

Overweight

Top Picks 및 관심종목

*CP 2024년 05월 28일

실리콘투(257720)

BUY | TP 49,000원 | CP 38,950원

코스맥스(192820)

BUY | TP 220,000원 | CP 163,500원

아모레퍼시픽(090430)

BUY | TP 220,000원 | CP 178,400원

CJ제일제당(097950)

BUY | TP 480,000원 | CP 365,000원

대상(001680)

BUY | TP 35,000원 | CP 23,750원

삼양식품(003230)

BUY | TP 620,000원 | CP 539,000원

2024년 5월 29일 | 산업분석_Industry In-depth

화장품/음식료

‘K-소비재’는 Re-Rating 중

‘K-소비재’ 유행이 아닌 문화

‘코로나’ 이후 미국을 포함한 다양한 국가로의 수출이 나타나고 있어 이목이 주목된다. 이는 여러 요인이 있겠으나 시작은 한국 콘텐츠의 수요 급증이 한국 재화에 대한 관심 상승으로 나타났다고 판단한다. 이전에도 유사한 양상이 중국에서도 나타났으나, 이번은 보다 빠르고/광범위하고/강하다. 코로나 기간 전세계적으로 디지털 플랫폼의 사용량 증가로 보다 쉽게/장기간/빠르게 접하게 되면서 그 어느 때 보다 확산이 빨랐다. 또한 물가 상승, 이자 비용 부담이 합리적 소비, 저가 소비의 니즈를 높였다. 한국에 대한 관심이 증가했고, 합리적인 가격의 맛있고, 질 좋은 제품을 알게 되어버렸다. 지속적으로 먹고, 사용하지 않을 이유가 없다. 한국 소비재는 유행이 아닌 문화로 자리잡을 가능성이 농후하다. 미국을 포함한 해외 확산을 통해 성과를 내고 있는 소비재 업체들의 Re-Rating은 지속될 것으로 기대한다.

화장품: 미국 진출 초입 국면, 추진력을 좀 더 높여야 할 시기

미국에서 한국 화장품 수요가 강하다. 아마존/세포라/얼타에서 다양한 우리 브랜드가 순위권에 포진되어 있다. 강한 수요를 나타내는 미국 화장품 시장을 알아보고, 우리의 기회 요소와 진출 현시점을 진단했다. 미국 화장품 시장은 전세계 1위 규모로 2023년 163조원, ‘13~23년 기간 연평균 4% 성장하는 시장이다. 코로나를 계기로 오프라인 지배적이던 시장이 이커머스 확대로 기회가 생기고 있다. 우리 화장품의 기회 요소는 ① 소비 계층의 확대, ② 혁신적인 제품군 포진, ③ 합리적 가격대, ④ 낮아진 진입 장벽에 근거하며, 이는 세계 최고의 ODM사의 경쟁력 있는 제품이 근간이 되었다. 지난해 수입액 기준 한국 화장품의 미국 시장 침투율은 1.9% 수준 도달 판단하며, 과거 중국 시장 피크 침투율이 9% 수준이었다. 성공 사례가 하나 둘 나타나고, 기회가 보이는 만큼 추진력을 좀 더 높여야 할 때다.

음식료: ‘라면’에서 ‘Street Food’까지 확장 중

2023년 미국 향 한국 가공식품 수출액은 ① ‘건강’으로의 이미지 확장, ② 뛰어난 맛과 품질, ③ 한류를 기반으로 한 K-Food 관심 증대로 역대 최고치를 기록했다. 미국 향 수출 증가율을 살펴보면, ‘라면’이 단연코 1위를 차지했다. 2023년 라면 수출액은 YoY 66.2% 증가했다. 주목할 점은, 한국 색이 다소 강한 카테고리인 ‘김치’와 ‘장류’가 각각 YoY 37.4%, 32.9% 증가했다는 점이다. 특히 ‘고추장’의 약진은 제2의 ‘굴소스’나 ‘스리라차’ 소스로의 도약 가능성을 열어둘 수 있어 긍정적이다. 최근 한류 영향으로 떡볶이 인지도가 높아지면서 ‘쌀가공식품’도 YoY 32.7% 증가했다. 김밥 및 조미김의 인기로 김 수요도 큰 폭 증가했다. ‘K-Food’가 ‘라면’에서 ‘Street Food’까지 확장되고 있다. 다양한 글로벌 니즈에 대응 가능한 ‘종합가공식품업체’에 재차 주목한다.

Analyst 박은정 eunjung.park3@hanafn.com
Analyst 심은주 yesej01@hanafn.com
RA 김다혜 kim.dahae@hanafn.com

목차

1. ‘K-소비재’ 유행이 아닌 문화	4
1) 글로벌로 확산되는 소비재	4
2. 화장품 미국 진출 확장 초입	7
1) 전세계 1위 화장품 시장 미국	7
2) 미국 시장에서의 우리의 기회	9
3) 미국 진출은 초입	14
3. ‘K-Food’의 무서운 카테고리 확장세	15
1) 코로나 이후 ‘미국’ 수출 두드러져	15
2) 대미 수출 역대 최고! 미국에서 찾는 기회	16
3) 우리나라 라면 업체, 전례없는 실적 모멘텀	17
4) Next ‘라면’, 후보자는 다양	19
기업분석	21
실리콘투(257720)	22
코스맥스(192820)	28
아모레퍼시픽(090430)	31
CJ제일제당(097950)	35
대상(001680)	38
삼양식품(003230)	41

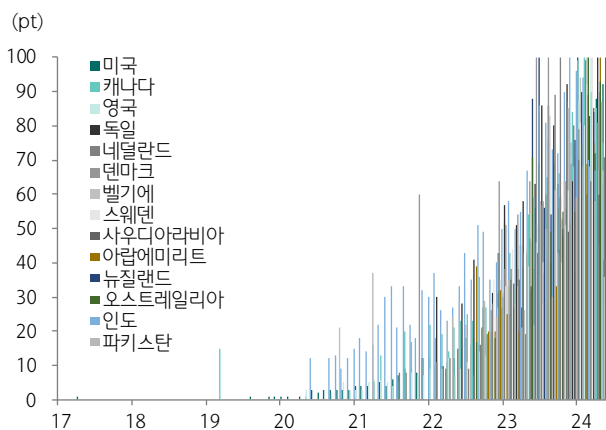
1. 'K-소비재' 유행이 아닌 문화

1) 글로벌로 확산되는 소비재

미국을 포함한 해외 확산을 통해
성과를 내고 있는 소비재 업체
Re-Rating 지속될 것

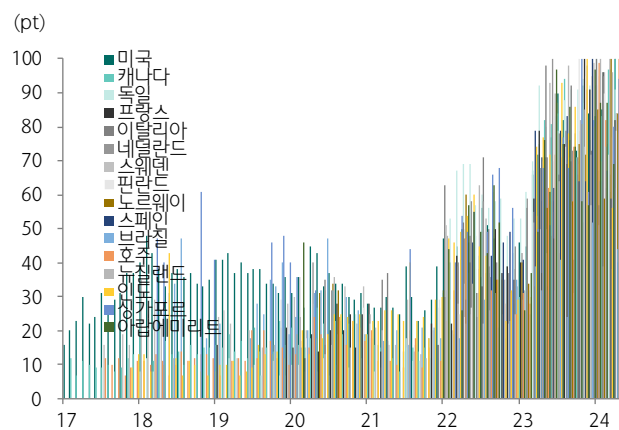
2017년 사드 이전 주요 소비재 업체들의 밸류에이션 Re-Rating을 기억해보자. 오리콘 및 아모레퍼시픽 등 주요 업체들의 중국 매출 비중이 10%를 상회하면서 밸류에이션 상승이 가시화 되었다. 반면에 사드 이후 대중국 수출이 급감하면서 소비재 업체들은 De-Rating을 겪는다. 그러나, '코로나' 이후 미국을 포함한 다양한 국가로의 수출이 나타나고 있어 이목이 주목된다. 이는 여러 요인이 있겠으나 시작은 한국 콘텐츠의 수요 급증이 한국 재화에 대한 관심 상승으로 나타났다고 판단한다. 이전에도 유사한 양상이 중국에서도 나타났으나, 이번은 보다 빠르고/광범위하고/강하다. 코로나 기간 전세계적으로 디지털 플랫폼의 사용량 증가로 보다 쉽게/장기간/빠르게 접하게 되면서 그 어느 때 보다 확산이 빨랐다. 또한 물가 상승, 이자 비용 부담이 합리적 소비, 저가 소비의 니즈를 높였다. 한국에 대한 관심이 증가했고, 합리적인 가격의 맛있고, 질 좋은 제품을 알게 되어버렸다. 지속적으로 먹고, 사용하지 않을 이유가 없다. 한국 소비재는 유행이 아닌 문화로 자리잡을 가능성이 농후하다. 미국을 포함한 해외 확산을 통해 성과를 내고 있는 소비재 업체들의 Re-Rating은 지속될 것으로 기대한다.

도표 1. '불닭 볶음면' 구글 트렌드 추이



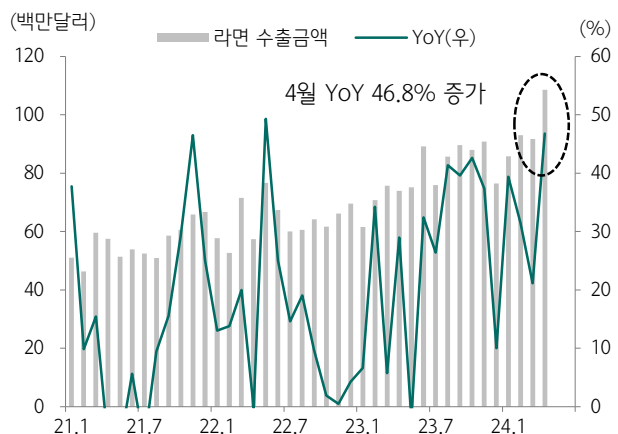
자료: Google, 하나증권

도표 2. 'K뷰티' 구글 트렌드 추이



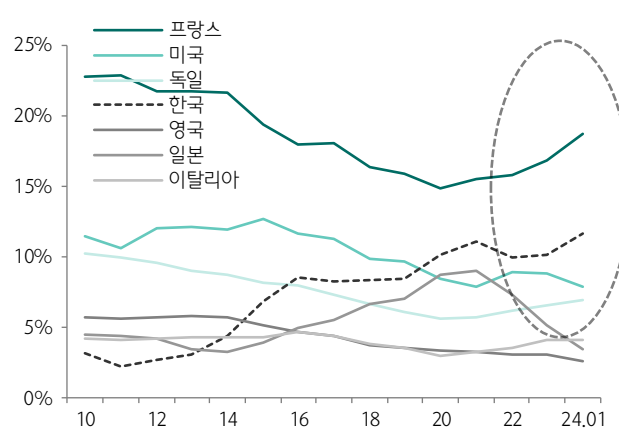
자료: Google, 하나증권

도표 3. 라면 수출액 추이



자료: Census, 하나증권

도표 4. 한국 화장품 글로벌 수출국 2위, 최근 3위와의 격차 확대



자료: ITC Trade map, 하나증권

도표 5. 주요 화장품 기업 올해 실적 및 수출 비중 전망

(단위: 십억원)

		1Q24	YoY %		24F	YoY %
아모레퍼시픽	전사 매출	911.5	-	0.2	4,248.4	15.6
	해외 매출	336.8	-	2.3	1,480.0	6.3
	% of Sales	37.0			34.8	
	전사 영업이익	72.7		13.0	440.8	307.5
	OPM %	8.0			10.4	
	시가총액(5/28)				10,435.1	
LG생활건강	전사 매출	1,728.7		2.7	7,038.1	3.4
	해외 매출	514.3		2.5	2,509.2	15.0
	% of Sales	29.8			35.7	
	전사 영업이익	151.1		3.5	563.1	15.6
	OPM %	8.7			8.0	
	시가총액(5/28)				6,793.9	
실리콘투	전사 매출	149.9		158.5	651.8	90.1
	해외 매출	140.1		169.3	611.9	95.7
	% of Sales	93.4			93.9	
	전사 영업이익	29.5		296.9	119.7	150.3
	OPM %	19.6			18.4	
	시가총액(5/28)				2,352.2	
브이티	전사 매출	101.8		112.6	476.2	61.1
	해외 매출	43.6		79.7	204.2	43.8
	% of Sales	42.9			42.9	
	전사 영업이익	24.0		3,765.5	115.7	154.0
	OPM %	23.5			24.3	
	시가총액(5/28)				1,056.0	
클리오	전사 매출	93.0		23.9	402.8	21.8
	해외 매출	42.0		26.7	163.3	38.2
	% of Sales	8.5		62.9	45.4	34.2
	전사 영업이익	20.3			27.8	
	OPM %	9.2			11.3	
	시가총액(5/28)				691.2	
아이패밀리에스씨	전사 매출	57.4		74.8	230.5	55.0
	해외 매출	40.9		101.7	162.4	70.5
	% of Sales	71.2			70.4	
	전사 영업이익	11.8		152.7	47.7	99.0
	OPM %	20.5			20.7	
	시가총액(5/28)				603.8	
코스맥스	전사 매출	526.8		30.6	2,213.3	24.5
	해외 매출	369.1		58.5	1,584.2	52.7
	% of Sales	70.1			71.6	
	전사 영업이익	45.5		229.5	200.5	73.3
	OPM %	8.6			9.1	
	시가총액(5/28)				1,855.6	
한국콜마	전사 매출	574.8		17.9	2,449.8	13.6
	해외 매출	426.1		23.0	1,853.8	19.1
	% of Sales	74.1			75.7	
	전사 영업이익	32.4		168.9	193.9	42.4
	OPM %	5.6			7.9	
	시가총액(5/28)				1,255.8	

자료: 하나증권

도표 6. 주요 음식료 기업 올해 실적 및 수출 비중 전망

(단위: 십억원)

		1Q24	YoY %	24F	YoY %
삼양식품	전사 매출	385.7	57.1	1,573.2	31.9
	해외 매출	289.0	82.9	1,213.2	49.9
	% of Sales	74.9		77.1	
	전사 영업이익	80.1	235.7	300.9	104.0
	OPM %	20.8		19.1	
	시가총액(5/28)			4,060.3	
농심	전사 매출	872.5	1.4	3,545.3	4.0
	해외 매출	348.1	0.5	1,399.4	7.6
	% of Sales	39.9		39.5	
	전사 영업이익	61.4	(3.7)	218.6	3.1
	OPM %	7.0		6.2	
	시가총액(5/28)			2,852.8	
CJ제일제당	전사 매출(식품)	2,831.5	2.6	11,885.8	5.5
	해외 매출	1,375.2	1.6	5,810.6	7.9
	% of Sales	48.6		48.9	
	전사 영업이익(식품)	184.0	37.7	763.7	16.7
	OPM %	6.5		6.4	
	시가총액(5/28)			5,494.8	
대상	전사 매출	1,044.5	5.5	4,344.2	5.8
	해외 매출	310.9	14.3	1,234.9	8.6
	% of Sales	29.8		28.4	
	전사 영업이익	47.7	91.5	175.7	42.0
	OPM %	4.6		4.0	
	시가총액(5/28)			822.9	
풀무원	전사 매출	769.3	5.4	3,172.2	6.0
	해외 매출	154.5	5.0	615.4	9.8
	% of Sales	20.1		19.4	
	전사 영업이익	15.7	27.7	82.8	33.7
	OPM %	2.0		2.6	
	시가총액(5/28)			603.8	
빙그레	전사 매출	300.9	2.5	1,445.4	3.7
	해외 매출	44.0	19.4	150.1	19.8
	% of Sales	14.6		10.4	
	전사 영업이익	21.1	65.3	127.1	13.2
	OPM %	7.0		8.8	
	시가총액(5/28)			875.8	

