

2025년 02월 25일 | 키움증권 리서치센터

산업분석 | 음식료/화장품

음식료+화장품: 선진 시장으로 도약하는 “K”

음식료/유통 박상준 CFA sjpark@kiwoom.com

화장품/섬유 의복 조소정 sojcho@kiwoom.com

RA 조준형 jun59057@kiwoom.com



Contents



음식료+화장품:

선진 시장으로 도약하는 “K”

2

I. 음식료: Capa UP

3

- > K-Food, 증설 Cycle 진입 3
- > 미국 시장 내 성장 잠재력 점검 6
- > 유럽은 K-Food의 새로운 무대 17
- > 음식료 업종 투자전략 24

II. 화장품: To the West

27

- > 미국 시장 진출 현황 및 성장 잠재력 점검 27
- > 유럽 시장 진출 사례 분석 및 성장 잠재력 점검 34
- > 화장품 업종 투자전략 46

기업분석

47

- > 삼양식품 (003230) 48
- > CJ (001040) 51
- > 아모레퍼시픽 (090430) 56
- > 에이피알 (278470) 60

Compliance Notice

- 당사는 02월 25일 현재 보고서에 언급된 종목들의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상향 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

음식료+화장품:

선진 시장으로 도약하는 “K”

>>> 미국 시장 내 인지도가 만든 기회

한류 열풍을 등에 업고 미국 시장에서 인지도를 확보한 K-Food와 K-Beauty는 해당 인지도를 바탕으로 유럽 시장 진출을 본격화하고 있다. 특히, 디지털 전환 이후 소비재 마케팅 환경이 변화하면서, “유통망 확보 이후 점진적 시장 침투(몬텔레제 Case)” 외에도, “디지털 마케팅을 활용한 속도감 있는 신규 시장 침투(불닭볶음면/Glow Recipe Case)”가 용이해지고 있는 점이 긍정적이다.

>>> 선진 시장으로 가는 K-Food&Beauty

음식료: K-Food의 미국/유럽 시장 내 수요 증가에 힘입어, 2025~27년에 주요 식품 업체들이 국내외에서 공격적인 Capa 증설을 단행할 것으로 전망된다. 특히, 삼양식품과 CJ푸드빌의 선진 시장 내 성장 잠재력이 돋보이는 가운데, CJ제일제당/농심/오리온 등도 향후 성장성이 올라갈 수 있는 잠재 후보군으로 판단된다.

화장품: 미국 시장으로 나아갔던 K뷰티가 이제는 유럽으로 향하고 있다. 온라인 채널의 활성화로 K뷰티 브랜드의 선진 시장 진출이 비교적 용이해진 덕분이다. 특히 라네즈, 코스알엑스 등, 북미 시장에서 우수한 성과를 거둔 브랜드들의 성장 모멘텀에 주목할 필요가 있다. 이에 선진 시장 내 K뷰티 브랜드들의 진출 현황과 중장기 성장여력에 대해 살펴보았다.

>>> 음식료+화장품 업종 투자전략

음식료 업종 최선호주로 삼양식품, 차선호주로 CJ를 제시한다. 삼양식품은 올해 5월 밀양 2공장 증설에 따라, 미국과 유럽에서 판매량 성장세가 강화될 전망이다. CJ는 내수 소비심리 회복에 따른 수혜가 기대되는 가운데, 올리브영과 푸드빌의 구조적 성장 모멘텀이 주목 받을 수 있다.

화장품 업종에서는 미국에서 유럽으로 성장 모멘텀을 이어 갈 수 있는 브랜드사에게 주목할 필요가 있다. 브랜드사 최선호주로 아모레퍼시픽, 차선호주로 에이피알을 제시한다.

I. 음식료: Capa UP

>>> K-Food, 증설 Cycle 진입

1) 미국, 유럽 수요 증가를 대비하는 불닭

삼양식품은 24년 12월에 한국 밀양 2공장 완공을 앞두고, 중국 자싱시에 신규 라면 공장 증설을 발표하였다. 보수적인 라면 업체가 신공장을 완공하기 전에, 추가적인 공장 증설을 발표한 것이다. 글로벌 불닭볶음면 수요에 얼마나 자신감이 있는 것인지 알 수 있는 대목이다.

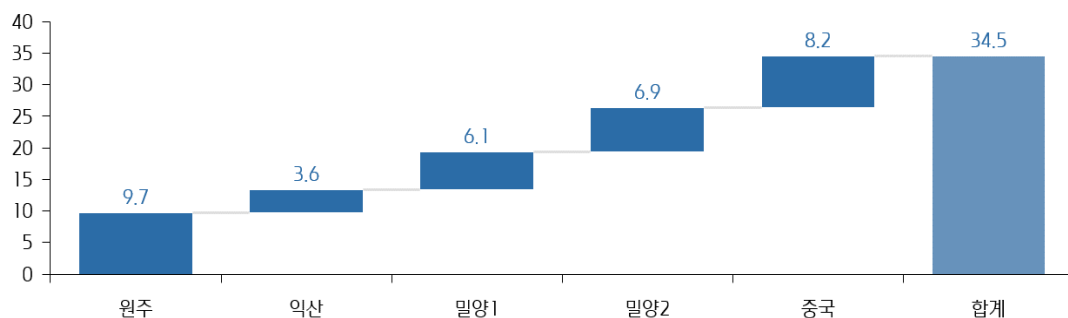
현재, 동사의 원주, 익산, 밀양 1공장의 합산 Capa는 약 19.4억식이다. **25년 5월에 6.9억식 규모의 밀양 2공장이 완공되면, 전체 Capa는 26.3억식으로 약 +36% 증가**하게 된다. 밀양 2공장은 정밀생산라인 중심으로 구성이 되어 있고, 검역이 까다로운 플레이버(까르보/치즈 등)를 중심으로 대응할 예정이다. 이를 통해, 판매가격이 높은 미국/유럽 수출을 중심으로 확대할 계획이기 때문에, 향후 판매량 성장을 보다 매출 성장률이 더 높게 나타날 가능성이 높다.

27년 1월에 8.2억식 규모의 중국 공장(6개 라인 기준)이 완공되면, 동사의 전체 Capa는 34.5억식으로 확대된다. 현재 Capa 대비 +78%, 25년말 Capa 대비 +31% 증가하는 셈이다. 유통과 물류 상황을 감안한다면, 27년부터 한국에서 생산되어 중국으로 수출되는 물량은 중국 현지에서 생산될 가능성이 높다. 이렇게 되면, 한국 공장에 여유 Capa가 생기고, 추가적으로 미국/유럽 수출에 대응할 여력이 생기게 된다. 24년 중국 매출이 약 4천억원 수준인 점을 감안한다면, 판매가격이 높은 미국/유럽 매출을 추가적으로 4천억원 이상 창출할 수 있는 여력이 확보되는 셈이다. 만약에, 미국/유럽 수요가 기존 예상을 크게 상회한다면, 동남아시아로 나가는 수출 물량(연 매출 2천억원 규모)도 중국 공장에서 대응할 수 있을 것이다.

게다가, 현재 중국 공장은 수요 상황에 따라 추가적으로 2개 라인을 증설할 수 있는 여력을 가지고 있다(약 1.6억식 규모). 만약, **중국에 신규 2개 라인까지 증설이 완료된다면, 동사의 전체 Capa는 현재 Capa 대비 +86% 증가한 36.1억식으로 확대되게 된다(27년초 Capa 대비 +5% 증가).**

삼양식품 Capa 현황 및 증설 계획

(억식)



자료: 삼양식품, 키움증권 리서치

2) K-Food, 본격 증설 Cycle 진입

다양한 언론에 보도되고 있는 것처럼, 불닭볶음면을 포함한 K-Food는 글로벌 시장에서 수요가 크게 증가하고 있다. 특히, 선진 시장인 미국과 유럽에서 수요가 확대되면서, 주요 한국 식품 업체들이 국내외에서 Capa 증설에 나서고 있다. 이에 따라, 2025~27년에 주요 식품 기업들의 Capa가 유의미하게 증가할 것으로 추산된다.

삼양식품은 2025~27년 Capa 증설을 통해, 매출액이 거의 두 배 가까이 증가할 것으로 전망된다. 25년 5월 밀양 2공장 증설과 27년 1월 중국 공장 증설을 통해, Capa가 +78% 증가할 예정인데, 주로 판매가격이 높은 미국, 유럽 시장 수출 증가에 활용될 가능성이 높기 때문이다. 중국 공장 증설 이후, 한국에서 중국으로 나가는 수출 물량이 중국 공장에서 생산될 가능성이 높기 때문에, 한국에서는 미국, 유럽 등의 수요 증가에 대응할 여력이 확대될 것으로 판단된다.

농심은 2025~27년 Capa 증설을 통해, 매출액이 +12% 이상 증가할 것으로 전망된다. 미국은 제2공장에 신규 용기면 고속라인을 가동하기 시작하였고, 한국 부산에서는 녹산 수출 전용 공장 증설을 통해, 유럽/동남아 수요 증가에 대응할 계획이다.

CJ제일제당은 2025~27년 Capa 증설을 통해, 매출액이 +5% 증가할 것으로 전망(식품 매출 +7% 증가 전망)된다. 헝가리와 미국에 만두를 중심으로 아시아인 푸드 생산 공장이 증설되면서, 미국과 유럽 지역에서 매출 확대를 지속할 계획이다.

CJ푸드빌은 2025~27년 Capa 증설을 통해, 매출액이 +50% 정도 증가할 것으로 전망된다. 동사는 미국 조지아주에 냉동생지, 케이크 등 베이커리 주요 제품을 연 1억개 생산할 수 있는 공장을 25년 하반기 중에 오픈할 계획이다. 현재 동사의 미국 내 뚜레쥬르 가맹점은 150점 수준인데, 이번 증설을 통해 500점까지 확대할 수 있을 것으로 추산된다. 미국 뚜레쥬르는 한국 대비 영업 면적이 3배 정도 크고, 판매가격 레벨이 높은 수준이기 때문에, 전사 매출 성장률과 이익 성장률이 판매량 성장률 보다 높게 나타날 전망이다.

파리크라상도 현재 검토 중인 제빵 공장이 미국 텍사스주에 완공된다면, 10% 이상의 매출 성장이 가능할 전망이다. 투자 규모가 뚜레쥬르의 3배 가까이 되는 것으로 알려져 있기 때문에, 매출 증가 효과는 생각보다 더 클 수도 있다.

오리온은 2025~27년 Capa 증설을 통해, 매출액이 +10% 이상 증가할 것으로 전망된다. 최근 언론에 보도된 베트남 1~3공장 증축 및 신규 라인 증설과 4공장 증설을 통해, 의미 있는 매출 성장이 가능할 전망이다. 러시아도 현재 신규 초코파이 공장 증설을 검토하고 있고, 미국도 꼬북칩 수출 규모가 400억원을 돌파하면, 매출 Capa 1,000억원 이상의 공장 증설이 무난할 것으로 판단된다.

롯데웰푸드는 2025~27년 Capa 증설을 통해, 매출액이 +9% 정도 증가할 것으로 전망된다. 특히, 인도 시장에서 빙과 신공장 증설, 초코파이/빼빼로 라인 증설 등을 통해, 매출 규모가 의미 있게 증가할 전망이다. **하이트진로**는 아직 해외 공장 증설 규모가 미미한 편이나, 베트남에 최초 수출 기지를 마련할 예정이라는 점에 의미가 있다.

주요 식품 업체의 K-Food 글로벌 수요 대응을 위한 증설 계획

회사명	카테고리	증설 시기	증설 지역과 내용	Capa 증가율(%)
삼양식품	라면	25년 5월	한국 밀양에 6.9억식 규모의 2공장 완공 예정 미국/유럽 수출 수요 증가 대응 예정	36
		27년 1월	중국 자싱시에 8.2억식 규모의 공장 완공 예정(6개 라인) 중국 내수 시장 수요 증가 대응 예정	42
		미정	중국 자싱시에 1.6억식 규모의 2개 라인 증설 가능	8
	소계			86+Ⓢ
농심	라면	24년 10월	미국 제2공장에 신규 용기면 고속라인 가동 시작(1.6억식)	3
		26년 4월말	한국 부산(녹산)에 4.7억식 규모의 수출 전용 공장 완공 예정(3개 라인) 유럽/동남아 수출 수요 증가 대응 예정	9
		미정	한국 녹산 공장에 30년까지 수요 상황에 따라, 추가 라인 증설 가능	-
	소계			12+Ⓢ
CJ제일제당	물류센터	25년 상반기	미국 캔자스주 살리나공장 내 냉장 물류센터 가동 예정	-
	만두/치킨	26년 하반기	헝가리 부다페스트 근교 두나버르사니에 만두, 치킨 등의 생산라인 증설 예정(11.5만 m ²)	-
	만두 등	27년	미국 사우스다코타 주 수폴스에 찐만두, 예그를 등의 생산라인 증설 예정(57.5만 m ²)	-
	소계			5
CJ푸드빌	베이커리	25년 하반기	미국 조지아주에서 냉동생지, 케이크 등 베이커리 주요 제품을 연 1억개 생산 예정(790억원 투자)	50
파리크라상	베이커리	미정	미국 텍사스주 벌리슨에 제빵 공장 건립 추진 중(2,300억원 투자 검토)	10+Ⓢ
오리온	건과	25년초~	베트남 1~3공장 증축 및 증설. 라인별로 순차 오픈.	3
		미정	러시아 초코파이 신공장 증설 검토 중(기존 부지에 검토 중)	-
		미정	미국 에서 단일 품목 매출이 400억원 돌파 시, 현지 공장 증설 검토	-
	소계			8+Ⓢ
롯데웰푸드	빙과	25년 2월	인도 마하라슈트라 주 푸네시에 빙과 신공장 증설	7
	건과	25년 7월	인도 하리아나 공장에 빼빼로 라인 증설 예정	1
		25년말	인도 하리아나 공장에 초코파이 4라인 증설 예정	1
	소계			9
하이트진로	소주	26년 2분기	베트남 타이빈성에 연산 100만 상자 규모의 소주 공장 가동 예정 86개국 수출, 과일소주 5종 생산 예정	1

자료: 각 사 자료, 언론보도, 키움증권 리서치 추정

주: 1) Capa 증가율은 증설에 따른 매출 증가 효과를 24년 전사 매출로 나누어서 추정함(C제일제당은 대한통운 제외 기준)

>>> 미국 시장 내 성장 잠재력 점검

1) 삼양식품: 미국 매출 1조원 목표

두 차례의 공장 증설을 앞두고 있는 삼양식품은 중장기적으로 미국 시장에서 매출 1조원 수준을 목표로 하고 있다. 미국 시장에서 연간 1조원 매출 달성은 가공식품 브랜드에게 의미 있는 수치로 판단된다. **Lay's 와 같은 일부 Top-tier 브랜드를 제외한 2nd-tier 브랜드들의 연간 매출 규모가 약 1조원대에 형성되어 있기 때문이다.**

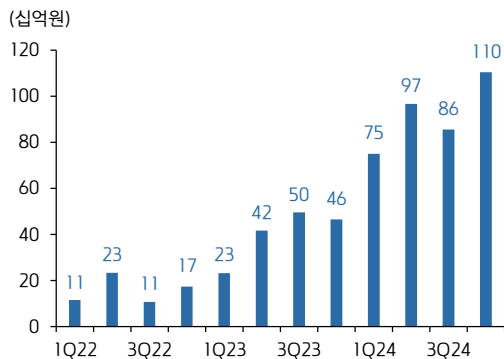
현재 K-Food 중에서는 **CJ제일제당**의 만두가 연간 매출 0.65조원 수준으로 단일 품목으로 가장 큰 매출 규모를 가지고 있다. CJ제일제당은 미국 피자 2위 업체 슈완스(Schwan's)를 인수한 이후, 만두의 미국 메인스트림 채널 내 입점률을 80% 이상으로 높여 놓은 상황이다.

라면 회사 중에서는 **Toyo Suisan**과 **농심**의 연간 미국 매출 규모가 각각 1.46조원, 0.66조원 수준으로 추산된다. 양사 모두 미국 시장에 진출한 역사가 오래되었고, 현지 교민 시장에서부터 성장하였기 때문에, 메인스트림 채널과 에스닉 채널 모두에서 입점률이 높은 편이다. 실제 농심의 경우 미국 메인스트림 채널의 매출 비중이 70% 수준까지 확대되어 있는 상황이다.

한편, **삼양식품** 불닭볶음면의 연간 매출은 현재 약 4천억원 수준에 불과하다. 하지만, 아직 메인스트림 매출 비중이 낮고(50%), 코스트코 입점률이 50%에 불과하며, 크로거/타겟/샘스클럽 등 2nd-tier 채널에는 아직 입점 초기인 상황이다. 또한, 최근에는 월마트에서 영업면적이 넓은 매대로 이동하였기 때문에(아시안푸드-)라면, 채널 내 회전율도 높아질 것으로 판단된다.

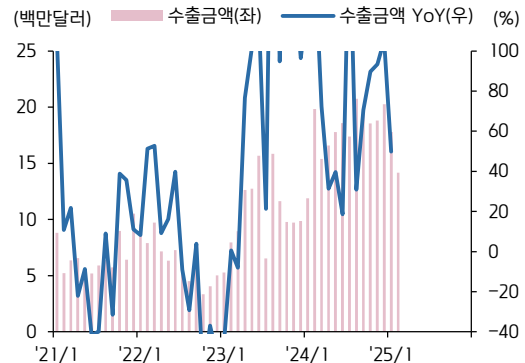
현재 동사 미국법인 매출에서 코스트코가 차지하는 비중은 10%가 조금 안 되는 수준이기 때문에, 코스트코 매출이 동사 메인스트림 채널의 매출에서 20% 가까운 비중을 차지하고 있는 것으로 판단된다. 이는 미국 식료품 소매유통 시장에서 코스트코가 차지하고 있는 점유율 레벨 대비 2배 이상으로 높은 수준이다. 따라서, 향후 불닭볶음면의 신규 채널 입점에 따른 매출 성장 여력은 여전히 많이 남은 상황으로 추산된다.

삼양식품 미국 법인 매출액 추이



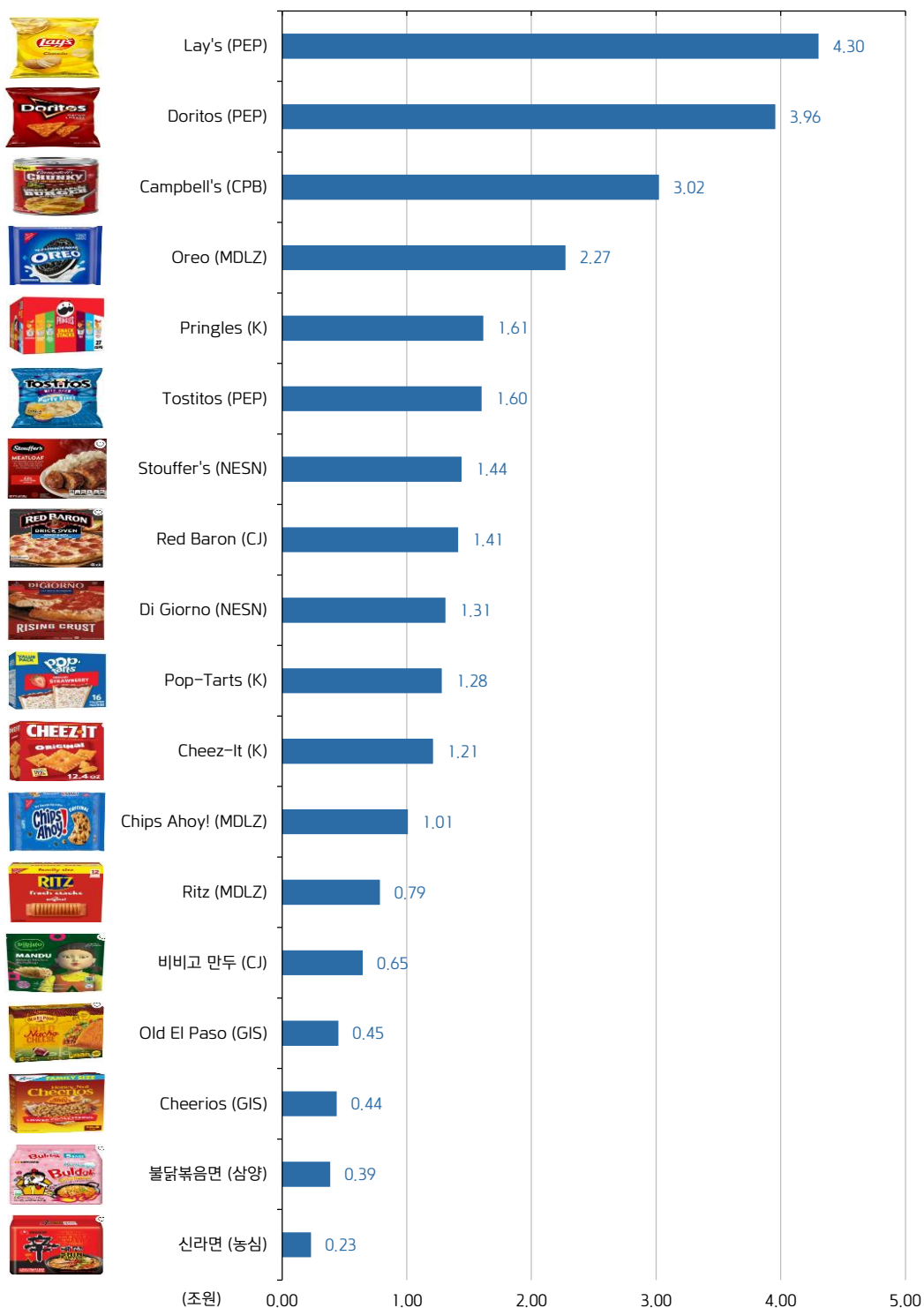
자료: 삼양식품, 키움증권 리서치(4Q24는 당사 추정치)

한국의 미국向 라면 수출액 추이



자료: 한국무역통계진흥원(25년 2월은 2/21 누계 기준)

미국 주요 가공식품 브랜드 연간 매출 추정



자료: 각 사 자료, 언론보도, Statista, Snack Food & Wholesale Bakery, 키움증권 리서치 추정(원/달러 환율 1,440원 가정)

주: 1) 매출액은 제조사 판가 기준으로 추정된 수치임

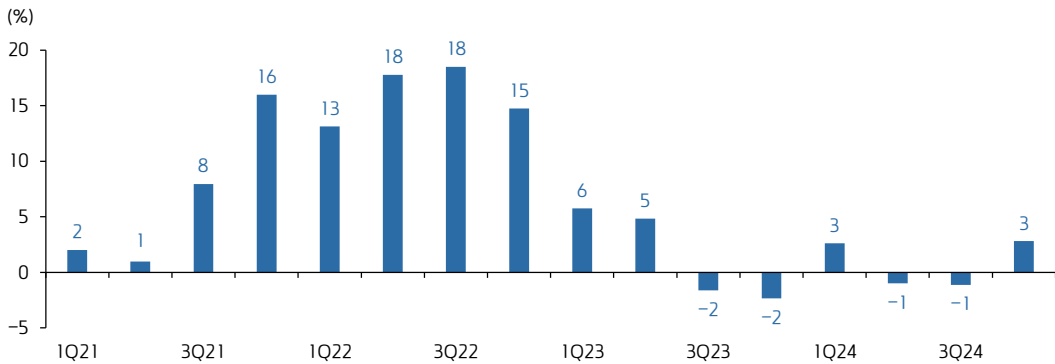
2) CJ제일제당: 브랜드 M&A가 필요

CJ제일제당의 식품 매출 성장률은 최근 정체되는 흐름이다. 미국 피자, 만두 시장 점유율 상승, 해외 GSP(Global Strategic Product) 판매 증가, 유럽/호주 지역 고성장에도 불구하고, 식품 부문의 전체 매출 성장률은 가격 인상이 많았던 2022년 대비 크게 둔화되었다.

CJ제일제당은 그 동안 동사가 개발한 K-Food 제품들을 중심으로 글로벌 확장을 지속해왔다. 특히, 비비고 만두의 성과는 놀라웠고, 미국 슈완스 인수 이후 높은 시너지 효과도 볼 수 있었다. 하지만, 동사는 냉동김밥, 떡볶이 등 K Street Food 트렌드를 주도하지 못했고, 미국 피자 시장에서는 네슬레와의 판촉 경쟁 강도가 상승하고 있어서, 중기적인 매출 성장을 개선을 장담하기 어려운 상황이다.

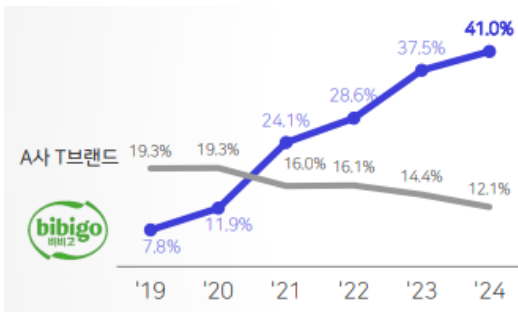
사실 CJ제일제당의 식품 매출은 약 83억달러(한화 11.4조원) 수준으로 국내 기업 중에 압도적인 규모를 가지고 있다. 동사보다 큰 매출 규모를 가지고 있는 글로벌 식품 기업들은 모두 M&A를 통해 신성장 동력을 마련하면서, 외형과 수익성을 확대해왔다. 따라서, **동사도 유럽 시장에서의 K-Food 성장성과 미국 시장의 인프라를 활용할 수 있는 M&A를 고려할 시점**이다. 만약, 자체적인 R&D와 K-Food에만 의존하여 매출 성장을 추구한다면, 시장에서 원하는 매출 성장률을 충족시키기 어려울 것이다.

