 현금      | 97    | 219   | 277   | 486   | 781   |
| NOPLAT     | 71    | 119   | 264   | 356   | 432   |
| FCF        | -56   | 99    | 116   | 222   | 306   |

재무상태표

| 12결산(십억원)   | 2022A | 2023A | 2024F | 2025F | 2026F |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 유동자산        | 354   | 497   | 601   | 837   | 1,149 |
| 현금및현금성자산    | 97    | 219   | 278   | 486   | 781   |
| 매출채권 및 기타채권 | 86    | 81    | 97    | 106   | 112   |
| 재고자산        | 110   | 142   | 171   | 188   | 197   |
| 기타유동자산      | 61    | 55    | 56    | 57    | 59    |
| 비유동자산       | 571   | 673   | 808   | 938   | 1,066 |
| 유형자산        | 475   | 543   | 678   | 808   | 936   |
| 관계기업투자금     | 6     | 3     | 3     | 3     | 3     |
| 기타금융자산      | 8     | 7     | 7     | 7     | 7     |
| 기타비유동자산     | 82    | 119   | 119   | 119   | 119   |
| 자산총계        | 925   | 1,170 | 1,409 | 1,776 | 2,215 |
| 유동부채        | 225   | 402   | 381   | 394   | 401   |
| 매입채무 및 기타채무 | 141   | 175   | 197   | 209   | 216   |
| 차입금         | 47    | 76    | 76    | 76    | 76    |
| 유동성채무       | 1     | 91    | 49    | 49    | 49    |
| 기타유동부채      | 36    | 60    | 60    | 60    | 60    |
| 비유동부채       | 245   | 192   | 192   | 192   | 192   |
| 차입금         | 151   | 141   | 141   | 141   | 141   |
| 사채          | 75    | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 기타비유동부채     | 19    | 51    | 51    | 51    | 51    |
| 부채총계        | 470   | 594   | 573   | 586   | 593   |
| 지배지분        | 453   | 565   | 819   | 1,165 | 1,588 |
| 자본금         | 38    | 38    | 38    | 38    | 38    |
| 자본잉여금       | 11    | 11    | 11    | 11    | 11    |
| 이익잉여금       | 409   | 522   | 776   | 1,123 | 1,546 |
| 기타자본변동      | -7    | -7    | -7    | -7    | -7    |
| 비지배지분       | 2     | 12    | 17    | 25    | 34    |
| 자본총계        | 455   | 577   | 836   | 1,190 | 1,622 |
| 총차입금        | 278   | 335   | 293   | 293   | 293   |

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

| 12결산(십억원) | 2022A   | 2023A   | 2024F   | 2025F   | 2026F   |
|-----------|---------|---------|---------|---------|---------|
| EPS       | 10,593  | 16,761  | 35,785  | 48,088  | 58,255  |
| PER       | 12.0    | 12.9    | 21.4    | 15.8    | 13.1    |
| BPS       | 60,129  | 74,979  | 108,685 | 154,694 | 210,871 |
| PBR       | 2.1     | 2.9     | 7.0     | 4.9     | 3.6     |
| EBITDAPS  | 15,302  | 23,851  | 52,065  | 69,905  | 84,895  |
| EV/EBITDA | 9.6     | 9.6     | 14.7    | 10.5    | 8.2     |
| SPS       | 120,674 | 158,358 | 228,598 | 303,263 | 359,481 |
| PSR       | 1.1     | 1.4     | 3.3     | 2.5     | 2.1     |
| CFPS      | -7,381  | 13,117  | 15,436  | 29,445  | 40,676  |
| DPS       | 1,400   | 2,100   | 2,100   | 2,100   | 2,100   |

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

| 12결산(십억원) | 2022A | 2023A | 2024F | 2025F | 2026F |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 성장성       |       |       |       |       |       |
| 매출액 증가율   | 41.6  | 31.2  | 44.4  | 32.7  | 18.5  |
| 영업이익 증가율  | 38.3  | 63.2  | 135.1 | 35.0  | 21.4  |
| 순이익 증가율   | 41.7  | 57.7  | 112.9 | 34.4  | 21.1  |
| 수익성       |       |       |       |       |       |
| ROIC      | 14.4  | 19.8  | 37.3  | 41.5  | 43.4  |
| ROA       | 9.5   | 12.1  | 20.9  | 22.8  | 22.0  |
| ROE       | 18.9  | 24.8  | 39.0  | 36.5  | 31.9  |
| 안정성       |       |       |       |       |       |
| 부채비율      | 103.4 | 102.9 | 68.5  | 49.2  | 36.5  |
| 순차입금비율    | 30.1  | 28.7  | 20.8  | 16.5  | 13.2  |
| 이자보상배율    | 18.9  | 12.1  | 32.5  | 43.9  | 53.2  |

삼양식품 목표주가 및 주가 추이



| 일자         | 투자조건 | 목표주가    | 괴리율     |       |
|------------|------|---------|---------|-------|
|            |      |         | 평균      | 최고/최저 |
| 2024.05.20 | 매수   | 710,000 | (15.02) | 0.28  |
| 2024.08.16 | 매수   | 710,000 | (19.90) | 0.28  |
| 2024.10.28 | 매수   | 710,000 | (20.16) | 0.28  |
| 2024.11.15 | 매수   | 710,000 | (17.03) | 10.28 |
| 2025.01.15 | 매수   | 920,000 |         |       |
|            |      |         |         |       |
|            |      |         |         |       |
|            |      |         |         |       |
|            |      |         |         |       |
|            |      |         |         |       |

Buy

TP 130,000원

유지

유지

# KT&G(033780)

## K담배의 꿈은 25년에도 이뤄진다

### ▶ 4Q24 Preview: 해외궐련 나이스!

- 4분기 연결 매출액 및 영업이익은 1.5조원(YoY 4%), 2,481억원(YoY 25%) 전망. 1) 담배 부문 매출액 및 영업이익은 각각 9,750억원(YoY 8%), 2,584억원(YoY 13%) 전망. 해외궐련 4분기도 여전히 좋은 흐름 지속하고 있는 것으로 파악됨. 특히, 수출 궐련 흐름이 좋았음. 국내 궐련은 총수요는 감소 중이나, M/S는 소폭 증가한 것으로 판단. 국내NGP 침투율은 21.9%p(YoY +1.7%p) 증가 흐름 지속. KT&G의 M/S도 확대 흐름 지속되는 것으로 파악됨. 2) 건기식 매출액 및 영업이익은 3,304억원(YoY -2%), 83억원(YoY -27.6%) 전망. 4분기 홍삼 주재료 대금 지급 분기로 수익성은 부진. 또한, 내수도 여전히 부진한 흐름 지속. 3) 부동산은 매출은 YoY 소폭 회복되나, 작년에 이어 수원 개발 사업 관련 비용 지출에 따라 적자 지속 흐름

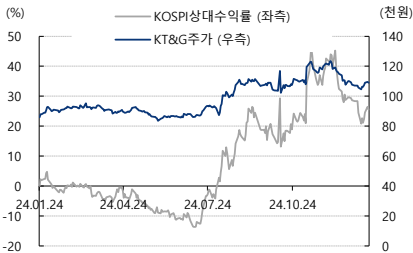
### ▶ 2025년 Preview: K담배의 꿈은 25년에도 이뤄진다

- 2025년 매출액 및 영업이익을 각각 6.4조원 (YoY 10%), 1.4조원 (YoY15%) 으로 추정. 올해에도 해외궐련 위주로 고성장 이어 나갈 전망이다. 해외궐련은 1) 전년대비 공격적인 가격 인상, 2) 지역 커버리지 확대에 유의미한 성장 이어 나갈 것으로 전망함. 또한, 해외NGP 역시 올해 상반기 내 신규 플랫폼 출시 계획으로 NGP도 해외보폭 흐름 확대해 나갈 전망

### ▶ 투자의견 BUY 및 목표주가 130,000원 유지

| Company Data s |           |
|----------------|-----------|
| 현재가(01/14)     | 109,000 원 |
| 액면가(원)         | 5,000 원   |
| 52주 최고가(보통주)   | 123,400 원 |
| 52주 최저가(보통주)   | 83,500 원  |
| KOSPI (01/14)  | 2,497.40p |
| KOSDAQ (01/14) | 718.04p   |
| 자본금            | 9,550억원   |
| 시가총액           | 136,645억원 |
| 발행주식수(보통주)     | 12,536만주  |
| 발행주식수(우선주)     | 0만주       |
| 평균거래량(60일)     | 21.2만주    |
| 평균거래대금(60일)    | 231억원     |
| 외국인지분(보통주)     | 44.61%    |

Price & Relative Performance



| 주가수익률(%) | 1개월  | 6개월  | 12개월 |
|----------|------|------|------|
| 절대주가     | -5.1 | 24.6 | 24.7 |
| 상대주가     | -5.2 | 42.5 | 26.1 |

| 12결산<br>(십억원) | 매출액<br>(십억원) | YoY<br>(%) | 영업이익<br>(십억원) | OPM<br>(%) | 순이익<br>(십억원) | EPS<br>(원) | YoY<br>(%) | PER<br>(배) | PCR<br>(배) | PBR<br>(배) | EV/EBITDA<br>(배) | ROE<br>(%) |
|---------------|--------------|------------|---------------|------------|--------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------------|------------|
| 2022.12       | 5,851        | 11.9       | 1,268         | 21.7       | 1,005        | 7,399      | 3.9        | 12.4       | 7.7        | 1.3        | 7.2              | 11.0       |
| 2023.12       | 5,863        | 0.2        | 1,167         | 19.9       | 922          | 6,615      | -10.6      | 13.1       | 8.2        | 1.3        | 7.6              | 9.8        |
| 2024.12E      | 5,844        | -0.3       | 1,222         | 20.9       | 992          | 7,595      | 14.8       | 14.1       | 7.7        | 1.5        | 8.3              | 10.6       |
| 2025.12E      | 6,403        | 9.6        | 1,407         | 22.0       | 1,145        | 8,782      | 15.6       | 12.4       | 6.6        | 1.4        | 7.3              | 11.6       |
| 2026.12E      | 6,723        | 5.0        | 1,533         | 22.8       | 1,272        | 9,763      | 11.2       | 11.2       | 5.7        | 1.3        | 6.6              | 12.2       |

## KT&amp;G(033780)

(단위: 십억원)

|                | 1Q23           | 2Q23           | 3Q23           | 4Q23           | 1Q24           | 2Q24           | 3Q24           | 4Q24F          | 23             | 24F            | 25F            |
|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>매출액</b>     | <b>1,395.7</b> | <b>1,336.0</b> | <b>1,689.5</b> | <b>1,441.4</b> | <b>1,292.3</b> | <b>1,423.8</b> | <b>1,635.3</b> | <b>1,492.6</b> | <b>5,862.6</b> | <b>5,844.0</b> | <b>6,402.5</b> |
| 1.담배           | 857.6          | 888.1          | 972.7          | 900.6          | 856.6          | 989.8          | 1,047.8        | 975.0          | 3,619.0        | 3,869.2        | 4,360.7        |
| NGP            | 199.6          | 190.0          | 194.8          | 195.0          | 176.3          | 197.7          | 193.2          | 195.3          | 779.4          | 762.5          | 858.0          |
| 1)국내           | 127.9          | 123.9          | 135.9          | 131.7          | 130.1          | 137.3          | 156.6          | 156.8          | 519.4          | 580.8          | 655.5          |
| 2)해외           | 71.7           | 66.1           | 58.9           | 63.3           | 46.2           | 60.4           | 36.6           | 38.5           | 260.0          | 181.7          | 202.5          |
| 궐련             | 654.8          | 692.0          | 769.7          | 700.9          | 674.7          | 788.0          | 850.6          | 773.7          | 2,817.4        | 3,087.0        | 3,482.8        |
| 1)국내           | 389.7          | 426.6          | 448.1          | 413.6          | 382.9          | 428.9          | 430.9          | 405.1          | 1,678.0        | 1,647.8        | 1,618.8        |
| 2)해외           | 265.1          | 265.5          | 321.6          | 287.3          | 291.8          | 359.1          | 419.7          | 368.7          | 1,139.5        | 1,439.3        | 1,864.0        |
| 2.건기식          | 384.1          | 260.8          | 412.8          | 336.1          | 308.4          | 265.1          | 405.8          | 330.4          | 1,393.8        | 1,309.7        | 1,348.9        |
| 3.부동산          | 83.9           | 113.7          | 224.9          | 130.4          | 45.2           | 80.5           | 98.5           | 98.0           | 552.9          | 322.2          | 331.9          |
| <b>YoY</b>     | <b>-0.5%</b>   | <b>-5.7%</b>   | <b>4.0%</b>    | <b>2.5%</b>    | <b>-7.4%</b>   | <b>6.6%</b>    | <b>-3.2%</b>   | <b>3.5%</b>    | <b>0.2%</b>    | <b>-0.3%</b>   | <b>9.6%</b>    |
| 1.담배           | 3.6%           | -5.7%          | 3.1%           | 4.7%           | -0.1%          | 11.5%          | 7.7%           | 8.3%           | 1.3%           | 6.9%           | 12.7%          |
| 2.건기식          | -3.2%          | -2.2%          | -8.2%          | 21.9%          | -19.7%         | 1.6%           | -1.7%          | -1.7%          | 0.4%           | -6.0%          | 3.0%           |
| 3.부동산          | -24.4%         | -21.3%         | 40.3%          | -31.9%         | -46.1%         | -29.2%         | -56.2%         | -24.8%         | -9.0%          | -41.7%         | 3.0%           |
| <b>영업이익</b>    | <b>316.5</b>   | <b>246.1</b>   | <b>406.7</b>   | <b>198.0</b>   | <b>236.6</b>   | <b>321.5</b>   | <b>415.7</b>   | <b>248.1</b>   | <b>1,167.3</b> | <b>1,221.9</b> | <b>1,406.9</b> |
| <b>YoY</b>     | <b>-4.9%</b>   | <b>-24.9%</b>  | <b>0.3%</b>    | <b>-1.7%</b>   | <b>-25.3%</b>  | <b>30.6%</b>   | <b>2.2%</b>    | <b>25.3%</b>   | <b>-7.9%</b>   | <b>4.7%</b>    | <b>15.1%</b>   |
| 1.담배           | 236.6          | 242.6          | 269.4          | 228.4          | 206.6          | 316.4          | 333.0          | 258.4          | 977.0          | 1,114.4        | 1,277.7        |
| 2.건기식          | 55.0           | -10.7          | 60.7           | 11.4           | 23.0           | -1.5           | 68.8           | 8.3            | 116.4          | 98.6           | 101.2          |
| 3.부동산          | 24.2           | 14.2           | 76.3           | -44.3          | 2.6            | 2.9            | 12.7           | -20.0          | 70.4           | -1.8           | 10.0           |
| <b>OPM</b>     | <b>22.7%</b>   | <b>18.4%</b>   | <b>24.1%</b>   | <b>13.7%</b>   | <b>18.3%</b>   | <b>22.6%</b>   | <b>25.4%</b>   | <b>16.6%</b>   | <b>19.9%</b>   | <b>20.9%</b>   | <b>22.0%</b>   |
| 1.담배           | 27.6%          | 27.3%          | 27.7%          | 25.4%          | 24.1%          | 32.0%          | 31.8%          | 26.5%          | 27.0%          | 28.8%          | 29.3%          |
| 2.건기식          | 14.3%          | -4.1%          | 14.7%          | 3.4%           | 7.5%           | -0.6%          | 17.0%          | 2.5%           | 8.4%           | 7.5%           | 7.5%           |
| 3.부동산          | 28.8%          | 12.5%          | 33.9%          | -34.0%         | 5.8%           | 3.6%           | 12.9%          | -20.4%         | 12.7%          | -0.6%          | 12.0%          |
| <b>세전이익</b>    | <b>392.6</b>   | <b>275.7</b>   | <b>459.5</b>   | <b>120.6</b>   | <b>367.6</b>   | <b>431.7</b>   | <b>317.3</b>   | <b>197.5</b>   | <b>1,248.4</b> | <b>1,314.1</b> | <b>1,516.6</b> |
| <b>YoY</b>     | <b>-0.9%</b>   | <b>-42.6%</b>  | <b>-29.2%</b>  | <b>-226.2%</b> | <b>-6.4%</b>   | <b>56.6%</b>   | <b>-30.9%</b>  | <b>63.8%</b>   | <b>-12.7%</b>  | <b>5.3%</b>    | <b>15.4%</b>   |
| <b>(지배)순이익</b> | <b>270.5</b>   | <b>200.8</b>   | <b>313.8</b>   | <b>117.5</b>   | <b>285.2</b>   | <b>317.0</b>   | <b>239.6</b>   | <b>148.0</b>   | <b>902.7</b>   | <b>989.8</b>   | <b>1,144.5</b> |
| <b>YoY</b>     | <b>2.4%</b>    | <b>-40.9%</b>  | <b>-32.4%</b>  | <b>-326.2%</b> | <b>5.4%</b>    | <b>57.8%</b>   | <b>-23.6%</b>  | <b>25.9%</b>   | <b>-11.1%</b>  | <b>9.6%</b>    | <b>15.6%</b>   |