자료: 하나증권

2. 화장품 미국 진출 확장 초입

1) 전세계 1위 화장품 시장 미국

한국, 프랑스 다음으로
미국의 최대 화장품 수입국 등극

미국의 한국 화장품 수입은
‘13~23년 기간 연평균 +29%

미국은 전세계 1위 화장품 시장
GDP 성장을 상회하며 성장 중

색조와 스킨케어 비중은 40%
스킨케어 성장을 > 색조 성장률

여전히 오프라인 채널 과반 상회
코로나를 계기로
이커머스 비중 30% 수준 도달

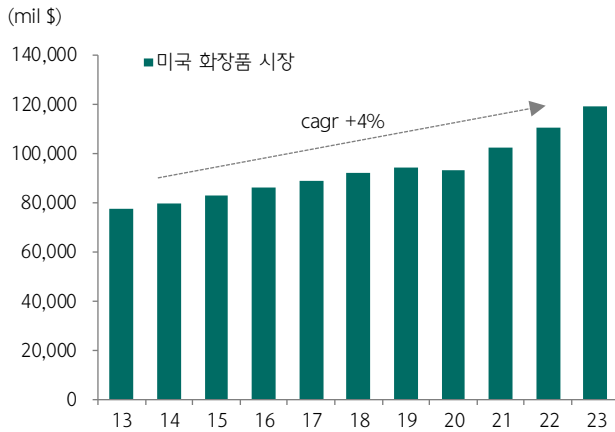
미국에서 한국 화장품 수요가 강하다. 아마존 스킨케어/색조 베스트셀러에 아누아, 조선미녀/티르티르, 클리오 등 다양한 브랜드가 포진해 있으며, 세포라 베스트셀러에는 아모레퍼시픽 라네즈의 핵심 제품 군이 20위권 내 3개 품목이나 랭크 되어 있다. 우리나라 ODM사가 제조한 제품까지 나열하게 된다면 기여도는 상당하다. 우리나라 화장품의 미국 내 약진이 두드러진다. 이러한 현상에 걸맞게 지난해 미국의 한국 화장품 수입액은 1.5조원을 넘어서며 전년동기비 34% 고성장을 했다. 미국의 화장품 수입 시장에서 한국이 캐나다를 재치고 2위를 기록하며, 프랑스 다음으로 최대 수입국이 되었다. 미국의 한국 화장품 수입은 ‘13~23년 기간 연평균 29% 증가했는데, 지난해 성장 속도(34%)가 더 강해졌다. 지난 1분기는 전년동기비 64% 성장하며, 높은 기저에도 역대급 성장 기록했다.

미국 화장품 시장은 전세계 1위 규모로 2023년 163조원 수준 형성했다. 이는 한국 화장품 시장 규모의 약 5배에 이른다. 규모가 상당함에도 ‘13~23년 기간 연평균 4%로 연간 미국의 GDP 성장률을 상회하는 속도로 확대되고 있다. 동일 기간 미국의 화장품 총수입은 연평균 7% 성장함에 따라, 미국 화장품 시장 내 수입 기여도는 점진적으로 확대 중이다. 그중에서 한국 화장품은 동일 기간 연평균 29% 성장함에 따라 미국 화장품 시장 내 점유율 확대 속도는 더 빠르게 나타나고 있다. 가격대 측면에서는 중저가 품목의 시장 기여도가 과반을 넘어서는 것으로 파악된다.

시장의 색조와 스킨케어 비중은 전체의 40% 차지하며, 각각 17%, 23% 비중을 형성한다. 각 카테고리의 동일 기간 연평균 성장률은 4%, 6%로 견조하나, 스킨케어에 대한 관심이 보다 늘어나고 있는 추세로 보인다. 카테고리 내 기업별 점유율을 보면, 스킨케어의 경우 상위 10개 기업의 점유율이 50% 수준이며, 색조는 대형사로의 집중도가 80% 가까이 된다. 인디 브랜드를 제외해도 70%를 상회, 상위 3개사의 점유율만 50%를 넘어선다. 색조의 경우 소비자 구매에 있어 브랜드 관여도가 상대적으로 높으며, 스킨케어는 상대적으로 유연한 것으로 파악된다. 미국의 한국 화장품 수입 중 70%가 스킨케어로, 우리나라 화장품은 스킨케어 중심으로 미국 시장에 침투 중이다.

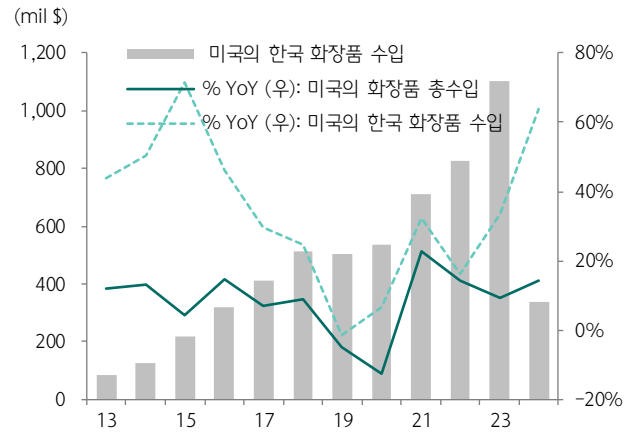
미국 화장품 시장의 유통 채널의 경우 코로나 이전까지 전통 채널(마트/백화점 등)의 비중이 50%를 상회했으며, H&B 채널이 30% 수준으로 시장의 오프라인 기여도가 지배적이다. 반면에 이커머스는 20%에 못 미쳤다. 한국과 중국의 이커머스 비중이 50%에 육박하는 만큼 미국의 이커머스 침투율은 상당히 낮았다. 화장품 주요 유통 채널로 대표되는 Ulta나 Target의 코로나 이전 이커머스 매출 비중은 각각 11%, 9% 수준에 불과했으며, 지난해야 비로소 각사 모두 20% 수준까지 올라왔다. 코로나를 기점으로 이커머스 사용이 급증하며 전체 시장은 현재 30% 수준까지 이커머스 비중이 상승한 상황이다. 미국 화장품 시장에서 가장 큰 유통 채널은 월마트/아마존 등이며, 뷰티 고관여자들의 탑 오브 마인드 채널은 세포라로 파악된다. 다만 미국 전역 약 500여개로 대도시에만 존재하는 단점이 있다. 얼타/타겟 등이 비교적 넓은 범위를 커버한다. 아마존은 저렴한 가격, 다양한 제품, 독보적 물류 서비스를 제공함에 따라 미국 내 이커머스 점유율을 빠르게 확대하고 있다.

도표 7. 미국 화장품 시장 규모



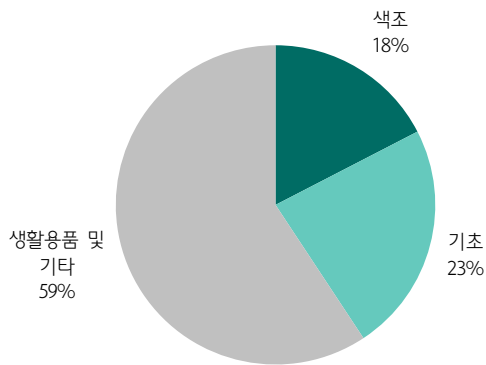
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 8. 미국의 한국 화장품 수입



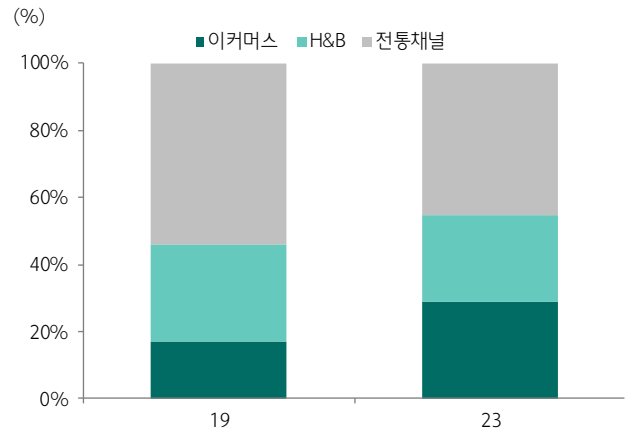
자료: TRASS, 하나증권

도표 9. 미국 화장품 시장의 색조, 기초 비중



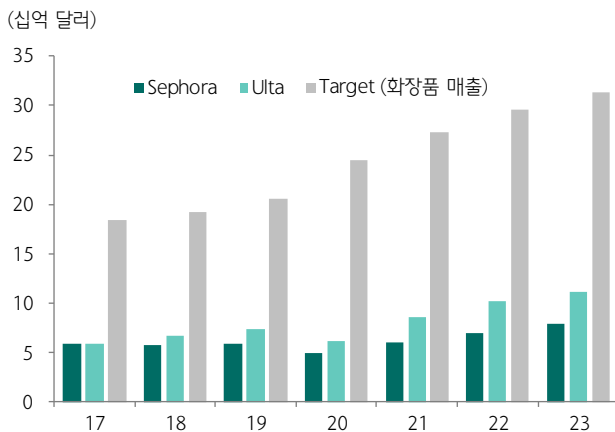
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 10. 미국 화장품 시장의 이커머스 비중



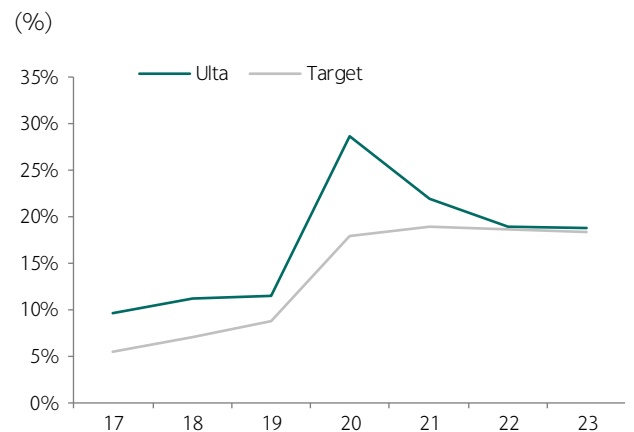
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 11. 미국 유통 채널 세포라, 알타, 타겟의 매출 추이



자료: 각사, 하나증권

도표 12. 미국 유통 채널 알타, 타겟의 이커머스 비중 추이



자료: 각사, 하나증권

2) 미국 시장에서의 우리의 기회

미국 시장에서 우리 기업의 약진

- ① 소비 계층의 확대
- ② 혁신적인 제품군 포진
- ③ 합리적 가격대
- ④ 낮아진 진입장벽

K-컨텐츠의 확산
한국 화장품의 소비 계층을
아시아 → 다국적 인종

K-컨텐츠를 계기로
다양한 소비자로 하여금
한국인의 피부/동안 주목
스킨케어 루틴 관심 고조

코스알엑스는
관심도 급증한 환경에
잘 대응하여 외형 확대 달성

미국 시장에서 우리 기업들의 약진이 나타나고 있다. 어떤 요인들이 기회가 되었는지 파악해보고자 한다. 당사는 4가지 요소가 우리에게 기회였다고 판단하고 있다. ① 소비 계층의 확대, ② 혁신적인 제품군 포진, ③ 합리적 가격대, ④ 낮아진 진입장벽 등이다. 다만 누구에게든 기회가 될 수 있는 부분이나, 치열한 경쟁의 국내 시장에서, 세계 최고의 국내 ODM사의 경쟁력 있는 제품이 근간이 되었기 때문에 모든 것이 가능했다고 판단한다.

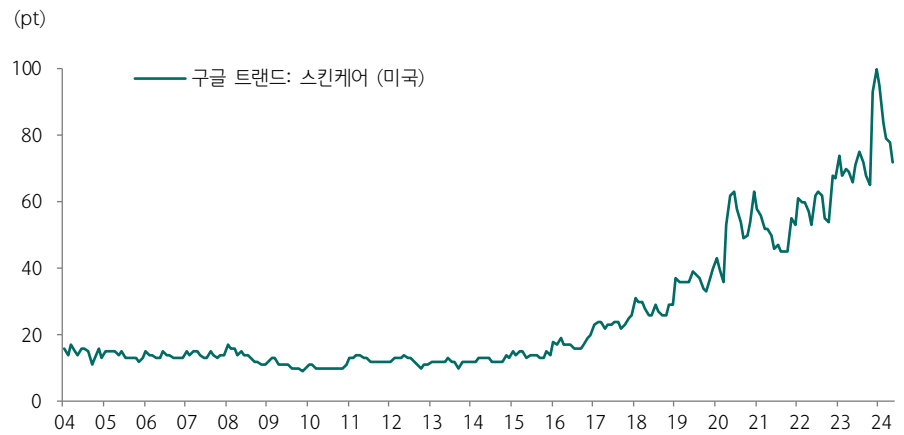
코로나 기간 K-컨텐츠의 확산은 미국에서 또는 전세계에서 한국 화장품의 소비 계층을 아시아에서 다국적 인종으로 넓혀주는데 큰 계기가 되었다. 2019년의 기생충, 2021년 오징어 게임, 전세계적으로 주목받고 있는 방탄소년단, 블랙핑크 등 한국의 영화/드라마/음악 등의 주목은 한국의 인지도 상승에 기여했다. 해당 컨텐츠의 소비를 계기로 다양한 디지털 플랫폼 알고리즘에 의해 미국 및 전세계 소비자에게 자연히 한국 관련 컨텐츠가 노출되고, 대단한 대가와 노력없이 우리의 재화가 흡수될 수 있었다.

한국 영화/드라마 인물의 매끄러운 피부, 나이 대비 어려 보이는 얼굴이 주목되었으며 이에 따라 한국 소비자의 스킨케어 루틴에 대한 관심이 고조되었다. 또한 코트라 자료에 따르면 코로나 당시 마스크 착용으로 여드름이 발생한다는 의미로 마스크니(Maskne = Mask + Acne)라는 합성어가 생길 정도로 미국 내에는 피부 관리에 대한 관심이 증폭된 상황이었다. 마스크니에 효과적인 한국 스킨케어를 소개하는 디지털 게시물이 다양하게 나타났으며, 특히 클렌징/각질제거/보습제/여드름 패치 등의 4가지 품목 언급이 많았다. 이를 계기로 미국에 한국 소비자의 스킨케어 루틴이 알려지기 시작했다. 현재도 구글 트렌드에 'skincare'를 키워드로 검색하면, 인기순 기준 4번째에 'skincare routine', 8번째에 'Korean skincare'가 관련 검색어로 나온다. 총 25개의 관련 검색어 순위 중 특정 국가의 스킨케어가 언급된 것은 한국이 유일하다.