CJ제일제당 식품 부문 매출 YoY 성장률 추이



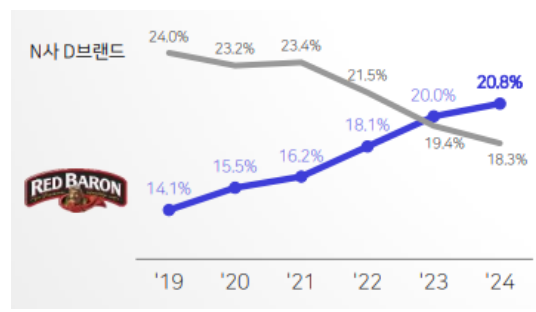
자료: CJ제일제당(원화기준 성장률 수치임)

미국 B2C 그로서리 만두 점유율 추이



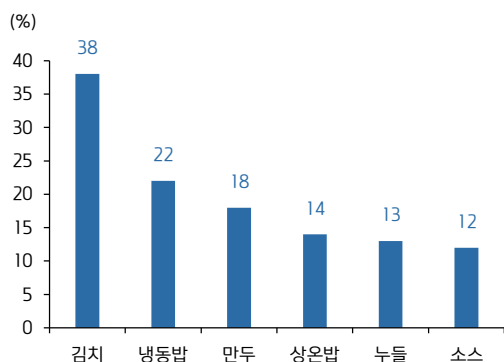
자료: CJ제일제당, Circana

미국 B2C 그로서리 피자 점유율 추이



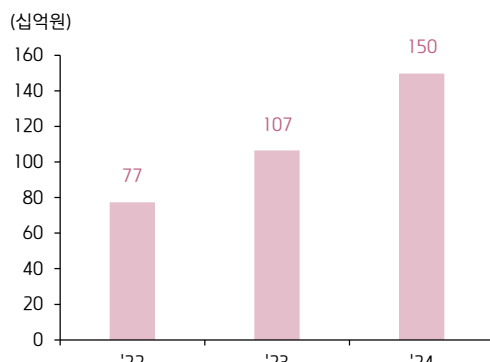
자료: CJ제일제당, Circana

24년 CJ제일제당 해외 GSP 매출 성장률 현황



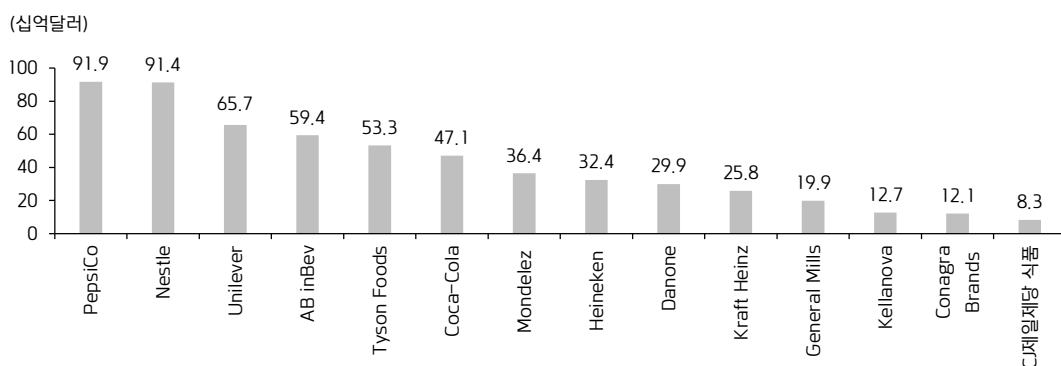
자료: CJ제일제당(GSP: Global Strategic Product)

CJ제일제당 유럽+호주 식품 매출액 추이



자료: CJ제일제당

글로벌 주요 F&B 기업 연간 매출액 비교(최근 회계연도 기준)



자료: Bloomberg

CJ제일제당 해외 식품 생산시설 현황



자료: 언론보도

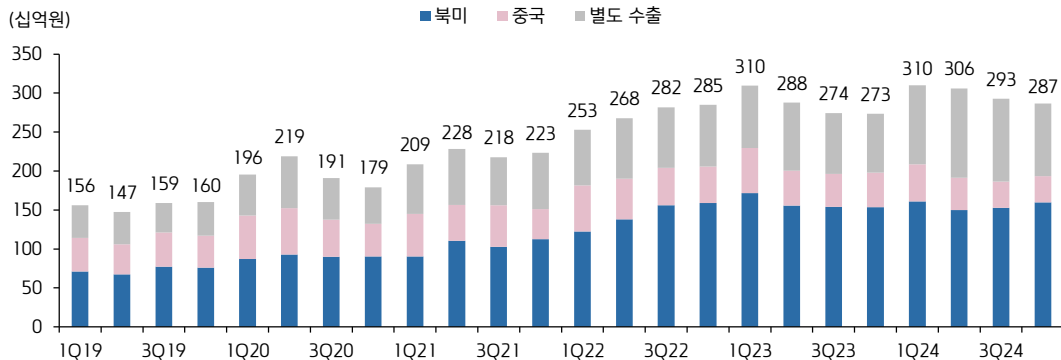
3) 농심: 신제품 출시 강화

농심도 CJ제일제당과 마찬가지로 최근에 매출 성장률이 둔화되는 흐름이다. 현재 동사의 연간 글로벌 매출액은 1.2조원 수준으로 판단된다. 일본/호주/베트남은 한국법인(별도)에서 수출되는 물량을 판매하기 때문에, 법人间 내부거래를 감안하여 제외하고 수치를 산출하였다.

동사의 글로벌 매출 성장률은 1) 코로나19 확산에 따른 내식 수요 증가, 2) 가격 인상, 3) 인플레이션 직후 가성비 선호 심화 구간에서 높게 나타났었다. 향후 유럽/동남아 시장 수요 증가를 대비하여, 부산 녹산에 수출전용공장을 증설할 계획이나(연간 매출 Capa 3천억원 수준), 전체 매출 성장률이 의미 있게 올라가기 위해서는 신제품 효과가 필요한 상황이다.

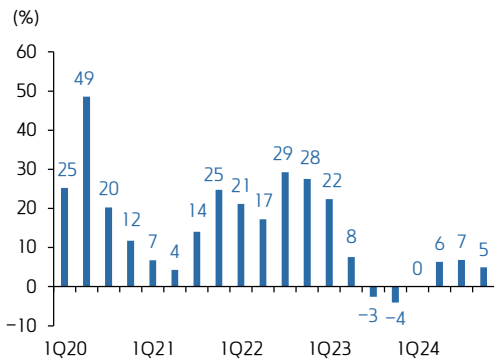
이런 관점에서 **최근에 국내 시장에서 좋은 반응을 얻은 신제품 “신라면 통바”의 글로벌 성과가 중요**하다. 현재 국내 시장에서 월 매출액이 50억원까지 나왔었기 때문에, 글로벌 시장에서 좋은 반응을 얻어낸다면, 하반기 매출 성장률 가속에 따른 기대감을 가져갈 수 있을 것이다.

농심 글로벌 매출액 추이



자료: 농심, 키움증권 리서치

농심 글로벌 매출 성장률 추이



자료: 농심, 키움증권 리서치(북미+중국+별도 수출 단순 합산 기준)

글로벌 시장에 출시 예정인 신제품 “신라면 통바”



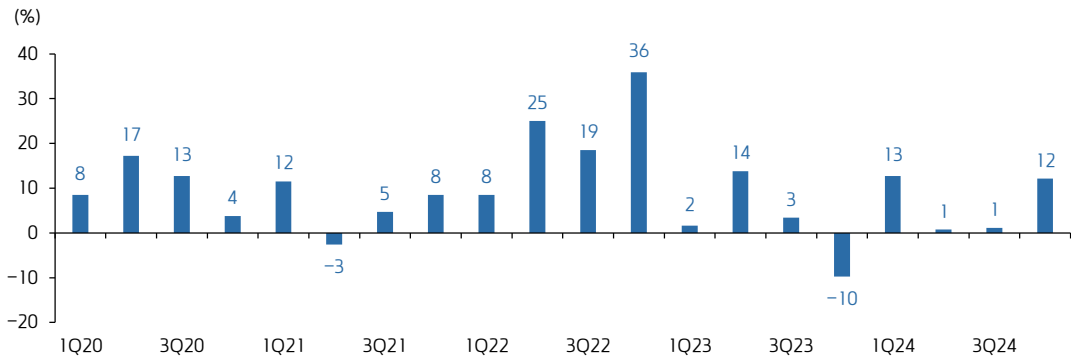
4) 오리온: 미국 공장 증설 여부에 주목

앞의 표에서 요약한 것처럼, 오리온의 신규 Capa 증설은 주로 베트남과 러시아에서 진행되고 있다. 하지만, 전사 매출에서 중국과 한국이 차지하는 비중이 높기 때문에, 베트남과 러시아의 Capa 증설로는 전사 매출 성장률을 끌어올리는 데 한계가 있을 수밖에 없다.

다만, 최근에 미국향 과자 수출이 늘어나고 있는 점은 고무적이다. 한국과 미국의 물가 및 환율 갭이 확대되면서, 국내 제품의 상대적인 가성비가 제고되고 있기 때문이다. 특히, 동사의 핵심 브랜드인 꼬북칩은 미국 코스트코를 중심으로 수출을 늘려 나가고 있다(작년 미국 수출 약 250억원 추산). 만약, 단일 품목의 미국 매출이 400억원을 넘으면 현지 공장 증설을 검토할 가능성이 있기 때문에, 올해는 꼬북칩의 수출 성과에 따라 신규 공장 증설 가능성이 언급될 수 있다.

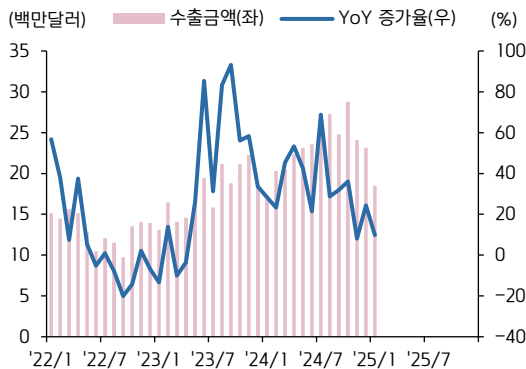
미국 주요 과자 브랜드들의 연간 매출 규모와 공장 증설 이후 SKU 다각화 가능성을 감안한다면, 신공장 증설 뉴스는 동사의 주가 밸류에이션을 크게 자극할 가능성이 높다. 특히, 코스트코 이상의 파급력을 가진 월마트에 입점한다면, 동사의 의사 결정 속도가 더욱 빨라질 수 있다.

오리온 연결기준 매출 성장률 추이(원화기준)



자료: 오리온

한국의 미국향 과자류 수출액 추이



자료: 농식품수출정보

미국으로 수출되는 꼬북칩



자료: 언론보도

5) CJ푸드빌: 미국 두레쥬르 30년 1,000점 목표

한국의 대표 베이커리 프랜차이즈인 파리바게뜨와 두레쥬르의 가맹점이 미국에서 급격하게 증가하고 있다. 양사 모두 2030년까지 점포 수를 1,000점으로 확대할 계획이고, 현재 150~200점 수준의 가맹점을 운영하고 있는 것으로 파악된다.

그렇다면, 왜 K-베이커리가 인기를 얻게 되었을까? 현재 미국 베이커리 시장은 크게 양산빵 시장과 베이커리 카페 시장으로 나뉘어 볼 수 있다. 먼저, 미국 **양산빵 시장**은 주요 유통업체의 PB 브랜드와 Grupo Bimbo(미국 연간 매출 93억달러), Flowers Foods(연간 매출 51억달러) 등의 NB 브랜드로 구성되어 있다. 양산빵 제품은 베이커리 카페 제품 대비 가격이 싸지만, 제품의 구색이 단조롭고 맛 품질이 떨어질 수밖에 없다. 따라서, K-베이커리가 품질 측면에서는 충분히 압도할 수 있는 상대이다.

한편, 미국 **베이커리 카페 시장**은 현재 Panera Bread가 1위 업체로 알려져 있다. 동사는 미국 현지에서 2,000여개의 매장 수를 보유하고 있고, 700여개의 매장을 보유한 Einstein Bros. Bagels 브랜드도 보유하고 있는 상황이다. Panera Bread는 샐러드와 샌드위치 등을 메인 제품으로 판매하고 있으나, 최근 5년 동안 미국에서 크게 매장 수가 늘지 않고 있다. 반면에, **파리바게뜨, 두레쥬르와 함께 Nothing Bundt Cakes(600점 이상)의 매장 수가 크게 늘어나고 있으며, 파리바게뜨와 두레쥬르는 2030년까지, Nothing Bundt Cakes는 2027년까지 점포 수를 1,000점으로 확대할 계획**이다. 특히, 매장 수가 크게 증가하고 있는 위의 3개 브랜드는 달콤한 디저트와 케이크 등이 베이커리 상품의 메인 구색으로 자리잡고 있다.

사실 **미국 시장에서 수천여개의 가맹점을 보유한 프랜차이즈 레스토랑이나 카페가 많다는 점을 감안한다면, 미국 베이커리 카페 시장은 아직 성장기의 초입으로 판단**된다. 바꿔 말하면, K-베이커리와 같은 카테고리가 양산빵 시장의 대체재로서, 그리고 외식 시장의 한 장르로서 성장할 여력이 충분하다는 의미가 될 수 있는 셈이다.

월마트 온라인에서 “Bimbo”로 검색한 화면 캡처(양산빵)

Results for "bimbo" (80)

Uses external data. Price when purchased online ①

Best seller	Best seller
	
	
+ Add Subscribe Sponsored ① \$4.72 26.8 c/oz Bimbo Mini Mantecadas Vanilla Muffins, 8 twin packs, Mini Muffins, 17.64 oz Tray ★★★★☆ 227 EBT eligible Save with W+ Pickup today Delivery today	+ Add Subscribe Sponsored ① \$3.38 7.0 c/oz Bimbo Bimbuñuelos Sugar Sweet Crispy Wheels, 3 packs, Pastries, 6.99 oz Tray ★★★★☆ 15 EBT eligible Save with W+ Pickup today Delivery today
+ Add Subscribe Sponsored ① \$1.98 9.9 c/oz Bimbo White Bread, 20 count, White Bread, 20 oz Bag ★★★★☆ 288 EBT eligible Save with W+ Pickup today Delivery today	+ Add Subscribe Sponsored ① \$3.38 30.5 c/oz Bimbo Donas Azucaradas Sugared Donuts, 6 twin packs, Donuts, 11.1 oz Tray ★★★★☆ 14 EBT eligible Save with W+ Pickup today Delivery today

자료: Walmart

美 Panera Bread 매장 모습



자료: 언론보도 자료 인용

美 Panera Bread 메뉴판



자료: Panera Bread

美 Nothing Bundt Cakes 매장 모습



자료: 언론보도 자료 인용

美 Nothing Bundt Cakes의 주요 플레이버



자료: Nothing Bundt Cakes

美 뚜레쥬르 100호점



자료: CJ

美 뚜레쥬르 매장 내부 모습



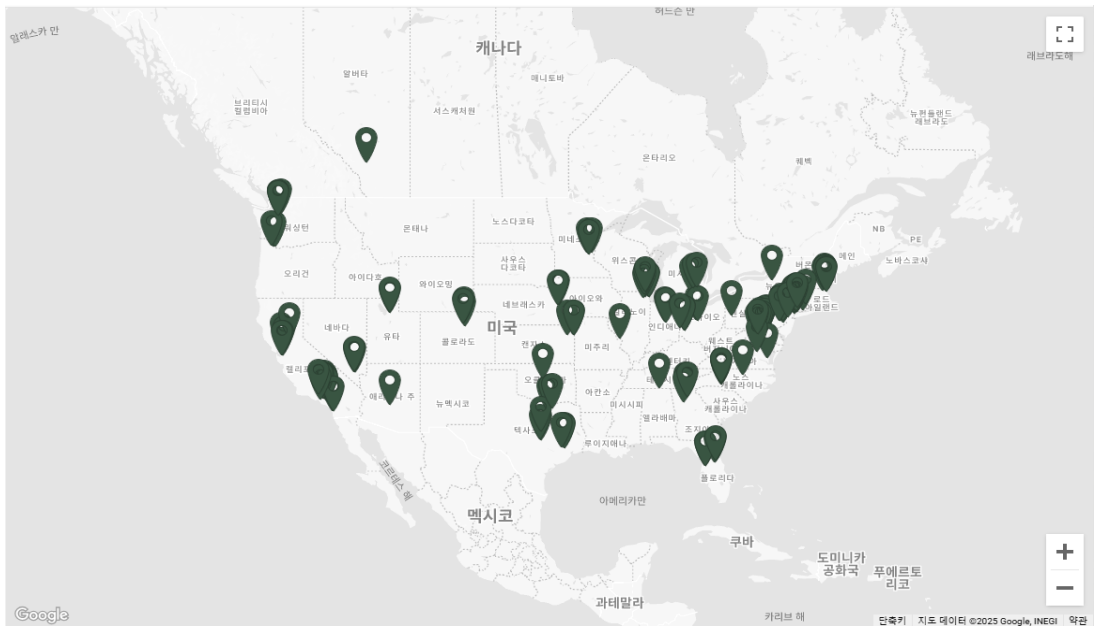
자료: CJ

뚜레쥬르를 보유한 CJ푸드빌의 미국법인은 23년 연간 순매출이 1,055억원(미국 2개 법인 단순 합산 기준)이었고, 23년말 점포 수가 108점 수준이었다. 현재 동사는 미국 조지아주에 790억원을 투자하여 냉동생지, 케이크 등 베이커리 주요 제품을 연 1억개 생산할 수 있는 공장을 증설 중인데, 25년말까지 해당 공장이 완공되면, 뚜레쥬르의 미국 내 가맹점을 500개까지 확대할 수 있을 것으로 판단된다. 따라서, 조지아주 공장 증설 이후, 동사 미국법인의 연간 순매출은 23년 대비 5배 수준까지 확대될 수 있을 것으로 판단된다.

한편, CJ푸드빌 미국법인의 연간 점포당 평균 순매출은 약 12억원 수준으로 추산된다(미국 2개 법인 단순 합산 기준. 원/달러 환율 1,440원 적용). 미국 뚜레쥬르 매장의 영업면적이 한국의 3배 수준의 규모를 가지고 있고, 가맹점주가 가맹점 본사에 지불하는 수수료는 로열티 5% 외에 많지 않다는 점을 감안한다면, 뚜레쥬르 미국 매장의 점포당 연평균 소매판매액은 20억원을 충분히 상회할 것으로 추산된다.

미국에서 영업면적 규모가 유사한 주요 외식 프랜차이즈들의 점포당 연평균 소매판매액과 비교한다면, 뚜레쥬르의 점포당 연평균 소매판매액 수치는 결코 낮은 수준이 아닌 것으로 판단된다. 뚜레쥬르가 미국의 주요 프랜차이즈 대비 브랜드 인지도, 디지털 인프라 등이 아직 열악할 가능성이 높고, 비교 기업군 대비 제품 원가 레벨이 낮을 가능성이 높기 때문이다. 따라서, 점포 수가 확대되면서 위의 단점들이 보완된다면, 기존점 매출과 수익성 레벨이 지금 보다 한 단계 높아질 가능성이 충분한 것으로 판단된다.

미국 뚜레쥬르 매장 로케이션 현황



자료: 미국 뚜레쥬르 홈페이지

미국 두레쥬르 매장: 영업면적이 한국의 3배 수준(3,000 Square feet ÷ 84평)

Site Guidelines

High visibility, in-line, end-cap Class A locations. Standard in-line development modules.

Site Criteria:

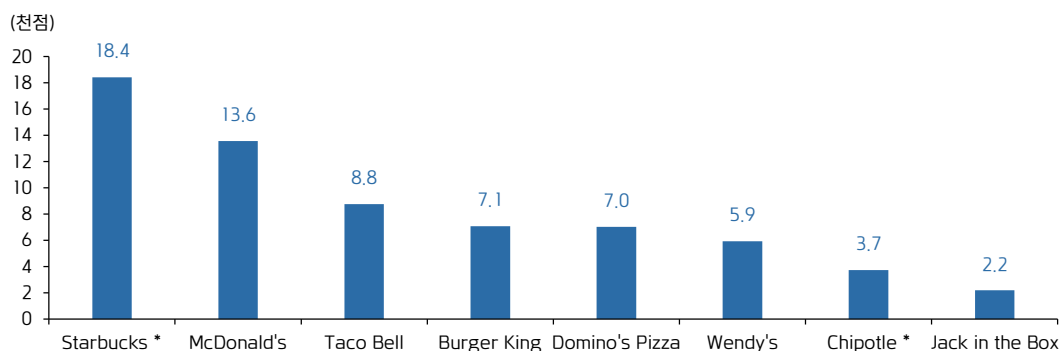
- Minimum size: 2,500 sq
- Recommended size: 3,000 sq + 600 amps or 400 amps + gas
- Patio: Preferred
- Parking: 10 to 25 spaces

INQUIRE TO BE A FRANCHISEE



자료: 미국 두레쥬르 홈페이지

미국 주요 외식 프랜차이즈 매장 수 현황(최근 회계연도말 기준)

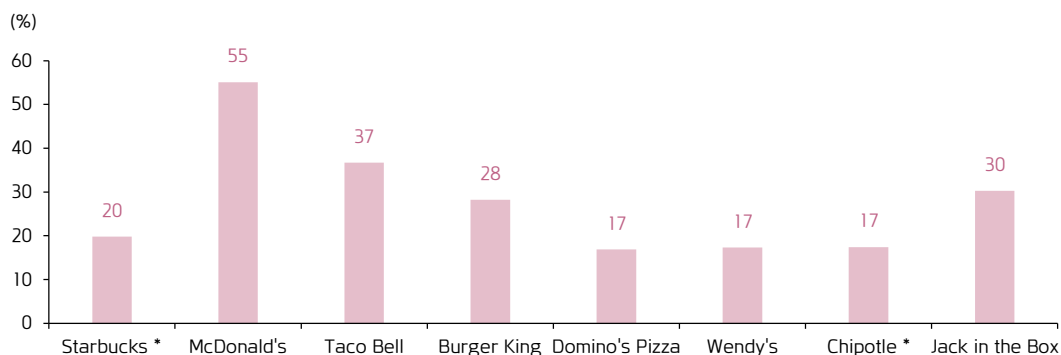


자료: 각 사 자료, Bloomberg, 美 SEC, 키움증권 리서치

주: 1) Starbucks와 Burger King은 북미 기준. Taco Bell은 글로벌 기준(해외 비중 13%에 불과).

2) * 표시한 기업은 직영 중심, 나머지는 가맹 중심 매장 형태 보유

미국 주요 외식 프랜차이즈 영업이익률 현황(최근 회계연도말 기준)

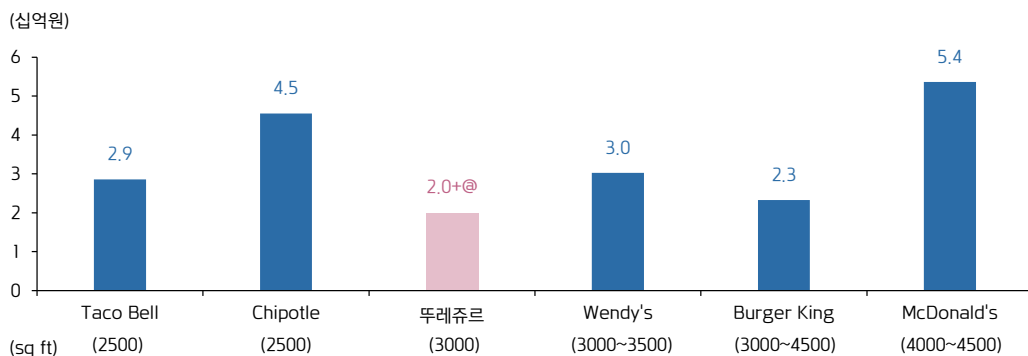


자료: 각 사 자료, Bloomberg, 美 SEC, 키움증권 리서치

주: 1) Starbucks와 Burger King은 북미 기준. Taco Bell은 글로벌 기준(해외 비중 13%에 불과).

2) * 표시한 기업은 직영 중심, 나머지는 가맹 중심 매장 형태 보유

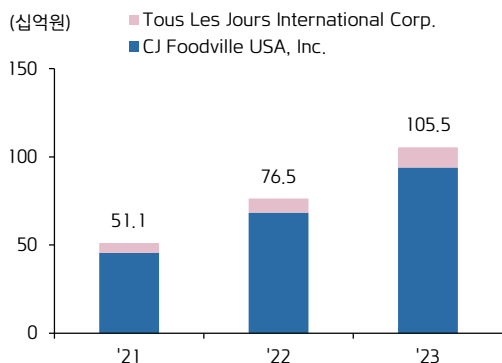
점포당 연평균 소매판매액 비교: 뚜레쥬르 vs 미국 주요 프랜차이즈



자료: 각 사 자료, 美 SEC, 키움증권 리서치(원/달러 환율 1,440원 가정)

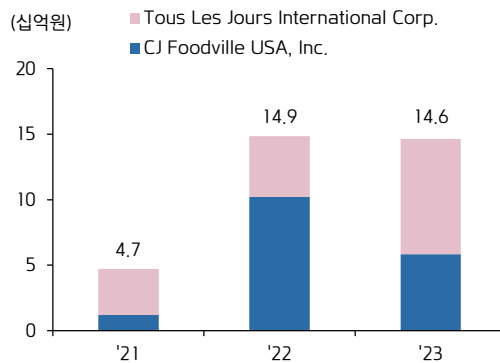
주: 1) Burger King은 북미 기준, Taco Bell은 글로벌 기준(해외 비중 13%에 불과).

CJ푸드빌 미국법인 매출액 추이



자료: 금융감독원 전자공시시스템

CJ푸드빌 미국법인 순이익 추이



자료: 금융감독원 전자공시시스템

>>> 유럽은 K-Food의 새로운 무대

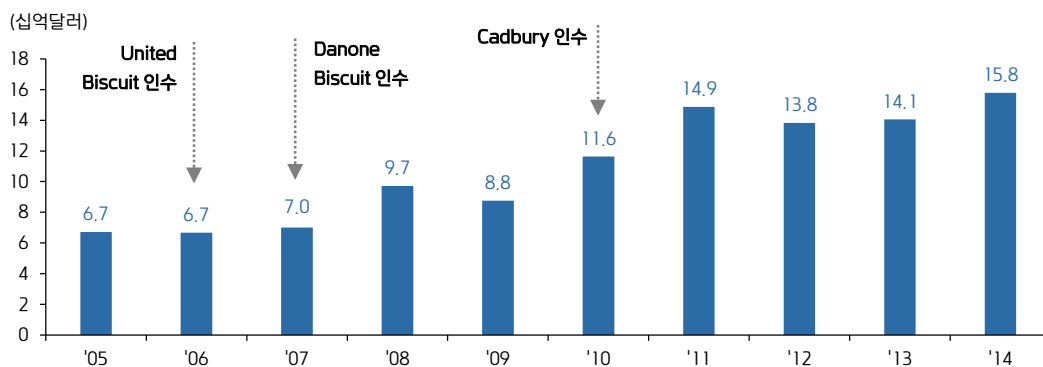
1) 미국 기업은 어떻게 유럽에서 성공하였을까?