포괄손익계산서

단위: 십억원

| 12결산(십억원)         | 2022A | 2023A | 2024F | 2025F | 2026F |
|-------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액               | 5,851 | 5,863 | 5,844 | 6,403 | 6,723 |
| 매출원가              | 2,891 | 3,054 | 2,910 | 3,188 | 3,348 |
| 매출총이익             | 2,960 | 2,808 | 2,934 | 3,214 | 3,375 |
| 매출총이익률 (%)        | 50.6  | 47.9  | 50.2  | 50.2  | 50.2  |
| 판매비와관리비           | 1,693 | 1,641 | 1,712 | 1,807 | 1,916 |
| 영업이익              | 1,268 | 1,167 | 1,222 | 1,407 | 1,533 |
| 영업이익률 (%)         | 21.7  | 19.9  | 20.9  | 22.0  | 22.8  |
| EBITDA            | 1,493 | 1,408 | 1,485 | 1,696 | 1,882 |
| EBITDA Margin (%) | 25.5  | 24.0  | 25.4  | 26.5  | 28.0  |
| 영업외손익             | 162   | 81    | 92    | 110   | 153   |
| 관계기업손익            | 29    | 10    | 10    | 10    | 10    |
| 금융수익              | 131   | 139   | 146   | 165   | 183   |
| 금융비용              | -88   | -68   | -86   | -120  | -167  |
| 기타                | 89    | 0     | 22    | 56    | 127   |
| 법인세비용차감전순이익       | 1,430 | 1,248 | 1,314 | 1,517 | 1,686 |
| 법인세비용             | 416   | 319   | 322   | 372   | 414   |
| 계속사업순이익           | 1,014 | 930   | 992   | 1,145 | 1,272 |
| 중단사업순이익           | -9    | -7    | 0     | 0     | 0     |
| 당기순이익             | 1,005 | 922   | 992   | 1,145 | 1,272 |
| 당기순이익률 (%)        | 17.2  | 15.7  | 17.0  | 17.9  | 18.9  |
| 비지배지분순이익          | -10   | 20    | 2     | 0     | 0     |
| 지배지분순이익           | 1,016 | 903   | 990   | 1,145 | 1,272 |
| 지배순이익률 (%)        | 17.4  | 15.4  | 16.9  | 17.9  | 18.9  |
| 매도가능금융자산평가        | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 기타포괄이익            | 77    | -22   | -41   | -41   | -41   |
| 포괄순이익             | 1,083 | 901   | 951   | 1,103 | 1,231 |
| 비지배지분포괄이익         | -7    | 19    | 20    | 23    | 26    |
| 지배지분포괄이익          | 1,090 | 882   | 931   | 1,080 | 1,205 |

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

현금흐름표

단위: 십억원

| 12결산(십억원)  | 2022A | 2023A | 2024F | 2025F | 2026F |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 영업활동 현금흐름  | 888   | 1,266 | 1,223 | 1,222 | 1,649 |
| 당기순이익      | 1,005 | 922   | 992   | 1,145 | 1,272 |
| 비현금항목의 가감  | 625   | 539   | 522   | 613   | 743   |
| 감가상각비      | 203   | 211   | 239   | 268   | 325   |
| 외환손익       | -50   | 5     | -28   | -28   | -28   |
| 자본법평가손익    | -30   | -10   | -10   | -10   | -10   |
| 기타         | 502   | 333   | 321   | 383   | 455   |
| 자산부채의 증감   | -321  | 185   | -10   | -189  | 50    |
| 기타현금흐름     | -422  | -380  | -281  | -347  | -417  |
| 투자활동 현금흐름  | 548   | -848  | -513  | -392  | -973  |
| 투자자산       | 813   | -284  | -30   | -30   | -30   |
| 유형자산       | -241  | -473  | -400  | -440  | -860  |
| 기타         | -24   | -92   | -83   | 78    | -83   |
| 재무활동 현금흐름  | -932  | -776  | -930  | -719  | -22   |
| 단기차입금      | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 사채         | 0     | 329   | 329   | 329   | 329   |
| 장기차입금      | 32    | 24    | -147  | 0     | 0     |
| 자본의 증가(감소) | 0     | 0     | -18   | 0     | 0     |
| 현금배당       | -576  | -776  | -799  | -823  | -587  |
| 기타         | -387  | -352  | -295  | -224  | 236   |
| 현금의 증감     | 454   | -369  | 277   | 747   | 712   |
| 기초 현금      | 947   | 1,401 | 1,032 | 1,309 | 2,056 |
| 기말 현금      | 1,401 | 1,032 | 1,309 | 2,056 | 2,768 |
| NOPLAT     | 899   | 869   | 922   | 1,062 | 1,157 |
| FCF        | 563   | 823   | 776   | 722   | 696   |

재무상태표

| 12결산(십억원)   | 2022A  | 2023A  | 2024F  | 2025F  | 2026F  |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 유동자산        | 6,510  | 6,418  | 6,875  | 7,713  | 8,425  |
| 현금및현금성자산    | 1,401  | 1,032  | 1,309  | 2,056  | 2,768  |
| 매출채권 및 기타채권 | 1,786  | 1,772  | 1,812  | 1,894  | 1,894  |
| 재고자산        | 2,576  | 2,764  | 2,847  | 3,017  | 3,017  |
| 기타유동자산      | 747    | 851    | 907    | 746    | 746    |
| 비유동자산       | 5,792  | 6,354  | 6,537  | 6,735  | 7,334  |
| 유형자산        | 1,837  | 2,096  | 2,258  | 2,430  | 2,965  |
| 관계기업투자금     | 275    | 471    | 511    | 550    | 590    |
| 기타금융자산      | 2,060  | 2,229  | 2,229  | 2,229  | 2,229  |
| 기타비유동자산     | 1,621  | 1,557  | 1,539  | 1,525  | 1,550  |
| 자산총계        | 12,302 | 12,772 | 13,412 | 14,449 | 15,759 |
| 유동부채        | 2,527  | 2,672  | 2,743  | 2,884  | 3,169  |
| 매입채무 및 기타채무 | 2,172  | 2,323  | 2,336  | 2,350  | 2,350  |
| 차입금         | 73     | 62     | 62     | 62     | 62     |
| 유동성채무       | 21     | 46     | 103    | 231    | 516    |
| 기타유동부채      | 262    | 241    | 241    | 241    | 241    |
| 비유동부채       | 416    | 805    | 988    | 1,318  | 1,649  |
| 차입금         | 79     | 147    | 0      | 0      | 0      |
| 사채          | 0      | 323    | 651    | 980    | 1,309  |
| 기타비유동부채     | 337    | 335    | 336    | 338    | 340    |
| 부채총계        | 2,943  | 3,478  | 3,730  | 4,202  | 4,818  |
| 지배지분        | 9,316  | 9,174  | 9,556  | 10,114 | 10,800 |
| 자본금         | 955    | 955    | 937    | 937    | 937    |
| 자본잉여금       | 533    | 534    | 534    | 534    | 534    |
| 이익잉여금       | 9,131  | 8,979  | 9,378  | 9,936  | 10,622 |
| 기타자본변동      | -1,237 | -1,237 | -1,237 | -1,237 | -1,237 |
| 비지배지분       | 43     | 121    | 126    | 133    | 142    |
| 자본총계        | 9,359  | 9,295  | 9,682  | 10,247 | 10,941 |
| 총차입금        | 221    | 623    | 859    | 1,313  | 1,924  |

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

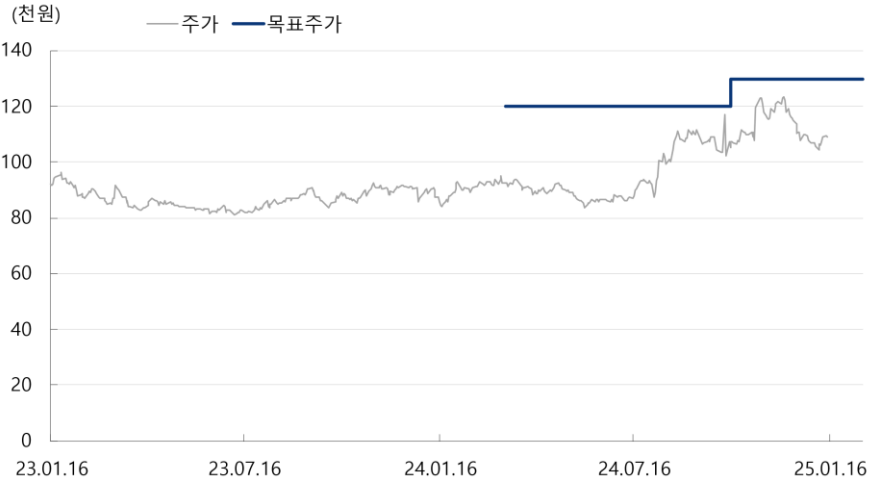
| 12결산(십억원) | 2022A  | 2023A  | 2024F  | 2025F  | 2026F  |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| EPS       | 7,399  | 6,615  | 7,595  | 8,782  | 9,763  |
| PER       | 12.4   | 13.1   | 14.1   | 12.4   | 11.2   |
| BPS       | 67,853 | 68,557 | 73,326 | 77,606 | 82,868 |
| PBR       | 1.3    | 1.3    | 1.5    | 1.4    | 1.3    |
| EBITDAPS  | 10,875 | 10,321 | 11,398 | 13,016 | 14,442 |
| EV/EBITDA | 7.2    | 7.6    | 8.3    | 7.3    | 6.6    |
| SPS       | 42,620 | 42,963 | 44,842 | 49,128 | 51,585 |
| PSR       | 2.1    | 2.0    | 2.4    | 2.2    | 2.1    |
| CFPS      | 4,098  | 6,030  | 5,954  | 5,539  | 5,342  |
| DPS       | 5,000  | 5,200  | 5,200  | 5,200  | 5,200  |

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

| 12결산(십억원) | 2022A | 2023A | 2024F | 2025F | 2026F |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 성장성       |       |       |       |       |       |
| 매출액 증가율   | 11.9  | 0.2   | -0.3  | 9.6   | 5.0   |
| 영업이익 증가율  | -5.3  | -7.9  | 4.7   | 15.1  | 8.9   |
| 순이익 증가율   | 3.5   | -8.3  | 7.5   | 15.4  | 11.2  |
| 수익성       |       |       |       |       |       |
| ROIC      | 23.0  | 20.6  | 20.4  | 22.0  | 21.8  |
| ROA       | 8.5   | 7.2   | 7.6   | 8.2   | 8.4   |
| ROE       | 11.0  | 9.8   | 10.6  | 11.6  | 12.2  |
| 안정성       |       |       |       |       |       |
| 부채비율      | 31.4  | 37.4  | 38.5  | 41.0  | 44.0  |
| 순차입금비율    | 1.8   | 4.9   | 6.4   | 9.1   | 12.2  |
| 이자보상배율    | 36.5  | 25.5  | 19.2  | 14.3  | 10.6  |

KT&G 목표주가 및 주가 추이



| 일자         | 투자의견 | 목표주가    | 괴리율     |         |
|------------|------|---------|---------|---------|
|            |      |         | 평균      | 최고/최저   |
| 2024.03.18 | 매수   | 120,000 | (24.01) | (21.75) |
| 2024.04.22 | 매수   | 120,000 | (24.21) | (21.75) |
| 2024.05.10 | 매수   | 120,000 | (26.07) | (21.75) |
| 2024.07.15 | 매수   | 120,000 | (25.63) | (21.00) |
| 2024.08.09 | 매수   | 120,000 | (21.35) | (2.58)  |
| 2024.10.16 | 매수   | 130,000 | (16.02) | (14.15) |
| 2024.11.08 | 매수   | 130,000 | (12.86) | (5.08)  |
| 2025.01.15 | 매수   | 130,000 |         |         |
|            |      |         |         |         |
|            |      |         |         |         |
|            |      |         |         |         |



Buy

TP 130,000원

유지

상향

# 오리온(271560)

## 음식료 업체 중 빛나는 두 자릿수 탑라인 성장

### ▶ 4Q24 Preview: 음식료 업체 중 빛나는 두 자릿수 탑라인 성장

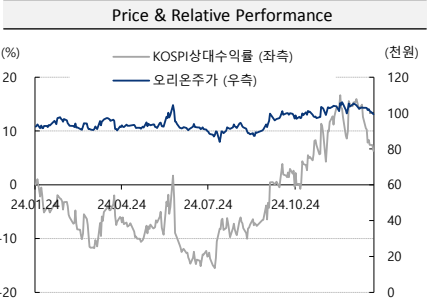
- 4분기 연결 매출액 및 영업이익을 각각 8,686억원(YoY 13%), 1,614억원(YoY 15%)으로 추정. 음식료 업체들 대부분 내수 및 아쉬운 해외 부진 실적 여파로 4분기 연결 기준 매출 성장률이 아쉬운 가운데, 동사는 돋보이는 매출 성장률 전망. 1) 한국 매출액 2.8천억원(YoY 3%), 영업이익 463억원(YoY 5%) 추정. 내수 수요 부진 흐름 속에서도, 신제품 효과 및 행사 물량 확대로 매출 및 이익 상대적으로 선방하는 흐름 기록. 2) 중국 매출 3.4천억원(YoY 19%), 영업이익 670억원(YoY 14%) 추정. 춘절 물량 출고 영향으로 견조한 성장. 상반기 노이즈였던 경소상 간접판매 전환 이슈 마무리 후 매출 정상화 과정. 간식점 신규 채널 입점 효과로 유의미한 성장 중. 3) 베트남 매출 1,795억원(YoY 14%), 424억원(YoY 19%) 추정. 명절 시즌 기획 제품 출고 영향으로 견조한 성장. 이란/인도네시아 향 수출도 성장률 좋음 4) 러시아 매출액 685억원(YoY 32%), 영업이익 127억원(YoY 34%) 추정. X5, K&B 주요 거래처 공급 재개 순항 중인 가운데, 거래처 수도 지속적으로 증가 흐름 유지 중임. 카자흐/아제르바이잔 등 중앙아시아 향 수출도 견조함

### ▶ 2025년 Preview: 기대감 유효

- 2025년 매출액 및 영업이익을 각각 3.3조원 (YoY 8%), 6천억원(YoY 9%) 으로 추정. 내수는 올해도 성장 기여는 미미하겠으나, 해외 매출 성장률 회복 기대감 유효. 음식료 업체 중 중국 노출도가 가장 높은 업체로 중국 경기 부양책에 대한 기대감도 유효

### ▶ 투자의견 BUY 및 목표주가 130,000원으로 유지

| Company Data s |           |
|----------------|-----------|
| 현재가(01/14)     | 99,300원   |
| 액면가(원)         | 500원      |
| 52주 최고가(보통주)   | 117,100원  |
| 52주 최저가(보통주)   | 83,900원   |
| KOSPI (01/14)  | 2,497.40p |
| KOSDAQ (01/14) | 718.04p   |
| 자본금            | 198억원     |
| 시가총액           | 39,259억원  |
| 발행주식수(보통주)     | 3,954만주   |
| 발행주식수(우선주)     | 0만주       |
| 평균거래량(60일)     | 11.0만주    |
| 평균거래대금(60일)    | 113억원     |
| 외국인지분(보통주)     | 28.15%    |



| 주가수익률(%) | 1개월  | 6개월  | 12개월  |
|----------|------|------|-------|
| 절대주가     | -5.5 | 7.9  | -15.0 |
| 상대주가     | -5.6 | 23.5 | -14.0 |

| 12결산<br>(십억원) | 매출액<br>(십억원) | YoY<br>(%) | 영업이익<br>(십억원) | OPM<br>(%) | 순이익<br>(십억원) | EPS<br>(원) | YoY<br>(%) | PER<br>(배) | PCR<br>(배) | PBR<br>(배) | EV/EBITDA<br>(배) | ROE<br>(%) |
|---------------|--------------|------------|---------------|------------|--------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------------|------------|
| 2022.12       | 2,873        | 22.0       | 467           | 16.3       | 398          | 9,924      | 52.2       | 12.9       | 7.9        | 2.0        | 6.8              | 16.5       |
| 2023.12       | 2,912        | 1.4        | 492           | 16.9       | 385          | 9,527      | -4.0       | 12.2       | 7.0        | 1.6        | 5.5              | 13.9       |
| 2024.12E      | 3,111        | 6.8        | 545           | 17.5       | 399          | 9,851      | 3.4        | 10.4       | 5.6        | 1.3        | 4.7              | 12.8       |
| 2025.12E      | 3,340        | 7.4        | 596           | 17.8       | 436          | 10,757     | 9.2        | 9.2        | 5.3        | 1.1        | 3.7              | 12.5       |
| 2026.12E      | 3,584        | 7.3        | 652           | 18.2       | 482          | 11,903     | 10.7       | 8.3        | 4.9        | 1.0        | 3.0              | 12.4       |