코스알엑스(COSRX)는 코로나 기간 관심도가 급증한 '마스크니'에 대한 대응을 잘하여 외형 확대한 좋은 예라고 판단한다. 코스알엑스는 전략적으로 아마존을 잘 이용했는데, 아마존 안에서 동사의 리뷰뿐 아니라, 타사의 리뷰 분석을 통해 현재 '소비자의 관심'이 어디에 있는지를 잘 파악했다. 코스알엑스는 2018년 아마존에 처음 입점했으며, 2019년 전 제품을 아마존에 리스팅 했다. 2020년부터 FBA 재고 운영을 확대하고 이에 맞춰서 On-Amazon 광고를 셋업을 하면서 볼륨화 준비를 거쳤다. 공교롭게도 팬데믹 기간이었던 2021년에 아마존 베스트셀러 20위권에 '아크네 펄프 마스터 패치'가 랭크인 되었는데, 이는 코로나 기간 '소비자의 행동'에 주목하고 잘 대응한 결과로 판단한다. 또한 재고 운영을 확대 함으로써 볼륨화 준비도 되었을 것이다. 스네일 96 뮤신 파워 에센스 또한 유행기 많은 여드름 피부를 가진 소비자의 재생/보습 관련한 품목이며, 발랐을 때의 사용감이 좋은 것으로 알려져 있다. 당시 코스알엑스는 주력 제품을 선정하여 마케팅을 집중했는데, 당시 '마스크니'와 관련 검색어 상위 품목인 클렌저/보습제/여드름 패치 등이 주력 제품군과 일치한다. (주력 제품: 약산성 굿모닝 젤 클렌저/스네일 뮤신 96파워 에센스/아크네 펄프 마스터 패치)

도표 13. 구글 트렌드 미국에서 'SKINCARE' 관심도 추이

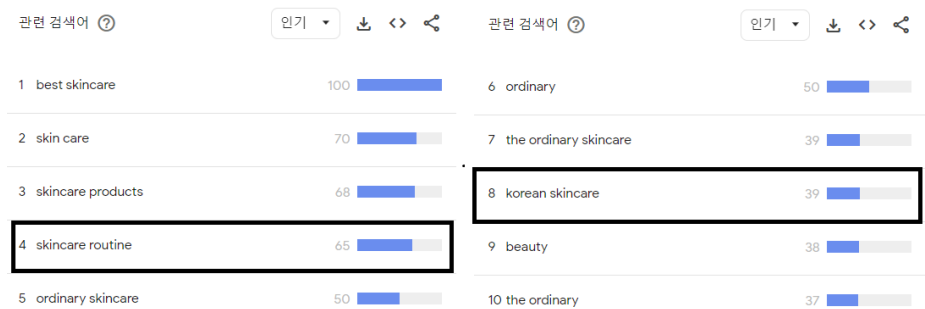
미국 구글 사용자의 검색어에
대한 흥미도를 나타낸 차트
인기가 가장 높았던 시기를 100
으로 두고 시기별 비교한 수치



자료: Google, 하나증권

도표 14. 구글 트렌드 미국에서 'SKINCARE'의 관련 검색어

4위 스킨케어 루틴
8위 한국 스킨케어



자료: Google, 하나증권

도표 15. 구글 트렌드 미국에서 'SKINCARE Routine과 COSRX' 관심도 추이



자료: Google, 하나증권

우리나라 소비자의
스킨케어 루틴은 최대 9개

한국의 스킨케어는
마케팅 원료 테마를
다양하게 만드는데 능함

글로벌 최고 ODM사가
존재했기에 가능

올리브영의 카테고리 세분화도
스킨케어 발전에 기여

세계 최고 ODM+ 잔인한 유통사
+고관여 소비자→혁신적 제품이
‘브랜드’에 무관하게 출시 가능

우리나라 소비자의 스킨케어 루틴은 최대 9개이며, 미국 소비자들은 2.5개 사용한다고 업계에서는 알려져 있다. 우리나라의 스킨케어 제품은 상당히 세분화 되어있으며, 새롭게 카테고리 확장을 시킬 수 있는 원료/제형/용기 등의 출시가 활발해왔다. 특히 한국의 스킨케어는 마케팅 할 수 있는 원료 테마를 다양하게 만들어 내는데 능하다. 히알루론산(보습), 프로폴리스(피부장벽강화), 콜라겐(탄력, 피부장벽강화), CICA(피부손상개선, 진정효과), 어성초(트러블 개선), 레티놀(콜라겐 생성→주름개선효과), 마이크로바이옴(피부자생력 향상, 저항력 강화) 등 다양한 스킨케어 라인업들이 확보 되었고, 현재도 끊임없이 출시 중이다.

이는 우리나라 소비자가 상대적으로 고관여인 측면도 있으며, 원브랜드샵 확대 - 방한 중국인 유입 사이클을 통해 성장 기반을 닦고 글로벌 최고 수준의 연구/제조 인프라를 갖춘 ODM사가 존재했기에 가능했다. 여기에 올리브영이라는 화장품 유통 공룡이 나타나면서, 카테고리를 본격적으로 쪼개기 시작했다. 올리브영의 오프라인은 브랜드존 뿐 아니라 카테고리존이 또한 세분화 되어있는게 특징적이다. 카테고리존의 선반에서 브랜드별로 선택 받기 위해 치열하게 경쟁하고 있다. 엔드매대/곤돌라/벽장, 가운데/가장자리 모두 매출 순위로 줄 세워진 위치이다. 온라인 또한 마찬가지로 카테고리별로 랭킹화하여 경쟁적으로 제품을 판매 중이다.

‘세계 최고의 ODM 수준 + 잔인한 유통사 + 고관여 소비자’가 포진된 한국은 혁신적인 제품이 탄생하기에 좋은 환경이다. 여기서 특히 중요한 것은 혁신적인 제품이 ‘브랜드에 무관하게’ 출시되고 있다는 것이다. 예전에는 혁신적인 제품이 명품 브랜드로 인식되었으나, 지금은 좋은 원료와 기술력, 힙한 마케팅 아이디어만 있으면 브랜드력이 없어도 볼륨화 될 수 있는 환경이 되었다.

최근 우리나라 스킨케어 트렌드는 ‘피부 침투력’에 심취해 있다. 스킨케어 활성화 물질이 피부 속 얼마나 깊이 흡수 되는지, 피부에 즉각적으로 효능이 나타날 지에 대한 관심이다. 소비자들은 스킨케어에 대해 이제 피부과에서 시술 받는 것 만 큼의 효과가 있기를 바라고 있다. 대표적 제품이 브이티의 ‘리들샷’이며, 그렇기 때문에 소비자는 화장품 흡수를 돕는 메디큐브의 ‘부스터프로’와 같은 미용기기에 대한 관심도 상승했다.

미국 내 Dupe 소비 확산
Dupe는 성분과 성능이 유사한
고가 제품의 대체재를 의미

Dupe 소비, 한국의 원브랜드샵
미투 소비와 유사
합리적 소비로 굳어져
전반적으로 저가 소비 익숙해짐

2023년 미국 화장품 시장 내 Dupe(Duplication, 복제품) 소비, 저렴이 소비가 확산되었다. Dupe는 성분과 성능이 유사한 고가 제품의 대체재를 의미하며, Dupe 소비는 인플레이션 부담과 이자 비용 증가에 따라 구매력이 하락하면서 발생한 현상이다. 인스타그램/유튜브/틱톡 등과 같은 소셜 미디어 플랫폼에서 고가 대안으로 Dupe 제품을 소개, 테스트하는 영상이 급증했으며, 소비자들의 구매를 부추겼다. 이와 함께 주목 받은 대표적 기업이 ELF Beauty 이다. ELF는 대부분의 제품을 고가 색조 브랜드를 컨셉화 했으며, 중국 제조, 중국 용기 사용을 통해 5달러 미만의 저렴한 가격의 제품을 공급해 고성장 하고있다.

미국의 이런 현상은 우리나라에서 오래전부터 마주했던 현상이다. 미샤/더페이스샵 등 원브랜드샵의 ‘미투 제품’이 그 예 이다. 미투 제품은 동등한 성능, 매력적인 가격으로 합리적 소비의 소구점 제시, 지금까지 굳어졌다. 우리나라 소비자는 전반적으로 저가 소비에 익숙해진 상황이다. 게다가 대부분 ODM사 통해 제조되기 때문에 좋은 퀄리티 또한 보장된다. 미국 소비자 또한 Dupe 소비가 합리적 소비라는 긍정적인 인식이 굳어지고 있는 상황으로 중저가 소비에 대한 관심이 더 확장될 수 있을 것으로 판단한다. 합리적인 가격의 퀄리티 좋은 제품을 인지하게 되었고, 계속 사용하지 않을 이유가 없을 것이다.

이커머스 기여도 상승
주요 마케팅 툴, 뉴미디어
플랫폼으로 완전히 전환

미국 이커머스 비중 30% 수준
전세계 이커머스 비중 20%
여전히 상승 여력 높아

이커머스 확대
→ 미국의 진입 장벽 하락

미국뿐만 아니라 전세계적으로 코로나를 겪으면서 두가지 양상이 나타났다. 당연히 첫번째는 이커머스 기여도가 한층 상승한 점이며, 두번째는 주요 마케팅 툴이 뉴 미디어 플랫폼으로 완전히 전환되면서 그 어느때 보다도 브랜드와 소비자간의 소통이 유연하며, 브랜드의 이미지 전달과 확산이 수월해진 점이다.

우선적으로 이커머스 기여도의 경우 미국은 아직 30% 미만으로 한국과 중국이 50% 가까이 차지하는 것 감안 여전히 상승여력이 높다. 전세계적으로도 이커머스 비중은 아직 20% 수준에 불과하여 잠재 시장이 많다고 보여진다. 이커머스 시장이 확대됨에 따라 나타나는 현상은 우리가 경험했던 것처럼 브랜드의 채널 진입이 수월하다는 점이다. 과거 브랜드사가 국내/외 진출에 있어 가장 어려움을 겪었던 점은 채널 확보에 있었다. 특히 대형 유통 채널에 입점 및 매대 확보를 위해서는 매출 평판 등이 필요했는데, 쉽게 확보하기 어려운 부분이다. 이커머스 시장 기여도가 확대되면서 이러한 부분이 빠르게 해소되었다. 그에 따라 우리나라는 빈번하게 인디 브랜드가 런칭 되며, 브랜드가 홍수처럼 쏟아지게 되었다. 물론 근간에는 세계 최고의 ODM사들이 존재하기에 가능하다.

미국은 코로나 기간 이커머스 비중 확대(2019년 17% → 2023년 29%), 이제 30%를 넘어가고 있는 중이다. 전세계 최고 소비시장인 미국의 진입장벽이 낮아지고 있다는 의미이다. 미국 내에서 점유율을 확대해가는 아마존 채널의 경우 미국에 법인이 없이도 계정을 만들어 판매할 수 있으며(틱톡샵 X), FBA(Fulfillment by Amazon) 서비스를 통해 상품 주문처리 과정 전반을 아마존에 맡길 수 있다. 이에 따라 아마존 이용 개인 리테일러 또한 급증하며 시장 파이를 키워가고 있다. 아마존에는 현재 우리나라 인디 브랜드부터 여러 브랜드들이 진출한 것을 확인할 수 있다. 앞으로도 무수한 브랜드들의 아마존 진출이 이어질 것으로 예상된다.

대형 체인(오프라인)으로의
진출은 까다로우나
채널 경쟁력/Newness를
높이기 위해 기회 확대될 것

세포라나 얼타 등 미국의 핵심 화장품 유통사로의 진출은 까다롭다. 매대를 브랜드사에게 제공하는 것이므로 매출/마진/재고회전율/브랜드랭킹 등 다양한 부분을 유통사는 고려하는 것으로 알려져 있다. 현재 아모레퍼시픽의 라네즈, 이니스프리 정도가 세포라 독점 유통을 통해서 미국에서의 인지도를 키우고 있다. 다만 아마존의 확장, 틱톡샵의 미국 내 침투 등으로 세포라/얼타 등도 빠르게 대응하는 것으로 파악된다. 이는 이커머스 채널과의 경쟁 우위를 위해 신규 브랜드 입점을 통해 채널 경쟁력/Newness를 높이기 위함이다. 세포라 미국 법인장과의 미팅을 통해 세포라는 몇가지 기준만 만족하면, 굉장히 오픈 마인드로 브랜드 입점을 고려하고 있고 한국 브랜드 또한 기회가 열려있다고 확인했다. 경쟁력 있는 브랜드들이 온/오프라인의 헤게모니 충돌에서 기회를 얻을 수 있을 것으로 기대한다.

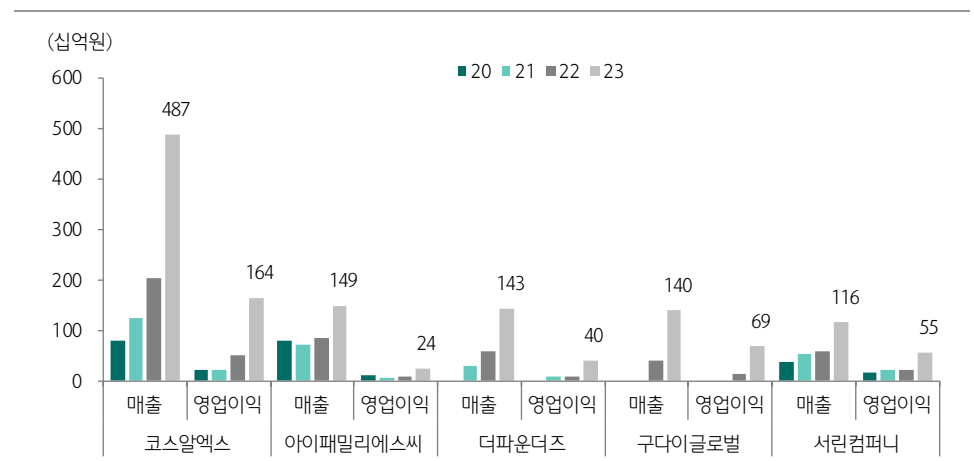
뉴 미디어 플랫폼의 탄생으로
시장 트렌드는 빠르게 급변

본사가 직접 마케팅 집중
유통은 벤더사를 통해
분업화 유리해 지는 환경

뉴미디어 플랫폼을 통해 전세계로 브랜드 발신이 그 어느때보다도 빠르게, 수월하게 가능해졌다. 그와 동시에 시장 트렌드는 빠르게 급변하고 있다. 소비자와 브랜드사의 가교 역할, 통관/물류 전반을 수행해주는 유통 벤더사를 통해 브랜딩과 유통을 분업화하는 것이 유리해 지는 모습이다. 빠른 트렌드 속에 브랜드사는 제품 개발과 브랜딩에 집중하고, 유통은 국내외 리테일러 확보 및 물류 인프라를 구축한 실리콘투와 같은 유통업체에 전담하는 방식이다. 이를 통해 브랜드사는 해외 확장을 위해 지출되는 비용(법인 설립, 기타 부대비용)과 통관/물류, 영업망 확보 등을 위해 할애 해야하는 시간을 효율화 할 수 있다.