우리가 알고 있는 주요 글로벌 F&B 브랜드들은 1) 두 차례의 세계 대전, 2) 1990년대 세계화의 흐름, 3) 중국 소비 시장 침투 등에 힘입어, 세계인들이 같이 즐기는 브랜드가 되었다. 두 차례의 세계 대전에서는 SPAM, Nescafe, M&M's 등의 브랜드가 군대의 식량으로 보급되면서, 유럽 등 글로벌 시장에서 인지도를 얻는 계기가 되었다. 또한, 1990년대 초반에 냉전이 종식되고, 미국을 중심으로 세계화의 흐름이 빨라지면서, 미국의 다양한 패스트 푸드 체인과 스낵/음료 등의 브랜드가 글로벌 시장으로 확산되었고, 2000년대에는 중국 유통 시장이 현대화되면서 다양한 글로벌 브랜드들의 매출이 Level-up 되었다.

특히, **2000년대에** 글로벌 매출 성장 측면에서 가장 두드러진 성과를 보여준 브랜드는 몬델레즈(舊 크래프트 푸즈, Kraft Foods)의 **오레오(Oreo)**이다. 美 나비스코(National Biscuit Company)가 1912년에 출시한 오레오는 1993년에 크래프트 푸즈에 매각(나비스코가 크래프트 푸즈에 인수되었음)되었다. 동 브랜드는 2006년에 중국에서 가장 많이 팔리는 비스킷 브랜드가 되었고, 2007년부터 본격적으로 유럽 시장에 진출하였다. 특히, 2008년에는 영국, 네덜란드, 이탈리아 시장에 진출하면서, 유럽 시장 공략을 본격화하였다.

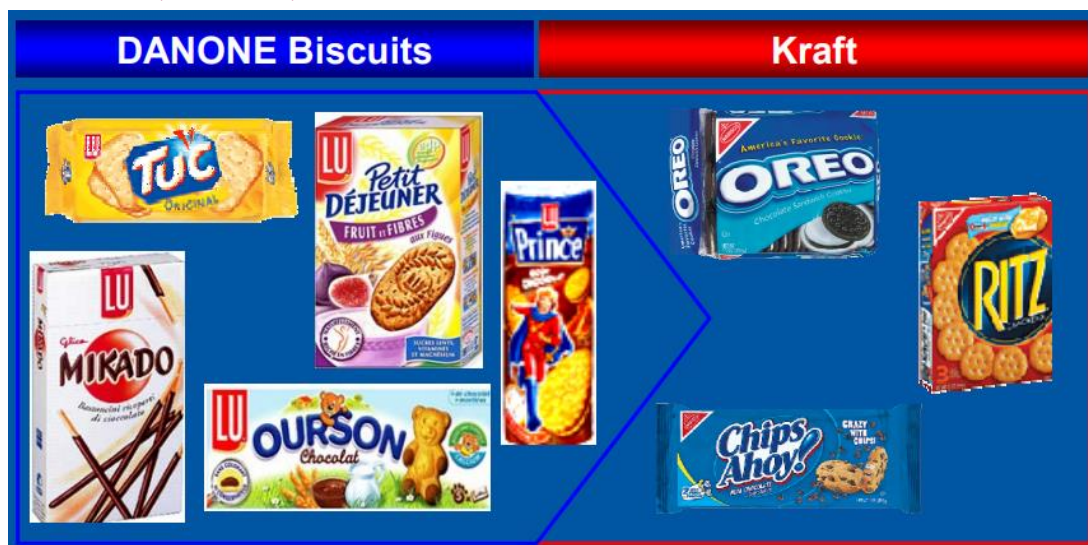
몬델레즈는 유럽 시장과 브랜드 포트폴리오를 강화하기 위해, 2006년에 스페인과 포르투갈 시장에서 인지도가 높은 영국 제과회사 United Biscuits 을 인수하였고, 2007년에 다농(Danone)으로부터 프랑스의 비스킷 1위 브랜드 LU를 인수하였으며, 2010년에 초콜릿/껌/캔디에서 강점이 있는 영국의 제과 업체 캐드버리(Cadbury)를 인수하였다. 이를 통해, 그동안 부족했었던 **유럽 시장 내 유통망과 물류 인프라를 확대**하고, 유럽 시장에서 오레오 브랜드를 본격적으로 성장시킬 수 있었다. 또한, 유럽 소비자들의 기호에 맞는 플레이버와 포맷을 중심으로 확장하면서, 오레오 브랜드의 매출 규모가 급격하게 성장하였다(현지화 전략).

몬델레즈(Mondelez) 유럽 매출액 추이



자료: 몬델레즈, 키움증권 리서치(과거 Kraft Foods 시절의 매출 포함)

크라프트 푸즈(現 몬텔레즈)가 2007년에 다농 비스킷을 인수



자료: SEC

크라프트 푸즈(現 몬텔레즈)가 2010년에 캐드버리를 인수



자료: SEC

Spotlight: Oreo is the No. 1 cookie in the world



7

자료: SEC(크래프트 푸즈의 2010년 9월 IR 자료에서 발췌)

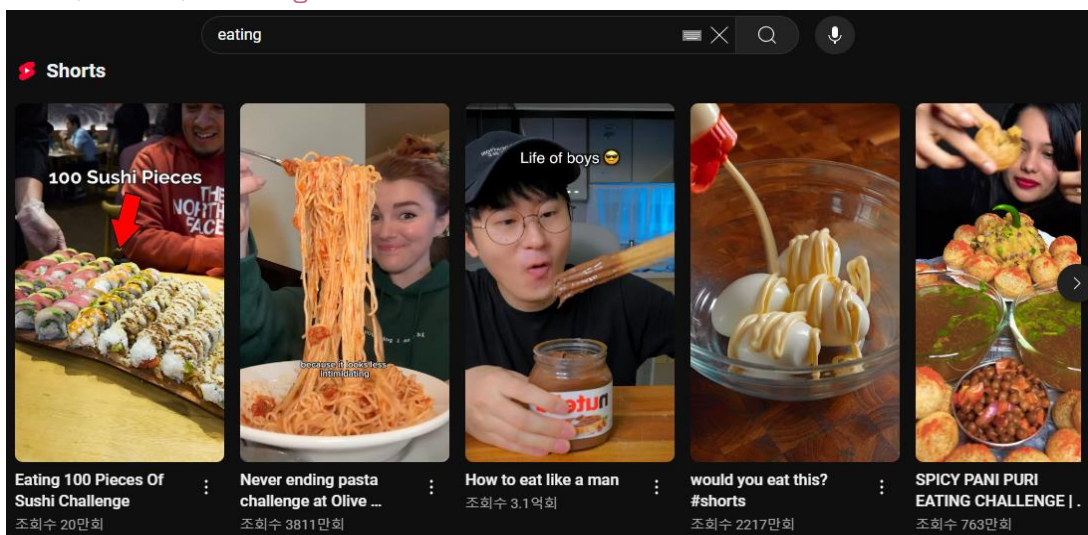
2) 디지털과 새로운 성공 공식

오레오가 유럽 시장에서 보여준 성공 스토리는 그 동안 신규 시장 공략 방법의 정석으로 여겨져 왔었다. 하지만, 2010년대에 스마트폰의 시장 침투율이 상승하고, 디지털 전환(Digital Transformation)이 가속화되면서, 페이스북/인스타그램/유튜브 등과 같은 SNS 매체가 크게 발달하였다. 이에 따라, 글로벌 소비자들이 다른 국가의 문화와 트렌드를 다같이 향유하고 습득하는 것이 용이해졌다. 따라서, 주요 식품 업체들도 자신의 브랜드를 글로벌 시장에 알리기 위해, 다양한 디지털 마케팅을 전개하고 있다.

최근까지 주식 시장에서 가장 큰 관심을 받고 있는 삼양식품의 불닭볶음면도 디지털 마케팅 활용을 통해, 글로벌 브랜드로 도약하고 있다. 유튜브의 불닭볶음면 챌린지 영상을 통해, 다양한 국가의 외국인들에게 소개되었고, 수많은 인플루언서들의 먹방(Mukbang)을 통해 해외의 젊은 소비자들에게 인지도를 쌓아나갔다. 그 결과 불닭볶음면은 23년부터 미국 수출이 급증하였고, 미국에서 얻은 인지도 덕분에 유럽 수출도 동시에 증가하는 모습을 보여왔다.

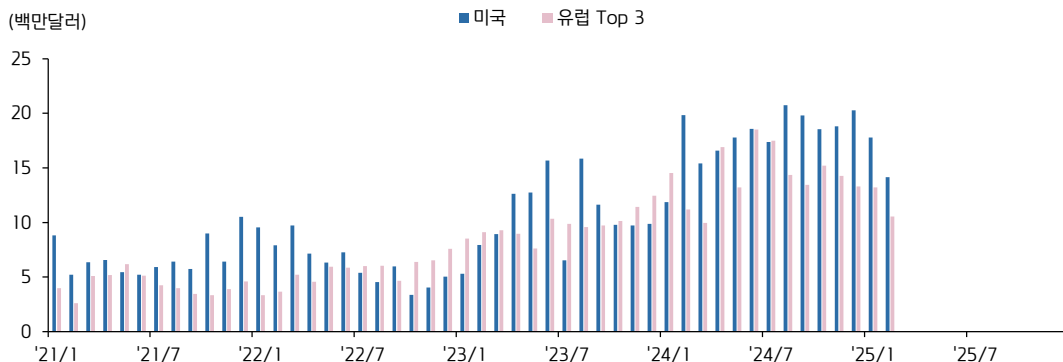
이러한 성공 사례 덕분에, 많은 한국 식품 기업들이 먹방과 인플루언서 마케팅을 확대해 나가고 있다. 라면, 과자, 냉동식품 등 다양한 카테고리에서 디지털 마케팅이 진행되고 있는 상황이다. 또한, 해외 기업들도 다양한 국가에서 매출을 확대하기 위해, 디지털 마케팅을 적극 활용하고 있다. 필리핀에서 맥도날드를 이긴 줄리비(Jollibee), 인도네시아 대표 라면 브랜드 인도미(Indomie) 등이 디지털 마케팅을 통해 글로벌 매출을 크게 늘려왔고, 맥도날드(McDonald's)와 타코벨(Taco Bell) 같은 미국 기업들도 인플루언서 등을 활용한 다양한 디지털 마케팅을 전개하고 있다.

유튜브(YouTube)에 “eating” 으로 검색한 화면



자료: YouTube

한국의 라면 수출액 추이: 미국 vs 유럽 Top 3 向 비교



자료: 한국무역통계진흥원(유럽 Top 3: 네덜란드, 독일, 영국)

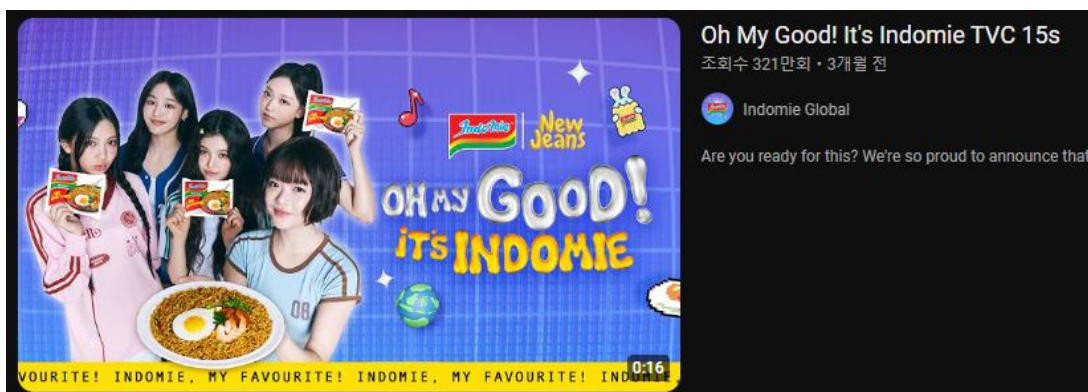
주: 1) 25년 2월은 2/21 누계 기준임

Try Guy X Jollibee 먹방 동영상 화면 캡처



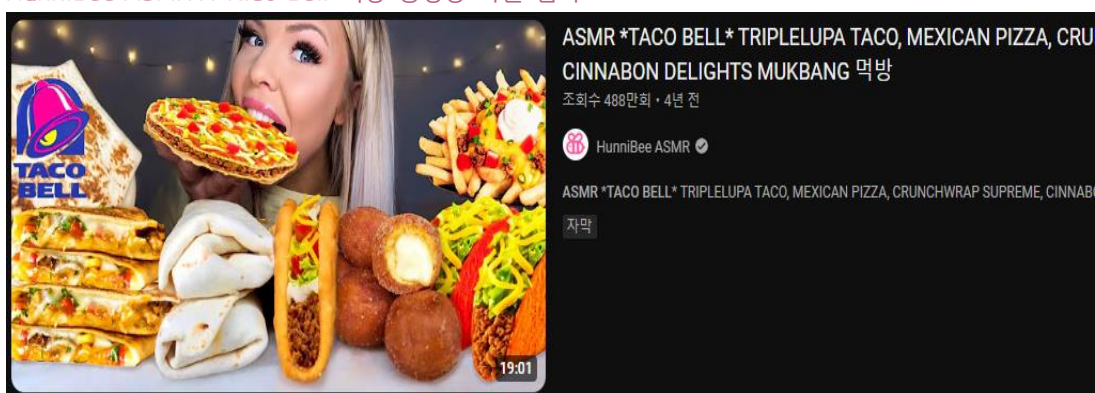
자료: YouTube

Indomie X NewJeans TV 광고 동영상 화면 캡처



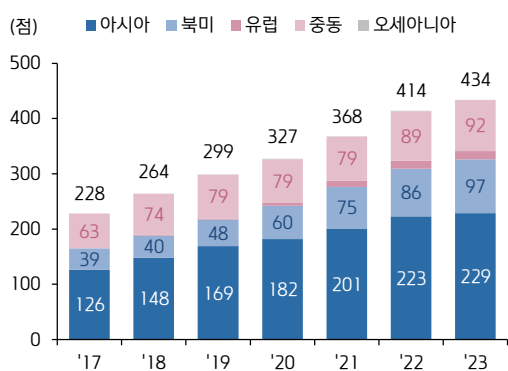
자료: YouTube

HunniBee ASMR X Taco Bell 먹방 동영상 화면 캡처



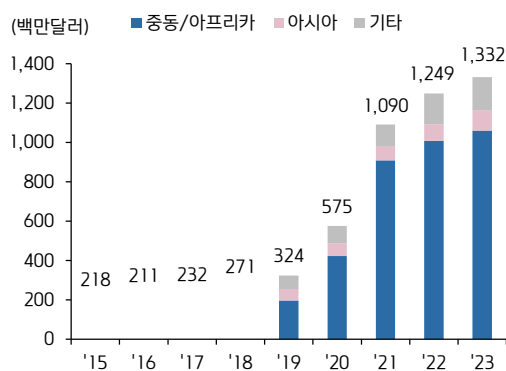
자료: YouTube

졸리비(Jollibee) 글로벌 매장 수 추이



자료: Bloomberg

Indofood CBP Sukses 글로벌 매출액 추이



자료: Bloomberg

3) 주요 기업별 성장 잠재력 점검

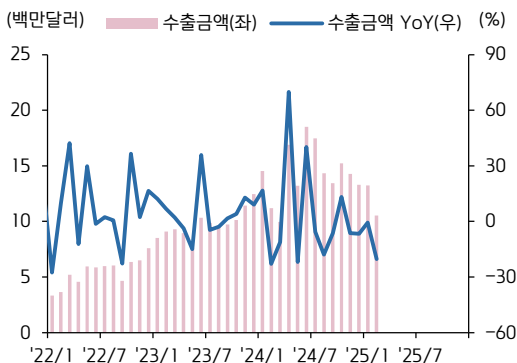
유럽 식품 시장은 오랜 기간의 소비경기 부진으로 인해, 상대적으로 PB 비중이 높은 시장으로 알려져 있으나, NB 시장은 미국계 글로벌 다국적 기업과 유럽 중심의 로컬 기업들이 주도하고 있는 것으로 판단된다. 몬텔레즈, 펍시코, 켈라노바와 같은 미국계 글로벌 다국적 기업들은 주로 유럽 제과 시장에서 강점을 보이고 있고, 유럽 중심의 로컬 기업들은 유가공, 육가공 등 콜드체인 유통이 필요한 제품 군에서 상대적으로 시장 점유율이 높은 것으로 판단된다.

주요 기업들의 유럽 매출 규모는 미국 못지 않게 매우 큰 규모를 가지고 있다. 유럽의 물가 레벨은 미국 보다 다소 낮은 수준이지만, 인구는 거의 3배 수준으로 많기 때문이다. **삼양식품과 농심의 유럽 매출 규모는 각각 2,000억원 중반, 1,000억원 중반 수준으로 추산된다.** 작년에 양사 모두 네덜란드에 현지 판매법인을 설립하였고, 서유럽국가들을 중심으로 직거래 유통 채널을 확대하면서, 삼양식품의 유럽 매출은 작년에 일본 라면 업체 닛신식품을 넘어선 것으로 추산된다. 다만, 최근에는 유럽向 월별 수출 흐름이 다소 주춤한데, 이는 삼양식품의 Capa 부족에 따른 일시적 현상에 기인한 것으로 판단된다. 따라서, 올해 5월 밀양 2공장이 완공되고 본격적인 생산에 들어가는 3Q25부터는 월별 수출 흐름이 크게 반등할 것으로 전망된다.

서유럽국가들은 미국과 유사한 문화권에 위치하고 있으나, 1인당 연간 라면 소비량이 미국(15식) 대비 상대적으로 낮은 편(영국/네덜란드/독일 5~6식, 이탈리아/스페인/프랑스 1~2식)이기 때문에, 아직 성장 잠재력이 높은 시장이다. **미국 시장의 영향을 받아 소비 트렌드가 형성되는 경향이 강하기 때문에, 국내 라면 업체들의 유럽向 수출 규모도 자연스럽게 미국과 유사한 수준으로 커질 것으로 기대된다.**

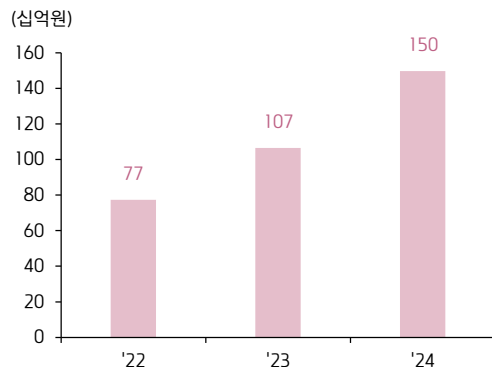
한편, **CJ제일제당**은 작년에 유럽 매출이 +40% 내외 성장하면서, 연간 매출이 1,000억원을 돌파한 상황이다. 비비고 만두 중심으로 매출이 고성장하고 있으며, 유럽 시장에서는 라면 못지 않은 성장률을 시현하고 있다. 현재 동사는 바이오 사업부 매각과 글로벌 식품 사업 경쟁력 강화를 위한 M&A 가능성을 검토하고 있는 것으로 알려져 있다. 만약, 글로벌 식품 사업 경쟁력 강화를 위한 전략적 결단이 내려진다면, 슈완스와 같은 대형 M&A를 통해, 외형 성장을 제고에 나설 가능성이 있다.

한국의 유럽 Top 3 向 라면 수출액 추이



자료: 한국무역통계진흥원(25년 2월은 2/21 누계 기준)

CJ제일제당 유럽+호주 식품 매출액 추이



자료: CJ제일제당

주요 식품 업체 연간 유럽 매출 추정



자료: 각 사 자료, 언론보도, 키움증권 리서치 추정(원/달러 환율 1,440원, 원/유로 환율 1,500원, 원/파운드 환율 1,800원 가정)

주: 1) 매출액은 제조사 판가 기준으로 추정한 수치임

2) 펩시코는 음료 매출 제외 기준임

>>> 음식료 업종 투자전략

선진 시장 침투 + 내수 회복의 콜라보

음식료 업종 최선호주로 삼양식품, 차선호주로 CJ, 관심종목으로 CJ프레시웨이를 제시한다.

K-Food는 미국 시장에서 확보된 인지도를 바탕으로 유럽 시장에서 신규 성장 동력을 확보해 나가고 있다. 특히, **삼양식품**은 올해 5월 밀양 2공장이 완공되면서, 미국과 유럽 시장에 공급을 정상화할 예정이다. 이에 따라, 미국에서는 코스트코/월마트 내 영업 면적을 확대하고, 크로거/타겟/샘스클럽 등 신규 채널 입점을 강화하고, 유럽에서는 네덜란드/독일 등을 중심으로 대형 유통 업체와의 직거래 비중을 늘려 나갈 계획이다. 따라서, 중기적으로 판매량과 ASP가 모두 상승하면서, 업종 내에서 가장 높은 이익 증가율을 시현할 것으로 전망된다.

한편, 작년 12월 이후 심화된 정치적 불확실성이 완화되면서, 한국 소비자심리지수는 작년 12월 저점에서 매월 반등하고 있는 추세이다. 향후 정치적 불확실성이 완화되고, 내수 소비 회복을 위한 정부정책 모멘텀이 강화된다면, 내수 소비경기는 최악에서 탈출할 수 있을 것으로 판단된다.

음식료 업종은 전통적으로 경기 방어적 특징을 가지고 있으나, 외식 경로 비중이 높은 업체들은 상대적으로 경기 민감도가 높은 편이다. 따라서, 외식 경로 비중이 높고, 작년 의료 파업에 따른 푸드서비스 실적의 기저효과가 있는 **CJ프레시웨이**의 실적 회복이 내수 소비심리 개선 구간에서 가장 강하게 나타날 수 있다.

또한, **CJ**도 내수 소비심리 회복에 따른 실적 개선 모멘텀이 강하게 나타날 수 있다. 핵심 자회사들이 모두 국내 소비경기에 노출되어 있기 때문이다. 더불어, 비상장 자회사인 올리브영과 푸드빌의 구조적인 성장도 긍정적이다. 올리브영은 중국인 중심의 인바운드 증가, 주력 소비층의 구매력 향상, 배송 서비스 강화 등에 힘입어, 매출 고성장이 지속되고 있으며, 한한령 해제에 따른 수혜 가능성도 있는 상황이다. 푸드빌은 K-베이커리 트렌드 확대, 조지아주 공장 증설을 통한 공급 능력 확보 등을 통해, 미국 시장 내 출점 여력이 크게 상승하고 있다. 특히, 점당 매출 상승과 매장 수 증가 효과 등을 감안한다면, 수익성 레벨도 국내 보다 높게 형성될 여지가 충분하다.

음식료 업종 실적 전망 및 Valuation Table (1) (단위: 십억원, 배)

종목명		KT&G	삼양식품	오리온	CJ제일제당	CJ
종목코드		033780	003230	271560	097950	001040
종가(2/24, 원)		103,500	895,000	108,700	249,500	106,500
시가총액(2/24, 조원)		12.98	6.74	4.30	3.76	3.11
매출액	'23	5,863	1,193	2,912	29,023	41,353
	'24E	5,910	1,730	3,104	29,359	43,647
	'25E	6,165	2,284	3,317	30,415	45,825
영업이익	'23	1,167	148	492	1,292	2,039
	'24E	1,183	344	544	1,553	2,547
	'25E	1,282	501	591	1,616	2,793
OPM	'23	19.9%	12.4%	16.9%	4.5%	4.9%
	'24E	20.0%	19.9%	17.5%	5.3%	5.8%
	'25E	20.8%	21.9%	17.8%	5.3%	6.1%
순이익	'23	903	126	377	386	195
	'24E	1,144	273	524	148	193
	'25E	1,044	390	441	527	372
PER	'23	13.1	12.9	12.2	13.8	17.3
	'24E	11.5	24.7	8.2	27.6	19.7
	'25E	11.9	17.3	9.7	7.8	10.2
PBR	'23	1.27	2.88	1.60	0.74	0.61
	'24E	1.35	8.21	1.29	0.57	0.68
	'25E	1.28	5.68	1.16	0.53	0.65
ROE	'23	9.7%	24.8%	13.9%	5.6%	3.6%
	'24E	12.4%	39.3%	16.9%	2.1%	3.5%
	'25E	11.0%	38.8%	12.5%	7.1%	6.5%
배당수익률	'23	6.0%	1.0%	1.1%	1.7%	3.2%
	'24E	5.2%	0.3%	1.8%	2.2%	2.8%
	'25E	5.4%	0.4%	2.0%	2.2%	2.8%

자료: 각 사 자료, 키움증권 리서치 추정(순이익은 지배주주순이익 기준임)

음식료 업종 실적 전망 및 Valuation Table (2) (단위: 십억원, 배)

종목명		농심	하이트진로	롯데웰푸드	롯데칠성	CJ 프레시웨이
종목코드		004370	000080	280360	005300	051500
종가(2/24, 원)		353,500	19,410	115,600	107,300	20,750
시가총액(2/24, 조원)		2.15	1.36	1.09	1.00	0.25
매출액	'23	3,411	2,520	4,066	3,225	3,074
	'24E	3,439	2,599	4,044	4,025	3,225
	'25E	3,615	2,613	4,199	4,210	3,528
영업이익	'23	212	124	177	211	99
	'24E	163	221	157	185	94
	'25E	177	230	181	231	105
OPM	'23	6.2%	4.9%	4.4%	6.5%	3.2%
	'24E	4.7%	8.5%	3.9%	4.6%	2.9%
	'25E	4.9%	8.8%	4.3%	5.5%	3.0%
순이익	'23	172	36	71	166	54
	'24E	157	106	85	59	26
	'25E	164	135	108	101	52
PER	'23	14.4	45.0	16.6	8.9	5.2
	'24E	13.7	13.1	12.9	18.3	9.5
	'25E	13.1	10.2	10.1	10.7	4.8
PBR	'23	1.02	1.46	0.57	1.01	0.98
	'24E	0.84	1.22	0.52	0.72	0.79
	'25E	0.80	1.16	0.50	0.69	0.69
ROE	'23	7.3%	3.2%	3.5%	11.6%	18.2%
	'24E	6.3%	9.5%	4.1%	4.0%	8.6%
	'25E	6.3%	11.6%	5.0%	6.6%	15.5%
배당수익률	'23	1.2%	4.2%	2.4%	2.3%	1.9%
	'24E	1.4%	5.2%	2.9%	3.2%	2.2%
	'25E	1.4%	5.2%	3.1%	3.2%	2.2%

자료: 각 사 자료, 키움증권 리서치 추정(순이익은 지배주주순이익 기준임)

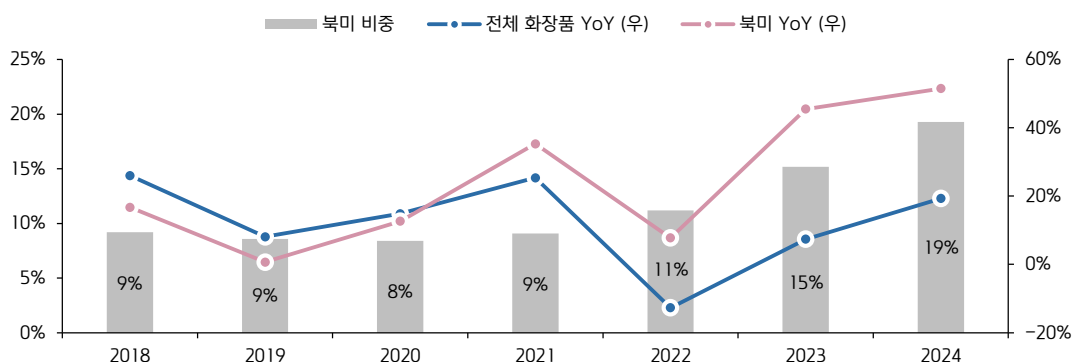
II. 화장품: To the West

>>> 미국 시장 진출 현황 및 성장 잠재력 점검

1) 美 중저가 스킨케어 성장 Flat

24년 국내 화장품 업계는 미국향 수출 호조 덕분에 큰 성장을 이뤄냈다. 24년 화장품 수출액은 85.7억 달러로 +19% 증가했고, 그 중 미국향 수출액은 +51% 증가를 기록했다. 이에 국내 브랜드사들의 미국향 수출도 크게 증가했다. 24년 브랜드사별 미국 매출은 아모레퍼시픽 +25% (코스알엑스 제외) 에이피알 +134%을 기록했다.