## 오리온(271560)

(단위: 십억원)

|                | 1Q23         | 2Q23         | 3Q23         | 4Q23         | 1Q24         | 2Q24         | 3Q24         | 4Q24F        | 23             | 24F            | 25F            |
|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>매출액</b>     | <b>663.8</b> | <b>713.9</b> | <b>766.3</b> | <b>768.4</b> | <b>748.4</b> | <b>719.3</b> | <b>774.9</b> | <b>868.6</b> | <b>2,912.4</b> | <b>3,111.1</b> | <b>3,340.4</b> |
| 한국             | 248.1        | 273.3        | 272.0        | 276.5        | 271.6        | 277.7        | 271.0        | 284.6        | 1,069.9        | 1,104.9        | 1,143.6        |
| 중국             | 264.2        | 297.4        | 329.6        | 287.8        | 306.6        | 295.8        | 322.3        | 341.0        | 1,179.0        | 1,265.7        | 1,341.7        |
| 베트남            | 105.3        | 95.7         | 117.6        | 156.9        | 118.2        | 98.4         | 121.7        | 179.5        | 475.5          | 517.8          | 579.9          |
| 러시아            | 48.2         | 51.6         | 48.5         | 52.0         | 50.5         | 49.1         | 62.0         | 68.5         | 200.3          | 230.2          | 287.7          |
| <b>YoY</b>     | <b>1.6%</b>  | <b>13.8%</b> | <b>3.4%</b>  | <b>-9.8%</b> | <b>12.7%</b> | <b>0.8%</b>  | <b>1.1%</b>  | <b>13.0%</b> | <b>1.4%</b>    | <b>6.8%</b>    | <b>8.0%</b>    |
| 한국             | 12.9%        | 19.8%        | 15.3%        | 8.4%         | 9.5%         | 1.6%         | -0.4%        | 2.9%         | 13.9%          | 3.3%           | 3.5%           |
| 중국             | -13.4%       | 13.0%        | -1.8%        | -22.4%       | 16.0%        | -0.5%        | -2.2%        | 18.5%        | -7.5%          | 7.4%           | 6.0%           |
| 베트남            | 2.8%         | 2.6%         | 4.0%         | -4.4%        | 12.2%        | 2.8%         | 3.5%         | 14.4%        | 0.5%           | 8.9%           | 12.0%          |
| 러시아            | 59.2%        | 6.4%         | -22.2%       | -24.3%       | 4.8%         | -4.9%        | 27.9%        | 31.8%        | -4.5%          | 14.9%          | 25.0%          |
| <b>영업이익</b>    | <b>99.1</b>  | <b>112.2</b> | <b>140.7</b> | <b>140.3</b> | <b>125.1</b> | <b>121.7</b> | <b>137.1</b> | <b>161.4</b> | <b>492.4</b>   | <b>545.3</b>   | <b>596.3</b>   |
| 한국             | 37.4         | 44.4         | 42.9         | 44.1         | 43.9         | 46.7         | 43.7         | 46.3         | 168.8          | 180.6          | 188.1          |
| 중국             | 38.3         | 51.1         | 72.7         | 58.8         | 54.2         | 55.9         | 63.6         | 67.0         | 221.0          | 240.7          | 259.2          |
| 베트남            | 16.4         | 13.5         | 21.9         | 35.6         | 19.4         | 15.3         | 23.9         | 42.4         | 87.5           | 101.1          | 115.5          |
| 러시아            | 8.3          | 7.7          | 6.7          | 9.5          | 7.8          | 6.9          | 9.5          | 12.7         | 32.2           | 36.9           | 47.5           |
| <b>YoY</b>     | <b>-8.7%</b> | <b>25.1%</b> | <b>15.6%</b> | <b>-4.3%</b> | <b>26.2%</b> | <b>8.4%</b>  | <b>-2.5%</b> | <b>15.0%</b> | <b>5.5%</b>    | <b>10.7%</b>   | <b>9.3%</b>    |
| 한국             | 9.7%         | 25.0%        | 29.2%        | 17.9%        | 17.2%        | 5.3%         | 1.8%         | 5.1%         | 20.4%          | 7.0%           | 4.1%           |
| 중국             | -22.6%       | 43.3%        | 22.0%        | -11.9%       | 41.5%        | 9.3%         | -12.5%       | 13.9%        | 4.5%           | 8.9%           | 7.7%           |
| 베트남            | -11.7%       | -6.9%        | 4.6%         | -0.3%        | 18.2%        | 13.6%        | 8.9%         | 19.2%        | -2.6%          | 15.6%          | 14.3%          |
| 러시아            | 112.3%       | -0.2%        | -36.6%       | -24.4%       | -5.2%        | -10.9%       | 41.6%        | 33.6%        | -7.4%          | 14.6%          | 28.7%          |
| <b>OPM</b>     | <b>14.9%</b> | <b>15.7%</b> | <b>18.4%</b> | <b>18.3%</b> | <b>16.7%</b> | <b>16.9%</b> | <b>17.7%</b> | <b>18.6%</b> | <b>16.9%</b>   | <b>17.5%</b>   | <b>17.9%</b>   |
| 한국             | 15.1%        | 16.2%        | 15.8%        | 15.9%        | 16.2%        | 16.8%        | 16.1%        | 16.3%        | 15.8%          | 16.3%          | 16.4%          |
| 중국             | 14.5%        | 17.2%        | 22.1%        | 20.4%        | 17.7%        | 18.9%        | 19.7%        | 19.6%        | 18.7%          | 19.0%          | 19.3%          |
| 베트남            | 15.6%        | 14.1%        | 18.7%        | 22.7%        | 16.5%        | 15.6%        | 19.6%        | 23.6%        | 18.4%          | 19.5%          | 19.9%          |
| 러시아            | 17.2%        | 14.9%        | 13.8%        | 18.3%        | 15.5%        | 14.0%        | 15.3%        | 18.5%        | 16.1%          | 16.0%          | 16.5%          |
| <b>세전이익</b>    | <b>104.0</b> | <b>119.8</b> | <b>149.3</b> | <b>146.9</b> | <b>133.8</b> | <b>107.0</b> | <b>141.0</b> | <b>167.2</b> | <b>520.0</b>   | <b>549.0</b>   | <b>599.5</b>   |
| YoY%           | -7.6%        | 19.5%        | 17.4%        | 0.1%         | 28.7%        | -10.7%       | -5.6%        | 13.8%        | 6.8%           | 5.6%           | 9.2%           |
| <b>(지배)순이익</b> | <b>76.1</b>  | <b>81.5</b>  | <b>107.0</b> | <b>112.0</b> | <b>93.8</b>  | <b>78.0</b>  | <b>99.7</b>  | <b>118.0</b> | <b>376.6</b>   | <b>389.5</b>   | <b>425.3</b>   |
| YoY%           | -1.0%        | 19.9%        | 26.7%        | -31.3%       | 23.3%        | -4.4%        | -6.9%        | 5.3%         | -4.0%          | 3.4%           | 9.2%           |
| NPM%           | 11.5%        | 11.4%        | 14.0%        | 14.6%        | 12.5%        | 10.8%        | 12.9%        | 13.6%        | 12.9%          | 12.5%          | 12.7%          |

포괄손익계산서

단위: 십억원

| 12결산(십억원)         | 2022A | 2023A | 2024F | 2025F | 2026F |
|-------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액               | 2,873 | 2,912 | 3,111 | 3,340 | 3,584 |
| 매출원가              | 1,782 | 1,785 | 1,907 | 2,054 | 2,204 |
| 매출총이익             | 1,091 | 1,127 | 1,204 | 1,286 | 1,380 |
| 매출총이익률 (%)        | 38.0  | 38.7  | 38.7  | 38.5  | 38.5  |
| 판매비와관리비           | 625   | 635   | 659   | 690   | 728   |
| 영업이익              | 467   | 492   | 545   | 596   | 652   |
| 영업이익률 (%)         | 16.2  | 16.9  | 17.5  | 17.9  | 18.2  |
| EBITDA            | 628   | 650   | 700   | 755   | 815   |
| EBITDA Margin (%) | 21.9  | 22.3  | 22.5  | 22.6  | 22.7  |
| 영업외손익             | 20    | 28    | 4     | 3     | 11    |
| 관계기업손익            | 1     | 1     | 1     | 1     | 1     |
| 금융수익              | 30    | 41    | 32    | 43    | 51    |
| 금융비용              | -7    | -7    | -6    | -6    | -6    |
| 기타                | -4    | -7    | -22   | -34   | -34   |
| 법인세비용차감전순이익       | 487   | 520   | 549   | 599   | 663   |
| 법인세비용             | 88    | 135   | 150   | 164   | 181   |
| 계속사업순이익           | 398   | 385   | 399   | 436   | 482   |
| 중단사업순이익           | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 당기순이익             | 398   | 385   | 399   | 436   | 482   |
| 당기순이익률 (%)        | 13.9  | 13.2  | 12.8  | 13.0  | 13.4  |
| 비지배지분순이익          | 6     | 8     | 9     | 10    | 11    |
| 지배지분순이익           | 392   | 377   | 389   | 425   | 471   |
| 지배순이익률 (%)        | 13.7  | 12.9  | 12.5  | 12.7  | 13.1  |
| 매도가능금융자산평가        | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 기타포괄이익            | -22   | -31   | -32   | -32   | -32   |
| 포괄순이익             | 377   | 354   | 367   | 404   | 450   |
| 비지배지분포괄이익         | 4     | 8     | 8     | 9     | 10    |
| 지배지분포괄이익          | 373   | 346   | 359   | 395   | 441   |

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

현금흐름표

단위: 십억원

| 12결산(십억원)  | 2022A | 2023A | 2024F  | 2025F | 2026F |
|------------|-------|-------|--------|-------|-------|
| 영업활동 현금흐름  | 546   | 437   | 503    | 519   | 568   |
| 당기순이익      | 398   | 385   | 399    | 436   | 482   |
| 비현금항목의 가감  | 248   | 278   | 290    | 296   | 309   |
| 감가상각비      | 157   | 154   | 152    | 156   | 160   |
| 외환손익       | 0     | -1    | -2     | -2    | -2    |
| 자본법평가손익    | -1    | -1    | -1     | -1    | -1    |
| 기타         | 92    | 126   | 140    | 142   | 151   |
| 자산부채의 증감   | 16    | -108  | -62    | -86   | -87   |
| 기타현금흐름     | -116  | -119  | -124   | -126  | -136  |
| 투자활동 현금흐름  | -292  | -541  | -1,079 | -540  | -682  |
| 투자자산       | 43    | 10    | -548   | 0     | 0     |
| 유형자산       | -85   | -166  | -180   | -189  | -198  |
| 기타         | -250  | -384  | -351   | -351  | -484  |
| 재무활동 현금흐름  | -177  | -138  | -61    | -61   | -61   |
| 단기차입금      | 24    | -19   | 0      | 0     | 0     |
| 사채         | 0     | 0     | 0      | 0     | 0     |
| 장기차입금      | 0     | 0     | 0      | 0     | 0     |
| 자본의 증가(감소) | 0     | 0     | 0      | 0     | 0     |
| 현금배당       | -30   | -38   | -49    | -49   | -49   |
| 기타         | -171  | -81   | -11    | -11   | -11   |
| 현금의 증감     | 59    | -244  | -221   | 334   | 241   |
| 기초 현금      | 550   | 610   | 366    | 145   | 479   |
| 기말 현금      | 610   | 366   | 145    | 479   | 720   |
| NOPLAT     | 382   | 365   | 396    | 433   | 474   |
| FCF        | 474   | 247   | 310    | 317   | 351   |

재무상태표

| 12결산(십억원)   | 2022A | 2023A | 2024F | 2025F | 2026F |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 유동자산        | 1,470 | 1,628 | 1,433 | 1,802 | 2,214 |
| 현금및현금성자산    | 610   | 366   | 145   | 479   | 720   |
| 매출채권 및 기타채권 | 224   | 212   | 226   | 241   | 258   |
| 재고자산        | 235   | 260   | 273   | 292   | 312   |
| 기타유동자산      | 402   | 790   | 790   | 790   | 923   |
| 비유동자산       | 1,901 | 1,893 | 2,466 | 2,497 | 2,533 |
| 유형자산        | 1,668 | 1,658 | 1,686 | 1,719 | 1,758 |
| 관계기업투자자금    | 32    | 33    | 582   | 582   | 583   |
| 기타금융자산      | 21    | 5     | 5     | 5     | 5     |
| 기타비유동자산     | 181   | 196   | 193   | 190   | 187   |
| 자산총계        | 3,372 | 3,521 | 3,900 | 4,300 | 4,747 |
| 유동부채        | 556   | 399   | 426   | 437   | 449   |
| 매입채무 및 기타채무 | 361   | 304   | 331   | 342   | 354   |
| 차입금         | 24    | 4     | 4     | 4     | 4     |
| 유동성채무       | 70    | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 기타유동부채      | 101   | 91    | 91    | 91    | 91    |
| 비유동부채       | 176   | 167   | 168   | 168   | 169   |
| 차입금         | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 사채          | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 기타비유동부채     | 176   | 167   | 168   | 168   | 169   |
| 부채총계        | 732   | 566   | 593   | 605   | 617   |
| 지배지분        | 2,554 | 2,862 | 3,202 | 3,578 | 4,000 |
| 자본금         | 20    | 20    | 20    | 20    | 20    |
| 자본잉여금       | 598   | 598   | 598   | 598   | 598   |
| 이익잉여금       | 1,218 | 1,560 | 1,900 | 2,276 | 2,697 |
| 기타자본변동      | 622   | 622   | 622   | 622   | 622   |
| 비지배지분       | 85    | 93    | 104   | 116   | 130   |
| 자본총계        | 2,639 | 2,955 | 3,307 | 3,695 | 4,130 |
| 총차입금        | 108   | 18    | 19    | 19    | 20    |

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

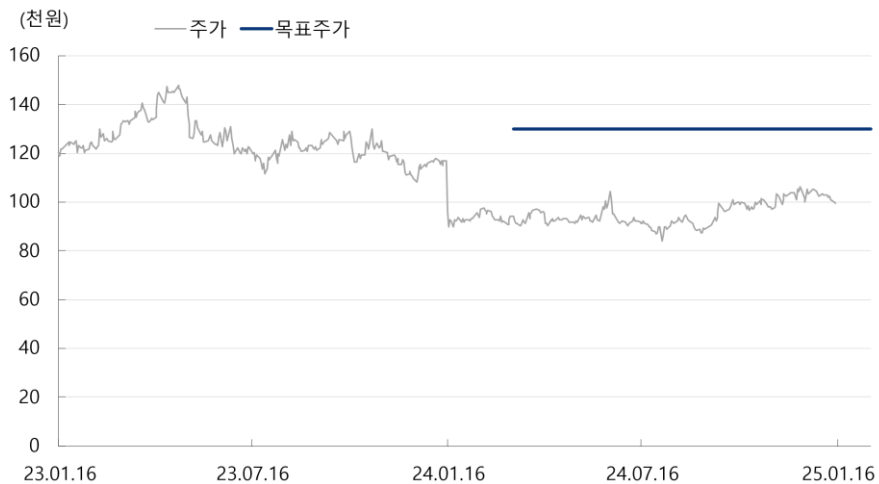
| 12결산(십억원) | 2022A  | 2023A  | 2024F  | 2025F  | 2026F   |
|-----------|--------|--------|--------|--------|---------|
| EPS       | 9,924  | 9,527  | 9,851  | 10,757 | 11,903  |
| PER       | 12.9   | 12.2   | 10.4   | 9.2    | 8.3     |
| BPS       | 64,594 | 72,400 | 81,001 | 90,509 | 101,162 |
| PBR       | 2.0    | 1.6    | 1.3    | 1.1    | 1.0     |
| EBITDAPS  | 15,892 | 16,430 | 17,717 | 19,091 | 20,610  |
| EV/EBITDA | 6.8    | 5.5    | 4.7    | 3.7    | 3.0     |
| SPS       | 72,674 | 73,663 | 78,690 | 84,490 | 90,658  |
| PSR       | 1.8    | 1.6    | 1.3    | 1.2    | 1.1     |
| CFPS      | 11,982 | 6,259  | 7,829  | 8,023  | 8,876   |
| DPS       | 950    | 1,250  | 1,250  | 1,250  | 1,250   |

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

| 12결산(십억원) | 2022A | 2023A | 2024F | 2025F | 2026F |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 성장성       |       |       |       |       |       |
| 매출액 증가율   | 22.0  | 1.4   | 6.8   | 7.4   | 7.3   |
| 영업이익 증가율  | 25.1  | 5.5   | 10.7  | 9.3   | 9.4   |
| 순이익 증가율   | 51.1  | -3.3  | 3.6   | 9.2   | 10.7  |
| 수익성       |       |       |       |       |       |
| ROIC      | 20.9  | 20.4  | 21.6  | 23.1  | 24.5  |
| ROA       | 12.1  | 10.9  | 10.5  | 10.4  | 10.4  |
| ROE       | 16.5  | 13.9  | 12.8  | 12.5  | 12.4  |
| 안정성       |       |       |       |       |       |
| 부채비율      | 27.8  | 19.1  | 17.9  | 16.4  | 15.0  |
| 순차입금비율    | 3.2   | 0.5   | 0.5   | 0.4   | 0.4   |
| 이자보상배율    | 106.2 | 136.8 | 151.5 | 165.6 | 181.2 |

## 오리온 목표주가 및 주가 추이



| 일자         | 투자의견 | 목표주가    | 괴리율     |         |
|------------|------|---------|---------|---------|
|            |      |         | 평균      | 최고/최저   |
| 2024.03.18 | 매수   | 130,000 | (27.83) | (25.23) |
| 2024.04.17 | 매수   | 130,000 | (28.42) | (25.23) |
| 2024.05.22 | 매수   | 130,000 | (27.83) | (19.69) |
| 2024.06.19 | 매수   | 130,000 | (28.10) | (19.69) |
| 2024.07.15 | 매수   | 130,000 | (28.14) | (19.69) |
| 2024.07.17 | 매수   | 130,000 | (28.80) | (19.69) |
| 2024.08.21 | 매수   | 130,000 | (29.01) | (19.69) |
| 2024.09.25 | 매수   | 130,000 | (24.17) | (22.31) |
| 2024.10.23 | 매수   | 130,000 | (22.97) | (18.46) |
| 2024.12.18 | 매수   | 130,000 | (22.48) | (18.46) |
| 2025.01.15 | 매수   | 130,000 |         |         |

Buy

TP 410,000원

유지

유지

## CJ제일제당(097950)

### 식품 부문 상대적 선방. 바이오/F&C 전년 낮은 기저로 증익 흐름 무난

#### ▶ 4Q24 Preview: 식품 부문 상대적 상대적 선방. 바이오/F&C 전년 낮은 기저로 증익 흐름 무난

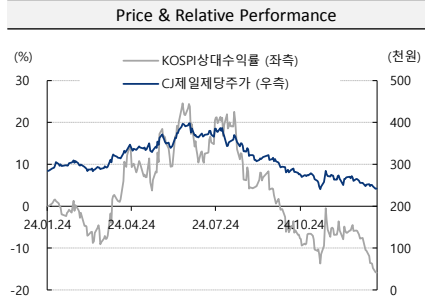
- 대한통운을 제외 매출액 및 영업이익을 각각 4.5조원(YoY 2%), 2,384억원(YoY 51%)으로 추정. 전년 바이오/F&C 낮은 기저로 상대적으로 선방하는 실적 기록 전망. 1) 국내 식품 매출 YoY 2% 추정. 가공 YoY 3%, 소재 YoY -8% 추정. 12월 선물세트 조기 반영 효과 및 쿠팡 거래 재개 효과로 매출 + 흐름. 수익성은 전년 수준으로 식품 업체들 중 상대적으로 선방할 전망. 2) 해외식품 매출 YoY 4% 추정. 미주는 수익성 중심 경영으로 YoY 매출 성장률은 4%으로 소폭 둔화되나, 마진은 10%대 견조할 전망. 유럽/호주는 메인스트림 채널 입점 지속되며 고성장세. 3) 바이오 매출 및 이익 각각 YoY 1%, 906% 전망. 스페셜티 아미노산은 경쟁 심화로 QoQ 하락 흐름이나, 전년 낮은 기저로 증익 폭 긍정적. 라이신 판가는 회복 지연되고 있으나, 유럽 중국산 라이신 관세 부과 발표(25.1월 시행), 북미 아지노모토 철수 예정(25년)에 따라 연내 업황 회복 전망. 4)F&C는 흑자 기조 지속. 육계가 상승은 견조하나, 돈가는 수입돈 증가 및 소비 둔화로 슬로우. 다만 12월 중순 이후 돈가 반등세 긍정적