현재 이러한 비즈니스 모델로 확장 중인 상장사는 아이패밀리에스씨이다. 국내외 대부분 총판(약 8개사)을 활용하고 있다. 브랜딩/제품 컨셉 개발 등은 본사가 주도하며, 중국/동남아/유럽/미주 등 글로벌 수출은 모두 총판을 통해 분업화하여 속도감 있게 해외 확장을 하고 있다. 이에 따라 매출 증가 속도가 가팔라지고 있다. 현재의 환경하에서 브랜드사들의 빠른 해외 확장에 적합한 비즈니스 모델로 생각된다. 그 외 비상장사 중에서 본사는 제품 개발/마케팅에 집중, 국내외 확장은 유통사를 잘 활용하여 빠르게 성장 중인 기업은 코스알엑스/더파운더즈/구다이글로벌/서린컴퍼니 등이 있다.

도표 16. 마케팅/유통을 분업화 하여 외형이 빠르게 성장한 기업들



자료: DART, 하나증권

3) 미국 진출은 초입

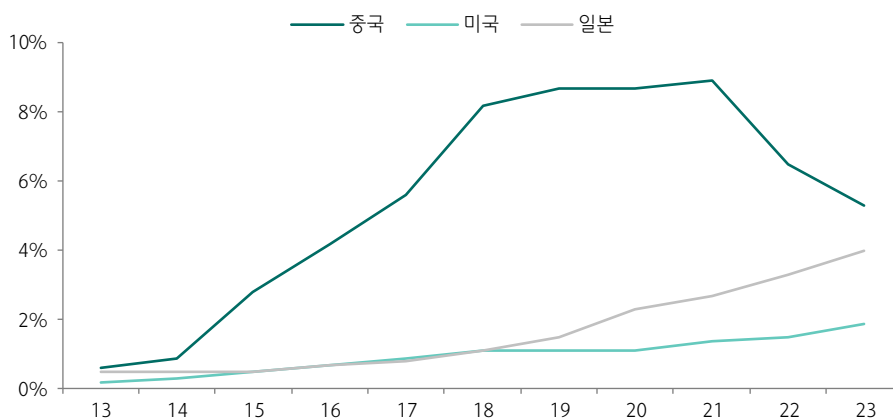
우리나라 화장품의 미국 진출은 초입으로 보인다. 코로나 이후 K컬처의 인지도가 본격적으로 확대되며 아시안에서 다양한 인종으로 한국 재화의 소비가 이제 시작되었으며, 전세계 최고 ODM사의 포진으로 우리나라의 혁신적인 화장품이 미국에서 경쟁력을 보이고 있다. 또한 글로벌 인플레이션 및 경기 부진에 따른 저가 수요 확산 흐름은 합리적인 가격대에 포지셔닝한 한국 화장품의 경쟁력을 돋보이는 부분이다. 또한 이커머스 시장 확대에 따른 글로벌 1위 소비 시장의 진입 장벽 완화는 K뷰티의 미국 진출에 있어 유리한 환경으로 판단한다.

한국의 미국 시장 침투율은
2% 미만, 아직 상승 여력 다분

지난해 미국의 한국 화장품 수입은 처음 1조원을 넘어서, 1.5조원을 달성했다. 이를 판매가(수입액의 2배수) 감안 시 한국 화장품의 미국 침투율은 1.9% 수준이다. 이커머스와 H&B 채널로 한정 짓더라도 4%에 미만이다. 과거 2021년 중국 화장품 시장에서 한국 화장품 수입액 기준 침투율은 9%까지 도달한 바 있다. 이와 비교 시 아직 미국의 진출의 피크아웃을 말하기에는 너무 이른 것 같다. 성공 사례가 하나 둘 나타나고, 기회가 보이는 만큼 미국 진출에 대한 추진력을 좀 더 높여야 할 때다.

중국은 21년 침투율 최고 9%
일본 23년 침투율 최고 4%
미국 23년 침투율 최고 1.9%

도표 17. 각 화장품 시장의 한국 화장품 수입액 침투율 (판매가 반영, multiplier 2배 반영)



자료: TRASS, 하나증권

3. 'K-Food'의 무서운 카테고리 확장세

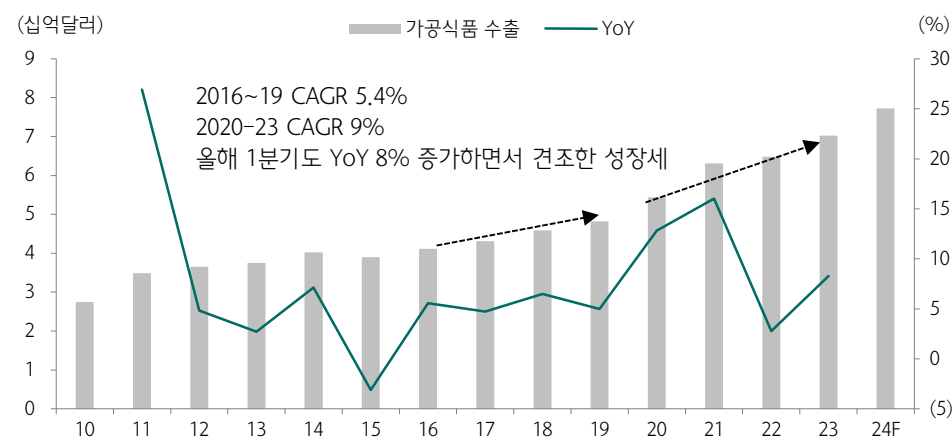
1) 코로나 이후 '미국' 수출 두드러져

수출은
미국이 캐리 중

관세청에 의하면 지난 해 우리나라 주요 가공식품 수출액은 약 10조원으로 파악된다. 음식료 업체들의 대다수 현지 생산 및 판매 법인을 보유하고 있다는 점을 감안하면, 실제 해외 매출액은 이를 상회할 것이다. 주요 가공식품 수출액은 지난 3년 간 연평균 9% 증가했다. 코로나를 계기로 눈에 띄는 상황은 '미국'의 약진이다. 지난 3년 간 미국 향 수출액은 연평균 12% 증가했다. 동기간 중국은 7% 증가했다. 중국은 2016년(사드 이전) 가공식품 수출 비중 23%를 차지해 가장 중요한 수출국이었다. 사드 이후 중국 향 수출 비중은 하락하기 시작했다. 2023년 기준 중국 향 수출 비중은 18%이다. 동기간 미국 향 수출 비중은 2016년 12% → 2023년 18%로 큰 폭 증가했다. 사드 이후 가공식품 수출은 사실상 '미국'이 견인하고 있다.

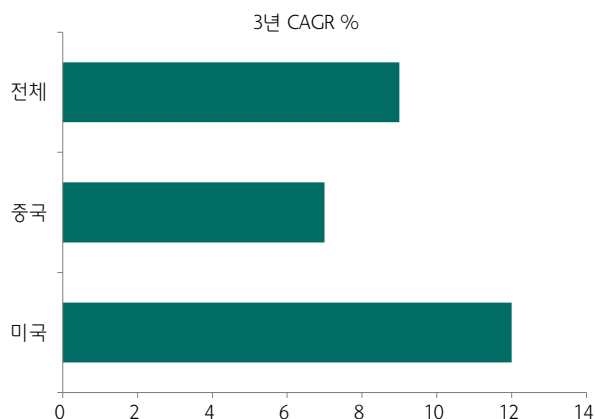
도표 18. 우리나라 주요 가공식품 수출 추이

코로나 이후 고성장세



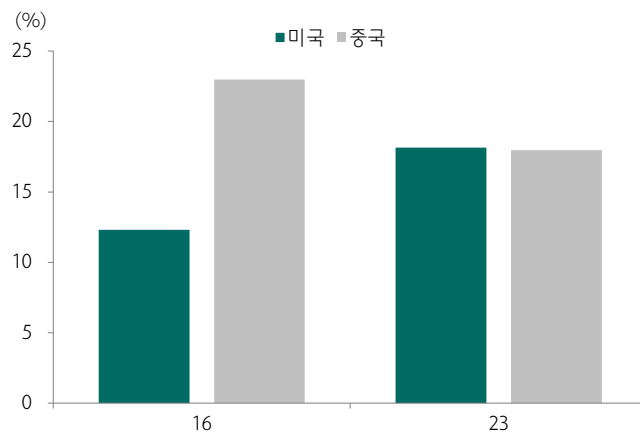
자료: 관세청, 하나증권

도표 19. 국가별 수출 증가율 현황



자료: 관세청, 하나증권

도표 20. 국가별 수출 비중 현황



자료: 관세청, 하나증권

2) 대미 수출 역대 최고! 미국에서 찾는 기회

K-Food는 '건강'과 결부되면서
다양한 카테고리로 확산

2023년 미국 향 한국 가공식품 수출액은 역대 최고치를 기록했다. 한국농수산물유통공사는 ① '건강'으로의 이미지 확장, ② 뛰어난 맛과 품질, ③ 한류를 기반으로 한 K-Food 관심 증대로 의미있는 결과를 시현했다고 분석했다.

성장을 측면에서 '라면'
'김치' 및 '장류'도 약진

카테고리별 성장률을 보면, '라면'이 단연코 1위를 차지했다. 라면 수출액은 YoY 66.2% 증가했다. 한국 색이 다소 강한 카테고리인 '김치'와 '장류'도 각각 YoY 37.4%, 32.9% 증가했다. 특히 '고추장'의 약진은 제2의 '굴소스'나 '스리라차' 소스로의 도약 가능성을 열어줄 수 있겠다. 최근 한류 영향으로 떡볶이의 인지도가 높아지면서 '쌀가공식품'도 YoY 32.7% 증가했다.

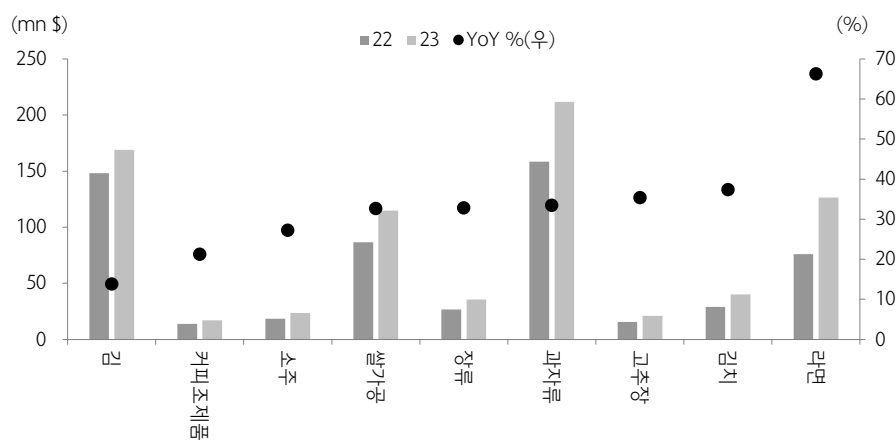
규모 측면에서는 '가공밥', '김'

절대 금액 측면에서는 '과자류'가 가장 컸다. 세부 품목에 베이커리와 가공밥이 포함되어 있는 까닭으로 풀이된다. 참고로 베이커리와 가공밥은 각각 YoY 20%, 15% 증가한 것으로 파악된다. 두 번 째로 절대 금액이 큰 카테고리는 '김' 이었다. 김밥의 인지도가 빠르게 확대되면서 마른김 수요도 증가하고 있는 것으로 파악된다. 김스낵 등 조미김의 수요도 견조하게 증가하고 있는 것으로 판단된다.

도표 21. 미국 향 카테고리별 수출 현황

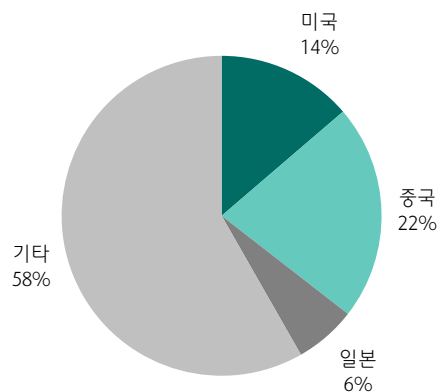
'고추장', '김치' 등
한국 색 강한 카테고리도 약진

'김' 급부상



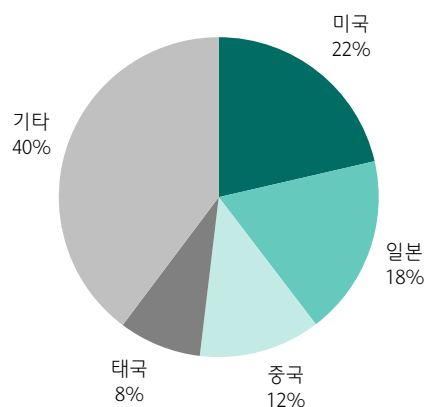
자료: AT, 관세청, 하나증권

도표 22. 라면 수출 국가별 비중



자료: 관세청, 하나증권

도표 23. 김 수출 국가별 비중



자료: 관세청, 하나증권

3) 우리나라 라면 업체, 전례없는 실적 모멘텀

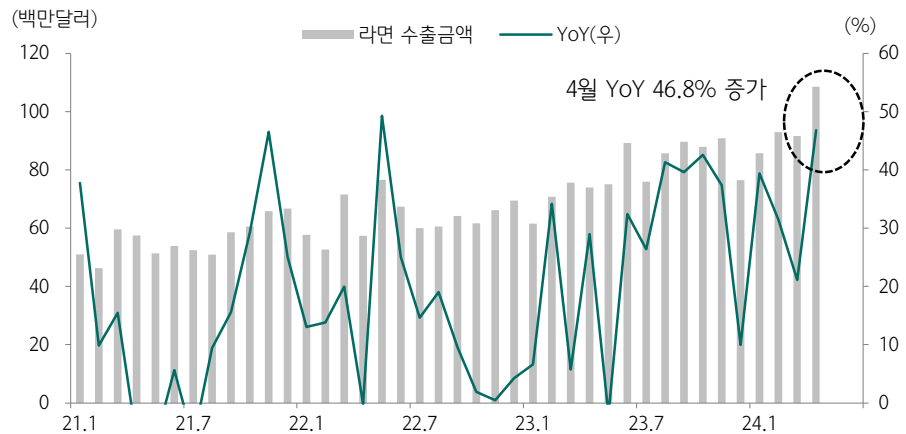
글로벌 Peer 비교해도
해외 비중 뒤지지 않아

앞서 살펴본 것처럼 ‘성장성’ 및 ‘규모’ 측면에서 ‘라면’은 단연코 1위다. 4월 라면 수출은 전년동월대비 46.8% 증가하면서 1분기와 유사한 흐름을 보이고 있다. 2분기 실적 기대감이 여전히 유효하다.