국내 화장품 수출, 미국향 수출 추이



자료: Trass, 키움증권리서치

주: HS Code 3304기준, 위에 숫자는 전체 북미향 수출 비중

흥미로운 것은 국내 화장품 업체들의 실적과 수출 지표는 긍정적이지만, 정작 미국 현지 중저가 스킨케어 화장품 시장 내 수요는 크게 성장하지 않았다. 최근 얼타 뷰티의 분기 실적 코멘트에서, 중저가 스킨케어의 매출은 전년동기 비슷한 수준에 그쳤다. 한편 Circana 데이터도 비슷한 데이터 결과를 내놓았는데, 작년 중저가 스킨케어 시장의 성장률은 전년대비 거의 성장하지 않았다.

Ulta의 실적 컨퍼런스 콜 발췌

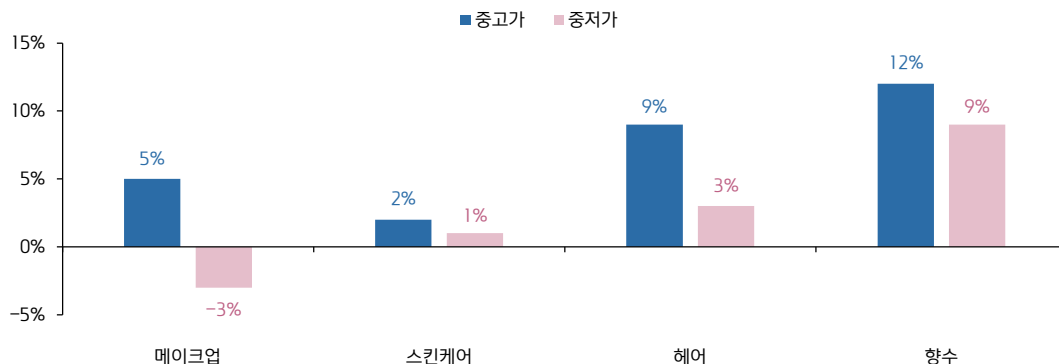
The skincare category delivered mid-single-digit comp growth this quarter, as strong growth in body care was partially offset by a decline in prestige skin care.

Mass skin care was flat.

이번 분기 스킨케어 카테고리의 매출은 동일 매장 기준 +5% 성장, 바디케어의 강한 성장과 중고가 스킨케어의 감소가 상쇄됨. **중저가 스킨케어는 전년과 비슷.**

자료: Ulta, 키움증권리서치

미국 화장품 시장 성장률 (24년)



자료: Circana, 키움증권리서치

2) K뷰티의 성장 비결

현재 국내 브랜드 중 미국 시장에 나서고 있는 업체들은 전부 중저가 시장을 타겟팅하고 있다. 그러나 정작 미국 중저가 시장이 더딘 성장을 보였음에도 불구하고 우리 브랜드사들의 높은 성장률은 의아할 수 밖에 없다. 당사는 그 이유를 크게 2가지로 보았는데, 1) 대부분 브랜드가 아직 채널 확장 시기를 거치고 있고, 2) 우리 브랜드사들이 제품 차별화 전략을 통해 니치(틈새) 시장을 공략하고 있기 때문이다.

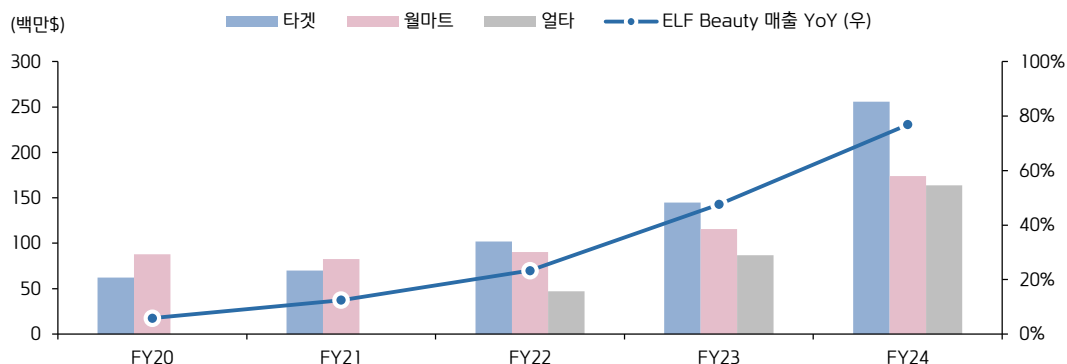
◆ 채널 확장을 통한 침투율 확대

브랜드가 성장하기 위해서는 채널을 늘려야 한다. 채널은 브랜드/제품이 소비자를 만나는 최전선이기때 소비자의 구매를 유도할 수 있고, 채널을 확장할 때마다 브랜드의 실적이 한 단계 Level-up할 수 있기 때문에 중요하다.

이미 우리 브랜드사들은 채널의 중요성을 잘 알고 있다. 채널 확장을 통해 성장 동력을 확보하고 있으며, 온라인 → 오프라인 채널 확장 전략을 적용하고 있다. 초반에는 Tiktok, Instagram 등 콘텐츠를 통해 브랜드의 인지도를 키우면서 Amazon 내 판매를 끌어올리고, 이후 오프라인 채널들의 협력을 통해 점진적으로 확장해나가고 있다.

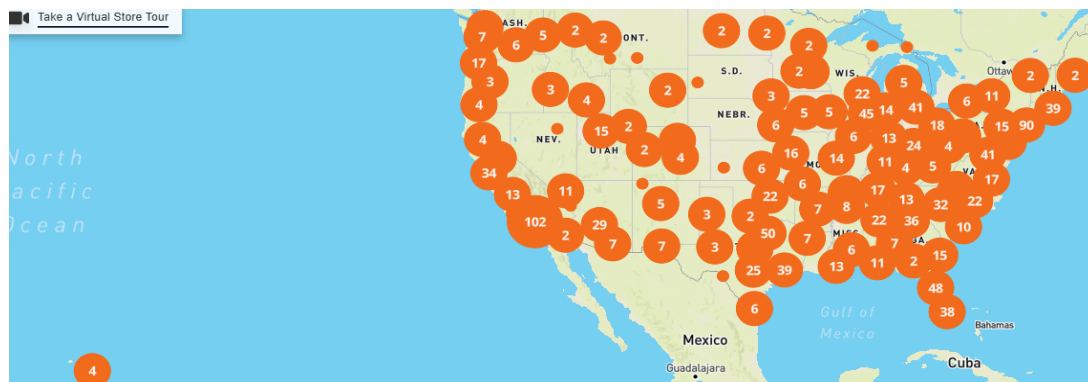
과거 ELF의 사례를 살펴보면, 채널이 실적에 미치는 영향을 다시 한 번 확인할 수 있다. 과거 ELF는 월마트, 타겟이 메인 채널이었는데, ULTA가 추가된 22년, 매출 규모가 기존 2억~3억 초반에서 3억 후반으로 성장하고 그 뒤에도 높은 성장세를 이어갔다. 위 사례는 브랜드사가 채널 확장을 통해 실적의 규모가 단계적으로 성장함을 잘 보여준다.

ELF Beauty의 매출 추이 (채널별)



자료: ELF, 키움증권리서치

Ulta의 미국 내 매장



자료: Ulta, 키움증권리서치

우리 브랜드사들이 주로 타겟팅하는 오프라인 채널로는 뷰티 전문 채널 Ulta와 Sephora가 있고, 그 외에도 마트 채널 Walmart, Target, Costco 등이 있다. 라네즈와 이니스프리는 Sephora 전 채널에, 코스알엑스는 Ulta, 마트 채널에 입점하고 있고, 메디큐브는 글로벌 B2B 채널을 통해 오프라인을 공략하고 있다.

미국의 주요 오프라인 뷰티 채널 정리

설명	채널	FY23 (억 \$)	미국 내 매장 수	비고
뷰티 전문 채널	Ulta	112	1,385	미국 내 1 등 뷰티 채널 (Beauty Retail Channel 점유율 40%)
	Sephora	80*	1,666*	미국 내 2 등 뷰티 채널 (Beauty Retail Channel 점유율 28%) Ulta 보다 Premium 급을 더 많이 다룸
마트	Walmart	4,206	4,599	오프라인 채널 내 뷰티 매출 감소하는 반면, 온라인 내 뷰티 기여는 상승 중. 앞으로 럭셔리 카테고리도 입점 예정
	Target	1,058	1,978	10 대의 뷰티 쇼핑 채널 중 3 위. Ulta와의 협력으로 앞으로 매출 기여 더 늘어날 예정.
	Costco	2,377	616	뷰티 제품은 고마진 (약 25%, 코스트코 평균 15%), 뷰티 품목 확장 예정. K 뷰티 브랜드와 협력 증가. 향후 인디/중저가 뿐 외 럭셔리 까지 확대 계획

자료: 키움증권리서치

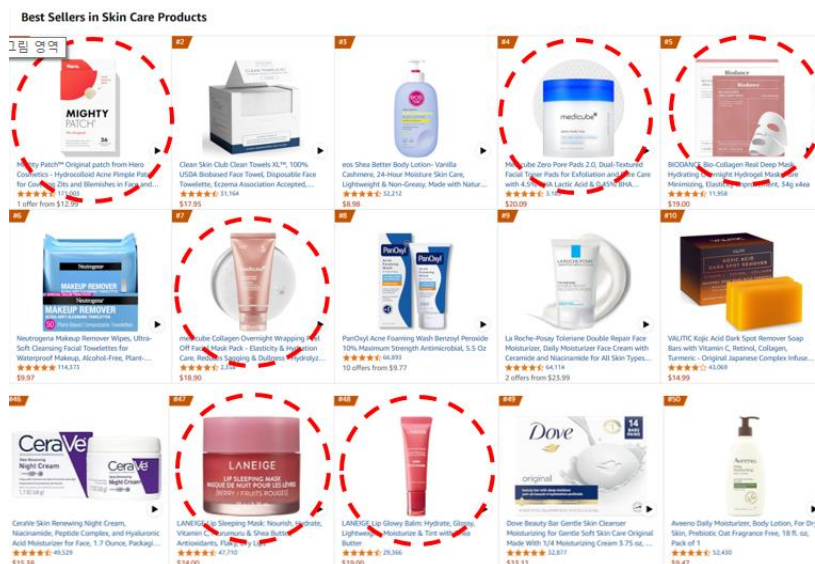
주: 매출은 추정치, 단독매장+Kohls 입점 포함

◆ 제품 차별화를 통한 니치시장 개척

채널도 중요하지만 제품도 중요하다. 채널이 늘어나더라도, 팔리지 않으면 소용없기 때문이다. 최종 수요처인 소비자가 제품을 선택해야 지속가능한 성장이 가능하다. 국내 브랜드들은 개성있고 차별화된 제품으로 시장 내 수요를 이끌어내고 있다.

최근 미국 아마존에서 잘 팔리는 국내산 뷰티 제품들을 꼽아보자면, 라네즈의 립 슬리핑 마스크, 바이오던스의 하이드로겔 마스크, 히어로 코스메틱의 여드름 패치, 메디큐브의 모공패드 등이 대표적이다. 위 제품들은 모두 기존 제품과의 차별화를 통해 니치(틈새)시장을 공략하여 수요를 이끌어낸 사례다.

미국 아마존 베스트셀러 상위 100개 제품 중 국내산 뷰티 제품 표시



자료: Amazon, 키움증권리서치

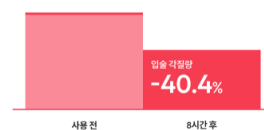
먼저 라네즈의 히트 제품 립 슬리핑 마스크는 입술을 집중적으로 케어해주는 고보습 마스크 팩이다. 건조하고 각질이 생기기 쉬운 입술을 매끄럽고 촉촉하게 가꿔주는데, 수면팩처럼 바른 뒤 자고 일어나면 건강한 입술을 경험할 수 있는 제품이다. 해당 제품은 라네즈의 미국 내 성장을 이끈 효시 제품이나 마찬가지다. 1) 낮 시간 동안 보습을 유지하는 기존 립밤과는 달리 밤 사이에 입술을 케어할 수 있다는 차별성과 2) 입술을 강조하는 메이크업이 유행하는 미국의 트렌드가 강한 수요를 만들어냈다. 미국에서는 립 메이크업이 아름다움을 완성시키는 중요한 요소이며, 실제로 많은 미국 연예인이나, 인플루언서들이 입술을 강조하는 메이크업을 선보이고 있다. 립 메이크업을 매트하게 마무리하는 경우가 많아, 입술이 건조할 경우 메이크업의 완성도가 떨어지기 때문에, 립을 적당히 촉촉하게 만드는 것이 중요하다. 라네즈의 립 슬리핑 마스크는 미국의 문화적 요소와 제품의 차별성이 결합되어 시장에서 수요를 이끌어낸 사례다.

라네즈의 립 슬리핑 마스크

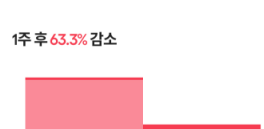


입술 각질량 변화

8시간 후 40.4% 감소



1주 후 63.3% 감소



사용 기간 : 총 14일간
사용 방법 : 10분 ~ 30분 정도 사용
사용 기간 : 2021년 1월 1일 ~ 2021년 1월 24일

자료: 라네즈, 키움증권리서치

립 메이크업을 좋아하는 미국 셀러브리티



자료: 언론종합, 키움증권리서치

바이오던스의 하이드로겔 마스크도 기존 제품과의 차별점 덕에 인기를 끌고 있다. 공식 제품 명칭은 콜라겐 리얼 딥 마스크로, 최근 아마존에서 큰 인기를 얻고 있다. 일반적으로 마스크 팩이 시트지에 화장품 내용물을 적셔서 만든 타입이라면, 해당 제품은 화장품 내용물이 젤 형태로 굳어져서 하이드로겔 시트로 만들어진다. 제품을 사용 후에 매끈하게 보이는 피부 광채 외에도, 원래 흰색이었던 제품이 투명해지는 시각적인 변화가 소비자들을 사로잡을 수 있었던 가장 큰 비결이었다. 특히 틱톡 등 SNS에서 관련 콘텐츠들이 양상되면서 아마존 내 판매 호조를 기록했다.

바이오던스의 콜라겐 리얼 딥 마스크



Bio-Collagen Real Deep Mask is a hydrogel mask made by solidifying 1.19oz (34g) of highly-concentrated serum. As your skin absorbs the active ingredients, it becomes transparent.



자료: 바이오던스, 키움증권리서치

위 제품들은 단순히 브랜드의 실적 성장을 이끌고 있을 뿐 아니라, 차별화를 통한 시장 개척으로 소비자들의 수요를 이끌어냈다. 이처럼 현재 많은 K뷰티 제품들이 참신한 아이디어와 독특한 제품으로 미국의 니치시장을 공략하고 있다.

그러나 니치시장은 성장에 한계가 있다. 시장 진입 초반에는 특정 소비 층을 타겟하기 때문에, 성과를 낼 수 있겠지만, 시장이 작기 때문에 중장기적으로 매출 성장 여력이 제한적이다. 비슷한 시장을 공략하는 미국 현지 인디 뷰티 브랜드사들의 사례를 보면, 이 시장에서 단일 브랜드가 기대할 수 있는 최대 매출은 약 최대 1.5억 달러 수준이다. 현재 국내 브랜드사들의 미국향 매출은 코스알엑스가 0.8억 달러, 라네즈가 0.9억 달러, 이니스프리가 0.2억 달러, 메디큐브가 1.1억 달러 (화장품 0.6억, 디바이스 0.5억) 수준인데, 니치시장을 고집할 경우 단기적으로 성장 여력은 있으나, 중장기적으로 봤을 때는 충분치 않다.

美 인디 뷰티 브랜드사의 미국 내 매출 정리

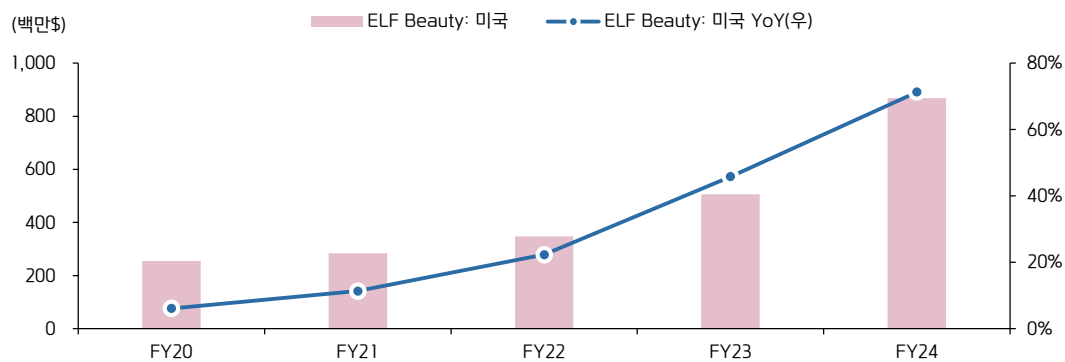
브랜드사	매출액 (million \$)	매출 시기
Glossier	100	2018
Super Goop!	20	2017
Drunk Elephant	120	2019
Glow Recipe	30	2019
Pacifica Beauty	100	2019
Tula Cosmetics	150	2021
Tower 28	10~17	2024
PHLUR	60~70	2024

자료: 키움증권리서치

앞으로 우리 브랜드사들이 중장기적 관점에서 지속가능한 성장을 바라보기 위해서는 니치(틈새)시장에서 매스(대중)시장으로 나아갈 필요가 있다. 기대할 수 있는 매출 규모가 훨씬 크기 때문이다.

일례로 컨셉이 'Affordability'와 'Accessibility'인 ELF는 매스 시장에 자리매김하고 있다. ELF의 FY23 매출은 8.6억 달러 (한화 1.2조원)다. 위 수준이 매스 시장에서 단일 브랜드가 기대해볼 수 있는 매출이라고 본다면, 우리 브랜드들도 매스시장으로 나아갈 경우 기대해볼 수 있는 성장 여력이 훨씬 클 것이다.

ELF 미국 내 매출 추이

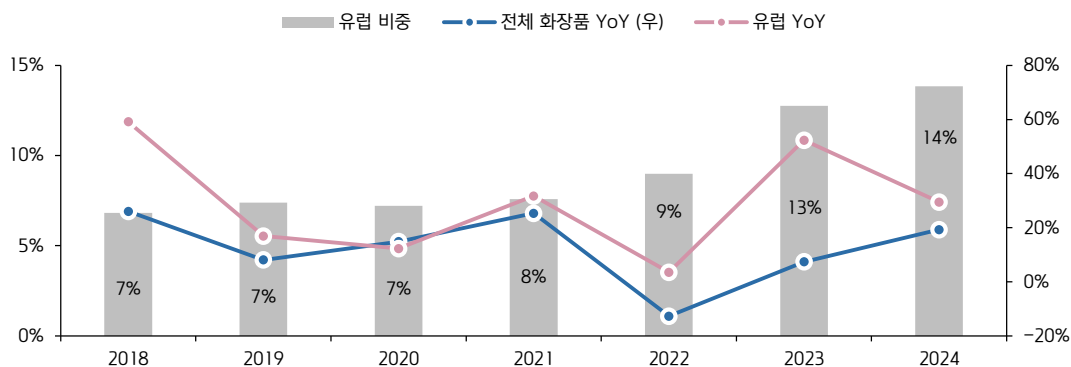


자료: 키움증권리서치

>>> 유럽 시장 진출 사례 분석 및 성장 잠재력 점검

현재 국내 브랜드사들이 미국 시장으로 몰리고 있는 이유는 큰 시장 규모도 있지만, 미국이 타 국가로 통하는 열쇠가 될 수도 있기 때문이다. 미국 시장은 글로벌 파급력이 크기 때문에, 미국 현지에서의 바이럴 효과가 전 지역으로 확대될 가능성이 크다. 특히 미국 문화의 영향을 많이 받거나 미국 문화에 우호적인 지역의 경우 현지 소비자들에게 브랜드 및 제품을 각인시키고, 소비자들과 유대감을 미리 형성할 수 있다. 이에 다음으로 미국과 문화적 차이가 크지 않으면서, 잠재적인 성장 기회가 엿보이는 지역, 유럽에 주목해보았다.

국내 유럽향 수출 YoY, 비중 추이



자료: TraSS, 키움증권리서치

먼저 유럽 시장에 성공적으로 안착한 브랜드들의 채널 진출 사례를 살펴보고, 우리 브랜드들의 채널 진출 현황과 전략을 살펴보았다.

1) 성공 공식의 변화: LUSH, Drunk Elephant, Glow Recipe

과거에는 브랜드가 소비자와 만날 수 있는 공간이 오프라인에 국한되어 있었다. 특히 주로 원 브랜드샵 형태로 운영되었는데, 최근에는 MBS, 이커머스 등 다양한 형태로 변화하고 있다.

◆ 직영 채널 시대의 유망주였던 'LUSH Cosmetics': 오프라인 → 온라인

LUSH는 97년 설립된 영국의 브랜드사다. 설립 초반에는 비누 제품만을 판매하였으나, SKU를 점점 늘리면서 지금은 바디, 스킨케어 제품도 판매하고 있다. 평균가격대는 제품마다 상이한데, 비누/입욕제는 약 \$5-10, 스킨케어는 약 \$15-25다.

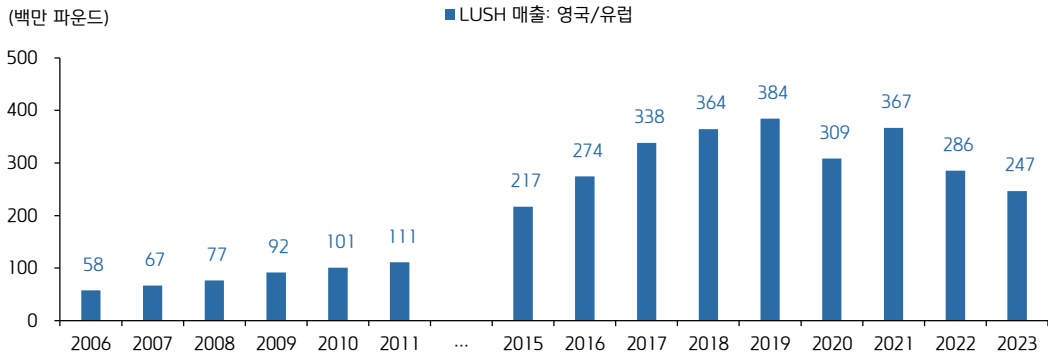
LUSH Cosmetics 제품 소개



자료: LUSH, 키움증권리서치

LUSH는 소비자들이 직접 매장에서 제품을 경험할 수 있는 체험형 매장을 통해 성장하였으며, 대부분 직영으로 운영되었다. 동사는 해외 확장에서도 같은 전략을 적용했다. LUSH는 2000년 초반부터 영국 외 지역으로 뻗어나가기 시작했는데, 해외 지역 진출 이전인 2001년 매출액은 0.2억 파운드 (한화 363억원), 해외 진출 이후 5년 뒤인 2006년 유럽 지역매출액은 0.6억 파운드 (한화 1,090억원) → 2011년 1.1억 파운드 (한화 1,999억원) → 2016년 2.7억 파운드 (한화 4,906억원)을 기록했다.

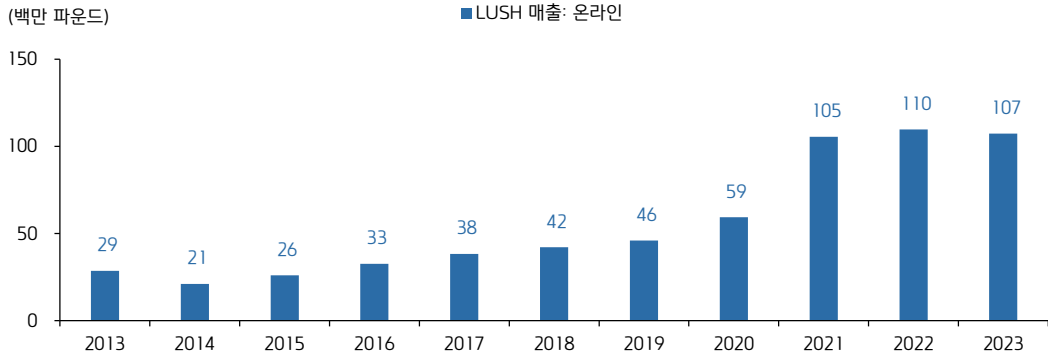
LUSH Cosmetics 영국/유럽 매출 증가 추이



자료: Companies House, 키움증권리서치

2014년부터는 소비 트렌드에 변화에 따라 이커머스 시장에도 진출했다. (14년 이전에도 온라인 매출이 발생하였으나, 전략적으로 접근하기 시작한 것은 14년부터인 것으로 추정) 공식 홈페이지 런칭 이전, 온라인 매출은 약 2,866만 파운드 (한화 520억원)였는데, 소비 트렌드 변화와 디지털 마케팅 강화 (어플리케이션 개발 등) 노력으로 23년 기준 온라인 매출은 1.1억 파운드 (한화 1,999억원)를 달성했다.