#### ▶ 2025년 Preview: 해외 카테고리/지역 커버리지 확장!

- 대한통운 제외 2025년 매출액 및 영업이익을 각각 18.6조원(YoY 4%), 1.1조원 (YoY 7%) 추정. 올해는 미주는 만두/피자 이외 카테고리 확장으로 성장 모멘텀 확대할 예정. 유럽/호주 신규 지역에서 확장 지속 예정. 호주에서 24년 11월 콜스(1위 대형마트) 입점, 25년 1월 IGA(4위 대형마트) 입점 행보를 이어 나가면서 보폭 확대 중. 중국은 올해 매출 성장 +전환이 예정 긍정적

#### ▶ 투자 의견 BUY 및 목표주가 410,000원 유지

| Company Data s |           |
|----------------|-----------|
| 현재가(01/14)     | 242,000 원 |
| 액면가(원)         | 5,000 원   |
| 52주 최고가(보통주)   | 398,000 원 |
| 52주 최저가(보통주)   | 240,500 원 |
| KOSPI (01/14)  | 2,497.40p |
| KOSDAQ (01/14) | 718.04p   |
| 자본금            | 819 억원    |
| 시가총액           | 38,101 억원 |
| 발행주식수(보통주)     | 1,505 만주  |
| 발행주식수(우선주)     | 133 만주    |
| 평균거래량(60일)     | 4.3 만주    |
| 평균거래대금(60일)    | 109 억원    |
| 외국인지분(보통주)     | 22.54%    |



| 주가수익률(%) | 1개월   | 6개월   | 12개월  |
|----------|-------|-------|-------|
| 절대주가     | -10.0 | -34.7 | -18.0 |
| 상대주가     | -10.1 | -25.3 | -17.1 |

| 12결산<br>(십억원) | 매출액<br>(십억원) | YoY<br>(%) | 영업이익<br>(십억원) | OPM<br>(%) | 순이익<br>(십억원) | EPS<br>(원) | YoY<br>(%) | PER<br>(배) | PCR<br>(배) | PBR<br>(배) | EV/EBITDA<br>(배) | ROE<br>(%) |
|---------------|--------------|------------|---------------|------------|--------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------------|------------|
| 2022.12       | 30,080       | 14.4       | 1,665         | 5.5        | 803          | 39,097     | -2.9       | 9.7        | 2.0        | 0.9        | 6.6              | 9.3        |
| 2023.12       | 29,023       | -3.5       | 1,292         | 4.5        | 559          | 25,147     | -35.7      | 12.9       | 1.8        | 0.7        | 6.7              | 5.6        |
| 2024.12E      | 29,331       | 1.1        | 1,560         | 5.3        | 739          | 32,698     | 30.0       | 7.8        | 1.3        | 0.6        | 5.8              | 6.8        |
| 2025.12E      | 30,501       | 4.0        | 1,647         | 5.4        | 762          | 33,911     | 3.7        | 7.1        | 1.3        | 0.5        | 5.4              | 6.7        |
| 2026.12E      | 32,027       | 5.0        | 1,890         | 5.9        | 941          | 42,018     | 23.9       | 5.8        | 1.2        | 0.5        | 4.9              | 7.7        |

## CJ제일제당(097950)

(단위: 십억원)

|              | 1Q23    | 2Q23    | 3Q23    | 4Q23    | 1Q24    | 2Q24    | 3Q24    | 4Q24F   | 23       | 24F      | 25F      |
|--------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|----------|----------|----------|
| 매출액          | 7,071.2 | 7,219.4 | 7,443.4 | 7,289.4 | 7,216.0 | 7,238.7 | 7,414.3 | 7,462.3 | 29,023.4 | 29,331.2 | 30,501.5 |
| 대한통운 제외      | 4,408.1 | 4,423.3 | 4,673.3 | 4,385.7 | 4,444.2 | 4,331.4 | 4,620.4 | 4,447.5 | 17,890.4 | 17,843.5 | 18,598.2 |
| 1. 식품        | 2,759.6 | 2,732.2 | 3,005.9 | 2,766.7 | 2,831.5 | 2,705.1 | 2,972.1 | 2,810.9 | 11,264.4 | 11,319.6 | 11,599.0 |
| 1-1. 국내식품    | 1,405.6 | 1,421.8 | 1,670.8 | 1,380.0 | 1,456.3 | 1,380.7 | 1,569.0 | 1,373.2 | 5,878.2  | 5,779.2  | 5,837.0  |
| 1-2. 해외식품    | 1,354.0 | 1,310.4 | 1,335.1 | 1,386.6 | 1,375.2 | 1,324.4 | 1,403.1 | 1,437.7 | 5,386.1  | 5,540.4  | 5,762.0  |
| 2. 바이오+FNT   | 991.9   | 1,046.0 | 1,058.2 | 1,038.2 | 1,021.6 | 1,056.4 | 1,069.4 | 1,046.1 | 4,134.3  | 4,193.5  | 4,529.0  |
| 3. Feed&Care | 656.6   | 645.1   | 609.2   | 580.8   | 591.1   | 569.9   | 578.9   | 590.5   | 2,491.7  | 2,330.4  | 2,470.2  |
| 4. 물류        | 2,807.8 | 2,964.2 | 2,937.1 | 3,060.6 | 2,921.4 | 3,059.2 | 2,975.8 | 3,194.8 | 11,769.7 | 12,042.0 | 12,403.3 |
| YoY%         | 1.3%    | -4.0%   | -7.1%   | -3.7%   | 2.0%    | 0.3%    | -0.4%   | 2.4%    | -3.5%    | 1.1%     | 4.0%     |
| 대통제외         | 2.1%    | -3.7%   | -9.1%   | -7.2%   | 0.8%    | -2.1%   | -1.1%   | 1.4%    | -4.7%    | -0.3%    | 4.2%     |
| 1. 식품        | 5.8%    | 4.8%    | -1.6%   | -2.3%   | 2.6%    | -1.0%   | -1.1%   | 1.6%    | 1.4%     | 0.5%     | 2.5%     |
| 1-1. 국내식품    | -1.9%   | 2.3%    | -0.2%   | -3.3%   | 3.6%    | -2.9%   | -6.1%   | -0.5%   | -0.8%    | -1.7%    | 1.0%     |
| 1-2. 해외식품    | 15.1%   | 7.7%    | -3.4%   | -1.4%   | 1.6%    | 1.1%    | 5.1%    | 3.7%    | 4.0%     | 2.9%     | 4.0%     |
| 2. 바이오+FNT   | -8.4%   | -20.7%  | -19.2%  | -9.1%   | 3.0%    | 1.0%    | 1.1%    | 0.8%    | -14.8%   | 1.4%     | 8.0%     |
| 3. Feed&Care | 4.8%    | -3.5%   | -21.4%  | -22.8%  | -10.0%  | -11.7%  | -5.0%   | 1.7%    | -11.7%   | -6.5%    | 6.0%     |
| 영업이익         | 252.8   | 344.6   | 396.0   | 298.3   | 375.9   | 383.6   | 416.2   | 384.2   | 1,291.6  | 1,559.9  | 1,647.0  |
| 대한통운 제외      | 150.4   | 235.8   | 275.3   | 157.9   | 267.0   | 269.0   | 276.4   | 238.4   | 819.4    | 1,050.8  | 1,126.1  |
| 1. 식품        | 134.0   | 142.7   | 234.1   | 143.8   | 184.5   | 135.9   | 161.3   | 148.1   | 654.6    | 629.8    | 661.1    |
| 2. 바이오+FNT   | 63.1    | 84.3    | 47.1    | 56.8    | 97.8    | 99.0    | 82.4    | 70.4    | 251.3    | 349.6    | 385.0    |
| 3. Feed&Care | (46.7)  | 8.8     | (5.9)   | (42.6)  | (15.0)  | 34.1    | 32.7    | 20.0    | (86.4)   | 71.8     | 80.0     |
| 4. 물류        | 99.0    | 112.4   | 110.0   | 144.0   | 109.4   | 125.4   | 141.6   | 149.8   | 465.4    | 526.2    | 545.7    |
| YoY%         | -42.0%  | -31.7%  | -18.2%  | 24.0%   | 48.7%   | 11.3%   | 5.1%    | 28.8%   | -22.4%   | 20.8%    | 5.6%     |
| 대한통운 제외      | -58.8%  | -40.1%  | -28.8%  | 28.2%   | 77.5%   | 14.1%   | 0.4%    | 51.0%   | -35.4%   | 28.2%    | 7.2%     |
| 1. 식품        | -21.0%  | -14.9%  | 11.8%   | 86.5%   | 37.7%   | -4.8%   | -31.1%  | 3.0%    | 4.9%     | -3.8%    | 5.0%     |
| 2. 바이오+FNT   | -64.1%  | -62.1%  | -70.6%  | -27.5%  | 55.0%   | 17.4%   | 74.9%   | 23.9%   | -60.5%   | 39.1%    | 10.1%    |
| 3. Feed&Care | T/R     | 158.8%  | T/R     | C/R     | C/R     | 287.5%  | T/B     | T/B     | T/R      | T/B      | 11.4%    |
| OPM%         | 3.6%    | 4.8%    | 5.3%    | 4.1%    | 5.2%    | 5.3%    | 5.6%    | 5.1%    | 4.5%     | 5.3%     | 5.4%     |
| 대한통운 제외      | 3.4%    | 5.3%    | 5.9%    | 3.6%    | 6.0%    | 6.2%    | 6.0%    | 5.4%    | 4.6%     | 5.9%     | 6.1%     |
| 1. 식품        | 4.9%    | 5.2%    | 7.8%    | 5.2%    | 6.5%    | 5.0%    | 5.4%    | 5.3%    | 5.8%     | 5.6%     | 5.7%     |
| 2. 바이오+FNT   | 6.4%    | 8.1%    | 4.5%    | 5.5%    | 9.6%    | 9.4%    | 7.7%    | 6.7%    | 6.1%     | 8.3%     | 8.5%     |
| 3. Feed&Care | -7.1%   | 1.4%    | -1.0%   | -7.3%   | -2.5%   | 6.0%    | 5.6%    | 3.4%    | -3.5%    | 3.1%     | 3.2%     |
| 세전이익         | 99.3    | 176.9   | 284.0   | 171.9   | 207.6   | 205.0   | 271.6   | 287.2   | 732.0    | 971.5    | 1,029.1  |
| YoY%         | -72.5%  | -52.1%  | -23.3%  | 18.8%   | 109.1%  | 15.9%   | -4.4%   | 67.2%   | -41.2%   | 32.7%    | 5.9%     |
| (지배)순이익      | 6.6     | 65.9    | 200.9   | 112.5   | 91.9    | 98.1    | 159.2   | 150.4   | 385.9    | 499.6    | 517.9    |
| YoY%         | -96.7%  | -62.7%  | 19.1%   | 117.6%  | 1287.0% | 48.8%   | -20.8%  | 33.7%   | -35.2%   | 29.5%    | 3.7%     |
| NPM%         | 0.1%    | 0.9%    | 2.7%    | 1.5%    | 1.3%    | 1.4%    | 2.1%    | 2.0%    | 1.3%     | 1.7%     | 1.7%     |

포괄손익계산서

단위: 십억원

| 12결산(십억원)         | 2022A  | 2023A  | 2024F  | 2025F  | 2026F  |
|-------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액               | 30,080 | 29,023 | 29,331 | 30,501 | 32,027 |
| 매출원가              | 23,525 | 22,971 | 22,937 | 23,852 | 25,045 |
| 매출총이익             | 6,555  | 6,053  | 6,394  | 6,649  | 6,982  |
| 매출총이익률 (%)        | 21.8   | 20.9   | 21.8   | 21.8   | 21.8   |
| 판매비와관리비           | 4,890  | 4,761  | 4,834  | 5,002  | 5,002  |
| 영업이익              | 1,665  | 1,292  | 1,560  | 1,647  | 1,890  |
| 영업이익률 (%)         | 5.5    | 4.5    | 5.3    | 5.4    | 5.9    |
| EBITDA            | 3,068  | 2,834  | 3,102  | 3,215  | 3,503  |
| EBITDA Margin (%) | 10.2   | 9.8    | 10.6   | 10.5   | 10.9   |
| 영업외손익             | -419   | -560   | -588   | -618   | -618   |
| 관계기업손익            | 29     | 20     | 19     | 19     | 19     |
| 금융수익              | 681    | 459    | 361    | 374    | 388    |
| 금융비용              | -989   | -911   | -828   | -816   | -805   |
| 기타                | -140   | -127   | -142   | -195   | -221   |
| 법인세비용차감전순이익       | 1,246  | 732    | 971    | 1,029  | 1,272  |
| 법인세비용             | 443    | 173    | 232    | 268    | 331    |
| 계속사업순이익           | 803    | 559    | 739    | 762    | 941    |
| 중단사업순이익           | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 당기순이익             | 803    | 559    | 739    | 762    | 941    |
| 당기순이익률 (%)        | 2.7    | 1.9    | 2.5    | 2.5    | 2.9    |
| 비지배지분순이익          | 207    | 174    | 239    | 244    | 301    |
| 지배지분순이익           | 596    | 386    | 500    | 518    | 640    |
| 지배순이익률 (%)        | 2.0    | 1.3    | 1.7    | 1.7    | 2.0    |
| 매도가능금융자산평가        | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 기타포괄이익            | 175    | 57     | 25     | 25     | 25     |
| 포괄순이익             | 978    | 616    | 764    | 786    | 966    |
| 비지배지분포괄이익         | 205    | 211    | 237    | 244    | 299    |
| 지배지분포괄이익          | 772    | 405    | 527    | 542    | 666    |

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

현금흐름표

단위: 십억원

| 12결산(십억원)  | 2022A  | 2023A  | 2024F  | 2025F  | 2026F  |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 영업활동 현금흐름  | 1,627  | 2,445  | 2,685  | 2,870  | 3,094  |
| 당기순이익      | 803    | 559    | 739    | 762    | 941    |
| 비현금항목의 가감  | 2,328  | 2,273  | 2,779  | 2,816  | 2,899  |
| 감가상각비      | 1,254  | 1,380  | 1,383  | 1,410  | 1,456  |
| 외환손익       | 0      | 0      | 28     | 28     | 28     |
| 자본법평가손익    | 0      | 0      | -19    | -19    | -19    |
| 기타         | 1,074  | 893    | 1,388  | 1,397  | 1,434  |
| 자산부채의 증감   | -1,134 | -155   | -159   | -23    | -23    |
| 기타현금흐름     | -369   | -233   | -674   | -685   | -723   |
| 투자활동 현금흐름  | -1,498 | -703   | -1,066 | -1,313 | -1,508 |
| 투자자산       | -72    | -68    | -9     | -9     | -9     |
| 유형자산       | -1,443 | -1,124 | -1,400 | -1,582 | -1,740 |
| 기타         | 16     | 489    | 343    | 278    | 241    |
| 재무활동 현금흐름  | 552    | -1,658 | -1,469 | -1,458 | -1,448 |
| 단기차입금      | 1,772  | -290   | -124   | -117   | -112   |
| 사채         | 889    | 778    | -70    | -68    | -67    |
| 장기차입금      | 1,575  | 614    | -72    | -69    | -65    |
| 자본의 증가(감소) | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 현금배당       | -180   | -141   | -88    | -88    | -88    |
| 기타         | -3,504 | -2,619 | -1,116 | -1,116 | -1,116 |
| 현금의 증감     | 700    | 56     | 172    | 462    | 513    |
| 기초 현금      | 1,097  | 1,797  | 1,854  | 2,026  | 2,488  |
| 기말 현금      | 1,797  | 1,854  | 2,026  | 2,488  | 3,001  |
| NOPLAT     | 1,073  | 987    | 1,187  | 1,219  | 1,398  |
| FCF        | -101   | 1,250  | 1,170  | 1,183  | 1,248  |

재무상태표

| 12결산(십억원)   | 2022A  | 2023A  | 2024F  | 2025F  | 2026F  |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 유동자산        | 9,788  | 9,580  | 9,360  | 9,808  | 10,347 |
| 현금및현금성자산    | 1,797  | 1,854  | 2,026  | 2,488  | 3,001  |
| 매출채권 및 기타채권 | 3,136  | 2,941  | 3,064  | 3,051  | 3,040  |
| 재고자산        | 3,201  | 2,649  | 2,729  | 2,811  | 2,895  |
| 기타유동자산      | 1,653  | 2,137  | 1,541  | 1,458  | 1,411  |
| 비유동자산       | 20,225 | 20,026 | 20,072 | 20,293 | 20,644 |
| 유형자산        | 11,913 | 11,875 | 11,893 | 12,065 | 12,349 |
| 관계기업투자금     | 291    | 306    | 315    | 323    | 332    |
| 기타금융자산      | 747    | 816    | 816    | 816    | 816    |
| 기타비유동자산     | 7,275  | 7,029  | 7,049  | 7,089  | 7,147  |
| 자산총계        | 30,013 | 29,606 | 29,432 | 30,101 | 30,991 |
| 유동부채        | 9,750  | 9,556  | 8,740  | 8,729  | 8,727  |
| 매입채무 및 기타채무 | 4,140  | 3,314  | 3,379  | 3,446  | 3,515  |
| 차입금         | 2,843  | 2,472  | 2,348  | 2,231  | 2,119  |
| 유동성채무       | 1,991  | 2,235  | 2,235  | 2,235  | 2,235  |
| 기타유동부채      | 775    | 1,535  | 778    | 817    | 858    |
| 비유동부채       | 8,735  | 8,271  | 8,234  | 8,207  | 8,190  |
| 차입금         | 1,773  | 1,446  | 1,373  | 1,305  | 1,239  |
| 사채          | 3,529  | 3,476  | 3,406  | 3,338  | 3,271  |
| 기타비유동부채     | 3,434  | 3,350  | 3,455  | 3,565  | 3,680  |
| 부채총계        | 18,484 | 17,826 | 16,974 | 16,936 | 16,917 |
| 지배지분        | 6,756  | 7,152  | 7,563  | 7,993  | 8,544  |
| 자본금         | 82     | 82     | 82     | 82     | 82     |
| 자본잉여금       | 1,129  | 1,223  | 1,223  | 1,223  | 1,223  |
| 이익잉여금       | 5,452  | 5,731  | 6,143  | 6,573  | 7,124  |
| 기타자본변동      | -166   | -193   | -193   | -193   | -193   |
| 비지배지분       | 4,773  | 4,628  | 4,895  | 5,173  | 5,530  |
| 자본총계        | 11,529 | 11,780 | 12,458 | 13,165 | 14,074 |
| 총차입금        | 11,901 | 11,418 | 11,177 | 10,947 | 10,729 |