삼양식품의 올해 수출액은 YoY 50% 증가한 1조 2,132억원으로 추정된다. 전사 매출 대비 해외 비중은 77%에 달할 것으로 예상된다. 농심의 올해 연결 매출액 및 영업이익은 각각 3조 5,453억원(YoY 4.0%), 2,186억원(YoY 3.1%)으로 추정한다. 매출액 대비 해외 비중은 40%에 달할 것으로 예상한다. 글로벌 라면 Peer인 도요수산 및 니신푸드의 2023년 해외 비중은 각각 45%, 37%로 파악된다. 양사 모두 미주를 중심으로 최근 성장세가 두드러지면서 12개월 Fwd PER 20배 내외에서 거래 중이다.

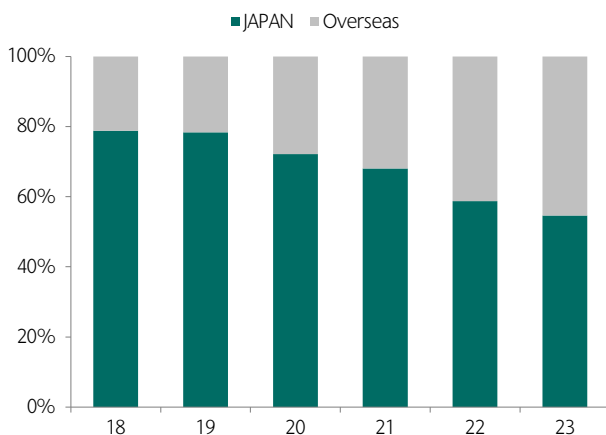
도표 24. 우리나라 라면 수출 추이

월 수출액 우상향 중



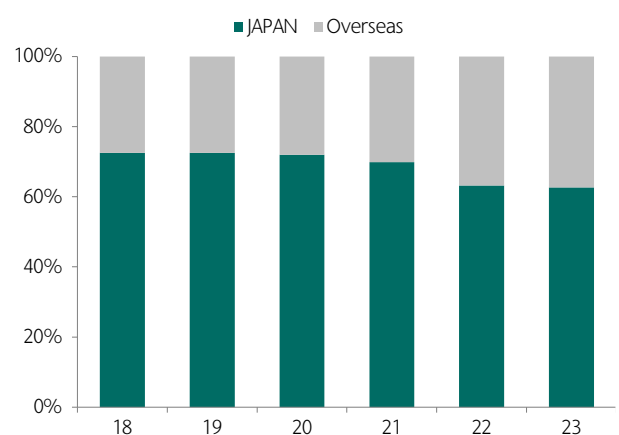
자료: 관세청, 하나증권

도표 25. 도요수산(Toyo Suisan) 해외 비중 추이



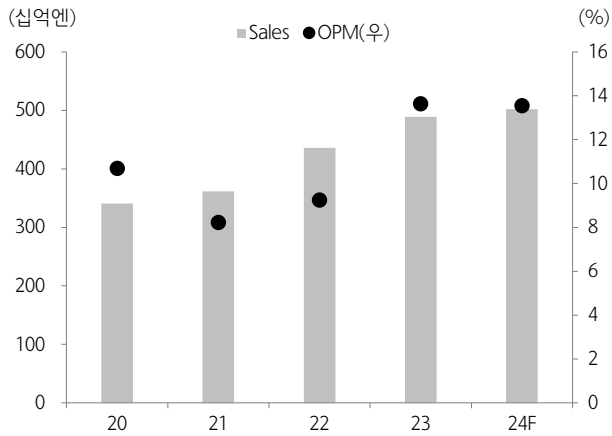
자료: 블룸버그, 하나증권

도표 26. 니신푸드(Nissin) 해외 비중 추이



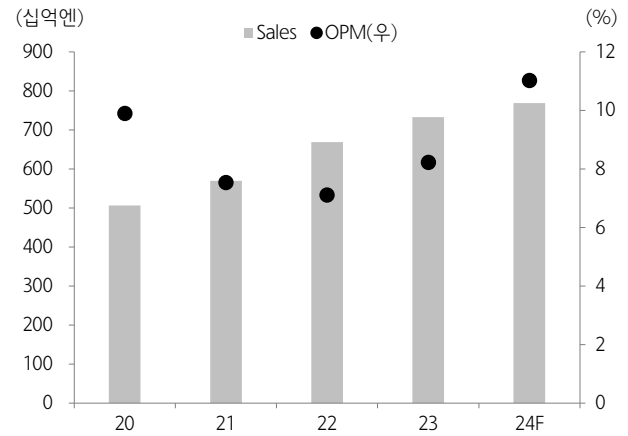
자료: 블룸버그, 하나증권

도표 27. 도요수산(Toyo Suisan) 매출 및 OPM 추이



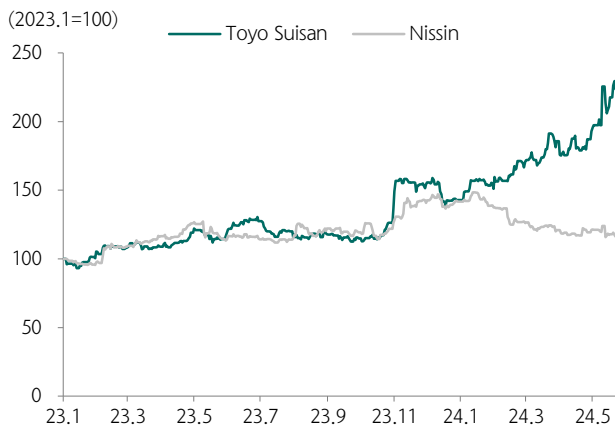
자료: 블룸버그, 하나증권

도표 28. 니신푸드(Nissin) 매출 및 OPM 추이



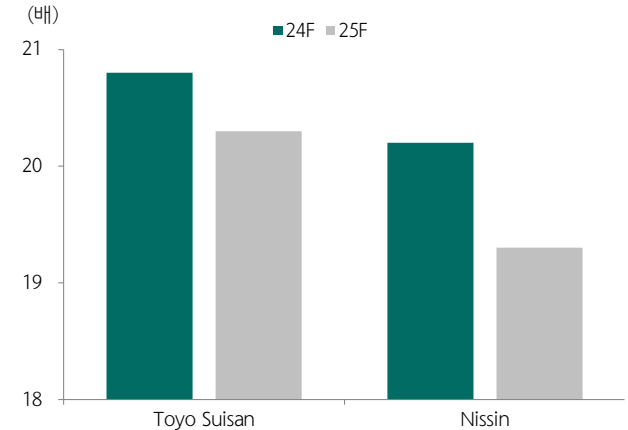
자료: 블룸버그, 하나증권

도표 29. 일본 라면 업체 추가 추이



자료: 블룸버그, 하나증권

도표 30. 일본 라면 업체 PER



자료: 블룸버그, 하나증권

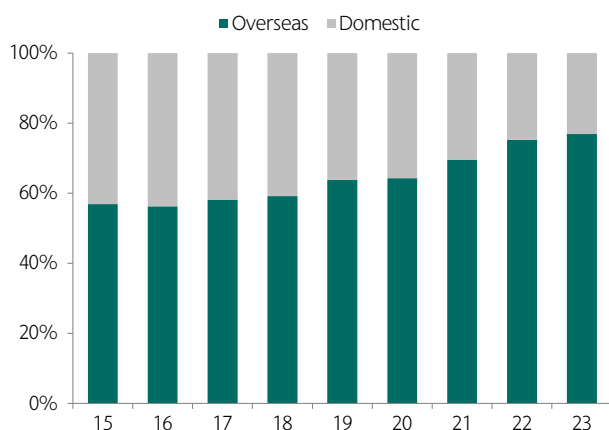
4) Next '라면', 후보자는 다양

‘깃코만’의 힌트

‘깃코만’은 100개국 이상에서 사업을 영위하고 있는 간장 제조 글로벌 1위 업체이다. 깃코만은 빠르게 북미에 진출하여 ‘데리야키 간장’을 정착시켰다. ‘스시’, ‘우동’ 등 일본 음식 인지도가 확장되면서 카테고리 확장을 본격화했다. 그 결과 지난 10년 간 내수 매출은 Flat한 수준에서 유지 중이나, 북미를 중심으로 해외 매출이 꾸준히 증가세이다. 미국 간장 시장 점유율 약 60%를 차지하고 있는 것으로 파악된다. 2023년 매출액은 YoY 6.7% 증가한 6,600엔(한화 약 6조원)을 시현한 것으로 파악된다. 내수 매출은 역시나 전년 수준에 그쳤으나 해외가 9% 증가하면서 전사 성장을 견인했다. 해외 매출 비중은 77%까지 상승한 것으로 추산된다. 참고로 현 주가는 12개월 Fwd PER 28배 내외에서 거래 중이다.

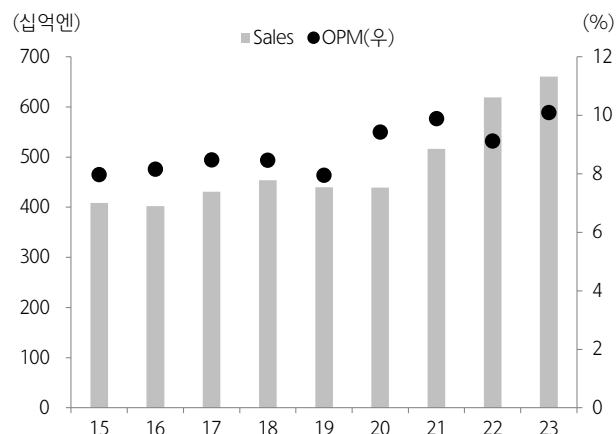
‘깃코만’의 선례 감안시, 우리나라 특성이 강해 보이는 ‘김치’나 ‘장류’의 글로벌화 가능성을 열어둘 수 있다. K-Food의 낙수 효과는 다양한 카테고리에서 발현될 수 있다.

도표 31. Kikkoman 해외 비중 77% 추산



자료: 블룸버그, 하나증권

도표 32. Kikkoman 매출액 및 영업이익 추이



자료: 블룸버그, 하나증권

도표 33. Kikkoman 시가총액 추이

한화 약 15조원
12개월 Fwd PER 28배 거래 중



자료: 블룸버그, 하나증권

	FY	매출액 십억원	영업이익 십억원	(지배)순이익 십억원	EPS 원	OPM %	NPM %	P/E x	P/B x	EV/EBITDA x	ROE %	Div_Ratio %
KT&G	23	5,862.6	1,167.3	902.7	6,615.0	19.9	15.4	13.1	1.1	7.6	9.8	5.8
	24F	5,960.3	1,239.2	935.7	7,155.7	20.8	15.7	12.3	1.1	6.9	10.0	5.9
	25F	6,139.1	1,289.2	975.9	7,488.1	21.0	15.9	11.8	1.0	6.5	10.0	5.9
C제일제당	23	29,023.5	1,291.6	385.9	23,558.6	4.5	1.3	13.8	0.7	6.8	5.6	1.0
	24F	30,090.3	1,629.6	588.9	35,950.3	5.4	2.0	9.8	0.7	6.0	8.0	1.6
	25F	31,594.8	1,832.5	707.1	43,162.4	5.8	2.2	8.2	0.7	5.5	8.9	1.6
오리온	23	2,912.4	492.4	376.6	9,526.6	16.9	12.9	12.2	1.6	5.5	13.9	0.6
	24F	3,160.1	561.2	432.4	10,936.5	17.8	13.7	8.6	1.1	3.3	14.2	1.3
	25F	3,349.7	618.3	475.9	12,036.3	18.5	14.2	7.8	1.0	2.5	13.8	1.3
농심	23	3,410.6	212.1	171.9	28,261.5	6.2	5.0	14.4	1.0	5.4	7.3	1.3
	24F	3,545.3	218.6	184.5	30,330.1	6.2	5.2	13.7	0.9	5.0	7.4	1.2
	25F	3,722.6	253.1	215.2	35,374.5	6.8	5.8	11.7	0.9	4.0	8.0	1.2
삼양식품	23	1,192.9	147.5	126.3	16,761.2	12.4	10.6	12.9	2.8	9.7	24.8	0.0
	24F	1,573.2	300.9	230.3	30,566.0	19.1	14.6	16.2	4.7	10.9	34.3	0.0
	25F	1,809.2	352.9	275.3	36,542.3	19.5	15.2	13.5	3.6	8.8	30.3	0.0
하이트진로	23	2,520.2	123.9	35.6	500.2	4.9	1.4	45.0	1.4	8.6	3.2	2.4
	24F	2,704.2	195.5	102.5	1,438.0	7.2	3.8	14.0	1.2	6.1	9.2	4.7
	25F	2,812.4	216.6	120.3	1,687.9	7.7	4.3	11.9	1.1	5.6	10.4	4.7
롯데칠성	23	3,224.7	210.7	165.9	16,499.2	6.5	5.1	8.9	1.0	7.6	11.6	2.5
	24F	4,186.7	245.9	145.2	14,442.8	5.9	3.5	8.8	0.8	6.4	9.6	2.7
	25F	4,437.9	279.6	171.5	17,060.4	6.3	3.9	7.5	0.7	5.6	10.4	2.7
롯데유통	23	4,066.4	177.0	70.5	7,476.2	4.4	1.7	16.6	0.6	5.5	3.5	1.6
	24F	4,221.1	237.1	121.3	12,856.3	5.6	2.9	11.7	0.7	5.1	5.8	2.0
	25F	4,411.1	273.5	143.9	15,247.2	6.2	3.3	9.8	0.6	4.5	6.5	2.0
SPC삼립	23	3,433.3	91.7	46.9	5,436.8	2.7	1.4	11.5	1.1	5.6	11.6	1.5
	24F	3,495.6	108.2	64.9	7,525.5	3.1	1.9	7.8	1.0	4.7	14.5	2.9
	25F	3,670.4	121.1	76.0	8,809.7	3.3	2.1	6.6	0.9	4.1	15.1	2.9
대상	23	4,107.5	123.7	67.1	1,862.4	3.0	1.6	11.1	0.6	5.5	5.1	2.7
	24F	4,344.2	175.7	94.3	2,617.8	4.0	2.2	9.2	0.6	4.8	7.0	3.3
	25F	4,561.4	193.2	109.3	3,035.0	4.2	2.4	7.9	0.6	4.4	7.7	3.3
동원F&B	23	4,360.8	166.7	108.8	5,640.6	3.8	2.5	5.8	0.6	4.2	11.7	2.0
	24F	4,614.2	193.5	129.6	6,718.0	4.2	2.8	6.3	0.7	4.1	12.6	1.9
	25F	4,891.1	215.2	146.5	7,593.0	4.4	3.0	5.5	0.7	3.5	12.7	1.9
콜마비앤에이치	23	579.6	30.3	19.7	667	5.2	3.4	18.5	1.3	10.3	6.9	0.6
	24F	649.9	42.1	31.5	1,069.8	6.5	4.8	14.5	1.1	7.6	9.1	1.8
	25F	695.4	46.9	34.7	1,181.2	6.7	5.0	13.1	1.0	6.9	9.4	1.8

기업분석

실리콘투(257720)	22
코스맥스(192820)	28
아모레퍼시픽(090430)	31
CJ제일제당(097950)	35
대상(001680)	38
삼양식품(003230)	41

2024년 05월 29일 | 기업분석_Initiation

BUY (신규)