LUSH Cosmetics 온라인 매출 추이



자료: Companies House, 키움증권리서치

직영 채널이 주력 채널로 자리매김하던 시기에 탄생한 LUSH는 소비 트렌드 변화에 따라 오프라인에서 온라인으로 뻗어나간 사례다. 최근 들어서는 온+오프라인을 융합한 옴니채널 전략을 채택하는 브랜드사들도 늘고있다. 그 사례로 Drunk Elephant를 살펴보았다.

◆ 대기업의 자본으로 옴니채널 전략을 구사한 'Drunk Elephant': 온라인+오프라인

Drunk Elephant는 13년도 미국에서 설립된 클린뷰티 브랜드다. Drunk Elephant는 원래 온라인 기반 브랜드였지만, 글로벌 그룹사 Shiseido와의 M&A이후 유럽 시장을 본격적으로 공략하면서는 옴니채널 방식을 채택했다.

동사의 평균 가격대는 \$30~\$80, 주요 타겟은 20대~40대 초반에 무해한 성분과 피부 장벽 강화 효과를 원하는 소비자다. 동사는 Suspicious 6 라는 개념을 내세우면서 유해할 수 있는 성분 사용을 금지하고, 피부 장벽을 강화할 수 있는 주요 성분들을 마케팅에 강조하는 브랜드다.

Drunk Elephant 제품 소개



자료: Drunk Elephant, 키움증권리서치

Drunk elephant는 미국에서 온라인 채널을 중심으로 성장했다. 자체적인 SNS 캠페인, 인플루언서와의 콜라보레이션 등 덕분에, 온라인 채널과 친밀도가 높은 젊은 세대에게 많은 인기를 끌었다. 초반에는 자사몰과 SNS에서만 마케팅과 판매가 이루어졌지만, 이후에는 세포라와의 협력을 통해 오프라인에 진출할 수 있었다.

미국에서는 온라인 → 오프라인 방식으로 채널을 늘렸던 것과는 달리, 유럽에서는 진출 초기부터 오프라인에도 입점하였다. 세포라와의 파트너십 체결로 유럽 오프라인 시장에 첫 발을 디뎠고, 이후에는 Space NK, Boots 등으로 확장하면서 규모를 키웠다. 이 과정에서 파리 등 주요 지역에서 팝업 스토어를 오픈하는 등, 오프라인 행사를 함께 진행했다. 미국에서는 온라인에서만 마케팅을 진행했던 것과는 달리, 유럽에서는 온라인뿐 아니라 오프라인도 함께 공략하는 방식을 선택했음을 알 수 있다.

Drunk Elephant 파리 오프라인 팝업 행사



자료: Drunk Elephant, 키움증권리서치

한편 SNS 의 영향력 확산 덕분에 온라인에서 오프라인으로 진출하고 있는 브랜드들도 등장하고 있는데, 미국 인디 뷰티 브랜드 Glow Recipe 가 그 경우다.

◆ 온라인에서 발돋움한 라이징스타 'Glow Recipe': 온라인 → 오프라인

Glow Recipe는 14년 미국에서 설립된 K뷰티 컨셉 브랜드다. 평균 가격대는 \$20~\$60, 주요 타겟은 10대 후반에서 30대 초반의 소비자다. 브랜드는 무해한 성분, 자연주의, 비건을 강조하고 있으며, 간단한 라벨링과 둥그런 용기 사용으로 깔끔하면서도 귀여운 느낌을 준다.

Glow Recipe 제품 소개



자료: Glow Recipe, 키움증권리서치

미국에서 Glow Recipe는 K뷰티 유통 채널의 PB제품으로 시작했다. 원래 로레알에서 근무하던 창립자가 퇴사 후 K뷰티 정보 공유, 제품 판매 플랫폼을 만들었는데, K뷰티의 감성을 강조하는 PB브랜드를 기획하면서 Glow Recipe가 탄생하였다. 브랜드의 시작이 온라인 플랫폼의 PB제품이었기 때문에,

주요 판매 채널은 자사 플랫폼이었고, 마케팅도 온라인에서만 주로 이뤄졌다. 이후에는 타 온라인 채널뿐 아니라, 세포라와의 독점 계약을 통해 오프라인 채널에 진출하였다.

유럽에서의 성장 전략도 유사했다. K뷰티, 비건, 자연주의를 강조했고, 온라인 채널을 중심으로 주로 판매되었다. 초기에는 유럽 소비자들을 위한 자사몰을 따로 개설하여 판매했고, 이후 타 온라인 플랫폼 진출을 통해 판로를 넓힐 수 있었다. 이후 세포라를 통해 유럽 오프라인 채널에 첫 진출하였으며, 이후 Boots, Space NK 등으로 판매 채널을 확장하였다.

이처럼 트렌트의 변화는 브랜드사의 성장 공식에 영향을 미치고 있다. 글로벌 그룹사들은 이러한 변화에 선제적으로 대응하기 위해 이미 몇 년 전부터 브랜드들의 채널들을 다변화하였다. 에스티로더는 기존 백화점 채널 비중을 줄이고, 신흥 채널 비중을 늘렸다고 언급했던 바가 있고, 로레알도 헤어살롱, 매스 소매, 백화점, 드럭스토어 등, 자사 브랜드들의 채널 다양화를 강조한 적이 있었다.

글로벌 그룹사의 채널 전략: 에스티로더 (좌), 로레알 (우)



자료: 에스티로더, 로레알, 키움증권리서치

Glow Recipe 뿐 아니라, 최근 온라인 채널을 통해 글로벌 시장으로 확장하는 브랜드들이 심심치 않게 보이고 있다. Bubble, BYOMA 등, SNS 내 콘텐츠로 뷰티 관련 게시글을 올리는 소비자들이 늘어나고, 관련 인플루언서들의 영향력도 커지면서, 브랜드/제품이 자연스럽게 해외 시장에 알려지고 있다.

2) K뷰티 in Europe

현재 K뷰티도 유럽 시장에서 온라인에서 오프라인으로 확장하는 방식으로 성장하고 있다. SNS의 영향력 확대로 북미에서의 브랜드 육성 효과가 유럽 시장에도 빛을 보고 있다. 북미-유럽간 인기 제품이 거의 유사하다는 점을 고려했을 때 (코스알엑스의 스네일 라인, 라네즈의 립 슬리핑 마스크, 메디큐브의 모공제로패드와 부스터 프로 등), 해당 지역 내 소비자들의 니즈는 크게 다르지 않다. 북미 시장에서 K뷰티가 스며들었듯이, 향후 유럽 지역에도 K뷰티가 자리매김 할 것으로 기대한다.

라네즈 립 슬리핑 마스크, 영국 세포라 베스트셀러 상위권

자료: Sephora, 키움증권리서치
주: 영국 스킨케어 베스트셀러 기준 2/21일 검색

CosRX의 스네일 크림, 독일 아마존 베스트셀러 상위권

자료: Amazon, 키움증권리서치
주: 독일 스킨케어 베스트셀러 기준 2/21일 검색

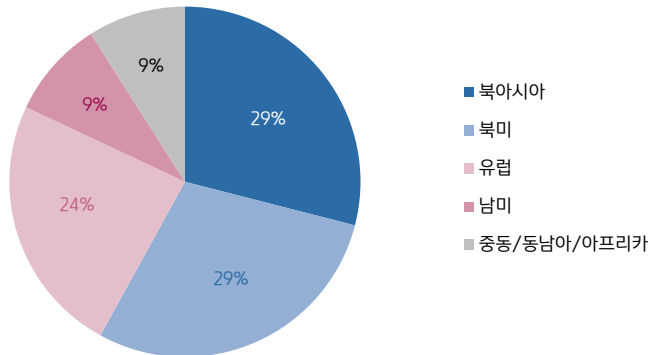
◆ 유럽 뷰티 시장을 겨냥한다면, 처음에는 니치 시장이 적합

유럽 시장은 미국만큼 매력적인 시장이지만, 공략 난이도는 더 높은 편이다. 글로벌 뷰티 시장 규모는 약 2,820억 달러 (한화 406조원)로 추정되는데, 그중 북미가 29%, 유럽이 24%를 차지한다. 시장 규모가 북미 보다는 작지만, 절대 규모로는 충분히 매력적인 시장이다.

하지만 유럽은 (1)국가와 언어의 다양성으로 인해 투자 비용이 더 많이 들고, (2) 경쟁력이 높은 브랜드사들이 포진하고 있기 때문에 공략 난이도가 더 높을 것으로 예상된다. 북미는 나라 수가 적고, 나라간 언어/문화도 크게 다르지 않은 반면, 유럽 내 국가 수는 총 44개로, 지역 내 국가와 언어가 다양하다. 이에 글로벌 그룹사 로레알도 유럽 지역을 8개로 분류하여 관리하고 있을 정도다. 더군다나 유럽은 현지 플레이어도 상당히 강력하다. 글로벌 뷰티 그룹사 상위 6개 업체 중 절반이 유럽 기반이다 (로레알, 유니레버, LVMH). 해당 업체들의 업력과 탄탄한 브랜드 포트폴리오를 고려했을 때, 사실 상 정면승부는 어려울 수 밖에 없다.

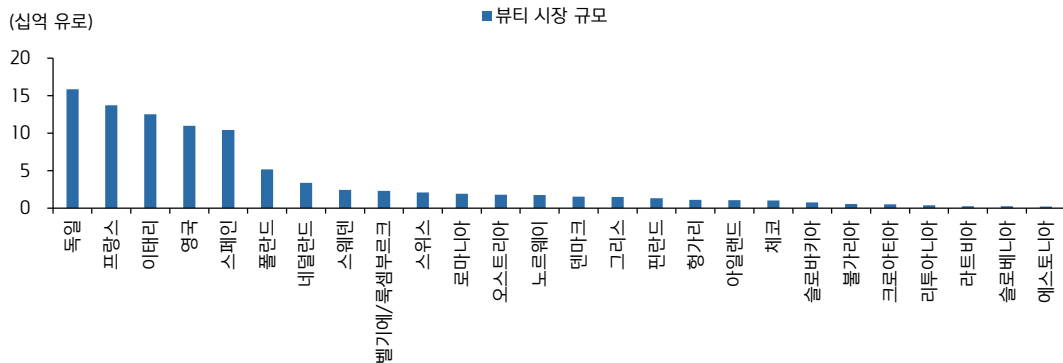
이에 현재 대부분 브랜드사들은 북미 시장에서의 레퍼런스를 활용하여 유럽 시장에 접근하고 있다. 현재 국내 브랜드들이 대부분 미국의 니치시장에서 인디 브랜드로 브랜딩하고 있기 때문에, 유럽도 니치시장에 먼저 접근하는 게 합리적인 것이다.

글로벌 화장품 시장 비중



자료: 로레알, 키움증권리서치

유럽 국가별 뷰티 시장 규모



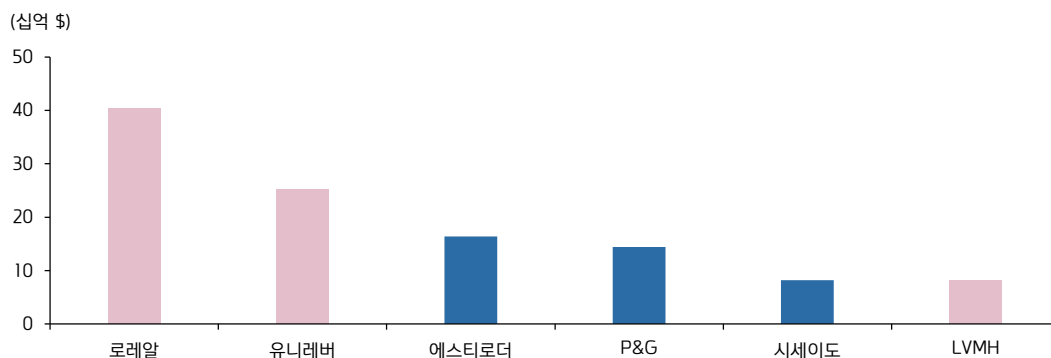
자료: 유로모니터, 키움증권리서치

로레알의 유럽 지역 분류



자료: L'Oréal, 키움증권리서치

글로벌 뷰티 그룹사 순위 및 매출 (23년)

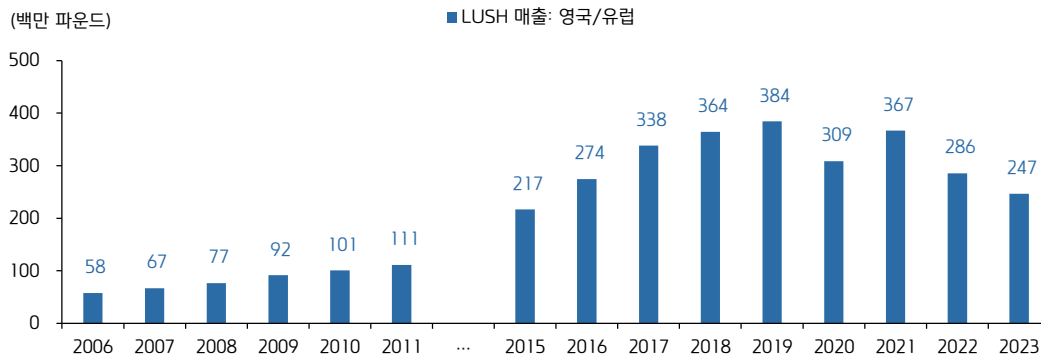


자료: Cierro, 키움증권리서치

그렇다면 이 시장에서 단일 브랜드가 기대해볼 수 있는 매출 규모는 어느 정도일까? 과거 친환경 브랜드로서 유럽 뷰티 시장에 발돋움한 LUSH의 사례를 다시 살펴보았다.

LUSH의 영국/유럽 매출은 2000년도부터 성장세를 이어온 뒤 2019년에 고점을 기록, 2020년 이후부터는 대략 2.5~3억 파운드 수준에 머물러있다. 이는 파운드 환율 1,817원 기준 원화 4,500억원~5,500억원이다. 다만 LUSH가 직영점 중심 비즈니스인데 반해, 대부분 국내 브랜드사들은 유럽 사업을 B2B 중심으로 운영하고 있기 때문에, 매출은 30~50% 정도 할인해야 한다. 50%를 할인 적용했을 경우, 이에 단일 브랜드로서 기대할 수 있는 매출 규모는 약 1.3~1.5억 파운드 (한화 2,300억~2,700억원)로 추정된다.

LUSH 영국/유럽 매출 추이



자료: Companies House, 키움증권리서치

현재 유럽 시장에 진출한 업체로는 아모레퍼시픽의 코스알엑스, 라네즈, 이니스프리, 에이피알의 메디큐브가 있다. 해당 업체들의 판매 채널은 크게 1) 온라인, 2) MBS (Multi Brand Shop), 3)글로벌 B2B로 나뉜다. 대체로 브랜드에 대한 마케팅은 온라인을 통해 이뤄지지만, 판매는 주로 오프라인을 통해 발생하고 있다. 한편 글로벌 B2B 채널은 협력 업체의 온오프라인 판매 비중을 알기가 어려워, 정확한 채널 노출도를 파악하기 쉽지 않았다.

◆ 온라인: 판매 보다는 마케팅이 중요한 채널

국내 업체들의 온라인 채널 비중은 상대적으로 낮은 편이지만, 그래도 중요하다. 대부분 북미 시장에서의 레퍼런스 효과를 이용하여 유럽 시장에 접근하고 있는데, 이 바이럴의 확산 경로가 온라인이기 때문이다.

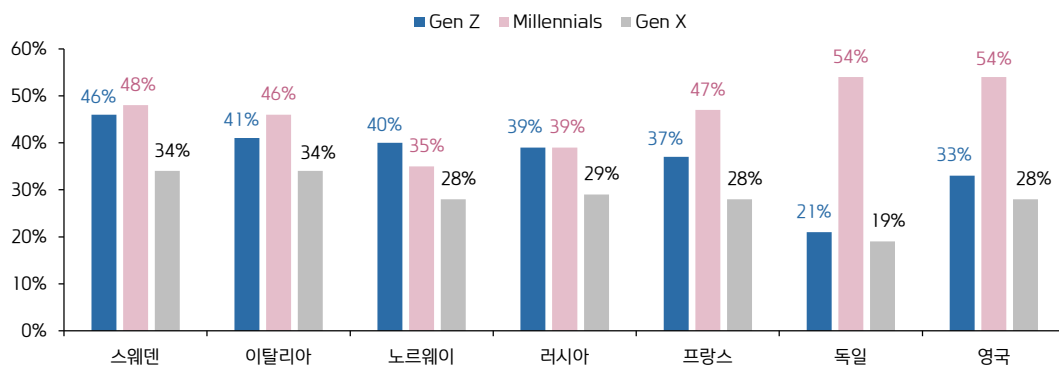
유럽 뷰티 시장의 온오프라인 비중은 2:8로 수준이다. 규모는 상대적으로 적은 편이지만, 온라인 채널의 세대별 이용 비중은 대체로 M세대는 40~50%, Z 세대는 20~40% 정도로, 국내 브랜드들이 타겟팅 하는 20~30대가 큰 비중을 차지하기에 중요하다. 한편 주력 플랫폼은 나라마다 상이하다. 대체로 아마존, 세포라, 테스코, 노티노가 메인채널이다.

유럽 주요 뷰티 이커머스 순위 및 GMV (23년)

순위	프랑스		독일		이탈리아		영국	
	플랫폼	GMV (mln \$)	플랫폼	GMV (mln \$)	플랫폼	GMV (mln \$)	플랫폼	GMV (mln \$)
1	Sephora.fr	241	Sephora.com	3,063	Amazon.it	192	Tesco.com	563
2	Veepee.fr	222	Ulta.com	1,929	Notino.it	144	Amazon.com	553
3	Amazon.fr	220	Bathandbodyworks.com	1,571	Sephora.it	112	Asda.com	422
4	Nocibe.fr	184	Shiseido.com	774	Shein.com	74	Boots.com	409
5	Shein.com	147	Lipscosme.com	752	Hair-gellery.it	64	Ocado.com	347

자료: Cierro, 키움증권리서치

온라인에서 뷰티 제품을 구매하는 세대 비중



자료: Cierro, 키움증권리서치

코스알엑스와 라네즈는 Amzon, Sephora 온라인 물에서 판매되고 있고, 이니스프리는 아마존, 자체 직영몰, 에이스스에서 온라인 매출이 발생하고 있지만, 규모가 크지는 않은 것으로 파악된다.

◆ MBS: 가장 대중적인 오프라인 채널

유럽은 나라마다 주류 오프라인 채널이 다르다. 그나마 뷰티 부문의 경우 공통적으로 MBS채널이 주류에 속한다. 대표적으로 세포라, 부츠, 더글라스, Space NK 등이 있다.

유럽 주요 뷰티 리테일러

	Headquater	Regional Presence	Sales* (mln\$)	Stores*	Sales per Store (mln\$)
Sephora	프랑스	글로벌	13,646	2,600	5.25
Douglas	독일	EMEA	3,770	2,431	1.55
SpaceNK	영국	EMEA	137	75	1.83
DM-Drugerie	독일	EMEA	10,828	~3,400	3.18
Matas	덴마크	EMEA	549	272	2.02
Walgreens Boots	미국	글로벌	131,537	~9,000	14.62
AS Watsons	홍콩	글로벌	21,562	~14,500	1.49

자료: 딜로이트, 키움증권리서치

주: FY18 기준

유럽 주요 오프라인 채널 정리

국가	유통시장 특징	주요 채널
프랑스	다양한 형태의 유통 채널 발달 마트/하이퍼마켓이 가장 강세	마트: TESCO
		백화점: Lafayette
		드럭스토어: MyFrenchPharma
		뷰티전문채널: Sephora
독일	드럭스토어, 슈퍼마켓이 가장 강세	마트: Galeria Kaufhof
		백화점: LA RINASCENTE
		드럭스토어: Rossmann
		뷰티전문채널: DM
이탈리아	MBS 보다는 원브랜드샵이 강세 원브랜드샵, 뷰티전문채널, 드럭스토어 순	마트: Aldi
		백화점: Barasch Brother Department Store
		드럭스토어: Parashop&Pharmacies
네덜란드	드럭스토어가 강세, 다음으로는 슈퍼마켓, 백화점 시장 내 소규모 아시아 뷰티 편집 매장이 존재	마트: Albert Heijn
		백화점: De Bijenkorf
		드럭스토어: Maison de Bonneterie
		뷰티전문채널: Cosmania

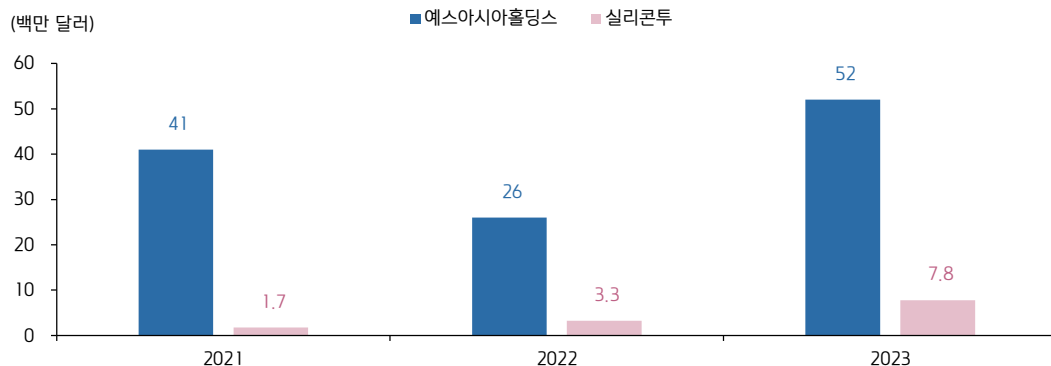
자료: 대한화장품연구원, 키움증권리서치

유럽 사업에서 MBS가 메인 채널인 브랜드는 라네즈와 이니스프리가 있다. 라네즈의 연간 유럽향 매출은 약 670억인 것으로 추정되는데, 오프라인 채널 매출 대부분이 MBS에서 발생한다. 라네즈는 20년에 세포라 800개 매장 입점했고, 이후 23년부터 브랜드 수요가 증가하면서 성장세를 이어오고 있다. 최근에는 영국을 거점 지역으로 삼으면서 Boots, Space NK에도 입점하였다. **역시 가장 잘 팔리는 제품은 립 슬리핑 마스크, 바운시 앤 펌 제품이며, 복미와 똑같다.** 한편 이니스프리의 유럽 매출은 약 25억 수준으로 매출 규모는 비교적 작다. 이니스프리는 21년에 세포라 입점하였고, 작년부터 진출 채널을 늘리고 있다.

◆ 글로벌 B2B: 파편화된 시장을 공략하기 위한 솔루션

글로벌 B2B는 브랜드사로부터 제품을 사입한 뒤 해외에서 판매하는 유통업체다. 국내 상장사로는 실리콘투, 해외 상장사로는 에스아시아홀딩스가 있다. **해당 업체들의 실적을 살펴보면, 유럽 채널 내 K뷰티 제품에 대한 수요는 적지 않다.** 23년 기준 실리콘투의 유럽향 매출은 780만 달러, 에스아시아홀딩스의 유럽향 매출은 5,200만 달러였다.

실리콘투, 에스아시아홀딩스 유럽향 매출 추이

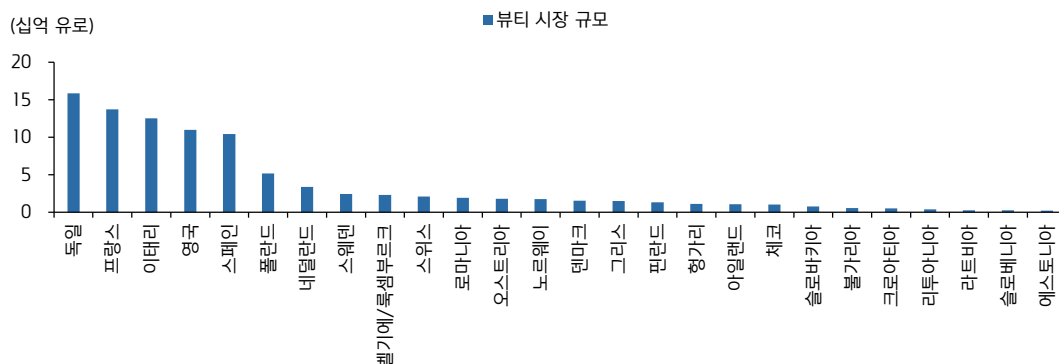


자료: 실리콘투, 에스아시아홀딩스, 키움증권리서치

글로벌 B2B 업체들과 거래했을 때 브랜드사가 얻을 수 있는 이점은 (1) 마케팅 부담이 없기 때문에 OPM%이 높고, (2) 대량으로 제품을 구매하기 때문에 매출을 많이 일으킬 수 있고, (3) B2B업체의 유통망을 통해 해외 소비자와 접점을 만들 수 있다.

유럽은 구성 국가가 많고, 국가간 문화도 조금씩 상이하다. 지역마다 마케팅 인력을 두기 어려울 수 있기 때문에, 브랜드사는 차라리 현지 분위기에 대한 이해도가 높은 B2B 파트너사에게 제품을 판매하는게 합리적일 수 있다. 다만 이 경우, 제품을 판매하고 나면 B2B 파트너사에게 가격 결정권이 넘어가기 때문에, 혹시라도 전방 시장 내 재고가 쌓일 경우 제품의 가격 관리가 쉽지 않을 수 있다는 리스크가 있다.