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

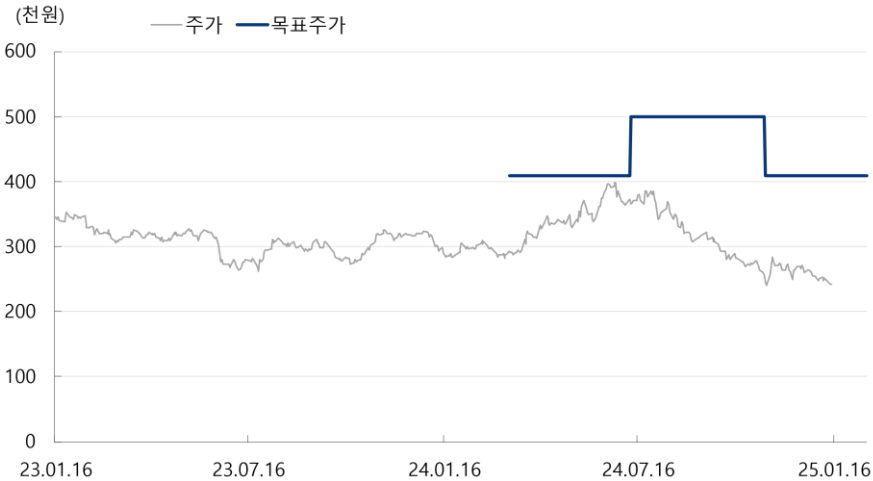
| 12결산(십억원) | 2022A     | 2023A     | 2024F     | 2025F     | 2026F     |
|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| EPS       | 39,097    | 25,147    | 32,698    | 33,911    | 42,018    |
| PER       | 9.7       | 12.9      | 7.8       | 7.1       | 5.8       |
| BPS       | 412,396   | 436,559   | 461,674   | 487,902   | 521,581   |
| PBR       | 0.9       | 0.7       | 0.6       | 0.5       | 0.5       |
| EBITDAPS  | 187,283   | 172,979   | 189,380   | 196,282   | 213,834   |
| EV/EBITDA | 6.6       | 6.7       | 5.8       | 5.4       | 4.9       |
| SPS       | 1,998,083 | 1,927,934 | 1,948,376 | 2,026,113 | 2,127,418 |
| PSR       | 0.2       | 0.2       | 0.1       | 0.1       | 0.1       |
| CFPS      | -6,175    | 76,308    | 71,452    | 72,196    | 76,213    |
| DPS       | 5,500     | 5,500     | 5,500     | 5,500     | 5,500     |

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

| 12결산(십억원) | 2022A | 2023A | 2024F | 2025F | 2026F |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 성장성       |       |       |       |       |       |
| 매출액 증가율   | 14.4  | -3.5  | 1.1   | 4.0   | 5.0   |
| 영업이익 증가율  | 9.2   | -22.4 | 20.8  | 5.6   | 14.7  |
| 순이익 증가율   | -10.1 | -30.3 | 32.1  | 3.0   | 23.6  |
| 수익성       |       |       |       |       |       |
| ROIC      | 6.0   | 5.3   | 6.3   | 6.3   | 7.1   |
| ROA       | 2.1   | 1.3   | 1.7   | 1.7   | 2.1   |
| ROE       | 9.3   | 5.6   | 6.8   | 6.7   | 7.7   |
| 안정성       |       |       |       |       |       |
| 부채비율      | 160.3 | 151.3 | 136.3 | 128.6 | 120.2 |
| 순차입금비율    | 39.7  | 38.6  | 38.0  | 36.4  | 34.6  |
| 이자보상배율    | 4.5   | 2.5   | 3.1   | 3.4   | 3.9   |

CJ제일제당 목표주가 및 주가 추이



| 일자         | 투자의견 | 목표주가    | 괴리율     |         |
|------------|------|---------|---------|---------|
|            |      |         | 평균      | 최고/최저   |
| 2024-03-18 | 매수   | 410,000 | (25.93) | (21.10) |
| 2024-04-15 | 매수   | 410,000 | (21.71) | (14.63) |
| 2024-05-16 | 매수   | 410,000 | (16.13) | (2.93)  |
| 2024-07-10 | 매수   | 500,000 | (26.20) | (25.90) |
| 2024-07-15 | 매수   | 500,000 | (26.05) | (22.70) |
| 2024-08-14 | 매수   | 500,000 | (32.61) | (22.70) |
| 2024-10-16 | 매수   | 500,000 | (35.69) | (22.70) |
| 2024-11-13 | 매수   | 410,000 | (36.19) | (30.61) |
| 2025-01-15 | 매수   | 410,000 |         |         |
|            |      |         |         |         |
|            |      |         |         |         |



Buy

TP 460,000원

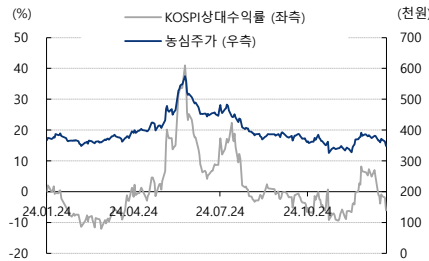
유지

유지

## Company Data s

|                |           |
|----------------|-----------|
| 현재가(01/14)     | 348,500 원 |
| 액면가(원)         | 5,000 원   |
| 52주 최고가(보통주)   | 575,000 원 |
| 52주 최저가(보통주)   | 326,000 원 |
| KOSPI (01/14)  | 2,497.40p |
| KOSDAQ (01/14) | 718.04p   |
| 자본금            | 304 억원    |
| 시가총액           | 21,198 억원 |
| 발행주식수(보통주)     | 608만주     |
| 발행주식수(우선주)     | 0만주       |
| 평균거래량(60일)     | 2.7만주     |
| 평균거래대금(60일)    | 101 억원    |
| 외국인지분(보통주)     | 17.66%    |

## Price &amp; Relative Performance



| 주가수익률(%) | 1개월  | 6개월   | 12개월 |
|----------|------|-------|------|
| 절대주가     | -5.7 | -22.2 | -9.2 |
| 상대주가     | -5.8 | -11.0 | -8.2 |

## 농심(004370)

## 북미, 다시 해보자! 유럽, 확대 해보자!

## ▶ 4Q24 Preview: 전반적인 비용 지출 증가

- 4분기 연결 매출액 및 영업이익은 8,553억원(YoY -0.2%), 339억원(YoY -13%) 추정. 1) 국내 라면(총매출) YoY 3.5% 전망. 10~11월 수요 회복은 긍정적이었으나, 12월이 부진했던 흐름으로 파악됨. 또한, 이익은 판촉비/광고비/인건비 전반적인 비용 증가에 따라 다소 아쉬운 흐름 기록할 것으로 전망. 신제품 '신라면 투움바'는 4분기 180억원 전망. 그 외 스낵/음료는 3분기에 이어 부진한 흐름 이어지고 있는 것으로 파악됨. 수출은 YoY 25% 성장 전망. 수익성은 전반적인 내수 부진 흐름 지속되는 가운데, 판촉비/광고비/인건비 및 팜유 투입가 상승에 따른 부담 존재할 전망 2) 해외는 미국 매출 YoY 13% 전망. 10월 월마트 매대 이동에 따라 매출 견조한 성장 이어나간 것으로 파악됨. 반면, 크로거/샘스클럽 입점 SKU 증가에 따라 입점 수수료 증가 부담으로 작용할 듯. 최근 팜유 가격 상승으로 팜유 투입가 11월 부터 상승 흐름인 것으로 파악됨. 중국 매출 YoY -17% 감소 전망. 역성장 폭은 QoQ 축소 전망. 일본은 신라면 제품이 SKU 확대에 20%대 성장을 이어나갈 것으로 전망. 호주/베트남도 가격 인상 효과 및 SKU/커버리지 지역 증가로 20%대 성장 흐름 무난할 듯

## ▶ 2025년 Preview: 북미, 다시 해보자! 유럽, 확대 해보자!

- 2025년 매출액 및 영업이익을 각각 3.6조원 (YoY 6%), 2,039억원 (YoY 16%) 으로 추정. 올해 미국/유럽 중심 해외 보폭 확대. 미국 가격 인상이 더해진다면 성장 모멘텀 확대 기대. 유럽은 25년 초 판매법인을 설립해 영업/마케팅 강화해 나갈 전망

## ▶ 투자의견 BUY 및 목표주가 460,000원 유지

| 12결산<br>(십억원) | 매출액<br>(십억원) | YoY<br>(%) | 영업이익<br>(십억원) | OPM<br>(%) | 순이익<br>(십억원) | EPS<br>(원) | YoY<br>(%) | PER<br>(배) | PCR<br>(배) | PBR<br>(배) | EV/EBITDA<br>(배) | ROE<br>(%) |
|---------------|--------------|------------|---------------|------------|--------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------------|------------|
| 2022.12       | 3,129        | 17.5       | 112           | 3.6        | 116          | 19,091     | 16.3       | 18.7       | 8.2        | 0.9        | 7.3              | 5.2        |
| 2023.12       | 3,411        | 9.0        | 212           | 6.2        | 171          | 28,261     | 48.0       | 14.4       | 6.8        | 1.0        | 5.4              | 7.3        |
| 2024.12E      | 3,439        | 0.8        | 177           | 5.1        | 154          | 25,316     | -10.4      | 14.8       | 6.8        | 0.9        | 5.2              | 6.2        |
| 2025.12E      | 3,647        | 6.0        | 204           | 5.6        | 172          | 28,348     | 12.0       | 12.3       | 6.5        | 0.8        | 4.3              | 6.6        |
| 2026.12E      | 3,829        | 5.0        | 222           | 5.8        | 186          | 30,539     | 7.7        | 11.4       | 6.4        | 0.7        | 4.1              | 6.7        |

## 농심(004370)

(단위: 십억원)

|              | 1Q23         | 2Q23           | 3Q23          | 4Q23          | 1Q24         | 2Q24          | 3Q24          | 4Q24F         | 23             | 24F            | 25F            |
|--------------|--------------|----------------|---------------|---------------|--------------|---------------|---------------|---------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>매출액</b>   | <b>860.4</b> | <b>837.5</b>   | <b>855.9</b>  | <b>856.7</b>  | <b>872.5</b> | <b>860.7</b>  | <b>850.4</b>  | <b>855.3</b>  | <b>3,410.6</b> | <b>3,438.9</b> | <b>3,646.9</b> |
| ① 국내(별도)     | 639.2        | 647.7          | 659.5         | 659.0         | 683.8        | 687.2         | 667.5         | 656.3         | 2,605.4        | 2,694.7        | 2,842.9        |
| -라면          | 461.5        | 459.9          | 468.4         | 479.5         | 490.9        | 506.6         | 492.8         | 496.5         | 1,869.3        | 1,986.8        | 2,046.4        |
| -스낵          | 109.5        | 114.0          | 118.3         | 117.9         | 121.9        | 115.0         | 111.4         | 110.8         | 459.8          | 459.1          | 472.8          |
| -음료 기타       | 139.8        | 148.0          | 148.5         | 134.1         | 154.6        | 157.6         | 146.0         | 130.1         | 570.4          | 588.3          | 614.7          |
| ② 북미         | 171.7        | 155.8          | 154.0         | 153.6         | 161.2        | 150.1         | 152.8         | 173.6         | 635.2          | 637.7          | 682.4          |
| ③ 중국         | 58.0         | 44.4           | 42.3          | 44.5          | 47.6         | 41.1          | 33.4          | 37.1          | 189.3          | 159.1          | 167.1          |
| ④ 일본         | 21.6         | 25.1           | 21.8          | 26.8          | 23.3         | 27.0          | 26.2          | 32.2          | 95.3           | 108.6          | 118.4          |
| <b>YoY</b>   | <b>16.9%</b> | <b>10.8%</b>   | <b>5.3%</b>   | <b>4.0%</b>   | <b>1.4%</b>  | <b>2.8%</b>   | <b>-0.6%</b>  | <b>-0.2%</b>  | <b>9.0%</b>    | <b>0.8%</b>    | <b>6.0%</b>    |
| ① 국내         | 12.3%        | 10.8%          | 7.2%          | 5.1%          | 7.0%         | 6.1%          | 1.2%          | -0.4%         | 8.7%           | 3.4%           | 5.5%           |
| -라면          | 13.2%        | 11.1%          | 7.4%          | 2.9%          | 6.4%         | 10.2%         | 5.2%          | 3.5%          | 8.4%           | 6.3%           | 3.0%           |
| -스낵          | 6.4%         | 17.4%          | 8.9%          | 11.4%         | 11.3%        | 0.8%          | -5.9%         | -6.0%         | 10.9%          | -0.2%          | 3.0%           |
| -음료 기타       | 14.2%        | 3.8%           | 8.4%          | 2.7%          | 10.6%        | 6.5%          | -1.7%         | -3.0%         | 7.1%           | 3.1%           | 4.5%           |
| ② 북미         | 40.1%        | 12.8%          | -1.5%         | -3.4%         | -6.2%        | -3.7%         | -0.8%         | 13.0%         | 10.3%          | 0.4%           | 7.0%           |
| ③ 중국         | -1.4%        | -14.9%         | -11.6%        | -4.5%         | -18.0%       | -7.6%         | -21.0%        | -16.7%        | -7.9%          | -15.9%         | 5.0%           |
| ④ 일본         | 0.1%         | 24.4%          | -1.7%         | 14.5%         | 7.7%         | 7.6%          | 20.3%         | 20.0%         | 9.1%           | 14.0%          | 9.0%           |
| <b>영업이익</b>  | <b>63.8</b>  | <b>53.7</b>    | <b>55.7</b>   | <b>38.9</b>   | <b>61.4</b>  | <b>43.7</b>   | <b>37.6</b>   | <b>33.9</b>   | <b>212.1</b>   | <b>176.6</b>   | <b>203.9</b>   |
| <b>YoY</b>   | <b>85.7%</b> | <b>1162.6%</b> | <b>103.9%</b> | <b>-15.9%</b> | <b>-3.7%</b> | <b>-18.7%</b> | <b>-32.5%</b> | <b>-12.9%</b> | <b>89.1%</b>   | <b>-16.7%</b>  | <b>15.5%</b>   |
| ① 국내         | 39.8         | 27.3           | 34.3          | 22.9          | 38.2         | 17.4          | 17.0          | 14.4          | 124.3          | 87.0           | 105.2          |
| ② 미국+캐나다     | 18.9         | 17.0           | 13.6          | 13.2          | 15.8         | 17.0          | 11.8          | 12.3          | 62.7           | 56.9           | 64.8           |
| ③ 중국         | 4.7          | 4.1            | 3.3           | (0.4)         | 4.9          | 6.8           | 2.8           | 2.0           | 11.6           | 16.5           | 18.4           |
| ④ 일본         | 1.0          | 0.6            | 0.4           | 1.3           | 1.5          | 0.9           | 1.7           | 1.7           | 3.3            | 5.8            | 6.5            |
| <b>OPM</b>   | <b>7.4%</b>  | <b>6.4%</b>    | <b>6.5%</b>   | <b>4.5%</b>   | <b>7.0%</b>  | <b>5.1%</b>   | <b>4.4%</b>   | <b>4.0%</b>   | <b>6.2%</b>    | <b>5.1%</b>    | <b>5.6%</b>    |
| ① 국내         | 6.2%         | 4.2%           | 5.2%          | 3.5%          | 5.6%         | 2.5%          | 2.5%          | 2.2%          | 4.8%           | 3.2%           | 3.7%           |
| ② 북미         | 11.0%        | 10.9%          | 8.9%          | 8.6%          | 9.8%         | 11.4%         | 7.7%          | 7.1%          | 9.9%           | 8.9%           | 9.5%           |
| ③ 중국         | 8.1%         | 9.1%           | 7.8%          | -0.9%         | 10.4%        | 16.6%         | 8.3%          | 5.4%          | 6.1%           | 10.4%          | 11.0%          |
| ④ 일본         | 4.6%         | 2.5%           | 1.7%          | 4.7%          | 6.5%         | 3.3%          | 6.4%          | 5.3%          | 3.4%           | 5.3%           | 5.5%           |
| <b>세전이익</b>  | <b>70.6</b>  | <b>60.0</b>    | <b>65.6</b>   | <b>34.9</b>   | <b>71.3</b>  | <b>57.3</b>   | <b>52.1</b>   | <b>30.5</b>   | <b>231.1</b>   | <b>211.2</b>   | <b>236.7</b>   |
| YoY          | 63.3%        | 69.7%          | 89.3%         | -23.4%        | 1.0%         | -4.5%         | -20.5%        | -12.7%        | 45.5%          | -8.6%          | 12.1%          |
| <b>지배순이익</b> | <b>54.4</b>  | <b>45.0</b>    | <b>50.1</b>   | <b>22.5</b>   | <b>53.3</b>  | <b>42.8</b>   | <b>36.5</b>   | <b>21.4</b>   | <b>171.9</b>   | <b>154.0</b>   | <b>172.0</b>   |
| YoY          | 64.7%        | 62.4%          | 76.3%         | -16.7%        | -2.1%        | -4.7%         | -27.1%        | -4.8%         | 48.0%          | -10.4%         | 11.7%          |
| NPM          | 6.3%         | 5.4%           | 5.8%          | 2.6%          | 6.1%         | 5.0%          | 4.3%          | 2.5%          | 5.0%           | 4.5%           | 4.7%           |