목표주가(12M) 49,000원
현재주가(5.28) 38,950원

Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	851.01
52주 최고/최저(원)	38,950/5,190
시가총액(십억원)	2,352.2
시가총액비중(%)	0.57
발행주식수(천주)	60,389.2
60일 평균 거래량(천주)	2,407.7
60일 평균 거래대금(십억원)	43.5
외국인지분율(%)	7.56
주요주주 지분율(%)	
김성운 외 7 인	43.93

Consensus Data

	2024	2025
매출액(십억원)	710.0	1,098.0
영업이익(십억원)	137.2	223.5
순이익(십억원)	110.1	179.1
EPS(원)	1,823	2,966
BPS(원)	4,059	7,024

Stock Price



Financial Data

(십억원, %, 배, 원)

투자지표	2022	2023	2024F	2025F
매출액	165.3	342.9	651.8	861.3
영업이익	14.2	47.8	119.7	170.3
세전이익	14.3	48.1	122.8	173.9
순이익	11.2	38.0	100.9	142.6
EPS	185	631	1,670	2,362
증감율	19.35	241.08	164.66	41.44
PER	13.27	12.22	23.32	16.49
PBR	1.53	3.45	10.13	6.37
EV/EBITDA	8.05	9.65	19.40	13.36
ROE	12.21	32.86	54.96	47.45
BPS	1,602	2,235	3,844	6,110
DPS	0	0	0	0



Analyst 박은정 eunjung.park3@hanafn.com
RA 김다혜 kim.dahae@hanafn.com

실리콘투 (257720)

수출하고 싶다면 실리콘투와

실리콘투, 해외 영업망 + 인프라 구축 우위

실리콘투는 전세계 160여개국 이상의 나라에 400여개 화장품 브랜드, SKU 1만여 개를 자사 플랫폼 스타일코리안닷컴을 통해 이커머스 역직구 판매, 기업 고객에게 판매하는 수출업체이다. 당사는 2012년부터 화장품 유통업을 시작하여 10년 이상의 유통 노하우를 보유하고 있으며, 2015년 미국 현지법인을 시작으로 해외 여러 거점지역에 지사를 운영, 각 지역에서 영업 네트워크망을 구축해왔다. 2020년에 물류센터 무인화 시스템까지 도입하여 인프라까지 우위에 있다. 실리콘투는 국내 화장품 수출/유통업체 중에서 해외 다수 지사 운영, 물류 시스템 확충한 유일한 회사로 파악된다.

K뷰티 전세계 확산 → 실리콘투 수혜 중

실리콘투는 전세계 K뷰티 수요에 힘입어 고성장 중이다. 한국 화장품 수출은 '19~23년 기간 연평균 +8% 성장했는데, 대부분 수출로 구성된 실리콘투의 동일 기간 연평균 매출 성장은 보다 강한 +52% 기록했다. 수요 확대에 힘입어 한국 전체 총수출에서 실리콘투의 기여도는 지속적으로 상승 중이다(2019년 1% → 2022년 2% → 2023년 4%). 실리콘투는 전세계 주요 거점지역에 지사를 설립하고, 영업망 확충으로 현지에 대량의 물량을 보내더라도 충분히 소화할 수 있게 시스템 구축이 가능했다. 현지 물류창고 투자까지 이어지면서 소화 물량 증가, 물류비 효율화 효과를 보는 구조로 가고 있다. 이러한 실리콘투의 시스템과 브랜드사의 마케팅으로 코스알엑스/아누아/조선크미 등 다양한 스타 브랜드가 탄생했다.

뉴미디어 사용 확대 → 트렌드의 급변 → 마케팅/유통의 분업화 유리

코로나 전후로 달라진 점이 있다면, 콘텐츠의 확산 속도가 빨라진 부분이다. 지난해 9초짜리의 슬릭백 춤 틱톡 영상이 단 3일 만에 전세계 2억뷰 조회수를 기록하며 세계적으로 화제가 된 바가 있다. 미디어 확산의 힘은 그 어느때 보다 빠르고 강하다. 그와 동시에 트렌드는 빠르게 급변하고 있다. 이러한 환경에서 브랜드사는 브랜드링에, 유통은 국내외 리테일러 확보/물류 인프라를 보유한 유통사에게 전담하는 것이 효율적일 것이다. 해외 확장을 위해 지출되는 비용(법인 설립, 기타 운영 비용)과 통관/물류, 영업망 확보를 위해 할애해야 하는 시간을 효율화 할 수 있다. 이러한 환경에서 실리콘투가 헤게모니를 확보할 것이다.

투자의견 BUY, 목표주가 4.9만원 제시

실리콘투의 2024년 실적은 연결 매출 6.5천억원(YoY+90%), 영업이익 1.2천억원(YoY+150%) 전망한다. 전세계 K뷰티 수요 확대, 그에 따른 공급자 증가에 힘입어 올해도 고성장 전망한다. 전세계 K뷰티 수요에 대응 가능한 유일한 유통업체라는 측면에서 과거 면세 채널이 받았던 P/E 25X 적용, 목표주가 4.9만원 제시한다.

1. 기업 개요

실리콘투 화장품 수출업체
전세계 160여개국 이상
화장품 브랜드 400여 개
SKU 1만여 개 유통

10여년 넘는 유통 노하우
해외 여러 거점지역 지사 운영
무인화 물류 센터 시스템 구축
이커머스 역직구 플랫폼 운영

실리콘투는 전세계 160여개국 이상의 나라에 400여개 화장품 브랜드, SKU 1만여 개를 자사 플랫폼인 stylekorean.com(스타일코리안닷컴)을 통해 이커머스 역직구 판매 및 기업 고객에게 판매하는 수출업체이다. 100% 재고를 사입하고 있으며, 무인화 물류 시스템, 해외 지사 운영을 통해 한국 브랜드의 해외 진출을 돕는 역할을 하고 있다.

동사는 2012년부터 화장품 유통업을 시작하여 10년 이상의 유통 노하우를 보유하고 있으며, 2015년 미국 현지 법인 설립을 시작으로 해외 여러 거점지역에 지사를 운영, 각 지역에서의 영업 네트워크를 구축했다. 2020년에는 물류센터 무인화 시스템을 도입하며 풀필먼트 서비스까지 가능해졌다. 국내 화장품 유통업체 중에서 해외 다수 지사 운영, 물류 시스템 확충한 유일한 회사로 파악된다. 이커머스 역직구 플랫폼 운영에 있어서도 선도적인데, 다수가 검색이 가능하도록, 구글 검색 엔진에서 K뷰티/주요 키워드로 검색 시 첫 페이지에 스타일코리안닷컴이 노출되도록 만들었다. 현재는 K뷰티가 핵심이며, K뷰티 전세계 확산의 성공적 흐름을 발판으로 K-Pop, K-Food 등 다양한 K-브랜드 소싱까지 라인업을 확대하고자 한다.

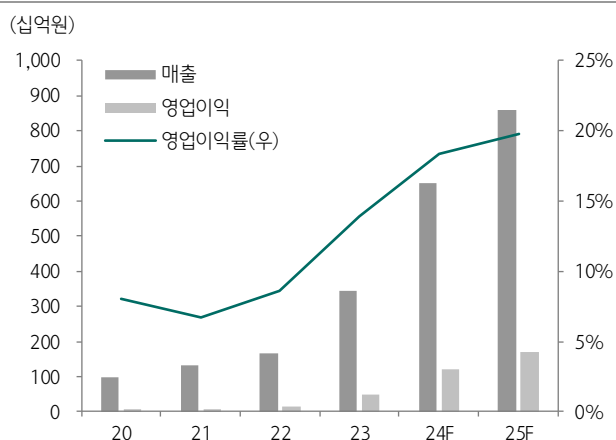
해외 K뷰티 사업자향 매출 대다수

사업부문은 서비스 대상으로 구분하며, CA(해외 K뷰티 사업자), PA(해외 개인소비자), 풀필먼트(K뷰티 브랜드)로 나뉜다. 2023년 기준 사업부별 매출 비중은 CA 79%, 풀필먼트 16%, PA 5% 차지한다. 사업부문별 GPM 순서는 PA > CA > 풀필먼트 순이다.

2023년 기준 미국향 수출이
38%로 가장 높은 기어

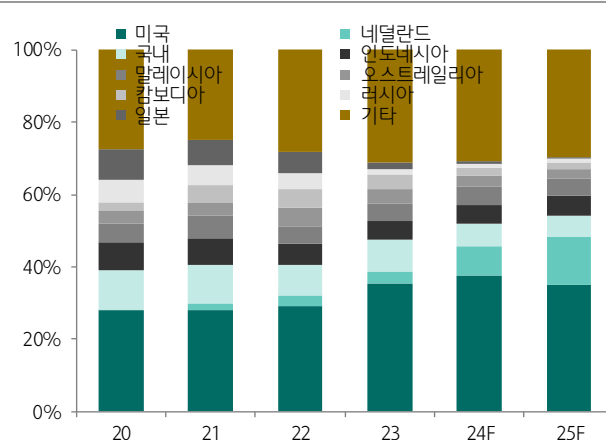
2023년 기준 지역별 매출 비중은 미국 38% > 국내(국내인도수출) 9% > 인도네시아 5% > 말레이시아 5% 등이다. 지난해 미국의 수출액 증가가 고무적이었는데, 아마존에서 국내 스킨케어 관심이 상승하며 2022년 484억원이던 미국 수출액이 1.2천억원으로 급증했다. 외형 확대에 힘입어 2022년 연결 영업이익률 9% → 2023년 14%까지 상승했다.

도표 1. 실리콘투의 연결 매출, 이익, 이익률 추이



자료: 실리콘투, 하나증권

도표 2. 실리콘투의 지역별 매출 비중



자료: 실리콘투, 하나증권

2. 투자 포인트

1) K뷰티의 전세계 확산 → 실리콘투 수혜 중

전세계 K뷰티 수요 상승
→ 실리콘투 수혜 중

‘19~23년
한국 화장품 수출 +8%
실리콘투 수출 +52%
한국 총수출에서
실리콘투 점유율 증가 중

해외 지사 설립 → 영업망 구축
물류센터 투자 → 물류비 효율화

실리콘투의 시스템과
+ 브랜드사의 마케팅이 결합되어
코스알엑스/아누아/조선크미녀 등
성공사례 다수 나타나

실리콘투는 전세계 K뷰티 수요에 힘입어 고성장 달성 중이다. 코로나를 기점으로 K컨텐츠의 수요 확대 → K뷰티의 노출 확대로 한국 화장품의 소비 계층이 상당히 확대, 다변화되었다. 우리나라에 많은 유통상이 존재하나, 실리콘투는 유일하게 일찍이 해외 주요 지역에 지사 설립, 영업 네트워크 구축, 거점 물류 시스템 투자 등으로 K뷰티의 전세계 수요 확대에 수혜를 고스란히 누리고 있다고 판단한다. 한국 화장품 수출은 ‘19~23년 기간 연평균 +8% 성장했는데, 대부분 수출로 구성된 실리콘투의 동일 기간 연평균 매출 성장률은 보다 강한 +52% 기록했다. 수요 확대에 힘입어 한국 전체 총수출에서 실리콘투의 기여도는 지속적으로 상승 중이다(2019년 1% → 2022년 2% → 2023년 4%).

2024년 화장품 업종에 ‘14%의 중국을 넘어서, 86%의 비중국으로’ 수요 확산이 상당히 중요한 요소로 판단하는데, 실리콘투는 미국/인도네시아/일본/말레이시아/폴란드/네덜란드/러시아 등 전세계 주요 거점지역에 설립한 지사가 K뷰티 수요 확산에 중추 역할을 톡톡히 하고 있다. 실리콘투는 해외 지사 설립으로 현지 뷰티 사업자 영업망을 확충할 수 있으며, 대량의 물량을 보내더라도 충분히 소화될 수 있게 시스템 구축이 가능했다. 현지 물류창고 투자까지 이어지면서 소화 물량 증가, 물류비 효율화 효과를 보는 구조로 가고 있다. 이러한 실리콘투의 시스템과 브랜드사의 마케팅의 합작으로 코스알엑스/아누아/조선크미녀 등 다양한 스타 브랜드들이 탄생했다. 이러한 성공 사례를 보고 한국의 무수히 많은 브랜드들이 현재 해외 진출을 꿈꾸고 있으며, 실리콘투와 하겠다고 언급하고 있다.

2) 뉴미디어 사용 확대 → 트렌드 빠르게 급변 → 마케팅/유통의 분업화 유리

뉴 미디어 플랫폼의 확대
트렌드 빠르게 급변
브랜드와 유통의 분업화가
유리한 국면

뉴 미디어 플랫폼(유튜브/인스타그램/틱톡 등)을 통해 전세계로의 콘텐츠 발신이 그 어느 때 보다도 빠르게 나타나고 있다. 지난해 9초짜리의 슬릭백 춤 틱톡 영상이 단 3일 만에 전세계 2억뷰 조회수를 기록하며 세계적으로 화제가 된 바가 있다. 미디어 확산의 힘은 그 어느 때보다 빠르고 강하다. 그와 동시에 시장 트렌드는 빠르게 급변하고 있다. A제품의 인기가 빠르게 확산된 후, B제품이 다시 그 인기를 가져가는 그런 양상이다. 이러한 환경에서 소비자와 브랜드사의 가교 역할, 통관/물류/영업망 확보 등 전반을 수행해주는 유통사와의 협력을 통해 브랜딩과 유통을 분업화 하는 것이 유리한 환경으로 판단한다. 빠른 트렌드 속에 브랜드사는 제품 개발과 브랜딩에 집중하고, 유통은 국내외 리테일러 확보/물류 인프라를 보유한 유통사에게 전담하는 것이 효율적일 것이다. 이를 통해 브랜드사는 해외 확장을 위해 지출되는 비용(법인 설립, 기타 운영 비용)과 통관/물류, 영업망 확보 등을 위해 할애해야 하는 시간을 효율화 할 수 있을 것으로 보인다. 이러한 환경 하에 실리콘투는 해외 유통 측면에서 헤게모니를 확보할 것으로 기대한다.

3. 실적 전망 및 Valuation

실리콘투의 2024년 실적은 연결 매출 6.5천억원(YoY+90%), 영업이익 1.2천억원(YoY+150%) 전망한다. 전세계 K뷰티 수요 확대, 그에 따른 공급자 증가에 힘입어 동사는 올해도 고성장 기록할 것으로 전망한다. 지난해 북미 매출이 1.2천억원(YoY+152%) 달성했는데, 새롭게 미국에서 급부상하는 브랜드들의 증가로 올해도 고성장 추세 이어질 것으로 예상한다. 올해 성장의 주요 지역은 미국/네덜란드(유럽)/동남아 등이며, 중동/남미 등이 포함된 기타 지역의 수요 증가도 기대된다. 주요 성장 지역의 매출 추정은 진출 브랜드 증가, 리테일러 수(CA) 확대에 1분기와 유사 내지는 증가된 매출 달성할 것으로 예상했다.