유럽 국가별 뷰티 시장 규모



자료: 유로모니터, 키움증권리서치

현재 국내 업체 중에는 코스알엑스와 메디큐브가 글로벌 B2B 업체와의 협력을 통해 유럽 시장에 진출하였다. 코스알엑스의 24년 연간 유럽 매출은 약 1,200억원으로 추정되는데, 그 중 약 50%가 글로벌 B2B를 통해 발생한다. 역시 가장 인기를 끌고 있는 제품은 스네일 라인과 RX라인으로, 복미와 크게 다르지 않다. 한편 메디큐브의 24년 연간 유럽향 매출은 약 27억원으로 추정되며, 100% 글로벌 B2B에서 발생하고 있다. 올해는 약 180억원 이상이 유럽에서 발생할 것으로 기대되고 있으며, 뷰티 디바이스와 화장품의 비중은 50:50일 것으로 예상된다. 뷰티 디바이스에서 가장 반응이 좋은 제품은 역시 부스터프로 제품이고, 화장품은 제로 모공패드, PDRN 제품이다. 두 업체 모두 복미에서 가장 잘 팔리는 제품이 똑같이 유럽에서도 인기를 끌고 있다.

>>> 화장품 업종 투자전략

현재 브랜드사들이 북미 시장에 집중하고 있는 이유는 글로벌 시장으로 나아가기 위함이다. 만약 북미 다음으로 브랜드사들이 타겟할 지역이 어디일지 생각해보면, 문화적으로 북미와 차이가 크지 않고, 시장 규모도 매력적인 (글로벌 시장 규모: 북미 29%, 유럽 24%) 유럽이 될 가능성이 높다. 향후 업체들이 유럽 시장을 공략한다면, 북미 시장에서의 레퍼런스를 활용하여 유럽 니치시장에 접근할 것으로 예상된다.

실제로 현재 대다수 브랜드사들은 북미 소비 시장에서 얻은 레퍼런스, 간접적인 마케팅 효과를 바탕으로 유럽지역을 공략하고 있다. 다만 아직은 대부분 성장 전략이 북미 시장에 집중되어 있기 때문에, 유럽 시장은 메인 채널인 MBS나 온라인을 통해 직접적으로 공략하기 보다는 글로벌 B2B를 통해 간접적으로 접근하고 있는 상황이다. 중장기적 관점에서 브랜드사들의 유럽 진출이 단계적으로 가시화될 것으로 예상하며, 향후 미국에서 유럽으로 성장 모멘텀이 이어질 수 있는 업체에게 주목할 필요가 있다. 화장품 업종 브랜드사 중 최선호주는 아모레퍼시픽, 차선호주는 에이피알이다.

아모레퍼시픽: 라네즈는 이제 북미를 넘어, 글로벌로 나아가고 있다. 북미 뿐 아니라, 유럽에서도 긍정적인 반응이 포착된다. 북미와 유럽 채널 내 인기 제품이 유사하다는 점을 비춰보았을 때, 북미 시장에서의 브랜드 육성 효과가 유럽에서도 빛을 보고 있다. 오프라인에서도 채널 내 수요가 견조하며, 이에 Sephora, Space NK, Boots 등 채널 확장세가 이어지고 있다. 아모레퍼시픽을 최선호주로 제시한다.

에이피알: 글로벌 B2B와의 협력 강화를 통해 글로벌 채널을 빠르게 늘리고 있다. 올해 동사의 글로벌 B2B 채널 매출 목표치는 약 1,800억원이며, 그중 유럽은 성장 기여도가 가장 높은 지역 중 하나다. 작년 유럽향 매출은 약 22억원 수준에 불과했지만, 올해는 180억원 이상을 달성할 것으로 기대된다. 에이피알을 차선호주로 제시한다.



기업분석

삼양식품
(003230)

BUY(Maintain)/목표주가 1,200,000원
증설 Cycle의 시작

CJ
(001040)

BUY(Initiate)/목표주가 153,000원
내수+인바운드+미국

아모레퍼시픽
(090430)

BUY(Maintain)/목표주가 170,000원
국내 브랜드사의 정석

에이피알
(278470)

BUY(Maintain)/목표주가 76,000원
해외 성장 강화

삼양식품 (003230)



BUY(Maintain)

목표주가 1,200,000원

주가(2/25) 879,000원

음식료/유통 Analyst 박상준, CFA
sjpark@kiwoom.com

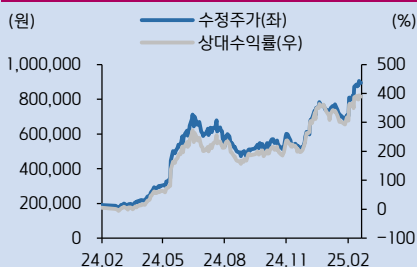
Stock Data

KOSPI (2/25)	2,630.29pt	
시가총액	66,215억원	
52주 주가동향	최고가	최저가
	906,000원	170,900원
최고/최저가 대비 등락	-3.0%	414.3%
주가수익률	절대	상대
1M	23.8%	19.4%
6M	75.8%	80.6%
1Y	372.6%	379.3%

Company Data

발행주식수	7,533천주
일평균 거래량(3M)	86천주
외국인 지분율	15.7%
배당수익률(25E)	0.4%
BPS(25E)	156,550원
주요 주주	삼양라운즈퀘어
	외 6 인
	45.0%

Price Trend



증설 Cycle의 시작

>>> 미국 메인스트림 채널 침투 본격화

삼양식품은 올해 5월에 밀양 2공장이 완공되면서, 핵심 제품인 불닭볶음면의 판매량이 재차 증가할 것으로 전망된다. 기존 핵심 유통 채널인 코스트코와 월마트에서는 입점을 증가, 매대 면적 확장 등을 통한 외형 성장이 기대되고, 크로거/타겟/샘스클럽 등 신규 소매 채널에 입점하면서, ASP와 판매량이 동시에 상승할 것으로 기대된다.

>>> 유럽 시장으로의 확장 가능성도 충분

과거 대비 디지털 마케팅이 급증하면서, 국경을 넘어선 글로벌 소비 트렌드 전파와 마케팅이 용이해지고 있다. 불닭볶음면은 미국 시장에서 얻은 인지도를 바탕으로 유럽 시장에서 유통 채널들의 입점 요구가 증가하고 있다. 유럽은 아직 1인당 라면 소비량이 낮은 수준이고, 미국과 유사한 규모를 창출할 수 있는 잠재력이 있는 시장이기 때문에, 전사 매출 성장 기여도가 점차 확대될 것으로 전망된다.

>>> 투자의견 BUY, 목표주가 120만원

삼양식품에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 1,200,000원을 유지한다. 당사는 올해 밀양 2공장 증설을 통해, 미국과 유럽 시장의 공급을 정상화하면서, 전사 매출과 이익 증가율이 가파르게 나타날 것으로 전망된다.

(십억원, IFRS 연결)	2022	2023	2024P	2025F	2026F
매출액	909.0	1,192.9	1,730.0	2,284.1	2,732.7
영업이익	90.4	147.5	344.2	500.8	644.9
EBITDA	115.3	179.7	385.7	553.8	713.6
세전이익	102.0	156.3	352.4	514.1	664.1
순이익	80.3	126.6	272.4	389.7	503.4
지배주주지분순이익	79.8	126.3	272.7	389.7	503.4
EPS(원)	10,593	16,761	36,205	51,726	66,823
증감률(% YoY)	41.6	58.2	116.0	42.9	29.2
PER(배)	12.0	12.9	24.3	17.0	13.2
PBR(배)	2.11	2.88	8.10	5.61	4.01
EV/EBITDA(배)	9.6	9.7	17.3	11.7	8.7
영업이익률(%)	9.9	12.4	19.9	21.9	23.6
ROE(%)	18.9	24.8	39.5	39.0	35.6
순차입금비용(%)	32.8	17.8	4.0	-10.7	-24.9

자료: 키움증권 리서치센터

삼양식품 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24P	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024P	2025E	2026E
매출액	385.7	424.4	439.0	480.8	531.3	547.9	579.3	625.6	1,730.0	2,284.1	2,732.7
(YoY)	57.1%	48.7%	30.9%	47.1%	37.7%	29.1%	32.0%	30.1%	45.0%	32.0%	19.6%
국내	96.8	92.3	98.1	100.0	95.0	99.5	102.1	102.0	387.2	398.5	413.4
(YoY)	10.4%	-3.3%	2.7%	-4.8%	-1.8%	7.8%	4.1%	2.0%	0.9%	2.9%	3.7%
해외	289.0	332.1	340.9	380.8	436.3	448.4	477.2	523.6	1,342.8	1,885.6	2,319.3
(YoY)	83.0%	74.9%	42.2%	71.7%	51.0%	35.0%	40.0%	37.5%	65.9%	40.4%	23.0%
매출총이익	163.5	192.4	191.1	203.6	228.3	237.0	259.3	275.5	750.7	1,000.0	1,218.8
(GPM)	42.4%	45.3%	43.5%	42.4%	43.0%	43.3%	44.8%	44.0%	43.4%	43.8%	44.6%
판매비	83.4	102.9	103.8	116.3	112.9	123.0	130.4	132.8	406.5	499.2	573.9
(판매비율)	21.6%	24.3%	23.7%	24.2%	21.3%	22.4%	22.5%	21.2%	23.5%	21.9%	21.0%
영업이익	80.1	89.5	87.3	87.3	115.3	114.0	128.9	142.6	344.2	500.8	644.9
(YoY)	235.8%	103.1%	101.0%	141.5%	44.0%	27.4%	47.6%	63.3%	133.4%	45.5%	28.8%
(OPM)	20.8%	21.1%	19.9%	18.2%	21.7%	20.8%	22.2%	22.8%	19.9%	21.9%	23.6%
세전이익	84.2	92.2	79.5	96.3	118.6	117.3	132.2	145.9	352.3	514.1	664.1
순이익	66.5	70.3	58.7	76.7	89.9	88.9	100.2	110.6	272.3	389.7	503.4
(지배)순이익	66.5	70.5	58.9	76.7	89.9	88.9	100.2	110.6	272.6	389.7	503.4
(YoY)	197.9%	102.5%	55.9%	145.0%	35.2%	26.0%	70.2%	44.2%	115.9%	42.9%	29.2%

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024P	2025F	2026F
매출액	909.0	1,192.9	1,730.0	2,284.1	2,732.7
매출원가	657.8	776.2	979.2	1,284.1	1,513.9
매출총이익	251.2	416.7	750.7	1,000.0	1,218.8
판매비	160.8	269.2	406.5	499.2	573.9
영업이익	90.4	147.5	344.2	500.8	644.9
EBITDA	115.3	179.7	385.7	553.8	713.6
영업외손익	11.6	8.8	8.1	13.2	19.2
이자수익	2.1	5.4	10.1	7.9	12.2
이자비용	4.8	12.2	17.4	11.1	9.5
외환관련이익	16.3	27.3	25.0	25.0	25.0
외환관련손실	16.6	25.5	30.0	25.0	25.0
중속 및 관계기업손익	2.4	5.5	0.0	0.0	0.0
기타	12.2	8.3	20.4	16.4	16.5
법인세차감전이익	102.0	156.3	352.4	514.1	664.1
법인세비용	21.7	29.7	80.0	124.4	160.7
계속사업손익	80.3	126.6	272.4	389.7	503.4
당기순이익	80.3	126.6	272.4	389.7	503.4
지배주주순이익	79.8	126.3	272.7	389.7	503.4
증감률 및 수익성 (%)					
매출액 증감률	41.6	31.2	45.0	32.0	19.6
영업이익 증감률	38.3	63.2	133.4	45.5	28.8
EBITDA 증감률	43.0	55.9	114.6	43.6	28.9
지배주주순이익 증감률	41.6	58.3	115.9	42.9	29.2
EPS 증감률	41.6	58.2	116.0	42.9	29.2
매출총이익율(%)	27.6	34.9	43.4	43.8	44.6
영업이익률(%)	9.9	12.4	19.9	21.9	23.6
EBITDA Margin(%)	12.7	15.1	22.3	24.2	26.1
지배주주순이익률(%)	8.8	10.6	15.8	17.1	18.4

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024P	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	47.8	168.1	246.1	321.1	435.0
당기순이익	0.0	0.0	272.4	389.7	503.4
비현금항목의 가감	27.0	47.6	41.4	53.0	68.7
유형자산감가상각비	24.9	32.2	41.4	53.0	68.7
무형자산감가상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지분법평가손익	-2.4	-5.5	0.0	0.0	0.0
기타	4.5	20.9	0.0	0.0	0.0
영업활동자산부채증감	-63.5	-7.8	-57.7	-67.1	-46.4
매출채권및기타채권의감소	-24.6	0.2	-39.9	-38.8	-31.5
채고자산의감소	-64.0	-38.9	-30.8	-55.4	-44.9
매입채무및기타채무의증가	14.7	20.7	23.2	30.1	31.4
기타	10.4	10.2	-10.2	-3.0	-1.4
기타현금흐름	84.3	128.3	-10.0	-54.5	-90.7
투자활동 현금흐름	-99.8	-23.7	-159.9	-182.1	-197.8
유형자산의 취득	-88.2	-45.0	-170.0	-190.0	-210.0
유형자산의 처분	1.2	0.2	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	7.9	-3.5	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	7.7	3.4	0.0	0.0	0.0
단기금융자산의감소(증가)	14.2	14.0	0.0	0.0	0.0
기타	-42.6	7.2	10.1	7.9	12.2
재무활동 현금흐름	37.1	-20.1	112.2	-210.6	-83.5
차입금의 증가(감소)	69.7	8.4	145.2	-176.4	-46.4
자본금·자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	-6.8	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-13.5	-11.9	-15.7	-23.1	-27.6
기타	-12.3	-16.6	-17.3	-11.1	-9.5
기타현금흐름	-2.6	-2.5	16.3	56.1	85.7
현금 및 현금성자산의 순증가	-17.6	121.8	214.7	-15.5	239.5
기초현금 및 현금성자산	114.5	96.9	218.7	433.4	417.9
기말현금 및 현금성자산	96.9	218.7	433.4	417.9	657.4

자료: 키움증권 리서치센터

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024P	2025F	2026F
유동자산	353.9	497.3	789.2	868.0	1,183.8
현금 및 현금성자산	96.9	218.7	433.4	417.9	657.4
단기금융자산	36.8	22.8	22.8	22.8	22.8
매출채권 및 기타채권	85.8	81.4	121.3	160.1	191.6
채고자산	110.3	142.2	173.0	228.4	273.3
기타유동자산	24.1	32.2	38.7	38.8	38.7
비유동자산	571.0	673.0	801.5	938.6	1,079.8
투자자산	13.9	10.6	10.6	10.6	10.6
유형자산	475.3	543.0	671.6	808.6	949.8
무형자산	53.6	55.5	55.5	55.5	55.5
기타비유동자산	28.2	63.9	63.8	63.9	63.9
자산총계	924.9	1,170.3	1,590.7	1,806.6	2,263.6
유동부채	225.3	402.0	470.4	370.6	386.7
매입채무 및 기타채무	141.3	175.3	198.5	228.6	260.0
단기금융부채	52.3	175.5	220.7	90.7	75.4
기타유동부채	31.7	51.2	51.2	51.3	51.3
비유동부채	244.8	191.5	291.5	245.1	214.0
장기금융부채	230.7	168.6	268.6	222.1	191.0
기타비유동부채	14.1	22.9	22.9	23.0	23.0
부채총계	470.2	593.5	761.9	615.7	600.6
자본지분	453.0	564.8	817.2	1,179.3	1,651.3
자본금	37.7	37.7	37.7	37.7	37.7
자본잉여금	11.5	11.4	11.4	11.4	11.4
기타자본	-6.8	-6.8	-6.8	-6.8	-6.8
기타포괄손익누계액	1.4	0.3	3.1	3.1	3.1
이익잉여금	409.2	522.2	771.8	1,133.9	1,605.9
비자본지분	1.8	12.0	11.6	11.6	11.6
자본총계	454.8	576.8	828.8	1,190.9	1,663.0

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024P	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	10,593	16,761	36,205	51,726	66,823
BPS	60,129	74,979	108,487	156,550	219,215
CFPS	14,246	23,125	41,658	58,758	75,948
DPS	1,400	2,100	3,100	3,700	4,200
주가배수(배)					
PER	12.0	12.9	24.3	17.0	13.2
PER(최고)	12.5	13.9	22.1		
PER(최저)	7.6	6.2	4.7		
PBR	2.11	2.88	8.10	5.61	4.01
PBR(최고)	2.20	3.11	7.37		
PBR(최저)	1.34	1.38	1.56		
PSR	1.05	1.36	3.83	2.90	2.42
PCFR	8.9	9.3	21.1	15.0	11.6
EV/EBITDA	9.6	9.7	17.3	11.7	8.7
주요비율(%)					
배당성향(%·보통주, 현금)	13.0	12.4	8.5	7.1	6.2
배당수익률(%·보통주, 현금)	1.1	1.0	0.4	0.4	0.5
ROA	9.6	12.1	19.7	22.9	24.7
ROE	18.9	24.8	39.5	39.0	35.6
ROIC	13.1	18.6	34.8	39.7	42.5
매출채권회전율	12.7	14.3	17.1	16.2	15.5
채고자산회전율	11.7	9.4	11.0	11.4	10.9
부채비율	103.4	102.9	91.9	51.7	36.1
순차입금비용	32.8	17.8	4.0	-10.7	-24.9
이자보상배율, 현금	18.9	12.1	19.8	45.1	68.2
총차입금	283.0	344.1	489.3	312.9	266.5
순차입금	149.3	102.6	33.1	-127.8	-413.7
EBITDA	115.3	179.7	385.7	553.8	713.6
FCF	-50.7	94.0	79.8	175.5	301.2

CJ (001040)



BUY(Initiate)

목표주가 153,000원

주가(2/25) 112,500원

음식료/유통 Analyst 박상준, CFA
sjpark@kiwoom.com

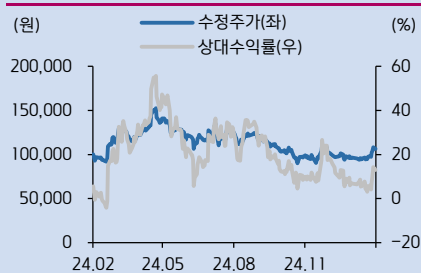
Stock Data

KOSPI (2/25)	2,630.29pt	
시가총액	32,824억원	
52주 주가동향	최고가	최저가
	152,700원	90,000원
최고/최저가 대비 등락	-26.3%	25.0%
주가수익률	절대	상대
	1M	12.3%
	6M	-9.4%
	1Y	13.8%

Company Data

발행주식수	29,177천주
일평균 거래량(3M)	85천주
외국인 지분율	14.7%
배당수익률(25E)	2.7%
BPS(25E)	162,309원
주요 주주	이재현 외 7 인 47.3%

Price Trend



내수+인바운드+미국

>>> 내수 소비심리 반등 긍정적

작년 12월 이후 확대된 정치적 불확실성이 완화되면서, 한국 소비자심리지수가 점차 반등하고 있다. CJ의 주요 자회사들은 여전히 국내 소비경기 변동에 대한 노출도가 높고, 정치적 불확실성 완화 이후 내수 소비 회복을 위한 정부의 정책 모멘텀도 강화될 가능성이 높기 때문에, 중기적으로 실적 개선 기대감이 강해질 것으로 전망된다.

>>> 올리브영/푸드빌의 구조적 성장 주목

또한, 핵심 비상장사인 올리브영과 푸드빌의 구조적 성장도 주목할 필요가 있다. 올리브영은 중국인 중심의 인바운드 증가, 주력 소비층의 구매력 향상, 배송 서비스 강화 등에 힘입어, 매출 고성장이 지속되고 있으며, 한한령 해제에 따른 수혜 가능성도 있는 상황이다. 푸드빌은 K-베이커리 트렌드 확대, 조지아주 공장 증설을 통한 공급 능력 확보 등을 통해, 미국 시장 내 출점 여력이 크게 상승하고 있다.

>>> 투자의견 BUY, 목표주가 153,000원

CJ에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 153,000원을 제시한다. 동사는 내수 소비심리 개선과 올리브영/푸드빌의 고성장애 힘입어, 중기적으로 실적 개선 모멘텀이 강화될 것으로 전망된다.

(십억원, IFRS 연결)	2022	2023	2024P	2025F	2026F
매출액	40,924.9	41,352.7	43,646.7	45,869.1	48,009.8
영업이익	2,154.2	2,039.1	2,547.5	2,869.1	3,150.5
EBITDA	4,380.5	4,028.4	5,013.6	5,348.1	5,625.6
세전이익	1,056.2	985.9	683.4	1,605.7	1,887.9
순이익	686.8	524.7	139.1	1,043.7	1,227.1
지배주주지분순이익	202.1	194.8	193.2	417.7	533.8
EPS(원)	5,666	5,462	5,417	11,712	14,969
증감률(% YoY)	-26.5	-3.6	-0.8	116.2	27.8
PER(배)	14.8	17.3	20.8	9.6	7.5
PBR(배)	0.58	0.61	0.73	0.69	0.64
EV/EBITDA(배)	5.8	6.1	5.3	5.2	5.0
영업이익률(%)	5.3	4.9	5.8	6.3	6.6
ROE(%)	3.9	3.6	3.5	7.4	8.9
순차입금비율(%)	57.4	51.4	53.7	51.9	48.8

자료: 키움증권 리서치센터

CJ 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24P	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024P	2025E	2026E
매출액	10,436	10,683	10,845	11,683	10,960	11,180	11,583	12,146	43,647	45,869	48,010
(YoY)	6.7%	3.8%	2.1%	9.5%	5.0%	4.6%	6.8%	4.0%	5.5%	5.1%	4.7%
제일제당(45%)	7,216	7,239	7,414	7,490	7,400	7,453	7,717	7,845	29,359	30,415	30,983
ENM(40%)	1,154	1,165	1,125	1,788	1,224	1,258	1,237	1,628	5,231	5,347	5,628
CGV(51%)	393	430	547	588	632	581	606	604	1,958	2,423	2,559
프레시웨이(47%)	731	811	832	850	796	887	924	921	3,225	3,528	3,913
올리브영(별도)(51%)	1,079	1,208	1,234	1,254	1,228	1,350	1,387	1,416	4,776	5,381	6,026
(YoY)	30.2%	24.8%	23.4%	17.9%	13.7%	11.8%	12.4%	12.9%	23.7%	12.7%	12.0%
푸드빌(84%)	218	220	217	246	237	239	235	266	900	978	1,103
(YoY)	9.3%	5.9%	6.0%	5.1%	8.7%	9.0%	8.8%	8.3%	6.5%	8.7%	12.7%
별도기준									726	746	766
미국법인									136	194	299
기타 및 조정									38	38	38
영업이익	576	666	675	630	635	695	754	785	2,547	2,869	3,151
(YoY)	74.9%	33.6%	5.9%	9.9%	10.2%	4.3%	11.7%	24.6%	24.9%	12.6%	9.8%
(OPM)	5.5%	6.2%	6.2%	5.4%	5.8%	6.2%	6.5%	6.5%	5.8%	6.3%	6.6%
제일제당(45%)	376	384	416	377	381	364	430	440	1,553	1,616	1,642
ENM(40%)	12	35	16	41	30	50	39	79	104	197	273
CGV(51%)	5	22	32	17	22	35	32	30	76	119	151
프레시웨이(47%)	11	30	28	25	11	33	33	28	94	105	117
기타 및 조정	173	195	183	170	191	213	220	208	720	831	968
올리브영(별도)(51%)									582	679	789
(OPM)									12.2%	12.6%	13.1%
푸드빌(84%)									55	70	96
(OPM)									6.1%	7.2%	8.7%
기타									83	83	83
세전이익	309	437	37	-100	319	379	438	469	683	1,606	1,888
순이익	151	309	-295	-25	208	246	285	305	139	1,044	1,227
(지배)순이익	71	189	-167	100	66	70	102	180	193	418	534
(YoY)	550%	1436%	적전	192%	-7.1%	-63.0%	흑전	79.4%	-0.8%	116%	27.8%

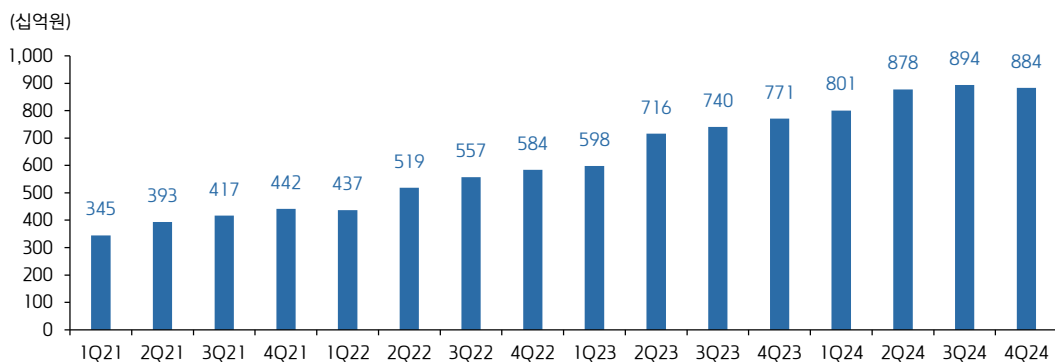
자료: 회사자료, 키움증권 리서치

CJ SOTP Valuation

(단위: 십억원)	회사명	지분율	가치	목표 시가총액 대비%	가치 산출 방식
(A) 상장사 가치	제일제당	44.6%	1,675	31%	2/24 시가총액 * 지분율
	ENM	40.1%	539	10%	2/24 시가총액 * 지분율
	CGV	50.9%	438	8%	2/24 시가총액 * 지분율
	프레시웨이	47.1%	116	2%	2/24 시가총액 * 지분율
	소계		2,761	51%	
(B) 비상장사 가치	올리브영	51.2%	3,417	63%	('25E 순이익 * 50% + '26E 순이익 * 50%) * 12 배 * 지분율
	푸드빌	84.2%	1,008	18%	('25E 순이익 * 50% + '26E 순이익 * 50%) * 20 배 * 지분율
	소계		4,275	81%	
(C) 순현금(-)는 순차입금)	CJ 별도	100.0%	-307	-6%	3Q24 말 기준
(D) 목표 시가총액 = (A) * 80% + (B) * 80% + (C)			5,448	100%	지분가치는 모두 20% 할인 적용
(E) 총 발행주식 수(백만주)			36		
(F) 목표주가(원) = (D) / (E)			153,000		천원 이하 반올림