포괄손익계산서

단위: 십억원

| 12결산(십억원)         | 2022A | 2023A | 2024F | 2025F | 2026F |
|-------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액               | 3,129 | 3,411 | 3,439 | 3,647 | 3,829 |
| 매출원가              | 2,230 | 2,375 | 2,395 | 2,540 | 2,667 |
| 매출총이익             | 900   | 1,035 | 1,044 | 1,107 | 1,162 |
| 매출총이익률 (%)        | 28.7  | 30.4  | 30.4  | 30.4  | 30.4  |
| 판매비와관리비           | 787   | 823   | 867   | 867   | 867   |
| 영업이익              | 112   | 212   | 177   | 204   | 222   |
| 영업이익률 (%)         | 3.6   | 6.2   | 5.1   | 5.6   | 5.8   |
| EBITDA            | 229   | 330   | 282   | 299   | 307   |
| EBITDA Margin (%) | 7.3   | 9.7   | 8.2   | 8.2   | 8.0   |
| 영업외손익             | 47    | 19    | 35    | 33    | 33    |
| 관계기업손익            | 0     | -1    | 1     | 1     | 1     |
| 금융수익              | 31    | 35    | 36    | 37    | 37    |
| 금융비용              | -23   | -16   | -14   | -13   | -13   |
| 기타                | 39    | 0     | 11    | 9     | 9     |
| 법인세비용차감전순이익       | 159   | 231   | 211   | 237   | 255   |
| 법인세비용             | 43    | 60    | 57    | 64    | 69    |
| 계속사업순이익           | 116   | 171   | 154   | 172   | 186   |
| 중단사업순이익           | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 당기순이익             | 116   | 171   | 154   | 172   | 186   |
| 당기순이익률 (%)        | 3.7   | 5.0   | 4.5   | 4.7   | 4.9   |
| 비지배지분순이익          | 0     | 0     | 0     | 0     | 100   |
| 지배지분순이익           | 116   | 172   | 154   | 172   | 186   |
| 지배순이익률 (%)        | 3.7   | 5.0   | 4.5   | 4.7   | 4.9   |
| 매도가능금융자산평가        | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 기타포괄이익            | 26    | -17   | -21   | -21   | -21   |
| 포괄손익              | 142   | 154   | 133   | 152   | 165   |
| 비지배지분포괄이익         | 0     | 0     | 0     | 0     | -1    |
| 지배지분포괄이익          | 142   | 155   | 134   | 152   | 166   |

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

현금흐름표

단위: 십억원

| 12결산(십억원)  | 2022A | 2023A | 2024F | 2025F | 2026F |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 영업활동 현금흐름  | 160   | 327   | 265   | 272   | 275   |
| 당기순이익      | 116   | 171   | 154   | 172   | 186   |
| 비현금항목의 가감  | 150   | 191   | 173   | 169   | 163   |
| 감가상각비      | 115   | 115   | 103   | 92    | 83    |
| 외환손익       | 4     | 0     | 1     | 1     | 1     |
| 자본법평가손익    | 0     | 1     | -1    | -1    | -1    |
| 기타         | 30    | 75    | 70    | 76    | 81    |
| 자산부채의 증감   | -74   | 1     | -25   | -25   | -26   |
| 기타현금흐름     | -32   | -36   | -37   | -43   | -48   |
| 투자활동 현금흐름  | -107  | -267  | -294  | -374  | -385  |
| 투자자산       | 73    | -2    | 0     | 0     | 0     |
| 유형자산       | -93   | -108  | -120  | -200  | -210  |
| 기타         | -87   | -157  | -174  | -174  | -175  |
| 재무활동 현금흐름  | -86   | -45   | -45   | -45   | -45   |
| 단기차입금      | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 사채         | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 장기차입금      | -49   | -6    | -6    | -6    | -6    |
| 자본의 증가(감소) | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 현금배당       | -23   | -29   | -29   | -29   | -29   |
| 기타         | -14   | -10   | -10   | -10   | -10   |
| 현금의 증감     | -30   | 15    | 80    | 7     | 0     |
| 기초 현금      | 157   | 128   | 143   | 223   | 230   |
| 기말 현금      | 128   | 143   | 223   | 230   | 230   |
| NOPLAT     | 82    | 157   | 129   | 148   | 162   |
| FCF        | 31    | 168   | 90    | 18    | 11    |

재무상태표

| 12결산(십억원)   | 2022A | 2023A | 2024F | 2025F | 2026F |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 유동자산        | 1,209 | 1,420 | 1,551 | 1,613 | 1,671 |
| 현금및현금성자산    | 128   | 143   | 223   | 230   | 230   |
| 매출채권 및 기타채권 | 296   | 313   | 333   | 354   | 378   |
| 재고자산        | 297   | 318   | 334   | 351   | 368   |
| 기타유동자산      | 488   | 646   | 661   | 678   | 695   |
| 비유동자산       | 1,826 | 1,815 | 1,829 | 1,934 | 2,059 |
| 유형자산        | 1,527 | 1,535 | 1,552 | 1,660 | 1,787 |
| 관계기업투자금     | 2     | 2     | 2     | 3     | 3     |
| 기타금융자산      | 72    | 73    | 73    | 73    | 73    |
| 기타비유동자산     | 224   | 205   | 202   | 199   | 196   |
| 자산총계        | 3,035 | 3,235 | 3,381 | 3,547 | 3,730 |
| 유동부채        | 616   | 696   | 716   | 737   | 758   |
| 매입채무 및 기타채무 | 519   | 596   | 615   | 634   | 654   |
| 차입금         | 20    | 21    | 21    | 21    | 21    |
| 유동성채무       | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 기타유동부채      | 76    | 79    | 80    | 81    | 83    |
| 비유동부채       | 103   | 97    | 98    | 100   | 103   |
| 차입금         | 20    | 14    | 8     | 2     | -4    |
| 사채          | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 기타비유동부채     | 83    | 83    | 90    | 98    | 107   |
| 부채총계        | 719   | 794   | 814   | 837   | 862   |
| 지배지분        | 2,304 | 2,430 | 2,555 | 2,699 | 2,856 |
| 자본금         | 30    | 30    | 30    | 30    | 30    |
| 자본잉여금       | 122   | 122   | 122   | 122   | 122   |
| 이익잉여금       | 2,197 | 2,316 | 2,441 | 2,585 | 2,742 |
| 기타자본변동      | -81   | -81   | -81   | -81   | -81   |
| 비지배지분       | 11    | 11    | 11    | 12    | 12    |
| 자본총계        | 2,315 | 2,441 | 2,566 | 2,711 | 2,868 |
| 총차입금        | 55    | 51    | 46    | 42    | 37    |

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

| 12결산(십억원) | 2022A   | 2023A   | 2024F   | 2025F   | 2026F   |
|-----------|---------|---------|---------|---------|---------|
| EPS       | 19,091  | 28,261  | 25,316  | 28,348  | 30,539  |
| PER       | 18.7    | 14.4    | 14.8    | 12.3    | 11.4    |
| BPS       | 378,810 | 399,535 | 420,098 | 443,692 | 469,477 |
| PBR       | 0.9     | 1.0     | 0.9     | 0.8     | 0.7     |
| EBITDAPS  | 37,577  | 54,273  | 46,432  | 49,148  | 50,546  |
| EV/EBITDA | 7.3     | 5.4     | 5.2     | 4.3     | 4.1     |
| SPS       | 514,425 | 560,704 | 565,369 | 599,566 | 629,545 |
| PSR       | 0.7     | 0.7     | 0.7     | 0.6     | 0.6     |
| CFPS      | 5,129   | 27,630  | 14,719  | 2,963   | 1,800   |
| DPS       | 5,000   | 5,000   | 5,000   | 5,000   | 5,000   |

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

| 12결산(십억원) | 2022A | 2023A | 2024F | 2025F | 2026F |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 성장성       |       |       |       |       |       |
| 매출액 증가율   | 17.5  | 9.0   | 0.8   | 6.0   | 5.0   |
| 영업이익 증가율  | 5.7   | 89.1  | -16.7 | 15.5  | 8.9   |
| 순이익 증가율   | 16.5  | 47.8  | -10.3 | 12.1  | 7.7   |
| 수익성       |       |       |       |       |       |
| ROIC      | 5.3   | 9.8   | 8.0   | 8.8   | 8.9   |
| ROA       | 3.9   | 5.5   | 4.7   | 5.0   | 5.1   |
| ROE       | 5.2   | 7.3   | 6.2   | 6.6   | 6.7   |
| 안정성       |       |       |       |       |       |
| 부채비율      | 31.1  | 32.5  | 31.7  | 30.9  | 30.0  |
| 순차입금비율    | 1.8   | 1.6   | 1.4   | 1.2   | 1.0   |
| 이자보상배율    | 36.6  | 54.9  | 52.0  | 69.5  | 89.8  |

농심 목표주가 및 주가 추이



| 일자         | 투자조건 | 목표주가    | 괴리율     |         |
|------------|------|---------|---------|---------|
|            |      |         | 평균      | 최고/최저   |
| 2024-03-18 | 매수   | 510,000 | (26.97) | (24.51) |
| 2024-04-22 | 매수   | 510,000 | (24.58) | (16.76) |
| 2024-05-17 | 매수   | 510,000 | (15.57) | 12.75   |
| 2024-07-15 | 매수   | 510,000 | (16.04) | 12.75   |
| 2024-10-14 | 매수   | 510,000 | (28.01) | (24.41) |
| 2024-11-15 | 매수   | 460,000 | (22.13) | (14.89) |
| 2025-01-15 | 매수   | 460,000 |         |         |
|            |      |         |         |         |
|            |      |         |         |         |
|            |      |         |         |         |
|            |      |         |         |         |

Buy

TP 175,000원

유지

유지

## 롯데웰푸드(280360)

### 해외로 향하는 눈

#### ▶ 4Q24 Preview: 예상보다 코코아 원가 부담 장기화

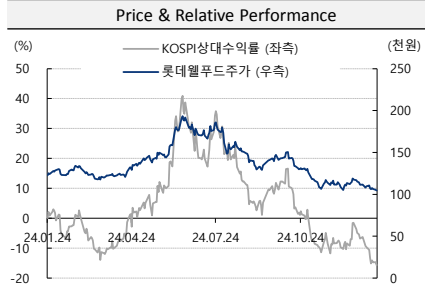
- 4분기 연결 매출액 및 영업이익은 각각 9,804억원(YoY 0.1%), 231억원(YoY -21%) 전망. [국내] 매출 YoY -2% 전망. 영업이익은 코코아 원가 부담 지속되는 가운데, 금 가격 연동 인건비 일회성 비용으로 YoY -30% 추정. 제과 부문> YoY 소폭 감소 추정. 건과/빙과 3분기에 이어 내수 부진 지속 영향. 푸드 부문> 유지는 YoY -Mid single 추정. 판가 인상에 따라 10월 물량 큰 폭 감소, 11월 회복 흐름이었던 것으로 파악. 수출> YoY 10%대 전망. 필리핀 건조한 가운데, 북미 매출 확대 지속 중. 24년 11월 미국 코스트코 테스트 판매 중으로 향후 성장성 기대됨. [해외] 매출 YoY 9%, 영업이익 YoY -174으로 3분기에 이어 코코아 원가 부담 지속 중. 다만, 매출은 회복 흐름 전망. 인도> 매출 YoY 9% 추정. 인도는 지역 커버리지 확대에 따른 TT채널 입점 수 확대 진행 중이며, 수요는 여전히 견조한 흐름. 빙과는 9월까지 비우호적인 날씨였으나, 10월부터 기상 긍정적 흐름인 것으로 파악됨. 10월 10%대 매출 성장 시현. 푸네 신공장 가동은 1Q25 이상없이 진행될 것으로 파악됨. 카자흐> 루블화 안정화에 따른 내수 물량 확대 + 수출 확대 흐름으로, 10월 +10% 성장 등 긍정적인 흐름 유지 중. 러시아> 매출 YoY 13% 전망. TT 시장 확대 및 카작 등 인접 국가 수출 확대 지속된 것으로 파악됨

#### ▶ 2025년 Preview: 해외로 향하는 눈

- 2025년 매출액 및 영업이익을 각각 4.2조원 (YoY 4%), 2,315억원 (YoY 17%) 으로 추정. 내수는 올해도 부진하나, 해외 가격인상 및 1Q25 푸네 신공장 가동을 바탕으로 고성장 이어 나갈 것. 수출은 미주/동남아 중심 고성장 지속 전망

#### ▶ 투자의견 BUY 및 목표주가 175,000원 유지

| Company Data s |           |
|----------------|-----------|
| 현재가(01/14)     | 104,500 원 |
| 액면가(원)         | 500 원     |
| 52주 최고가(보통주)   | 193,300 원 |
| 52주 최저가(보통주)   | 104,500 원 |
| KOSPI (01/14)  | 2,497.40p |
| KOSDAQ (01/14) | 718.04p   |
| 자본금            | 47 억원     |
| 시가총액           | 9,859억원   |
| 발행주식수(보통주)     | 943 만주    |
| 발행주식수(우선주)     | 0 만주      |
| 평균거래량(60일)     | 1.2 만주    |
| 평균거래대금(60일)    | 13 억원     |
| 외국인지분(보통주)     | 13.54%    |



| 주가수익률(%) | 1개월  | 6개월   | 12개월  |
|----------|------|-------|-------|
| 절대주가     | -7.8 | -38.6 | -21.0 |
| 상대주가     | -8.0 | -29.7 | -20.1 |

| 12결산<br>(십억원) | 매출액<br>(십억원) | YoY<br>(%) | 영업이익<br>(십억원) | OPM<br>(%) | 순이익<br>(십억원) | EPS<br>(원) | YoY<br>(%) | PER<br>(배) | PCR<br>(배) | PBR<br>(배) | EV/EBITDA<br>(배) | ROE<br>(%) |
|---------------|--------------|------------|---------------|------------|--------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------------|------------|
| 2022.12       | 3,203        | 49.3       | 112           | 3.5        | 44           | 5,931      | 9.1        | 20.7       | 3.5        | 0.6        | 7.9              | 2.9        |
| 2023.12       | 4,066        | 26.9       | 177           | 4.4        | 68           | 7,476      | 26.0       | 16.6       | 3.0        | 0.6        | 5.4              | 3.5        |
| 2024.12E      | 4,054        | -0.3       | 197           | 4.9        | 101          | 11,014     | 47.3       | 10.1       | 3.1        | 0.5        | 4.8              | 5.0        |
| 2025.12E      | 4,225        | 4.2        | 232           | 5.5        | 123          | 13,386     | 21.5       | 7.8        | 2.9        | 0.4        | 4.2              | 5.8        |
| 2026.12E      | 4,479        | 6.0        | 278           | 6.2        | 155          | 16,926     | 26.4       | 6.2        | 2.6        | 0.4        | 3.5              | 6.9        |