동사의 매출 대부분은 현지 리테일러에게 판매될 때 반영되는데 한국에서 출고되어 해당 지역으로 이동되고, 실제 판매될 때까지의 시차가 존재하기 때문에 월별 수출액과 실리콘투 매출 간의 시차가 존재할 수 있다. 이는 분기 실적의 변수로 작용될 수 있는 부분이나, K뷰티의 강점(혁신적 제품군+퀄리티 우위+매력적인 가격)으로 전세계로 확산되는데에 동사가 주도한다는 것은 변화되지 않는다.

종종 일부 브랜드사가 대형화 되어, 풀필먼트 서비스에서 이탈될 수 있는데, 이는 브랜드사가 직접 보다 적극적으로 브랜딩 하고자 하는 의도가 반영된 바, 브랜드 인지도 상승에 따른 리테일러들의 주문 증가로 이어질 수 있다고 판단한다. 그리고 실리콘투가 유통해 주길 기다리는 브랜드 또한 줄 서 있기도 하여 일시적 공백은 빠르게 해소될 수 있을 것으로 본다.

밸류에이션 측면에서는 과거 14%(전세계 화장품 시장 내 중국 시장 비중)를 목표했던 중국 수요에서 찾아보고자 했다. 지난 2014~2016년에 우리가 목표했던 중국 소비자는 럭셔리 명품 브랜드를 합리적인 가격에 구매하고 싶어했다. 또한 다이과도 마찬가지였다. 그 당시 '럭셔리 명품' 브랜드를 합리적인 가격에 유통해 줄 수 있는 유일한 업체가 '면세'였으며, 해당기간 평균 P/E 25배에 거래되었다. 전세계 K뷰티 수요에 대응 가능한 유일한 유통업체 또는 동등한 업체 중 사업 구조 우위라는 측면에 있어 면세와 동등한 P/E를 적용했다. 12M fwd eps에 Target P/E 25배 적용하여 목표주가 4.9만원으로 커버 개시한다.

도표 3. 실리콘투 연결 실적전망 및 추이

(단위: 십억원, %)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F
연결 매출액	58.0	78.2	101.0	105.7	149.9	151.0	171.4	179.6	99.4	131.0	165.3	342.9	651.8	861.3
- CA	45.6	61.3	79.3	85.8	125.7	121.5	138.8	146.6	-	-	127.7	272.0	532.6	701.6
- PA	4.1	4.6	5.5	3.3	4.9	6.7	7.0	6.7	-	-	23.4	17.5	25.2	33.7
% YoY 매출액	64%	110%	119%	127%	158%	93%	70%	70%	53%	32%	26%	107%	90%	32%
- CA	72%	100%	100%	177%	176%	98%	75%	71%	-	-	5.7	113%	96%	32%
- PA	-30%	-20%	11%	-52%	18%	45%	26%	102%	-	-	1.5	-25%	43%	34%
매출총이익	18.9	25.1	32.8	38.2	50.6	51.3	59.1	62.0	29.8	38.7	52.8	115.1	223.0	303.3
% YoY	72%	116%	133%	139%	167%	105%	80%	62%	52%	30%	36%	118%	94%	36%
% GPM	33%	32%	33%	36%	34%	34%	35%	35%	30%	30%	32%	34%	34%	35%
영업이익	7.4	10.4	15.1	14.9	29.5	27.3	32.2	30.7	8.0	8.8	14.2	47.8	119.7	170.3
% YoY	223%	315%	204%	232%	297%	163%	113%	107%	80%	9%	63%	236%	150%	42%
% OPM	13%	13%	15%	14%	20%	18%	19%	17%	8%	7%	9%	14%	18%	20%
지배주주순익	6.3	8.6	13.1	10.0	25.5	22.8	26.7	25.8	5.7	8.3	11.2	38.0	100.9	142.6
% YoY	220%	221%	197%	378%	303%	166%	104%	158%	22%	44%	35%	241%	165%	41%
% NPM	11%	11%	13%	9%	17%	15%	16%	14%	6%	6%	7%	11%	15%	17%

자료: 하나증권

도표 4. 주요 지역별 매출 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F
연결 매출	58.0	78.2	101.0	105.7	149.9	151.0	171.4	179.6	99.4	131.0	165.3	342.9	651.8	861.3
미국	18.1	25.4	36.5	41.7	53.5	60.0	70.0	80.0	27.8	36.8	48.4	121.7	263.5	340.0
네덜란드	2.1	2.8	4.2	2.0	13.2	10.0	12.0	15.0	-	2.5	4.7	11.2	50.2	107.0
국내	6.0	8.2	8.7	7.2	9.9	10.2	10.4	9.4	11.2	14.0	14.0	30.1	40.0	47.9
인도네시아	2.3	4.0	6.6	4.2	8.9	8.1	8.6	6.3	7.6	9.7	9.5	17.2	31.8	41.4
말레이시아	3.2	3.8	4.3	5.7	7.3	7.6	7.3	8.5	5.0	7.9	8.3	17.0	30.7	39.8
오스트레일리아	3.1	3.0	4.3	4.0	4.7	3.6	5.2	4.8	3.7	5.1	8.2	14.4	18.3	20.1
캄보디아	3.1	3.4	3.7	3.4	3.6	3.8	4.1	3.8	2.4	6.2	9.0	13.7	15.2	16.4
러시아	2.1	1.0	1.0	1.1	1.7	1.1	1.1	1.3	6.1	7.1	7.0	5.2	5.1	6.2
일본	1.7	1.4	1.2	1.0	0.8	1.5	1.3	1.1	8.2	9.2	9.8	5.4	4.7	4.9
기타	16.3	25.1	30.4	35.3	46.4	45.2	51.4	49.4	27.4	32.4	46.4	107.1	192.4	237.4
% YoY														
미국	61%	166%	162%	206%	195%	136%	92%	92%	-	32%	31%	152%	117%	29%
네덜란드	114%	198%	113%	166%	524%	252%	184%	650%	-	-	-	139%	349%	113%
국내	95%	190%	135%	64%	65%	25%	20%	30%	-	25%	0%	115%	33%	20%
인도네시아	4%	60%	119%	148%	279%	100%	30%	50%	-	29%	-2%	81%	85%	30%
말레이시아	73%	158%	34%	220%	126%	100%	70%	50%	-	60%	5%	104%	81%	30%
오스트레일리아	141%	49%	142%	28%	53%	20%	20%	20%	-	38%	61%	75%	27%	10%
캄보디아	58%	41%	85%	35%	14%	10%	10%	10%	-	161%	44%	53%	11%	8%
러시아	12%	151%	-52%	-59%	-16%	10%	10%	10%	-	16%	-1%	-27%	0%	20%
일본	-47%	-45%	-45%	-43%	-53%	5%	5%	5%	-	12%	7%	-45%	-13%	5%
기타	114%	101%	150%	150%	185%	80%	69%	40%	-	18%	43%	131%	80%	23%

자료: 하나증권

실리콘투 추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2021	2022	2023	2024F	2025F
매출액	131.0	165.3	342.9	651.8	861.3
매출원가	92.3	112.5	227.8	428.8	558.0
매출총이익	38.7	52.8	115.1	223.0	303.3
판매비	29.9	38.5	67.3	103.4	132.9
영업이익	8.8	14.2	47.8	119.7	170.3
금융손익	0.7	(0.3)	(0.7)	3.5	4.1
종속/관계기업손익	0.6	0.4	1.5	0.0	0.0
기타영업외손익	0.3	(0.1)	(0.5)	(0.4)	(0.5)
세전이익	10.3	14.3	48.1	122.8	173.9
법인세	2.0	3.1	10.1	25.6	37.1
계속사업이익	8.3	11.2	38.0	97.2	136.9
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	8.3	11.2	38.0	97.2	136.9
비지배주주지분 손이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	8.3	11.2	38.0	100.9	142.6
지배주주지분포괄이익	8.9	11.6	38.1	97.2	136.9
NOPAT	7.0	11.1	37.8	94.7	134.0
EBITDA	11.2	16.9	51.5	122.9	173.1
성장성(%)					
매출액증가율	31.79	26.18	107.44	90.08	32.14
NOPAT증가율	12.90	58.57	240.54	150.53	41.50
EBITDA증가율	19.15	50.89	204.73	138.64	40.85
영업이익증가율	10.00	61.36	236.62	150.42	42.27
(지배주주)순이익증가율	45.61	34.94	239.29	165.53	41.33
EPS증가율	16.54	19.35	241.08	164.66	41.44
수익성(%)					
매출총이익률	29.54	31.94	33.57	34.21	35.21
EBITDA이익률	8.55	10.22	15.02	18.86	20.10
영업이익률	6.72	8.59	13.94	18.36	19.77
계속사업이익률	6.34	6.78	11.08	14.91	15.89

투자지표	2021	2022	2023	2024F	2025F
주당지표(원)					
EPS	155	185	631	1,670	2,362
BPS	1,453	1,602	2,235	3,844	6,110
CFPS	244	321	874	2,022	2,831
EBITDAPS	209	281	854	2,035	2,867
SPS	2,456	2,737	5,687	10,794	14,262
DPS	0	0	0	0	0
주기지표(배)					
PER	20.75	13.27	12.22	23.32	16.49
PBR	2.21	1.53	3.45	10.13	6.37
PCFR	13.18	7.65	8.82	19.26	13.76
EV/EBITDA	14.29	8.05	9.65	19.40	13.36
PSR	1.31	0.90	1.36	3.61	2.73
재무비율(%)					
ROE	13.54	12.21	32.86	54.96	47.45
ROA	10.98	9.85	22.07	37.50	36.13
ROIC	19.00	19.60	37.00	57.34	61.54
부채비율	12.86	34.06	59.52	39.04	26.48
순부채비율	(39.11)	(11.70)	23.33	13.72	(10.71)
이자보상배율(배)	35.12	49.81	67.23	0.00	0.00

자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2021	2022	2023	2024F	2025F
유동자산	68.8	73.2	136.4	231.3	367.3
금융자산	40.5	36.4	32.3	34.3	107.3
현금성자산	16.1	21.2	17.2	5.6	69.4
매출채권	5.4	6.1	21.3	40.5	53.5
재고자산	21.8	28.6	78.5	149.3	197.3
기타유동자산	1.1	2.1	4.3	7.2	9.2
비유동자산	28.5	56.0	78.9	91.5	99.4
투자자산	5.4	11.4	17.5	33.3	44.0
금융자산	0.6	1.0	1.3	2.5	3.3
유형자산	20.7	42.8	54.1	50.9	48.2
무형자산	0.2	0.1	0.7	0.6	0.6
기타비유동자산	2.2	1.7	6.6	6.7	6.6
자산총계	97.4	129.2	215.3	322.8	466.7
유동부채	6.5	28.6	74.2	84.3	91.3
금융부채	2.3	21.1	57.8	60.1	61.8
매입채무	0.1	1.1	0.5	1.0	1.3
기타유동부채	4.1	6.4	15.9	23.2	28.2
비유동부채	4.6	4.2	6.1	6.3	6.4
금융부채	4.5	4.0	6.0	6.0	6.0
기타비유동부채	0.1	0.2	0.1	0.3	0.4
부채총계	11.1	32.8	80.3	90.6	97.7
지배주주지분	86.3	96.4	135.0	232.1	369.0
자본금	5.0	30.2	30.3	30.3	30.3
자본잉여금	52.8	29.6	30.2	30.2	30.2
자본조정	0.9	1.1	0.8	0.8	0.8
기타포괄이익누계액	2.2	2.7	2.8	2.8	2.8
이익잉여금	25.4	32.8	70.8	168.0	304.8
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	86.3	96.4	135.0	232.1	369.0
순금융부채	(33.8)	(11.3)	31.5	31.8	(39.5)

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2021	2022	2023	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	2.5	9.8	(18.5)	34.2	94.8
당기순이익	8.3	11.2	38.0	97.2	136.9
조정	2.8	6.3	10.5	3.2	2.8
감가상각비	2.4	2.7	3.7	3.2	2.8
외환거래손익	(0.1)	1.5	1.3	0.0	0.0
지분법손익	(0.4)	(0.1)	(1.2)	0.0	0.0
기타	0.9	2.2	6.7	0.0	0.0
영업활동 자산부채변동	(8.6)	(7.7)	(67.0)	(66.2)	(44.9)
투자활동 현금흐름	(29.4)	(20.1)	(18.4)	(29.4)	(19.9)
투자자산감소(증가)	(1.8)	(4.6)	(3.6)	(15.8)	(10.7)
자본증가(감소)	(3.0)	(22.7)	(18.3)	0.0	0.0
기타	(24.6)	7.2	3.5	(13.6)	(9.2)
재무활동 현금흐름	33.9	15.6	39.1	2.3	1.7
금융부채증가(감소)	(5.6)	18.3	38.7	2.3	1.7
자본증가(감소)	42.2	2.0	0.7	0.0	0.0
기타재무활동	(2.7)	(4.7)	(0.3)	0.0	0.0
배당지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	7.0	5.1	2.3	(17.9)	63.8
Unlevered CFO	13.0	19.4	52.7	122.1	171.0
Free Cash Flow	(0.7)	(12.9)	(36.8)	34.2	94.8

2024년 05월 29일 | 기업분석_Update

BUY

목표주가(12M) 220,000원(상향)
현재주가(5.28) 163,500원

Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,722.85
52주 최고/최저(원)	172,400/79,500
시가총액(십억원)	1,855.6
시가총액비중(%)	0.08
발행주식수(천주)	11,349.5
60일 평균 거래량(천주)	132.3
60일 평균 거래대금(십억원)	17.7
외국인지분율(%)	29.74
주요주주 지분율(%)	
코스맥스비타이 외 12 인	26.14
국민연금공단	11.63

Consensus Data

	2024	2025
매출액(십억원)	2,193.9	2,463.3
영업이익(십억원)	197.1	229.6
순이익(십억원)	111.2	140.4
EPS(원)	10,306	12,804
BPS(원)	41,464	53,646

Stock Price



Financial Data

투자지표	2022	2023	2024F	2025F
매출액	1,600.1	1,777.5	2,213.3	2,444.8
영업이익	53.1	115.7	200.5	245.5
세전이익	6.2	84.2	150.4	200.7
순이익	20.8	57.1	110.9	153.1
EPS	1,837	5,034	9,772	13,487
증감율	(73.30)	174.03	94.12	38.02
PER	40.34	25.11	16.73	12.12
PBR	1.45	3.95	3.90	2.91
EV/EBITDA	10.07	10.54	6.89	5.64
ROE	3.65	12.11	26.46	27.49
BPS	51,229	31,968	41,954	56,234
DPS	0	500	500	500



Analyst 박은정 eunjung.park3@hanafn.com
RA 김다혜 kim.dahae@hanafn.com

코스맥스 (192820)

ODM이 있었기에 가능했다

한국은 혁신적인 제품이 '브랜드에 무관'하게 출시되는 곳

우리나라 소비자의 스킨케어 루틴은 최대 9개이며, 미국 소비자들은 2.5개 사용한다고 업계에서는 알려져 있다. 이는 우리나라의 스킨케어 제품은 상당히 세분화 되어있으며, 새롭게 카테고리들을 확장 시킬 수 있는 원료/제형/용기 등의 출시가 활발하기 때문이다. 프로폴리스(피부장벽강화), CICA(피부손상개선, 진정효과), 마이크로바이옴(피부자생력 향상) 등 다양한 스킨케어가 끊임없이 출시 중이다. 한국의 스킨케어는 마케팅 할 수 있는 원료 테마를 다양하게 만들어 내는데 능하다고 알려져 있어, 글로벌 화장품 기업들은 상대적으로 작은 규모의 한국 시장이지만, 트렌드를 이끄는 시장으로 한국을 집중해서 지켜보고 있다. 예전에는 혁신적인 제품이 명품으로 인식되었으나, 지금은 좋은 원료, 기술력, 합한 마케팅 아이디어만 있으면 혁신적인 제품이 '브랜드에 무관'하게 출시 가능한 환경이다. 이는 글로벌 최고 수준의 연구/제조 인프라를 확충한 ODM사가 존재했기에 가능했다.