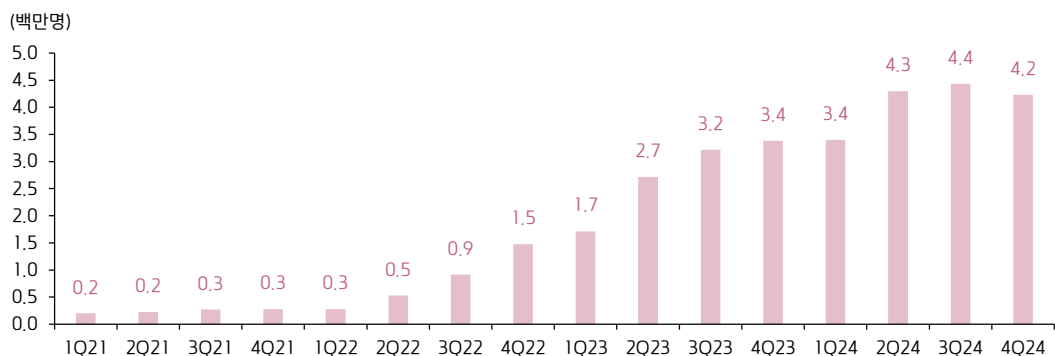
자료: 키움증권 리서치

CJ올리브영 오프라인 매출액 추이



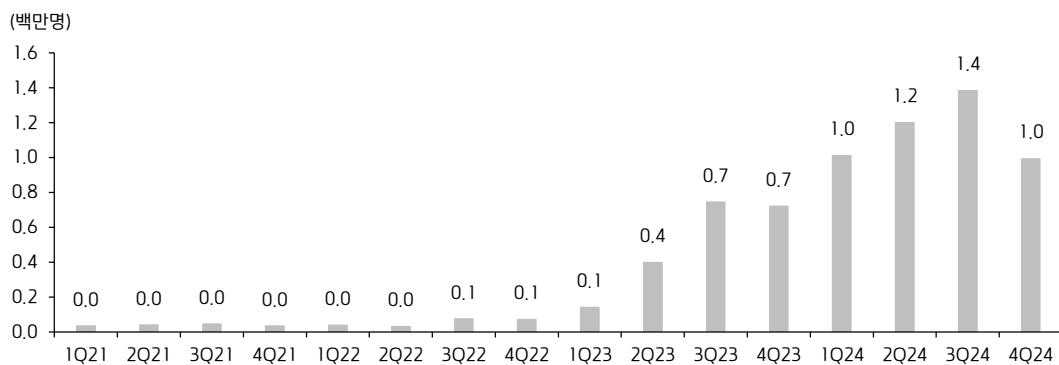
자료: CJ, 키움증권 리서치(4Q24는 당사 추정치 기준)

한국의 전체 입국자 수 추이



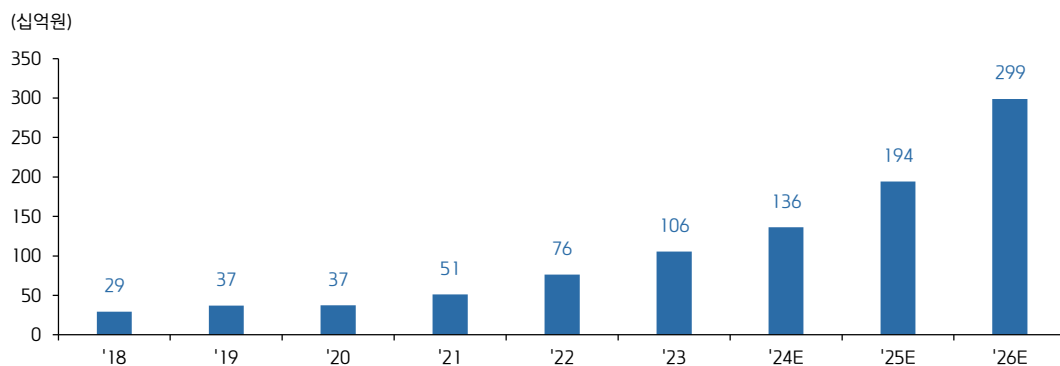
자료: 관광지식정보시스템

한국의 중국인 입국자 수 추이



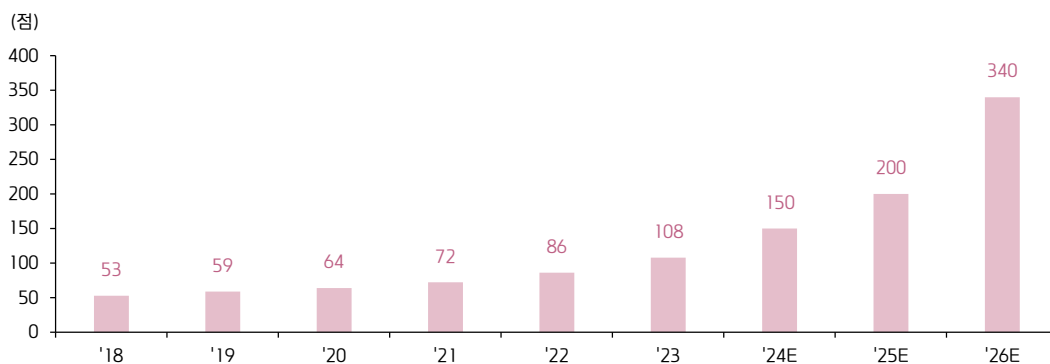
자료: 관광지식정보시스템

CJ푸드빌 미국법인 매출액 추이 및 전망



자료: CJ, 금융감독원 전자공시시스템, 키움증권 리서치

미국 두레쥬르 점포 수 추이 및 전망(연말기준)



자료: CJ, 금융감독원 전자공시시스템, 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024P	2025F	2026F
매출액	40,924.9	41,352.7	43,646.7	45,869.1	48,009.8
매출원가	29,696.1	29,955.3	31,171.0	32,471.8	33,731.2
매출총이익	11,228.8	11,397.4	12,475.6	13,397.2	14,278.7
판매비	9,074.6	9,358.3	9,928.1	10,528.1	11,128.1
영업이익	2,154.2	2,039.1	2,547.5	2,869.1	3,150.5
EBITDA	4,380.5	4,028.4	5,013.6	5,348.1	5,625.6
영업외손익	-1,098.0	-1,053.1	-1,864.1	-1,263.4	-1,262.7
이자수익	95.6	151.7	76.0	53.4	54.1
이자비용	675.6	908.6	890.1	909.5	909.5
외환관련이익	440.6	320.5	320.0	320.0	320.0
외환관련손실	573.4	341.9	340.0	340.0	340.0
종속 및 관계기업손익	-162.9	-52.0	12.7	12.7	12.7
기타	-222.3	-222.8	-1,042.7	-400.0	-400.0
법인세차감전이익	1,056.2	985.9	683.4	1,605.7	1,887.9
법인세비용	369.4	461.3	544.3	562.0	660.8
계속사업손익	686.8	524.7	139.1	1,043.7	1,227.1
당기순이익	686.8	524.7	139.1	1,043.7	1,227.1
지배주주순이익	202.1	194.8	193.2	417.7	533.8
증감 및 수익성 (%)					
매출액 증감률	18.7	1.0	5.5	5.1	4.7
영업이익 증감률	14.5	-5.3	24.9	12.6	9.8
EBITDA 증감률	27.4	-8.0	24.5	6.7	5.2
지배주주순이익의 증감률	-26.5	-3.6	-0.8	116.2	27.8
EPS 증감률	-26.5	-3.6	-0.8	116.2	27.8
매출총이익률(%)	27.4	27.6	28.6	29.2	29.7
영업이익률(%)	5.3	4.9	5.8	6.3	6.6
EBITDA Margin(%)	10.7	9.7	11.5	11.7	11.7
지배주주순이익률(%)	0.5	0.5	0.4	0.9	1.1

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024P	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	4,045.0	5,017.0	3,682.4	4,385.6	4,514.3
당기순이익	0.0	0.0	139.1	1,043.7	1,227.1
비현금항목의 가감	4,315.1	4,243.5	4,171.7	4,204.0	4,200.1
유형자산감가상각비	1,088.3	1,153.3	1,160.1	1,170.3	1,196.2
무형자산감가상각비	1,377.6	1,078.3	1,306.0	1,308.7	1,278.8
지분법평가손익	-188.8	-379.4	-12.7	-12.7	-12.7
기타	2,038.0	2,391.3	1,718.3	1,737.7	1,737.8
영업활동자산부채증감	-786.5	248.9	-84.2	-300.1	-252.2
매출채권및기타채권의감소	-622.0	123.5	-378.5	-252.8	-243.5
재고자산의감소	-896.5	276.5	-459.5	-225.1	-179.9
매입채무및기타채무의증가	588.8	-298.9	560.5	177.8	171.3
기타	143.2	147.8	193.3	0.0	-0.1
기타현금흐름	516.4	524.6	-544.2	-562.0	-660.7
투자활동 현금흐름	-4,610.8	-2,365.3	-2,471.7	-2,505.7	-2,905.7
유형자산의 취득	-1,916.7	-1,478.9	-1,250.0	-1,400.0	-1,800.0
유형자산의 처분	191.4	134.3	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-1,514.1	-1,458.0	-1,316.0	-1,200.0	-1,200.0
투자자산의감소(증가)	-92.8	54.4	0.0	0.0	0.0
단기금융자산의감소(증가)	-277.8	245.2	0.0	0.0	0.0
기타	-1,000.8	137.7	94.3	94.3	94.3
재무활동 현금흐름	1,379.2	-2,973.5	-2,096.0	-2,755.7	-1,795.7
차입금의 증가(감소)	2,484.7	-1,245.1	-319.9	-960.0	0.0
자본금·자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-344.6	-315.7	-100.7	-100.9	-100.9
기타	-760.9	-1,412.7	-1,675.4	-1,694.8	-1,694.8
기타현금흐름	14.0	-52.9	229.0	-255.2	223.5
현금 및 현금성자산의 순증가	827.4	-374.8	-656.4	-1,131.1	36.4
기초현금 및 현금성자산	3,193.9	4,021.3	3,646.5	2,990.1	1,859.0
기말현금 및 현금성자산	4,021.3	3,646.5	2,990.1	1,859.0	1,895.4

자료: 키움증권 리서치센터

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024P	2025F	2026F
유동자산	15,173.7	14,584.1	14,765.7	14,112.6	14,572.4
현금 및 현금성자산	4,021.3	3,646.5	2,990.1	1,859.0	1,895.4
단기금융자산	1,056.7	811.5	811.5	811.5	811.5
매출채권 및 기타채권	4,821.9	4,586.8	4,965.3	5,218.1	5,461.7
재고자산	3,707.5	3,169.9	3,629.4	3,854.5	4,034.4
기타유동자산	1,566.3	2,369.4	2,369.4	2,369.5	2,369.4
비유동자산	33,066.8	32,619.7	32,732.3	33,546.0	34,383.6
투자자산	3,885.4	3,779.0	3,791.7	3,804.4	3,817.1
유형자산	14,277.4	14,306.2	14,396.1	14,625.8	15,229.6
무형자산	8,334.3	8,143.7	8,153.8	8,045.0	7,966.2
기타비유동자산	6,569.7	6,390.8	6,390.7	7,070.8	7,370.7
자산총계	48,240.4	47,203.8	47,498.0	47,658.6	48,956.1
유동부채	16,950.3	15,637.2	16,871.4	16,089.2	16,260.4
매입채무 및 기타채무	6,198.1	5,533.1	6,093.6	6,271.4	6,442.6
단기금융부채	9,109.1	7,302.3	7,782.3	6,822.3	6,822.3
기타유동부채	1,643.1	2,801.8	2,995.5	2,995.5	2,995.5
비유동부채	13,556.4	13,673.7	12,873.7	12,873.7	12,873.7
장기금융부채	10,911.0	10,959.0	10,159.0	10,159.0	10,159.0
기타비유동부채	2,645.4	2,714.7	2,714.7	2,714.7	2,714.7
부채총계	30,506.8	29,310.9	29,745.1	28,962.9	29,134.2
지배자본	5,182.7	5,513.9	5,471.8	5,788.6	6,221.5
자본금	179.0	179.0	179.0	179.0	179.0
자본잉여금	992.8	992.8	992.8	992.8	992.8
기타자본	-13.7	121.9	121.9	121.9	121.9
기타포괄손익누계액	61.7	157.5	23.1	23.1	23.1
이익잉여금	3,962.8	4,062.7	4,154.9	4,471.7	4,904.6
비지배자본	12,550.9	12,378.9	12,281.1	12,907.1	13,600.4
자본총계	17,733.6	17,892.8	17,752.9	18,695.7	19,821.9

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024P	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	5,666	5,462	5,417	11,712	14,969
BPS	145,321	154,609	153,427	162,309	174,449
CFPS	140,254	133,698	120,874	147,145	152,177
DPS	2,500	3,000	3,000	3,000	3,000
주가배수(배)					
PER	14.8	17.3	20.8	9.6	7.5
PER(최고)	15.8	21.1	28.2		
PER(최저)	11.9	11.0	15.6		
PBR	0.58	0.61	0.73	0.69	0.64
PBR(최고)	0.62	0.74	1.00		
PBR(최저)	0.46	0.39	0.55		
PSR	0.07	0.08	0.09	0.09	0.08
PCFR	0.6	0.7	0.9	0.8	0.7
EV/EBITDA	5.8	6.1	5.3	5.2	5.0
주요비율(%)					
배당성향(%·보통주, 현금)	9.8	15.5	58.4	7.8	6.6
배당수익률(%·보통주, 현금)	3.0	3.2	2.7	2.7	2.7
ROA	1.5	1.1	0.3	2.2	2.5
ROE	3.9	3.6	3.5	7.4	8.9
ROIC	3.4	3.3	1.7	6.1	6.5
매출채권회전율	9.3	8.8	9.1	9.0	9.0
재고자산회전율	12.7	12.0	12.8	12.3	12.2
부채비율	172.0	163.8	167.6	154.9	147.0
순차입금비용	57.4	51.4	53.7	51.9	48.8
이자보상배율, 현금	3.2	2.2	2.9	3.2	3.5
총차입금	15,248.4	13,651.1	13,331.2	12,371.2	12,371.2
순차입금	10,170.4	9,193.1	9,529.6	9,700.7	9,664.3
EBITDA	4,380.5	4,028.4	5,013.6	5,348.1	5,625.6
FCF	-577.7	676.8	334.4	1,443.8	1,270.7

아모레퍼시픽 (090430)



BUY(Maintain)

목표주가 170,000원 (유지)

주가(2/25) 119,100원

화장품/섬유유통 Analyst 조소정
sojcho@kiwoom.com

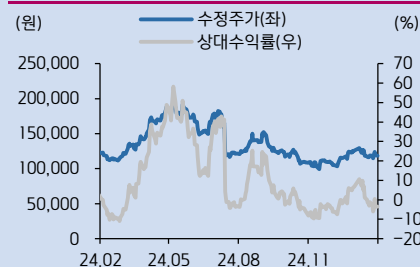
Stock Data

KOSPI (2/25)		2,630.29pt
시가총액		69,665억원
52주 주가동향	최고가	최저가
	194,200원	99,500원
최고/최저가 대비 등락	-38.7%	19.7%
주가수익률	절대	상대
	1M	-5.5% -8.8%
	6M	-2.2% 0.4%
	1Y	-2.6% -2.8%

Company Data

발행주식수	58,493천주
일평균 거래량(3M)	285천주
외국인 지분율	26.2%
배당수익률(24E)	3.4%
BPS(24E)	75,863원
주요 주주	아모레퍼시픽그룹 50.2%

Price Trend



국내 브랜드사의 정석

>>> 기존 사업이 이끄는 서구권 성장

기존 사업의 북미 채널은 1Q25 +20% 이상, 25년 +22% 성장을 예상한다. 라네즈, 이니스프리, 에스트라가 성장을 이끌 전망이다.

서구권 채널 내 라네즈의 성장 모멘텀이 지속되고 있다 (4Q24 라네즈 미국 +30% 성장, 유럽 2배 성장). 립 슬리핑 마스크, 바운시 앤 펄 등, 서구권 소비자들의 구매 욕구를 자극하는 신선한 제품을 내놓고 있으며, 최근 출시한 글레이즈 크레이즈 립 세럼 반응도 긍정적이다.

한편 이니스프리, 에스트라는 차세대 성장 동력으로 육성 중이다. 4Q24 이니스프리 세포라 전점으로 확대되었고, 1Q25부터 에스트라 세포라 입점이 예정되어 있다. 향후 성과가 기대된다.

>>> 코스알엑스는 쉬는 중

코스알엑스는 상반기까지 미국 채널 부진과 신 지역의 (유럽 등) 성장이 상쇄될 전망이다. 미국은 상반기까지 전방시장 내 재고 소진 여파가 지속, 하반기부터 반등을 기대한다. 한편 유럽은 북미에서의 브랜드 성장 모멘텀이 이어지면서 좋은 성과를 보이고 있다 (4Q 유럽 +50% 성장). 북미에서 반응이 좋았던 Snail라인과 RX라인이 유럽에서도 성장을 이끌 것으로 기대한다.

>>> 투자의견 BUY, 목표주가 170,000원 유지

브랜드사 중 최선호주로 제시한다. 현재 아모레퍼시픽만큼 서구권 채널에서 높은 매출 규모를 기록하고 있는 업체가 없기에, 계속 주시할 필요가 있다. 다만 코스알엑스가 상반기에 저점을 통과하면서, 1분기 실적 전까지는 주가 하방 압력이 있을 수는 있다.

(십억원, IFRS 연결)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	4,134.9	3,674.0	3,885.1	4,110.8	4,394.7
영업이익	214.2	108.2	220.5	429.5	484.3
EBITDA	502.9	360.0	460.3	632.1	655.6
세전이익	224.5	280.6	620.8	508.8	582.7
순이익	129.3	173.9	601.6	396.9	454.5
지배주주지분순이익	134.5	180.1	600.8	401.9	460.3
EPS(원)	1,947	2,608	8,702	5,820	6,666
증감률(% YoY)	-30.6	33.9	233.6	-33.1	14.5
PER(배)	70.6	55.6	12.0	20.4	17.8
PBR(배)	1.98	2.04	1.38	1.51	1.44
EV/EBITDA(배)	15.8	22.5	11.3	9.0	8.1
영업이익률(%)	5.2	2.9	5.7	10.4	11.0
ROE(%)	2.8	3.7	11.9	7.5	8.3
순차입금비용(%)	-12.3	-15.3	-24.2	-29.5	-34.3

자료: 키움증권 리서치센터

아모레퍼시픽 연결기준 실적 추이 및 전망

		1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	FY24	FY25	FY26
매출	(연결)	911.5	904.8	977.2	1091.7	1040.5	961.5	968.0	1140.8	3,885.2	4,110.8	4,394.7
	YoY	-0%	-4%	+10%	+18%	+14%	+6%	-1%	+4%	+6%	+6%	+7%
영업이익	(연결)	72.7	4.2	65.2	78.5	96.5	99.4	109.2	124.4	220.5	429.5	484.3
	YoY	+13%	-29%	+278%	+280%	+33%	+2267%	+67%	+58%	+104%	+95%	+13%
	OPM	8%	1%	6.7%	7.2%	9.3%	10.3%	11.3%	10.9%	6%	10%	11%
지배주주순이익	(연결)	78.6	531.5	37.6	-46.9	95.6	90.0	101.6	114.8	600.8	401.9	460.3
	YoY	-11%	+2648%	+39%	적전	+18%	-83%	+170%	흑전	+234%	-33%	+15%
	NPM	8.8%	58.6%	3.8%	-4.2%	9.1%	9.2%	10.4%	9.9%	15%	10%	10%

자료: 아모레퍼시픽, 키움증권 리서치

코스알엑스 연결기준 실적 추이 및 전망 (회계 인식 기준)

		1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	FY24	FY25	FY26
매출	(코스알엑스)	-	92.0	150.6	137.9	132.9	141.1	165.7	165.4	380.5	605.0	695.8
	YoY	-	-	-	-	-	53%	10%	20%	-	59%	15%
영업이익		-	27.6	46.7	30.3	31.9	33.9	43.1	43.0	104.6	151.8	180.9
	YoY	-	-	-	-	-	23%	-8%	42%	-	45%	19%
	OPM		30%	31%	22%	24%	24%	26%	26%	27%	25%	26%

자료: 아모레퍼시픽, 키움증권 리서치

아모레퍼시픽 기존 사업 실적 추이 및 전망

(십억 원)		1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	FY24	FY25	FY26
매출	(기존 사업)	911.5	812.8	826.6	953.8	907.6	820.5	802.3	975.3	3,504.7	3,505.8	3,699.0
	국내	563.6	506.2	527.0	542.9	562.1	511.2	514.6	565.0	2,139.6	2,152.9	2,203.9
	화장품	563.6	506.2	527.0	542.9	562.1	511.2	514.6	565.0	2,139.6	2,152.9	2,203.9
	전통채널	141.0	117.7	106.5	97.5	149.4	116.0	96.6	104.3	462.7	466.3	450.7
	면세	112.7	81.9	85.5	102.2	84.5	65.5	85.5	102.2	382.4	337.8	347.9
	온라인	169.1	163.8	156.9	173.7	172.8	173.7	166.5	183.0	663.5	696.0	732.8
	생활용품	95.2	88.5	98.1	107.4	90.4	91.2	101.0	110.6	389.2	393.3	412.9
	해외	336.8	295.2	308.7	395.6	345.5	309.2	287.7	410.4	1,336.2	1,352.8	1,495.1
	중국	118.2	75.9	75.0	115.9	96.6	74.1	81.8	130.1	384.9	382.6	455.9
	북미	87.8	121.8	81.3	104.4	105.4	102.0	102.6	128.3	358.5	438.2	482.1
	유럽	17.3	18.9	19.8	26.6	24.2	24.6	23.8	32.0	82.7	104.6	120.3
	(기존 사업)	-0%	-14%	-7%	+3%	-0%	+1%	-3%	+2%	-5%	+0%	+6%
	국내	+2%	-9%	-3%	-3%	-0%	+1%	-2%	+4%	-3%	+1%	+2%
	화장품	-1%	-12%	-8%	-6%	+5%	+4%	+1%	+4%	-7%	+4%	-0%
영업이익	전통채널	-16%	-12%	-2%	-14%	+6%	-2%	-9%	+7%	-11%	+1%	-3%
	면세	+40%	-28%	-28%	-24%	-25%	-20%	+0%	+0%	-15%	-12%	+3%
	온라인	-4%	-5%	+7%	+3%	+2%	+6%	+6%	+5%	-0%	+5%	+5%
	생활용품	-2%	-8%	+0%	+12%	-5%	+3%	+3%	+3%	+1%	+1%	+5%
	해외	-2%	-21%	-3%	+11%	+3%	+5%	-7%	+4%	-4%	+1%	+11%
	중국	-21%	-52%	-42%	-10%	-18%	-2%	+9%	+12%	-32%	-1%	+19%
	북미	+40%	+15%	+15%	+31%	+20%	+20%	+26%	+23%	+25%	+22%	+10%
	유럽	+52%	+43%	+60%	+80%	+40%	+30%	+20%	+20%	+60%	+26%	+15%
	(기존 사업)	72.7	-23.4	18.5	48.2	64.6	65.6	66.1	81.4	116.0	277.6	303.4
	국내	41.1	15.2	35.1	31.3	45.2	40.5	40.3	44.2	122.7	170.2	173.6
	화장품	49.1	20.6	31.1	26.6	42.5	37.8	37.2	40.9	127.4	158.4	161.2
	생활용품	1.7	-5.4	4.0	4.7	2.7	2.7	3.0	3.3	5.0	11.8	12.4
	해외	31.6	-11.0	-16.6	16.9	19.4	25.0	25.8	37.2	20.8	107.5	129.8
	중국 (추정)	-9.5	-42.0	-30.0	-15.0	-10.0	-3.0	2.0	5.0	-96.5	-6.0	7.8
YoY	북미	10.5	18.3	2.4	12.5	12.6	12.2	12.3	15.4	43.8	52.6	57.8
	유럽	2.2	5.6	3.0	5.3	4.8	4.9	3.6	4.8	16.1	18.1	20.4
	(기존 사업)	+13%	적전	+7%	+133%	-11%	흑전	+257%	+69%	+7%	+139%	+9%
	국내	+9%	-61%	+38%	-42%	+10%	+167%	+15%	+41%	-21%	+39%	+2%
	화장품	+41%	-44%	+63%	-49%	-14%	+84%	+20%	+54%	-11%	+24%	+2%
	생활용품	-61%	적전	흑전	+15%	+60%	흑전	-24%	-29%	-55%	+136%	+5%
	해외	+19%	적자	적자	흑전	-39%	흑전	흑전	+120%	흑전	+416%	+21%
	중국 (추정)	적전	적자	적자	적자	적자	적자	흑전	흑전	적자	적자	흑전
	북미 (추정)	+40%	+518%	-57%	+97%	+20%	-33%	+405%	+23%	+95%	+20%	+10%
	유럽 (추정)	+126%	+64%	-59%	+37%	+52%	+748%	+700%	+227%	+290%	+12%	+13%
	OPM	8.0%	-2.9%	2.2%	5.0%	7.1%	8.0%	8.2%	8.3%	3.3%	7.9%	8.2%
	국내	7.3%	3.0%	6.7%	5.8%	8.0%	7.9%	7.8%	7.8%	5.7%	7.9%	7.9%
	화장품	9%	4%	6%	5%	8%	7%	7%	7%	6%	7%	7%
	생활용품	2%	-6%	4%	4%	3%	3%	3%	3%	1%	3%	3%
	해외	9.4%	-3.7%	-5.4%	4.3%	5.6%	8.1%	9.0%	9.1%	1.6%	7.9%	8.7%
	중국 (추정)	-8%	-55%	-40%	-13%	-10%	-4%	2%	4%	-25%	-2%	2%
	북미 (추정)	12%	15%	3%	12%	12%	12%	12%	12%	12%	12%	12%
	유럽 (추정)	13%	5%	3%	11%	13%	15%	15%	20%	20%	17%	17%