## 롯데웰푸드(280360)

(단위: 십억원)

|      | 1Q23   | 2Q23    | 3Q23    | 4Q23   | 1Q24   | 2Q24    | 3Q24    | 4Q24F  | 23      | 24F     | 25F     |
|------|--------|---------|---------|--------|--------|---------|---------|--------|---------|---------|---------|
| 매출액  | 959.6  | 1,040.6 | 1,086.5 | 979.6  | 951.1  | 1,044.2 | 1,078.5 | 980.4  | 4,066.4 | 4,054.1 | 4,225.2 |
| ① 국내 | 777.5  | 841.5   | 895.5   | 786.3  | 764.0  | 836.6   | 879.8   | 770.5  | 3,300.8 | 3,250.9 | 3,281.3 |
| 건과   | 265.6  | 250.4   | 271.3   | 300.2  | 281.4  | 261.1   | 273.1   | 294.2  | 1,087.5 | 1,109.8 | 1,143.1 |
| 빙과   | 106.8  | 185.4   | 223.5   | 93.1   | 106.6  | 196.5   | 222.4   | 90.3   | 608.8   | 615.8   | 634.2   |
| 유지   | 117.8  | 114.2   | 110.0   | 129.4  | 110.4  | 115.2   | 112.6   | 122.9  | 471.3   | 461.1   | 475.0   |
| 육가공  | 68.2   | 61.3    | 70.7    | 58.6   | 64.3   | 58.7    | 64.2    | 56.3   | 258.9   | 243.5   | 236.2   |
| ② 해외 | 190.9  | 207.7   | 199.3   | 202.7  | 197.2  | 219.4   | 208.0   | 221.9  | 800.5   | 846.5   | 989.0   |
| 인도건과 | 25.5   | 22.4    | 28.9    | 26.7   | 30.3   | 26.2    | 31.6    | 29.3   | 103.4   | 117.4   | 135.1   |
| 인도빙과 | 35.1   | 63.7    | 39.0    | 27.8   | 34.3   | 69.6    | 37.9    | 30.3   | 165.6   | 172.1   | 202.1   |
| 카자흐  | 65.6   | 66.9    | 63.8    | 73.4   | 66.3   | 56.7    | 58.2    | 76.3   | 269.7   | 257.5   | 280.7   |
| 러시아  | 19.3   | 18.7    | 19.6    | 20.1   | 19.9   | 21.3    | 22.2    | 21.2   | 77.7    | 84.6    | 101.5   |
| YoY  | 4.4%   | -1.5%   | -1.5%   | -4.6%  | -0.9%  | 0.3%    | -0.7%   | 0.1%   | -0.9%   | -0.3%   | 4.2%    |
| ① 국내 | 3.3%   | -0.7%   | -1.4%   | -2.6%  | -1.7%  | -0.6%   | -1.8%   | -2.0%  | -0.4%   | -1.5%   | 0.9%    |
| ② 해외 | 18.8%  | 4.4%    | -4.5%   | -10.8% | 3.3%   | 5.6%    | 4.4%    | 9.5%   | 0.7%    | 5.7%    | 16.8%   |
| 영업이익 | 18.6   | 48.6    | 80.6    | 29.2   | 37.3   | 63.3    | 76.0    | 20.7   | 177.0   | 197.3   | 231.5   |
| YoY  | 36.8%  | 5.4%    | 40.9%   | 50.5%  | 100.6% | 30.3%   | -5.7%   | -29.3% | 29.8%   | 11.5%   | 17.3%   |
| ① 국내 | 12.8   | 35.0    | 66.3    | 16.4   | 27.2   | 41.8    | 65.4    | 10.0   | 130.5   | 144.5   | 164.1   |
| ② 해외 | 8.9    | 15.7    | 18.2    | 15.8   | 14.3   | 21.6    | 14.0    | 12.6   | 58.6    | 62.5    | 77.1    |
| OPM  | 1.9%   | 4.7%    | 7.4%    | 3.0%   | 3.9%   | 6.1%    | 7.1%    | 2.1%   | 4.4%    | 4.9%    | 5.9%    |
| ① 국내 | 1.7%   | 4.2%    | 7.4%    | 2.1%   | 3.6%   | 5.0%    | 7.4%    | 1.3%   | 4.0%    | 4.4%    | 5.0%    |
| ② 해외 | 4.7%   | 7.6%    | 9.1%    | 7.8%   | 7.3%   | 9.8%    | 6.7%    | 5.7%   | 7.3%    | 7.4%    | 7.8%    |
| 세전이익 | 2.7    | 24.4    | 96.0    | (13.2) | 28.8   | 58.8    | 61.8    | (5.8)  | 109.8   | 143.6   | 174.5   |
| YoY  | 951.6% | -56.4%  | 118.0%  | C/R    | 979.5% | 141.3%  | -35.6%  | C/R    | 52.6%   | 30.7%   | 21.5%   |
| 순이익  | 0.0    | 12.4    | 71.3    | (16.0) | 20.1   | 40.7    | 46.2    | (5.8)  | 67.8    | 101.2   | 122.9   |
| YoY  | T/B    | -69.9%  | 101.5%  | C/R    | N/A    | 227.9%  | -35.3%  | C/R    | 17.6%   | 49.3%   | 21.5%   |
| NPM  | 0.0%   | 1.2%    | 6.6%    | -1.6%  | 2.1%   | 3.9%    | 4.3%    | -0.6%  | 1.7%    | 2.5%    | 2.9%    |

포괄손익계산서

단위: 십억원

| 12결산(십억원)         | 2022A | 2023A | 2024F | 2025F | 2026F |
|-------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액               | 3,203 | 4,066 | 4,054 | 4,225 | 4,479 |
| 매출원가              | 2,291 | 2,935 | 2,926 | 3,049 | 3,232 |
| 매출총이익             | 912   | 1,132 | 1,128 | 1,176 | 1,247 |
| 매출총이익률 (%)        | 28.5  | 27.8  | 27.8  | 27.8  | 27.8  |
| 판매비와관리비           | 800   | 955   | 931   | 944   | 992   |
| 영업이익              | 112   | 177   | 197   | 232   | 278   |
| 영업이익률 (%)         | 3.5   | 4.4   | 4.9   | 5.5   | 6.2   |
| EBITDA            | 266   | 368   | 387   | 423   | 473   |
| EBITDA Margin (%) | 8.3   | 9.0   | 9.5   | 10.0  | 10.6  |
| 영업외손익             | -61   | -67   | -54   | -57   | -57   |
| 관계기업손익            | -2    | -1    | 1     | 1     | 1     |
| 금융수익              | 22    | 27    | 25    | 27    | 33    |
| 금융비용              | -48   | -84   | -72   | -75   | -78   |
| 기타                | -34   | -10   | -7    | -10   | -13   |
| 법인세비용차감전순이익       | 52    | 110   | 144   | 175   | 221   |
| 법인세비용             | 8     | 42    | 42    | 52    | 65    |
| 계속사업순이익           | 44    | 68    | 101   | 123   | 155   |
| 중단사업순이익           | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 당기순이익             | 44    | 68    | 101   | 123   | 155   |
| 당기순이익률 (%)        | 1.4   | 1.7   | 2.5   | 2.9   | 3.5   |
| 비지배지분순이익          | -3    | -3    | -3    | -3    | -4    |
| 지배지분순이익           | 47    | 71    | 104   | 126   | 160   |
| 지배순이익률 (%)        | 1.5   | 1.7   | 2.6   | 3.0   | 3.6   |
| 매도가능금융자산평가        | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 기타포괄이익            | -3    | -16   | -16   | -16   | -16   |
| 포괄순이익             | 41    | 52    | 85    | 107   | 140   |
| 비지배지분포괄이익         | -4    | 1     | 2     | 3     | 4     |
| 지배지분포괄이익          | 46    | 51    | 83    | 104   | 136   |

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

현금흐름표

단위: 십억원

| 12결산(십억원)  | 2022A | 2023A | 2024F | 2025F | 2026F |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 영업활동 현금흐름  | 94    | 453   | 283   | 280   | 390   |
| 당기순이익      | 44    | 68    | 101   | 123   | 155   |
| 비현금항목의 가감  | 228   | 322   | 333   | 345   | 359   |
| 감가상각비      | 139   | 175   | 175   | 178   | 183   |
| 외환손익       | 11    | 11    | 4     | 4     | 4     |
| 자본법평가손익    | 2     | 1     | -1    | -1    | -1    |
| 기타         | 77    | 136   | 155   | 163   | 173   |
| 자산부채의 증감   | -144  | 97    | -79   | -106  | -32   |
| 기타현금흐름     | -35   | -33   | -72   | -82   | -92   |
| 투자활동 현금흐름  | -105  | -237  | -185  | -205  | -228  |
| 투자자산       | -34   | -11   | -2    | -2    | -2    |
| 유형자산       | -127  | -325  | -180  | -194  | -210  |
| 기타         | 56    | 99    | -4    | -9    | -16   |
| 재무활동 현금흐름  | 33    | -35   | -6    | -21   | -8    |
| 단기차입금      | 102   | -35   | 0     | 0     | 0     |
| 사채         | 200   | 365   | 23    | 0     | 0     |
| 장기차입금      | 143   | 2     | 3     | 0     | 0     |
| 자본의 증가(감소) | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 현금배당       | -11   | -21   | -27   | -27   | -27   |
| 기타         | -401  | -347  | -5    | 6     | 19    |
| 현금의 증감     | 23    | 181   | 89    | 71    | 174   |
| 기초 현금      | 295   | 318   | 499   | 588   | 659   |
| 기말 현금      | 318   | 499   | 588   | 659   | 833   |
| NOPLAT     | 96    | 109   | 139   | 163   | 196   |
| FCF        | -22   | 72    | 69    | 54    | 149   |

재무상태표

| 12결산(십억원)   | 2022A | 2023A | 2024F | 2025F | 2026F |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 유동자산        | 1,449 | 1,489 | 1,663 | 1,848 | 2,057 |
| 현금및현금성자산    | 318   | 499   | 588   | 659   | 833   |
| 매출채권 및 기타채권 | 369   | 358   | 393   | 439   | 439   |
| 재고자산        | 623   | 481   | 510   | 551   | 551   |
| 기타유동자산      | 138   | 151   | 172   | 199   | 233   |
| 비유동자산       | 2,656 | 2,710 | 2,704 | 2,710 | 2,728 |
| 유형자산        | 1,853 | 1,976 | 1,980 | 1,996 | 2,023 |
| 관계기업투자금     | 46    | 46    | 49    | 52    | 55    |
| 기타금융자산      | 92    | 60    | 60    | 60    | 60    |
| 기타비유동자산     | 666   | 629   | 615   | 602   | 591   |
| 자산총계        | 4,105 | 4,199 | 4,367 | 4,559 | 4,785 |
| 유동부채        | 921   | 932   | 993   | 1,081 | 1,168 |
| 매입채무 및 기타채무 | 415   | 415   | 432   | 444   | 444   |
| 차입금         | 106   | 69    | 69    | 69    | 69    |
| 유동성채무       | 308   | 362   | 425   | 499   | 587   |
| 기타유동부채      | 93    | 86    | 67    | 67    | 67    |
| 비유동부채       | 1,073 | 1,124 | 1,151 | 1,151 | 1,151 |
| 차입금         | 198   | 110   | 113   | 113   | 113   |
| 사채          | 636   | 763   | 786   | 786   | 786   |
| 기타비유동부채     | 239   | 251   | 251   | 251   | 251   |
| 부채총계        | 1,994 | 2,056 | 2,144 | 2,231 | 2,318 |
| 지배지분        | 2,024 | 2,054 | 2,132 | 2,231 | 2,364 |
| 자본금         | 5     | 5     | 5     | 5     | 5     |
| 자본잉여금       | 1,130 | 1,130 | 1,130 | 1,130 | 1,130 |
| 이익잉여금       | 499   | 529   | 606   | 706   | 839   |
| 기타자본변동      | 438   | 438   | 438   | 438   | 438   |
| 비지배지분       | 88    | 88    | 92    | 96    | 102   |
| 자본총계        | 2,112 | 2,143 | 2,223 | 2,327 | 2,466 |
| 총차입금        | 1,278 | 1,346 | 1,436 | 1,510 | 1,598 |

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

| 12결산(십억원) | 2022A   | 2023A   | 2024F   | 2025F   | 2026F   |
|-----------|---------|---------|---------|---------|---------|
| EPS       | 5,931   | 7,476   | 11,014  | 13,386  | 16,926  |
| PER       | 20.7    | 16.6    | 10.1    | 7.8     | 6.2     |
| BPS       | 214,514 | 217,729 | 225,931 | 236,506 | 250,620 |
| PBR       | 0.6     | 0.6     | 0.5     | 0.4     | 0.4     |
| EBITDAPS  | 33,546  | 38,973  | 40,970  | 44,789  | 50,094  |
| EV/EBITDA | 7.9     | 5.4     | 4.8     | 4.2     | 3.5     |
| SPS       | 403,954 | 431,010 | 429,709 | 447,847 | 474,718 |
| PSR       | 0.3     | 0.3     | 0.3     | 0.2     | 0.2     |
| CFPS      | -2,723  | 7,659   | 7,330   | 5,690   | 15,768  |
| DPS       | 2,300   | 3,000   | 3,000   | 3,000   | 3,000   |

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

| 12결산(십억원) | 2022A | 2023A | 2024F | 2025F | 2026F |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 성장성       |       |       |       |       |       |
| 매출액 증가율   | 49.3  | 26.9  | -0.3  | 4.2   | 6.0   |
| 영업이익 증가율  | 3.6   | 57.5  | 11.5  | 17.3  | 19.9  |
| 순이익 증가율   | 20.7  | 54.4  | 49.3  | 21.5  | 26.4  |
| 수익성       |       |       |       |       |       |
| ROIC      | 4.3   | 4.1   | 5.2   | 5.9   | 7.0   |
| ROA       | 1.4   | 1.7   | 2.4   | 2.8   | 3.4   |
| ROE       | 2.9   | 3.5   | 5.0   | 5.8   | 6.9   |
| 안정성       |       |       |       |       |       |
| 부채비율      | 94.4  | 96.0  | 96.4  | 95.9  | 94.0  |
| 순차입금비율    | 31.1  | 32.1  | 32.9  | 33.1  | 33.4  |
| 이자보상배율    | 4.0   | 3.7   | 3.8   | 4.3   | 4.8   |

## 롯데웰푸드 목표주가 및 주가 추이



| 일자         | 투자조건 | 목표주가    | 괴리율     |         |
|------------|------|---------|---------|---------|
|            |      |         | 평균      | 최고/최저   |
| 2024-03-18 | 매수   | 170,000 | (28.28) | (26.65) |
| 2024-04-17 | 매수   | 170,000 | (26.15) | (18.94) |
| 2024-05-07 | 매수   | 185,000 | (21.91) | (19.03) |
| 2024-06-03 | 매수   | 185,000 | (12.46) | 4.49    |
| 2024-07-02 | 매수   | 240,000 | (28.14) | (26.46) |
| 2024-07-15 | 매수   | 240,000 | (27.23) | (22.50) |
| 2024-08-05 | 매수   | 240,000 | (28.81) | (22.50) |
| 2024-08-12 | 매수   | 240,000 | (35.30) | (22.50) |
| 2024-10-14 | 매수   | 240,000 | (37.03) | (22.50) |
| 2024-11-04 | 매수   | 190,000 | (41.02) | (37.37) |
| 2025-01-15 | 매수   | 175,000 |         |         |



Buy

TP 155,000원

유지

하향

## 롯데칠성(005300)

## 롯데칠성에게는 해외 삼성(三星)이 빛난다

## ▶ 4Q24 Preview: 내수는 예상대로 부진

- 4분기 연결 매출액 및 영업이익은 각각 9,357억원(YoY 2%), 267억원(YoY 236%)으로 전망. 1) 음료(별도) 매출은 YoY -4% 추정. 전반적으로 비우호적 영업환경 속에서, PET/알루미늄 캔/커피/오렌지 농축액 등 전반적인 원가 부담 존재했던 것으로 파악됨. 또한, 4Q23에 이어 올해도 금 관련 퇴직급여 충당금 이슈 존재할 듯. 2) 주류(별도) 매출은 YoY -0.3% 추정. 새로 매출액은 월 130억원 수준, 크러시는 월 50억원 매출 기여를 하고 있는 것으로 파악됨. 작년 가격 인상 전 가수요로 기저 부담 일부 존재했음. 3) 해외 자회사는 필리핀팜시가 매출 YoY 10%, 영업이익 55억원 전망. 파키스탄/미얀마도 두 자릿수 성장 지속했을 것으로 추정. 특히, 미얀마는 11월 증설 이후 기존 PET라인 CAPA가 300~400 BPM → 1,000 BPM으로 두배 증가해 증가하는 수요 대응 전망

## ▶ 2025년 Preview: 해외 3개의 별, 필리핀/파키스탄/미얀마 활약 중

- 2025년 매출액 및 영업이익을 각각 4.3조원 (YoY 6%), 2,510억원 (YoY 24%) 으로 추정. 올해 해외 자회사 실적 개선이 돋보일 것. 필리핀팜시는 수익성 정상화 작업이 순항 중이며, 미얀마/파키스탄 법인도 현지 건조한 수요를 중심으로 성장 흐름 지속할 것으로 전망. 미얀마 법인은 24.11월 CAPA 증설로 기존 대비 두 배 이상의 CAPA를 확보해 부족 물량을 대응해 나갈 전망

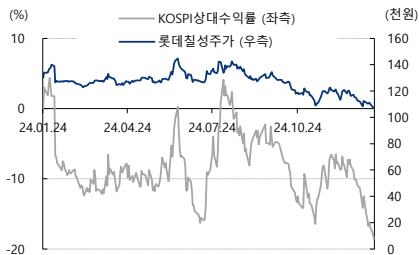
## ▶ 투자 의견 BUY 유지 및 목표주가 155,000원으로 하향

- 목표주가를 기존 20만원에서 15.5만원으로 하향 조정. 목표주가 하향은 전반적인 내수 수요 부진 및 원가 부담을 반영해 이익추정치 하향 조정 기인. 목표주가는 2025년 예상 EPS에 글로벌 Peer 평균 P/E 30% 할인한 9.75배를 적용함.