자료: 아모레퍼시픽, 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	4,134.9	3,674.0	3,885.1	4,110.8	4,394.7
매출원가	1,337.5	1,155.1	1,138.3	1,093.3	1,243.0
매출총이익	2,797.4	2,518.9	2,746.8	3,017.5	3,151.8
판매비	2,583.2	2,410.7	2,526.3	2,588.1	2,667.5
영업이익	214.2	108.2	220.5	429.5	484.3
EBITDA	502.9	360.0	460.3	632.1	655.6
영업외손익	10.3	172.5	400.3	79.4	98.4
이자수익	8.9	11.9	17.5	21.2	25.0
이자비용	12.3	16.3	16.3	16.3	16.3
외환관련이익	60.1	31.1	27.6	27.6	27.6
외환관련손실	45.1	24.7	17.8	17.8	17.8
종속 및 관계기업손익	8.9	41.7	17.3	46.0	62.0
기타	-10.2	128.8	372.0	18.7	17.9
법인세차감이익	224.5	280.6	620.8	508.8	582.7
법인세비용	95.2	106.8	19.2	111.9	128.2
계속사업손익	129.3	173.9	601.6	396.9	454.5
당기순이익	129.3	173.9	601.6	396.9	454.5
지배주주순이익	134.5	180.1	600.8	401.9	460.3
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	-15.0	-11.1	5.7	5.8	6.9
영업이익 증감율	-37.6	-49.5	103.8	94.8	12.8
EBITDA 증감율	-28.7	-28.4	27.9	37.3	3.7
지배주주순이익의 증감율	-30.6	33.9	233.6	-33.1	14.5
EPS 증감율	-30.6	33.9	233.6	-33.1	14.5
매출총이익율(%)	67.7	68.6	70.7	73.4	71.7
영업이익율(%)	5.2	2.9	5.7	10.4	11.0
EBITDA Margin(%)	12.2	9.8	11.8	15.4	14.9
지배주주순이익율(%)	3.3	4.9	15.5	9.8	10.5

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	151.0	348.2	561.2	539.9	493.4
당기순이익	129.3	173.9	601.6	396.9	454.5
비현금항목의 가감	497.0	267.4	201.9	253.9	234.9
유형자산감가상각비	288.6	251.8	239.8	202.7	171.3
무형자산감가상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지분법평가손익	-8.9	-44.7	0.0	0.0	0.0
기타	217.3	60.3	-37.9	51.2	63.6
영업활동자산부채증감	-345.1	-35.6	-224.3	-3.8	-76.6
매출채권및기타채권의감소	2.2	-13.0	-18.6	-19.9	-25.1
재고자산의감소	55.2	-10.5	-22.7	-24.2	-30.5
매입채무및기타채무의증가	-53.4	7.3	-19.0	-16.7	-13.5
기타	-349.1	-19.4	-164.0	57.0	-7.5
기타현금흐름	-130.2	-57.5	-18.0	-107.1	-119.4
투자활동 현금흐름	-68.5	-186.2	49.3	43.4	36.9
유형자산의 취득	-99.3	-134.5	0.0	0.0	0.0
유형자산의 처분	4.0	26.6	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-35.5	-38.9	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	112.4	-55.8	0.0	0.0	0.0
단기금융자산의감소(증가)	97.9	-91.9	-59.0	-64.9	-71.3
기타	-148.0	108.3	108.3	108.3	108.2
재무활동 현금흐름	-154.6	-98.6	-134.6	-291.8	-227.5
차입금의 증가(감소)	22.6	20.5	0.0	0.0	0.0
자본금·자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	-2.5	-0.3	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-68.1	-47.0	-62.9	-220.0	-155.7
기타	-106.6	-71.8	-71.7	-71.8	-71.8
기타현금흐름	-16.1	-6.7	-21.1	-21.1	-21.1
현금 및 현금성자산의 순증가	-88.1	56.8	454.7	270.4	281.7
기초현금 및 현금성자산	537.7	449.6	506.4	961.1	1,231.6
기말현금 및 현금성자산	449.6	506.4	961.1	1,231.6	1,513.2

자료: 키움증권 리서치센터

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	1,735.0	1,952.2	2,514.1	2,900.7	3,316.9
현금 및 현금성자산	449.6	506.4	961.1	1,231.6	1,513.2
단기금융자산	497.7	589.6	648.5	713.4	784.7
매출채권 및 기타채권	317.5	324.2	342.8	362.8	387.8
재고자산	408.9	394.3	417.0	441.2	471.7
기타유동자산	61.3	137.7	144.7	151.7	159.5
비유동자산	4,066.8	3,934.3	3,694.5	3,491.9	3,320.6
투자자산	299.1	354.9	354.9	354.9	354.9
유형자산	2,475.3	2,441.6	2,201.8	1,999.2	1,827.8
무형자산	357.8	340.7	340.7	340.7	340.7
기타비유동자산	934.6	797.1	797.1	797.1	797.2
자산총계	5,801.8	5,886.5	6,208.6	6,392.6	6,637.4
유동부채	831.1	813.3	794.2	777.5	764.0
매입채무 및 기타채무	394.5	374.1	355.1	338.4	324.9
단기금융부채	292.4	299.5	299.5	299.5	299.5
기타유동부채	144.2	139.7	139.6	139.6	139.6
비유동부채	191.4	200.5	200.5	200.5	200.5
장기금융부채	64.8	50.9	50.9	50.9	50.9
기타비유동부채	126.6	149.6	149.6	149.6	149.6
부채총계	1,022.5	1,013.8	994.8	978.1	964.6
자본지분	4,798.6	4,898.0	5,238.4	5,444.1	5,708.2
자본금	34.5	34.5	34.5	34.5	34.5
자본잉여금	791.6	793.9	793.9	793.9	793.9
기타자본	-18.1	-13.3	-13.3	-13.3	-13.3
기타포괄손익누계액	-19.5	-18.5	-59.0	-99.5	-139.9
이익잉여금	4,010.1	4,101.4	4,482.3	4,728.5	5,033.0
비지배지분	-19.3	-25.3	-24.5	-29.5	-35.3
자본총계	4,779.3	4,872.7	5,213.8	5,414.5	5,672.9

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	1,947	2,608	8,702	5,820	6,666
BPS	69,494	70,933	75,863	78,842	82,666
CFPS	9,070	6,391	11,636	9,424	9,984
DPS	680	910	3,600	2,500	2,500
주가배수(배)					
PER	70.6	55.6	12.0	20.4	17.8
PER(최고)	99.1	59.7	23.0		
PER(최저)	44.6	36.0	11.4		
PBR	1.98	2.04	1.38	1.51	1.44
PBR(최고)	2.78	2.20	2.64		
PBR(최저)	1.25	1.32	1.31		
PSR	2.30	2.73	1.86	1.99	1.87
PCFR	15.2	22.7	9.0	12.6	11.9
EV/EBITDA	15.8	22.5	11.3	9.0	8.1
주요비율(%)					
배당성향(%·보통주, 현금)	30.7	30.6	35.0	36.8	32.1
배당수익률(%·보통주, 현금)	0.5	0.6	3.4	2.1	2.1
ROA	2.2	3.0	9.9	6.3	7.0
ROE	2.8	3.7	11.9	7.5	8.3
ROIC	4.9	3.7	6.4	10.6	12.4
매출채권회전율	12.7	11.5	11.6	11.7	11.7
재고자산회전율	9.2	9.1	9.6	9.6	9.6
부채비율	21.4	20.8	19.1	18.1	17.0
순차입금비율	-12.3	-15.3	-24.2	-29.5	-34.3
이자보상배율, 현금	17.5	6.6	13.5	26.3	29.7
총차입금	357.2	350.4	350.4	350.4	350.4
순차입금	-590.1	-745.6	-1,259.3	-1,594.6	-1,947.6
EBITDA	502.9	360.0	460.3	632.1	655.6
FCF	-25.4	195.5	229.1	533.9	472.5

에이피알 (278470)



BUY(Maintain)

목표주가 76,000원 (상향)

주가(2/25) 55,300원

화장품/섬유복 Analyst 조소정
sojcho@kiwoom.com

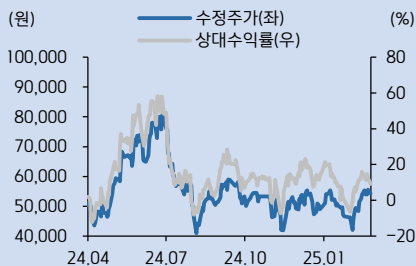
Stock Data

KOSPI (2/25)	2,630.29pt		
시가총액	20,595억원		
52주 주가동향	최고가	최저가	
	80,500원	41,000원	
최고/최저가 대비 등락	-31.3%	34.9%	
주가수익률	절대	상대	
	1M	18.4%	14.2%
	6M	4.5%	7.4%
	1Y	-	-

Company Data

발행주식수	37,242천주
일평균 거래량(3M)	527천주
외국인 지분율	16.1%
배당수익률(24E)	0.0%
BPS(24E)	7,953원
주요 주주	김병훈 외 3인 33.4%

Price Trend



해외 성장 강화

>>> 미국 25년 +90%, 1Q +120% 전망

24년 미국향 매출 1,580억원 (화장품 860억 /디바이스 720억)을 기록했다. 디바이스와 화장품 사업의 시너지로 성장모멘텀이 지속되고 있고, 화장품 사업은 모공제로 패드, 콜라겐 크림 등, 차별화된 제품과 채널 확장으로 성장세를 이어나가고 있다. 25년 미국 성장 +90%, 1분기 +120% 성장을 기록할 전망이다.

>>> 유럽 시장 공략은 글로벌 B2B와 함께

올해 글로벌 B2B 매출 1,800억원 (전년 3배 성장), 그 중 유럽향 매출은 180억원 (전년대비 9배 성장)을 기록할 전망이다. 글로벌 B2B와의 협력 강화를 통해 유럽 시장 내 채널이 확장되고 있다. 북미 시장 타겟 마케팅이 유럽 시장에도 간접적인 영향을 주면서, 유럽 시장에서도 성장 모멘텀이 가시화되고 있다. 향후 성장이 기대된다.

>>> 투자의견 BUY, 목표주가 76,000원

브랜드사 중 차선희주로 제시한다. 작년에는 미국이 성장을 이끌었다면, 올해는 전반적인 서구권 채널이 성장을 견인할 것으로 기대한다. 향후 글로벌 시장으로의 확장 가능성을 고려하여 타겟 멀티플을 20배로 상향조정하였다. 투자의견 BUY 유지, 목표주가 76,000원으로 상향조정한다.

(십억원, IFRS 연결)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	397.7	523.8	722.8	994.5	1,113.9
영업이익	39.2	104.2	122.7	158.8	189.3
EBITDA	50.0	118.1	140.7	149.9	195.2
세전이익	38.9	105.8	133.3	177.7	204.5
순이익	30.0	81.5	106.2	142.2	163.6
지배주주지분순이익	30.0	81.5	106.2	142.2	163.6
EPS(원)	845	2,249	2,785	3,729	4,291
증감률(% YoY)	157.3	166.3	23.9	33.9	15.1
PER(배)	0.0	0.0	18.0	14.6	12.7
PBR(배)	0.00	0.00	6.29	4.65	3.40
EV/EBITDA(배)			12.0	11.4	8.0
영업이익률(%)	9.9	19.9	17.0	16.0	17.0
ROE(%)	36.0	54.9	42.5	38.0	31.0
순차입금비율(%)	-23.1	-55.9	-69.4	-69.7	-76.7

자료: 키움증권 리서치센터

에이피알 연결기준 실적 추이 및 전망

(십억원)		1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	2024	2025E	2026E
매출		148.9	155.5	174.1	244.2	218.6	229.4	243.3	303.3	722.8	994.5	1,114
YoY		22%	22%	43%	61%	47%	48%	40%	24%	38%	38%	12%
(사업부)	디바이스	66.8	68.2	74.5	103.4	93.6	97.9	104.3	129.8	312.8	425.6	472.9
	YoY	30%	40%	62%	47%	40%	44%	40%	26%	45%	36%	11%
	미국	13.8	11.9	14.8	31.7	24.5	24.5	34.0	53.0	72.2	126.9	141.8
	YoY	402%	156%	94%	90%	78%	105%	130%	67%	128%	76%	12%
	화장품	65.4	71.6	85.0	116.3	114.9	120.0	127.5	157.8	338.4	520.2	601.9
	YoY	37%	33%	54%	103%	76%	67%	50%	36%	58%	54%	16%
	기타	16.8	15.7	14.7	24.5	10.0	11.5	11.5	15.7	71.6	48.8	39.0
	YoY	-27%	-37%	-29%	0%	-40%	-26%	-22%	-36%	-23%	-32%	-20%
(채널)	국내	82.8	78.4	73.9	88.0	84.0	81.4	70.3	87.4	323.1	323.1	326.3
	YoY	-2%	-6%	12%	3%	1%	4%	-5%	-1%	1%	0%	1%
	해외	66.1	77.1	100.3	156.2	134.6	148.0	173.0	215.9	399.6	671.4	787.5
	YoY	73%	73%	79%	135%	103%	92%	73%	38%	95%	68%	17%
	미국	24.8	25.8	39.6	69.0	54.4	54.4	75.5	117.8	159.1	302.1	354.4
	YoY	196%	116%	123%	131%	120%	111%	91%	71%	134%	90%	17%
영업이익		27.8	28.0	27.2	39.6	34.5	36.1	38.5	48.1	122.7	158.8	189.3
YoY		20%	13%	25%	15%	24%	29%	41%	21%	18%	29%	19%
OPM		18.6%	18.0%	15.6%	16.2%	15.8%	15.7%	15.8%	15.9%	17.0%	16.0%	17.0%
순이익		24.1	24.1	16.0	42.0	30.9	33.2	34.3	43.7	106.2	142.2	163.6
YoY		19%	28%	-13%	74%	28%	38%	114%	4%	30%	34%	15%
OPM		16.2%	15.5%	9.2%	17.2%	14.1%	14.5%	14.1%	14.4%	14.7%	14.3%	14.7%

자료: 에이피알, 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	397.7	523.8	722.8	994.5	1,113.9
매출원가	106.2	128.4	182.2	267.7	299.8
매출총이익	291.5	395.4	540.6	726.8	814.1
판매비	252.2	291.3	417.9	568.0	624.8
영업이익	39.2	104.2	122.7	158.8	189.3
EBITDA	50.0	118.1	140.7	149.9	195.2
영업외손익	-0.3	1.6	10.6	18.9	15.2
이자수익	0.2	3.5	6.1	8.8	12.9
이자비용	1.0	1.3	1.3	1.3	1.3
외환관련이익	5.2	4.8	4.1	4.1	4.1
외환관련손실	4.4	5.3	4.9	4.9	4.9
종속 및 관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	-0.3	-0.1	6.6	12.2	4.4
법인세차감전이익	38.9	105.8	133.3	177.7	204.5
법인세비용	9.0	24.3	27.1	35.5	40.9
계속사업손익	30.0	81.5	106.2	142.2	163.6
당기순이익	30.0	81.5	106.2	142.2	163.6
지배주주순이익	30.0	81.5	106.2	142.2	163.6
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	53.5	31.7	38.0	37.6	12.0
영업이익 증감율	174.6	165.8	17.8	29.4	19.2
EBITDA 증감율	131.8	136.2	19.1	6.5	30.2
지배주주순이익 증감율	163.2	171.7	30.3	33.9	15.0
EPS 증감율	157.3	166.3	23.9	33.9	15.1
매출총이익율(%)	73.3	75.5	74.8	73.1	73.1
영업이익율(%)	9.9	19.9	17.0	16.0	17.0
EBITDA Margin(%)	12.6	22.5	19.5	15.1	17.5
지배주주순이익율(%)	7.5	15.6	14.7	14.3	14.7

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	31.6	107.8	97.6	97.2	153.7
당기순이익	30.0	81.5	106.2	142.2	163.6
비현금항목의 가감	26.0	39.9	37.5	16.3	32.4
유형자산감가상각비	10.4	13.5	17.2	-9.6	5.4
무형자산감가상각비	0.4	0.4	0.9	0.7	0.5
지분법평가손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	15.2	26.0	19.4	25.2	26.5
영업활동자산부채증감	-20.3	1.1	-23.9	-33.2	-13.0
매출채권및기타채권의감소	-7.7	-1.7	-9.0	-12.3	-5.4
채고자산의감소	-14.8	-4.5	-21.5	-29.3	-12.9
매입채무및기타채무의증가	6.1	10.0	7.2	9.1	6.1
기타	-3.9	-2.7	-0.6	-0.7	-0.8
기타현금흐름	-4.1	-14.7	-22.2	-28.1	-29.3
투자활동 현금흐름	-9.1	-28.3	-1.0	-1.1	-1.1
유형자산의 취득	-5.7	-9.7	0.0	0.0	0.0
유형자산의 처분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-1.2	-2.2	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-1.5	-9.9	0.0	0.0	0.0
단기금융자산의감소(증가)	-0.9	-6.3	-0.7	-0.8	-0.9
기타	0.2	-0.2	-0.3	-0.3	-0.2
재무활동 현금흐름	1.4	-11.5	-9.2	-9.4	-9.4
차입금의 증가(감소)	5.0	-11.1	0.0	0.0	0.0
자본금·자본잉여금의 증가(감소)	0.0	9.0	0.2	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	-3.6	-9.4	-9.4	-9.4	-9.4
기타현금흐름	-0.5	0.0	12.3	12.3	12.3
현금 및 현금성자산의 순증가	23.5	68.1	99.8	99.1	155.5
기초현금 및 현금성자산	33.8	57.3	125.3	225.1	324.2
기말현금 및 현금성자산	57.3	125.3	225.1	324.2	479.8

자료: 키움증권 리서치센터

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	137.0	219.3	350.9	493.1	668.6
현금 및 현금성자산	57.3	125.3	225.1	324.2	479.8
단기금융자산	0.9	7.2	7.9	8.7	9.6
매출채권 및 기타채권	21.1	23.6	32.6	44.9	50.2
채고자산	50.5	56.5	78.0	107.3	120.2
기타유동자산	7.2	6.7	7.3	8.0	8.8
비유동자산	47.1	68.0	49.9	58.8	52.9
투자자산	7.9	17.7	17.7	17.7	17.7
유형자산	8.8	14.2	-3.0	6.6	1.2
무형자산	2.1	4.3	3.4	2.8	2.2
기타비유동자산	28.3	31.8	31.8	31.7	31.8
자산총계	184.1	287.3	400.8	552.0	721.5
유동부채	76.3	82.3	89.5	98.6	104.7
매입채무 및 기타채무	32.0	39.8	47.0	56.1	62.2
단기금융부채	29.2	16.8	16.8	16.8	16.8
기타유동부채	15.1	25.7	25.7	25.7	25.7
비유동부채	7.6	8.1	8.1	8.1	8.1
장기금융부채	5.8	5.8	5.8	5.8	5.8
기타비유동부채	1.8	2.3	2.3	2.3	2.3
부채총계	83.9	90.4	97.6	106.7	112.7
지배지분	100.3	196.9	303.2	445.3	608.8
자본금	3.6	3.6	3.8	3.8	3.8
자본잉여금	52.1	61.1	61.1	61.1	61.1
기타자본	0.7	7.9	7.9	7.9	7.9
기타포괄손익누계액	0.5	0.6	0.5	0.4	0.3
이익잉여금	43.3	123.7	229.9	372.1	535.7
비지배지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	100.3	196.9	303.2	445.3	608.8

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	845	2,249	2,785	3,729	4,291
BPS	2,791	5,414	7,953	11,679	15,968
CFPS	1,579	3,349	3,769	4,156	5,141
DPS	0	0	0	0	0
주가배수(배)					
PER	0.0	0.0	18.0	14.6	12.7
PER(최고)	0.0	0.0	33.6		
PER(최저)	0.0	0.0	13.8		
PBR	0.00	0.00	6.29	4.65	3.40
PBR(최고)	0.00	0.00	11.76		
PBR(최저)	0.00	0.00	4.83		
PSR	0.00	0.00	2.64	2.08	1.86
PCFR	0.0	0.0	13.3	13.1	10.6
EV/EBITDA			12.0	11.4	8.0
주요비율(%)					
배당성향(%·보통주, 현금)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률(%·보통주, 현금)			0.0	0.0	0.0
ROA	19.3	34.6	30.9	29.8	25.7
ROE	36.0	54.9	42.5	38.0	31.0
ROIC	47.5	132.1	163.0	151.4	139.5
매출채권회전율	22.8	23.4	25.7	25.7	23.4
채고자산회전율	9.0	9.8	10.7	10.7	9.8
부채비율	83.6	45.9	32.2	24.0	18.5
순차입금비율	-23.1	-55.9	-69.4	-69.7	-76.7
이자보상배율, 현금	37.9	82.3	96.9	125.5	149.6
총차입금	35.0	22.6	22.6	22.6	22.6
순차입금	-23.2	-110.0	-210.4	-310.4	-466.8
EBITDA	50.0	118.1	140.7	149.9	195.2
FCF	9.8	80.3	91.9	84.9	144.3

고지사항

- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

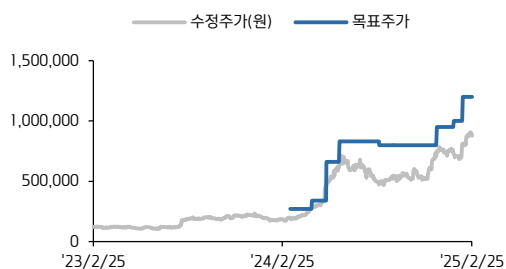
투자이건 변동내역 (2개년)

종목명	일자	투자이건	목표 주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)		종목명	일자	투자이건	목표 주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 추가 대비	최고 추가 대비						평균 추가 대비	최고 추가 대비
삼양식품 (003230)	2024-03-11	Buy(Maintain)	270,000원	6개월	-28.57	-23.52	아모레퍼시픽 (090430)	2023-04-13	Buy(Maintain)	165,000원	6개월	-21.83	-14.00
	2024-03-26	Buy(Maintain)	270,000원	6개월	-19.64	0.37		2023-05-02	Buy(Maintain)	165,000원	6개월	-29.87	-14.00
	2024-04-22	Buy(Maintain)	340,000원	6개월	-5.50	31.32		2023-06-23	Buy(Maintain)	165,000원	6개월	-32.87	-14.00
	2024-05-20	Buy(Maintain)	660,000원	6개월	-16.79	-6.21		2023-07-27	Buy(Maintain)	150,000원	6개월	-16.78	-10.73
	2024-06-14	Buy(Maintain)	830,000원	6개월	-22.87	-14.22		2023-10-04	Buy(Maintain)	160,000원	6개월	-28.47	-21.00
	2024-07-16	Buy(Maintain)	830,000원	6개월	-24.94	-14.22		2023-11-01	Buy(Maintain)	160,000원	6개월	-19.70	-9.38
	2024-08-16	Buy(Maintain)	830,000원	6개월	-27.38	-14.22		2024-01-04	Buy(Maintain)	170,000원	6개월	-22.46	-17.65
	2024-08-30	Buy(Maintain)	800,000원	6개월	-35.49	-29.00		2024-01-31	Buy(Maintain)	170,000원	6개월	-24.47	-17.65
	2024-10-15	Buy(Maintain)	800,000원	6개월	-33.76	-24.75		2024-02-28	Buy(Maintain)	160,000원	6개월	-27.01	-19.31
	2024-11-15	Buy(Maintain)	800,000원	6개월	-33.73	-24.75		2024-04-02	Buy(Maintain)	160,000원	6개월	-20.65	-2.56
	2024-11-18	Buy(Maintain)	800,000원	6개월	-31.53	-8.00		2024-04-30	Buy(Maintain)	200,000원	6개월	-14.33	-7.60
	2024-12-19	Buy(Maintain)	950,000원	6개월	-20.71	-17.58		2024-05-22	Buy(Maintain)	230,000원	6개월	-20.64	-15.57
	2025-01-21	Buy(Maintain)	1,000,000원	6개월	-28.92	-19.10		2024-06-26	Buy(Maintain)	220,000원	6개월	-25.03	-17.14
	2025-02-07	Buy(Maintain)	1,200,000원	6개월	-30.52	-26.17		2024-08-07	Market(perform Downgrade)	170,000원	6개월	-22.96	-10.47
	2025-02-25	Buy(Maintain)	1,200,000원	6개월	-28.57	-23.52		2024-10-15	Buy(Upgrade)	170,000원	6개월	-24.01	-10.47
CJ (001040)	2025-02-25	Buy(Initiate)	153,000원	6개월			에이피알 (278470)	2024-11-01	Buy(Maintain)	170,000원	6개월	-25.89	-10.47
								2024-11-26	Buy(Maintain)	150,000원	6개월	-27.61	-22.73
							에이피알 (278470)	2025-01-13	Buy(Maintain)	150,000원	6개월	-24.00	-13.53
								2025-02-07	Buy(Maintain)	170,000원	6개월	-30.32	-27.06
								2025-02-25	Buy(Maintain)	170,000원	6개월		
								2024-08-27	Buy(Initiate)	74,000원	6개월	-27.41	-20.27
								2024-11-07	Buy(Maintain)	74,000원	6개월	-29.63	-20.27
								2025-01-23	Buy(Maintain)	63,000원	6개월	-25.38	-21.43
								2025-02-11	Buy(Maintain)	68,000원	6개월	-20.54	-18.24
								2025-02-25	Buy(Maintain)	76,000원	6개월		

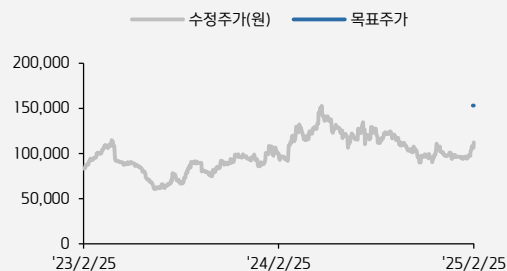
*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가 추이 (2개년)

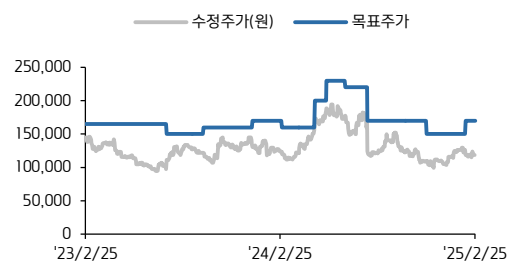
삼양식품 (003230)



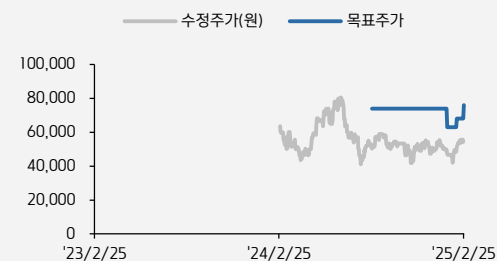
CJ (001040)



아모레퍼시픽 (090430)



에이피알 (278470)



투자 의견 및 적용 기준

기업	적용기준(6개월)	업종	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상	Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상	Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상	Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상		
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상		

투자등급 비율 통계 (2024/01/01~2024/12/31)

매수	중립	매도
96.37%	3.63%	0.00%