## Company Data s

|                |           |
|----------------|-----------|
| 현재가(01/14)     | 107,100 원 |
| 액면가(원)         | 500 원     |
| 52주 최고가(보통주)   | 144,800 원 |
| 52주 최저가(보통주)   | 107,100 원 |
| KOSPI (01/14)  | 2,497.40p |
| KOSDAQ (01/14) | 718.04p   |
| 자본금            | 50 억원     |
| 시가총액           | 10,453 억원 |
| 발행주식수(보통주)     | 928 만주    |
| 발행주식수(우선주)     | 78 만주     |
| 평균거래량(60일)     | 1.1 만주    |
| 평균거래대금(60일)    | 13 억원     |
| 외국인지분(보통주)     | 11.45%    |

## Price &amp; Relative Performance



| 주가수익률(%) | 1개월   | 6개월   | 12개월  |
|----------|-------|-------|-------|
| 절대주가     | -11.3 | -15.7 | -21.7 |
| 상대주가     | -11.4 | -3.5  | -20.8 |

| 12결산<br>(십억원) | 매출액<br>(십억원) | YoY<br>(%) | 영업이익<br>(십억원) | OPM<br>(%) | 순이익<br>(십억원) | EPS<br>(원) | YoY<br>(%) | PER<br>(배) | PCR<br>(배) | PBR<br>(배) | EV/EBITDA<br>(배) | ROE<br>(%) |
|---------------|--------------|------------|---------------|------------|--------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------------|------------|
| 2022.12       | 2,842        | 13.4       | 223           | 7.8        | 131          | 13,563     | -7.3       | 13.0       | 4.0        | 1.3        | 7.5              | 9.1        |
| 2023.12       | 3,225        | 13.5       | 211           | 6.5        | 167          | 17,593     | 29.7       | 8.3        | 3.2        | 1.0        | 7.5              | 11.6       |
| 2024.12E      | 4,040        | 25.3       | 202           | 5.0        | 124          | 12,907     | -26.6      | 8.7        | 3.0        | 0.7        | 7.2              | 8.1        |
| 2025.12E      | 4,275        | 5.8        | 251           | 5.9        | 164          | 17,018     | 31.9       | 6.3        | 2.9        | 0.6        | 6.5              | 9.9        |
| 2026.12E      | 4,489        | 5.0        | 277           | 6.2        | 165          | 17,102     | 0.5        | 6.3        | 3.1        | 0.6        | 6.3              | 9.3        |

## 롯데칠성(005300)

(단위: 십억원)

|                | 1Q23         | 2Q23         | 3Q23         | 4Q23         | 1Q24         | 2Q24           | 3Q24           | 4Q24F        | 23             | 24F            | 25F            |
|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|----------------|----------------|--------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>매출액</b>     | <b>679.8</b> | <b>796.2</b> | <b>830.4</b> | <b>918.4</b> | <b>936.9</b> | <b>1,099.2</b> | <b>1,065.0</b> | <b>935.7</b> | <b>3,224.7</b> | <b>4,036.9</b> | <b>4,271.7</b> |
| ① 음료(별도)       | 423.0        | 537.9        | 567.9        | 424.6        | 431.3        | 537.9          | 539.1          | 407.9        | 1,953.4        | 1,916.2        | 1,935.3        |
| ② 주류(별도)       | 207.7        | 198.2        | 201.1        | 196.9        | 214.8        | 202.2          | 204.2          | 196.3        | 803.9          | 817.5          | 833.8          |
| ③ 국내 자회사       | 26.6         | 30.7         | 31.1         | 24.0         | 26.0         | 33.9           | 32.9           | 24.7         | 112.4          | 117.5          | 119.9          |
| ④ 해외 자회사       | 59.0         | 78.0         | 76.4         | 313.1        | 311.3        | 385.0          | 351.0          | 348.8        | 526.5          | 1,396.1        | 1,582.4        |
| <b>YoY</b>     | <b>8.5%</b>  | <b>4.5%</b>  | <b>5.9%</b>  | <b>37.3%</b> | <b>37.8%</b> | <b>38.1%</b>   | <b>28.3%</b>   | <b>1.9%</b>  | <b>13.5%</b>   | <b>25.2%</b>   | <b>5.8%</b>    |
| ① 음료(본사)       | 8.5%         | 3.7%         | 5.7%         | 0.7%         | 2.0%         | 0.0%           | -5.1%          | -3.9%        | 4.6%           | -1.9%          | 1.0%           |
| ② 주류(본사)       | 7.0%         | 5.1%         | 4.3%         | -1.1%        | 3.4%         | 2.0%           | 1.5%           | -0.3%        | 3.8%           | 1.7%           | 2.0%           |
| ③ 국내 자회사       | 2.7%         | -1.3%        | 1.0%         | -15.5%       | -2.3%        | 10.4%          | 5.8%           | 3.0%         | -3.3%          | 4.6%           | 2.0%           |
| ④ 해외 자회사       | 14.8%        | 15.7%        | 17.7%        | 468.2%       | 427.6%       | 393.6%         | 359.4%         | 242.6%       | 120.5%         | 165.2%         | 13.3%          |
| <b>영업이익</b>    | <b>59.3</b>  | <b>59.2</b>  | <b>84.3</b>  | <b>8.0</b>   | <b>36.8</b>  | <b>60.2</b>    | <b>78.7</b>    | <b>26.7</b>  | <b>210.7</b>   | <b>202.4</b>   | <b>251.0</b>   |
| YoY            | -0.7%        | -7.2%        | 12.3%        | -67.3%       | -38.0%       | 1.8%           | -6.6%          | 235.5%       | -5.5%          | -3.9%          | 24.0%          |
| ① 음료(별도)       | 39.0         | 47.8         | 62.2         | 13.0         | 22.1         | 35.4           | 52.8           | 12.1         | 162.0          | 122.4          | 133.3          |
| ② 주류(별도)       | 17.5         | 2.3          | 14.0         | (0.3)        | 12.8         | 3.2            | 9.7            | 2.0          | 33.5           | 27.7           | 32.4           |
| ③ 국내 자회사       | (1.0)        | 1.3          | 1.4          | (1.4)        | (1.9)        | 2.3            | 1.9            | (0.5)        | 0.3            | 1.8            | 2.4            |
| ④ 해외 자회사       | 5.0          | 9.9          | 8.3          | (2.6)        | 2.5          | 21.1           | 14.3           | 13.8         | 20.6           | 51.7           | 88.9           |
| <b>OPM</b>     | <b>8.7%</b>  | <b>7.4%</b>  | <b>10.1%</b> | <b>0.9%</b>  | <b>3.9%</b>  | <b>5.5%</b>    | <b>7.4%</b>    | <b>2.9%</b>  | <b>6.5%</b>    | <b>5.0%</b>    | <b>5.9%</b>    |
| ① 음료(별도)       | 9.2%         | 8.9%         | 11.0%        | 3.1%         | 5.1%         | 6.6%           | 9.8%           | 3.0%         | 8.3%           | 6.4%           | 6.9%           |
| ② 주류(별도)       | 8.4%         | 1.2%         | 7.0%         | -0.2%        | 6.0%         | 1.6%           | 4.8%           | 1.0%         | 4.2%           | 3.4%           | 3.9%           |
| ③ 국내 자회사       | -3.8%        | 4.2%         | 4.5%         | -5.8%        | -7.3%        | 6.8%           | 5.8%           | -2.0%        | 0.3%           | 1.5%           | 2.0%           |
| ④ 해외 자회사       | 8.5%         | 12.7%        | 10.9%        | -0.8%        | 0.8%         | 5.5%           | 4.1%           | 4.0%         | 3.9%           | 3.7%           | 5.6%           |
| <b>세전이익</b>    | <b>41.0</b>  | <b>44.1</b>  | <b>87.0</b>  | <b>35.3</b>  | <b>22.2</b>  | <b>38.5</b>    | <b>58.8</b>    | <b>50.9</b>  | <b>207.4</b>   | <b>170.3</b>   | <b>212.0</b>   |
| YoY            | -17.7%       | -17.7%       | 37.4%        | 1225.9%      | -45.9%       | -12.8%         | -32.4%         | 44.2%        | 22.4%          | -17.9%         | 24.5%          |
| <b>(지배)순이익</b> | <b>29.9</b>  | <b>32.1</b>  | <b>66.6</b>  | <b>37.4</b>  | <b>17.6</b>  | <b>19.3</b>    | <b>43.8</b>    | <b>41.7</b>  | <b>165.9</b>   | <b>122.4</b>   | <b>160.6</b>   |
| YoY            | -18.6%       | -19.7%       | 44.0%        | 571.7%       | -41.2%       | -39.7%         | -34.2%         | 11.5%        | 29.2%          | -26.2%         | 31.2%          |
| NPM            | 4.4%         | 4.0%         | 8.0%         | 4.1%         | 1.9%         | 1.8%           | 4.1%           | 4.5%         | 5.1%           | 3.0%           | 3.8%           |

포괄손익계산서

단위: 십억원

| 12결산(십억원)         | 2022A | 2023A | 2024F | 2025F | 2026F |
|-------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액               | 2,842 | 3,225 | 4,040 | 4,275 | 4,489 |
| 매출원가              | 1,694 | 1,989 | 2,578 | 2,727 | 2,864 |
| 매출총이익             | 1,148 | 1,235 | 1,462 | 1,548 | 1,625 |
| 매출총이익률 (%)        | 40.4  | 38.3  | 36.2  | 36.2  | 36.2  |
| 판매비와관리비           | 925   | 1,025 | 1,260 | 1,297 | 1,297 |
| 영업이익              | 223   | 211   | 202   | 251   | 277   |
| 영업이익률 (%)         | 7.8   | 6.5   | 5.0   | 5.9   | 6.2   |
| EBITDA            | 386   | 398   | 362   | 388   | 394   |
| EBITDA Margin (%) | 13.6  | 12.3  | 9.0   | 9.1   | 8.8   |
| 영업외손익             | -53   | -3    | -32   | -39   | -64   |
| 관계기업손익            | 2     | 4     | 10    | 16    | 16    |
| 금융수익              | 15    | 12    | 13    | 16    | 20    |
| 금융비용              | -52   | -67   | -60   | -62   | -63   |
| 기타                | -19   | 48    | 5     | -9    | -36   |
| 법인세비용차감전순이익       | 169   | 207   | 170   | 212   | 213   |
| 법인세비용             | 38    | 41    | 47    | 48    | 48    |
| 계속사업순이익           | 131   | 167   | 124   | 164   | 165   |
| 중단사업순이익           | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 당기순이익             | 131   | 167   | 124   | 164   | 165   |
| 당기순이익률 (%)        | 4.6   | 5.2   | 3.1   | 3.8   | 3.7   |
| 비지배지분순이익          | 3     | 1     | 1     | 3     | 3     |
| 지배지분순이익           | 128   | 166   | 122   | 161   | 161   |
| 지배순이익률 (%)        | 4.5   | 5.1   | 3.0   | 3.8   | 3.6   |
| 매도가능금융자산평가        | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 기타포괄이익            | 7     | -22   | -22   | -22   | -22   |
| 포괄순이익             | 138   | 145   | 101   | 141   | 142   |
| 비지배지분포괄이익         | 1     | -3    | -2    | -3    | -3    |
| 지배지분포괄이익          | 137   | 148   | 103   | 144   | 145   |

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

현금흐름표

단위: 십억원

| 12결산(십억원)  | 2022A | 2023A | 2024F | 2025F | 2026F |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 영업활동 현금흐름  | 268   | 268   | 222   | 197   | 213   |
| 당기순이익      | 131   | 167   | 124   | 164   | 165   |
| 비현금항목의 가감  | 278   | 258   | 271   | 242   | 221   |
| 감가상각비      | 150   | 174   | 149   | 127   | 109   |
| 외환손익       | 7     | -2    | -2    | -2    | -2    |
| 자본법평가손익    | -2    | -4    | -10   | -16   | -16   |
| 기타         | 123   | 90    | 135   | 133   | 129   |
| 자산부채의 증감   | -79   | -76   | -85   | -121  | -87   |
| 기타현금흐름     | -62   | -80   | -88   | -88   | -86   |
| 투자활동 현금흐름  | -166  | -194  | -166  | -177  | -187  |
| 투자자산       | -10   | 16    | 14    | 14    | 14    |
| 유형자산       | -152  | -205  | -180  | -189  | -198  |
| 기타         | -4    | -6    | 0     | -2    | -3    |
| 재무활동 현금흐름  | -139  | -166  | -140  | -41   | -29   |
| 단기차입금      | 91    | -185  | 29    | -10   | 0     |
| 사채         | -50   | 75    | -4    | 50    | 52    |
| 장기차입금      | 28    | 92    | 0     | 0     | 0     |
| 자본의 증가(감소) | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 현금배당       | -31   | -35   | -34   | -34   | -34   |
| 기타         | -177  | -114  | -131  | -47   | -47   |
| 현금의 증감     | -40   | -97   | 21    | 90    | 113   |
| 기초 현금      | 385   | 345   | 248   | 268   | 358   |
| 기말 현금      | 345   | 248   | 268   | 358   | 472   |
| NOPLAT     | 172   | 169   | 147   | 194   | 214   |
| FCF        | 104   | 75    | 42    | 20    | 46    |

재무상태표

| 12결산(십억원)   | 2022A | 2023A | 2024F | 2025F | 2026F |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 유동자산        | 1,020 | 1,150 | 1,198 | 1,359 | 1,495 |
| 현금및현금성자산    | 345   | 248   | 268   | 358   | 472   |
| 매출채권 및 기타채권 | 239   | 332   | 353   | 377   | 402   |
| 재고자산        | 343   | 484   | 499   | 549   | 549   |
| 기타유동자산      | 92    | 86    | 78    | 75    | 73    |
| 비유동자산       | 2,676 | 3,108 | 3,119 | 3,162 | 3,235 |
| 유형자산        | 2,078 | 2,439 | 2,470 | 2,532 | 2,622 |
| 관계기업투자금     | 135   | 100   | 90    | 80    | 70    |
| 기타금융자산      | 86    | 97    | 97    | 97    | 97    |
| 기타비유동자산     | 377   | 472   | 461   | 452   | 445   |
| 자산총계        | 3,696 | 4,258 | 4,317 | 4,520 | 4,729 |
| 유동부채        | 1,155 | 1,265 | 1,222 | 1,226 | 1,226 |
| 매입채무 및 기타채무 | 534   | 727   | 740   | 754   | 754   |
| 차입금         | 171   | 111   | 140   | 130   | 130   |
| 유동성채무       | 408   | 378   | 294   | 294   | 294   |
| 기타유동부채      | 43    | 48    | 48    | 48    | 48    |
| 비유동부채       | 1,129 | 1,456 | 1,466 | 1,533 | 1,608 |
| 차입금         | 29    | 159   | 159   | 159   | 159   |
| 사채          | 907   | 994   | 990   | 1,040 | 1,091 |
| 기타비유동부채     | 193   | 303   | 317   | 334   | 358   |
| 부채총계        | 2,284 | 2,721 | 2,688 | 2,758 | 2,834 |
| 지배지분        | 1,393 | 1,464 | 1,552 | 1,679 | 1,806 |
| 자본금         | 5     | 5     | 5     | 5     | 5     |
| 자본잉여금       | 87    | 40    | 40    | 40    | 40    |
| 이익잉여금       | 2,079 | 2,195 | 2,284 | 2,410 | 2,537 |
| 기타자본변동      | -756  | -756  | -756  | -756  | -756  |
| 비지배지분       | 19    | 73    | 77    | 83    | 90    |
| 자본총계        | 1,412 | 1,537 | 1,629 | 1,762 | 1,896 |
| 총차입금        | 1,562 | 1,772 | 1,713 | 1,752 | 1,804 |

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

| 12결산(십억원) | 2022A   | 2023A   | 2024F   | 2025F   | 2026F   |
|-----------|---------|---------|---------|---------|---------|
| EPS       | 13,563  | 17,593  | 12,907  | 17,018  | 17,102  |
| PER       | 13.0    | 8.3     | 8.7     | 6.3     | 6.3     |
| BPS       | 138,556 | 145,622 | 154,396 | 166,964 | 179,609 |
| PBR       | 1.3     | 1.0     | 0.7     | 0.6     | 0.6     |
| EBITDAPS  | 38,393  | 39,580  | 36,024  | 38,542  | 39,152  |
| EV/EBITDA | 7.5     | 7.5     | 7.2     | 6.5     | 6.3     |
| SPS       | 306,260 | 347,529 | 435,396 | 460,710 | 483,746 |
| PSR       | 0.6     | 0.4     | 0.3     | 0.2     | 0.2     |
| CFPS      | 10,367  | 7,484   | 4,149   | 2,009   | 4,553   |
| DPS       | 3,300   | 3,400   | 3,400   | 3,400   | 3,400   |

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

| 12결산(십억원) | 2021A | 2022A | 2023F | 2024F | 2025F |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 성장성       |       |       |       |       |       |
| 매출액 증가율   | 13.4  | 13.5  | 25.3  | 5.8   | 5.0   |
| 영업이익 증가율  | 22.3  | -5.5  | -3.9  | 24.0  | 10.4  |
| 순이익 증가율   | -4.4  | 27.0  | -25.7 | 32.5  | 0.5   |
| 수익성       |       |       |       |       |       |
| ROIC      | 7.7   | 6.9   | 5.5   | 7.1   | 7.5   |
| ROA       | 3.5   | 4.2   | 2.9   | 3.6   | 3.5   |
| ROE       | 9.1   | 11.6  | 8.1   | 9.9   | 9.3   |
| 안정성       |       |       |       |       |       |
| 부채비율      | 161.7 | 177.0 | 164.9 | 156.5 | 149.5 |
| 순차입금비율    | 42.3  | 41.6  | 39.7  | 38.8  | 38.1  |
| 이자보상배율    | 5.5   | 3.8   | 3.8   | 4.6   | 4.9   |

롯데칠성 목표주가 및 주가 추이



| 일자         | 투자의견 | 목표주가    | 괴리율     |         |
|------------|------|---------|---------|---------|
|            |      |         | 평균      | 최고/최저   |
| 2024.03.18 | 매수   | 200,000 | (35.71) | (33.45) |
| 2024.04.15 | 매수   | 200,000 | (36.18) | (33.45) |
| 2024.05.03 | 매수   | 200,000 | (35.18) | (27.60) |
| 2024.07.15 | 매수   | 200,000 | (34.97) | (27.60) |
| 2024.07.31 | 매수   | 200,000 | (34.32) | (27.60) |
| 2024.10.22 | 매수   | 200,000 | (40.52) | (39.00) |
| 2024.11.06 | 매수   | 200,000 | (41.82) | (38.65) |
| 2025.01.15 | 매수   | 200,000 |         |         |
|            |      |         |         |         |
|            |      |         |         |         |
|            |      |         |         |         |



감사합니다.

### ■ Compliance Notice ■

- 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.
- 이 조사자료는 당사 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 이 조사자료는 투자참고자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 이 조사자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 당사 리서치센터 연구원은 고객에게 카카오톡 메신저 등으로 개별 접촉하지 않습니다. 당사 연구원 사칭 사기 등에 주의하시기 바랍니다.
- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
  - 전일기준 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
  - 추천종목은 전일기준 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.

### ■ 투자 의견 비율공시 및 투자등급관련사항 ■ 기준일자\_2024.12.31

| 구분 | Buy(매수) | Trading Buy(매수) | Hold(보유) | Sell(매도) |
|----|---------|-----------------|----------|----------|
| 비율 | 96.9%   | 2.5%            | 0.6%     | 0.0%     |

#### [업종 투자 의견]

Overweight(비중확대): 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대  
 Underweight(비중축소): 업종 펀더멘털의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대

Neutral(중립): 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음

#### [기업 투자기간 및 투자등급] 향후 6개월 기준, 2015.6.1(Strong Buy 등급 삭제)

Buy(매수): KOSPI 대비 기대수익률 10% 이상  
 Hold(보유): KOSPI 대비 기대수익률 -10~10%

Trading Buy: KOSPI 대비 10% 이상 초과수익 예상되나 불확실성 높은 경우  
 Sell(매도): KOSPI 대비 기대수익률 -10% 이하