좋은 퀄리티의 매력적인 가격으로 해외 시장 재팬 중

지난해 미국 화장품 시장에서 Dupe 소비, 저렴이 소비가 확산되었다. 이는 고가 제품의 대체재를 의미하며, Dupe 소비는 인플레이션 부담과 이자 비용 증가에 따라 구매력이 하락하면서 발생한 현상이다. 인스타그램/유튜브/틱톡 등과 같은 SNS에서 고가 대안으로 Dupe 제품을 소개, 테스트 하는 영상이 급증하며, 저가 소비를 부추겼다. 미국의 이런 현상은 우리나라에서 오래전부터 마주했던 현상이다. 미샤/더페이스샵 등 원브랜드샵의 미투 제품이 그 예이다. 미투 제품은 동등한 성능, 매력적인 가격으로 우리나라 소비 전반에 굳어졌다. 우리나라 ODM가 있기에 퀄리티 또한 보장된다. 미국, 광범위하게 나타나는 저가 소비에 합리적인 가격의 퀄리티 좋은 제품을 인지, 계속 사용하지 않을 이유가 없을 것이다.

인디 시장 확대 → ODM과 동반 성장

모든 법인이 강한 코스맥스의 2024년이 기대된다. 법인별로 국내는 수출 브랜드사의 볼륨 급증, 글로벌 프로젝트 증가 등으로 유래없는 좋은 환경 이어질 것이다. 중국의 경우 현지 수요는 약세 이어지나 로컬 인디/PB 브랜드 등의 확보 등으로 두 자릿수 성장 지속될 것으로 기대한다. 동남아의 경우 한국의 인디 브랜드들이 시작하는 단계로 성장 궤도 본격화 될 것으로 기대한다. 미국은 현지 인디 브랜드향 영업력 확대에 힘입어 가동률 상승이 하반기 두드러질 것이다. 코스맥스의 2024년 실적은 연결 매출 2.2조원(YoY+25%), 영업이익 1천억원(YoY+186%) 전망하며, 향후 지속적으로 확대 될 시장은 인디, 그 시장이 존재하게 하는 근원인 ODM도 지속 성장 예상되는데 ODM 비즈니스의 리레이팅 기대된다. 12M Fwd eps에 Target P/E 20x 적용, 목표주가 22만원으로 상향한다.

도표 1. 코스맥스 연결 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F
연결 매출액	403.3	479.3	458.3	436.7	526.8	588.3	573.1	525.1	1,382.9	1,591.5	1,600.1	1,777.5	2,213.3	2,444.8
코스맥스코리아	243.4	278.3	288.0	247.9	315.4	333.9	331.2	277.6	765.4	853.2	854.0	1,057.5	1,258.2	1,358.8
코스맥스이스트(중국)	122.4	153.8	123.7	147.5	154.4	173.0	153.0	159.7	456.0	631.0	556.8	547.4	640.1	694.8
코스맥스상해	91.5	111.9	85.5	110.8	107.6	125.0	110.0	119.7	337.1	490.8	432.1	399.7	462.3	499.2
코스맥스광저우	29.7	40.0	36.9	34.0	46.8	48.0	43.0	40.0	128.4	140.6	118.3	140.6	177.8	195.6
코스맥스웨스트(미국)	27.1	38.1	36.9	37.8	38.8	40.0	44.3	45.4	166.4	132.0	163.9	139.9	168.4	202.1
코스맥스인도네시아	19.2	20.7	23.4	22.5	24.1	24.8	28.1	27.0	31.0	39.2	66.8	85.8	104.0	114.4
코스맥스태국	5.1	6.8	6.6	7.1	9.5	8.1	7.9	8.5	20.1	19.9	19.4	25.5	34.0	37.4
%YoY 연결 매출액	1%	18%	15%	9%	31%	23%	25%	20%	4%	15%	1%	11%	25%	10%
코스맥스코리아	19%	23%	39%	14%	30%	20%	15%	12%	4%	11%	0%	24%	19%	8%
코스맥스이스트	-18%	12%	-8%	8%	26%	12%	24%	8%	-3%	38%	-12%	-2%	17%	9%
코스맥스상해	-25%	4%	-17%	11%	18%	12%	29%	8%	-9%	46%	-12%	-7%	16%	8%
코스맥스광저우	27%	11%	18%	23%	58%	20%	17%	18%	17%	9%	-16%	19%	26%	10%
코스맥스웨스트	-39%	0%	-18%	3%	43%	5%	20%	20%	4%	-21%	24%	-15%	20%	20%
코스맥스인도네시아	34%	44%	28%	14%	26%	20%	20%	20%	-21%	27%	70%	28%	21%	10%
코스맥스태국	84%	100%	-2%	9%	86%	20%	20%	20%	13%	-1%	-2%	31%	33%	10%
연결 영업이익	13.8	46.1	33.3	22.5	45.5	56.6	53.5	44.9	66.6	122.6	53.1	115.7	200.5	245.5
코스맥스코리아	13.0	30.4	25.8	17.5	30.1	38.1	33.0	21.0	65.9	77.6	42.9	86.8	122.3	138.8
해외 및 조정	0.8	15.7	7.5	5.0	15.4	18.5	20.4	23.9	0.8	45.0	10.3	28.9	78.3	106.7
%YoY 영업이익	1%	167%	69%	842%	229%	23%	61%	100%	23%	84%	-57%	118%	73%	22%
코스맥스코리아	35%	63%	121%	500%	131%	25%	28%	20%	64%	18%	-45%	102%	41%	14%
해외 및 조정	-81%	흑전	-8%	흑전	1876%	18%	174%	378%	-94%	5596%	-77%	182%	171%	36%
연결 순이익	0.7	27.4	10.9	-1.2	19.6	33.1	31.6	23.9	-29.1	34.3	-16.5	37.8	108.2	152.5
코스맥스코리아	22.7	8.6	6.7	-19.9	29.0	29.5	25.4	15.8	-34.6	20.5	-100.6	18.2	99.7	107.1
코스맥스이스트	3.6	10.9	4.6	3.4	5.8	8.6	6.0	6.8	23.7	75.2	33.3	22.5	48.1	58.0
코스맥스상해	3.4	7.7	2.2	5.4	5.1	9.8	8.3	9.2	11.1	61.3	36.1	18.7	32.4	41.9
코스맥스광저우	3.8	6.6	4.1	0.6	6.6	3.8	2.8	2.6	12.6	13.9	13.6	15.1	15.8	16.1
코스맥스웨스트	-13.2	-10.4	-12.5	-13.9	-13.8	-5.0	-3.0	-2.0	-58.5	-73.3	-82.7	-50.0	-23.8	7.0
코스맥스인도네시아	3.4	1.3	0.9	0.0	2.3	1.0	1.1	1.1	1.4	1.1	1.5	5.6	5.5	7.0
코스맥스태국	-4.0	-0.5	-0.4	-0.7	-0.8	0.1	0.1	0.1	-3.1	-4.8	-3.9	-2.4	-0.4	0.8
%YoY 순이익	-93%	415%	61%	적지	2663%	21%	191%	흑전	적전	흑전	적전	흑전	186%	41%
코스맥스코리아	119%	-63%	-69%	적지	28%	244%	278%	흑전	적전	흑전	적전	흑전	448%	7%
코스맥스이스트	-66%	1%	-38%	-23%	61%	-21%	31%	99%	130%	218%	-56%	-32%	114%	20%
코스맥스웨스트	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	흑전
지배주주순이익	6.7	30.5	15.2	4.7	19.2	35.1	32.4	24.2	21.4	74.4	20.9	57.1	110.9	153.1
% 마진 영업이익률	3%	10%	7%	5%	9%	10%	9%	9%	5%	8%	3%	7%	9%	10%
코스맥스코리아	5%	11%	9%	7%	10%	11%	10%	8%	9%	9%	5%	8%	10%	10%
해외 및 조정	0%	8%	4%	3%	7%	7%	8%	10%	0%	6%	1%	4%	8%	10%
순이익률	0%	6%	2%	0%	4%	6%	6%	5%	-2%	2%	-1%	2%	5%	6%
코스맥스코리아	9%	3%	2%	-8%	9%	9%	8%	6%	-5%	2%	-12%	2%	8%	8%
코스맥스이스트	3%	7%	4%	2%	4%	5%	4%	4%	5%	12%	6%	4%	8%	8%
코스맥스웨스트	-49%	-27%	-34%	-37%	-36%	-13%	-7%	-4%	-35%	-56%	-50%	-36%	-14%	3%

주: 4Q23 별도 순이익 199억원: 외화순손실 233억원, 종속회사 대여금 대손상각 90억원 반영/미국법인: 오하이오 공장 처분익 12억원 인식/이자비용 54억원

주: 1Q24 대손상각비 연결 69억원(YoY+31억원), 별도 49억원(YoY+15억원) 반영

자료: 하나증권

코스맥스 추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2021	2022	2023	2024F	2025F
매출액	1,591.5	1,600.1	1,777.5	2,213.3	2,444.8
매출원가	1,314.0	1,394.9	1,483.8	1,797.8	1,973.5
매출총이익	277.5	205.2	293.7	415.5	471.3
판매비	154.9	152.2	178.0	215.0	225.8
영업이익	122.6	53.1	115.7	200.5	245.5
금융손익	(8.5)	(17.9)	(23.4)	(47.4)	(42.2)
종속/관계기업손익	(0.0)	0.0	(1.9)	0.1	0.0
기타영업외손익	(35.8)	(29.0)	(6.2)	(2.8)	(2.8)
세전이익	78.3	6.2	84.2	150.4	200.7
법인세	43.9	22.6	46.4	42.2	48.2
계속사업이익	34.3	(16.4)	37.8	108.2	152.5
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	34.3	(16.4)	37.8	108.2	152.5
비지배주주지분 손이익	(40.1)	(37.3)	(19.3)	(10.8)	(15.2)
지배주주순이익	74.4	20.8	57.1	110.9	153.1
지배주주지분포괄이익	107.4	31.8	51.4	190.8	268.9
NOPAT	53.8	(141.6)	51.9	144.2	186.6
EBITDA	174.4	111.9	175.1	252.0	290.0
성장성(%)					
매출액증가율	15.08	0.54	11.09	24.52	10.46
NOPAT증가율	흑전	적전	흑전	177.84	29.40
EBITDA증가율	55.02	(35.84)	56.48	43.92	15.08
영업이익증가율	84.08	(56.69)	117.89	73.29	22.44
(지배주주)순이익증가율	247.66	(72.04)	174.52	94.22	38.05
EPS증가율	230.45	(73.30)	174.03	94.12	38.02
수익성(%)					
매출총이익률	17.44	12.82	16.52	18.77	19.28
EBITDA이익률	10.96	6.99	9.85	11.39	11.86
영업이익률	7.70	3.32	6.51	9.06	10.04
계속사업이익률	2.16	(1.02)	2.13	4.89	6.24

투자지표	2021	2022	2023	2024F	2025F
주당지표(원)					
EPS	6,880	1,837	5,034	9,772	13,487
BPS	49,483	51,229	31,968	41,954	56,234
CFPS	17,492	11,791	17,550	19,982	23,553
EBITDAPS	16,120	9,860	15,430	22,203	25,551
SPS	147,101	140,986	156,614	195,012	215,413
DPS	550	0	500	500	500
주가지표(배)					
PER	12.70	40.34	25.11	16.73	12.12
PBR	1.77	1.45	3.95	3.90	2.91
PCFR	5.00	6.28	7.20	8.18	6.94
EV/EBITDA	7.30	10.07	10.54	6.89	5.64
PSR	0.59	0.53	0.81	0.84	0.76
재무비율(%)					
ROE	16.46	3.65	12.11	26.46	27.49
ROA	5.72	1.48	3.87	6.61	7.89
ROIC	8.53	(21.31)	7.49	20.71	27.63
부채비율	203.39	214.34	334.26	289.81	242.66
순부채비율	81.12	95.14	115.79	58.30	29.93
이자보상배율(배)	7.00	2.53	3.60	5.69	6.75

자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2021	2022	2023	2024F	2025F
유동자산	792.2	737.2	821.6	1,105.8	1,436.6
금융자산	186.0	185.2	297.4	467.8	576.8
현금성자산	99.8	169.1	256.9	423.9	531.0
매출채권	350.0	302.8	271.5	320.4	464.6
재고자산	223.6	202.3	218.4	273.0	341.3
기타유동자산	32.6	46.9	34.3	44.6	53.9
비유동자산	619.7	659.3	735.4	691.6	646.5
투자자산	53.2	69.7	81.7	99.3	108.6
금융자산	33.0	31.4	45.5	54.2	58.9
유형자산	471.2	490.6	546.8	488.4	436.6
무형자산	50.3	49.6	54.3	51.2	48.5
기타비유동자산	45.0	49.4	52.6	52.7	52.8
자산총계	1,411.9	1,396.5	1,557.1	1,797.4	2,083.1
유동부채	787.7	812.0	873.8	995.4	1,125.7
금융부채	448.5	517.0	453.7	477.8	499.9
매입채무	186.7	175.8	240.8	301.0	376.3
기타유동부채	152.5	119.2	179.3	216.6	249.5
비유동부채	158.9	140.2	324.7	340.8	349.4
금융부채	115.1	90.9	258.8	258.8	258.8
기타비유동부채	43.8	49.3	65.9	82.0	90.6
부채총계	946.5	952.2	1,198.5	1,336.3	1,475.1
지배주주지분	561.3	581.1	362.6	475.9	637.9
자본금	5.7	5.7	5.7	5.7	5.7
자본잉여금	292.5	286.8	28.5	28.5	28.5
자본조정	(0.3)	(0.3)	(0.3)	(0.3)	(0.3)
기타포괄이익누계액	15.4	21.4	15.6	15.6	15.6
이익잉여금	248.1	267.5	313.1	426.4	588.5
비지배주주지분	(95.9)	(136.9)	(4.0)	(14.8)	(30.0)
자본총계	465.4	444.2	358.6	461.1	607.9
순금융부채	377.5	422.6	415.2	268.8	182.0

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2021	2022	2023	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	100.0	102.5	231.0	148.3	160.8
당기순이익	34.3	(16.4)	37.8	108.2	152.5
조정	106.5	90.7	114.4	51.5	44.4
감가상각비	51.8	58.8	59.4	51.5	44.4
외환거래손익	(1.1)	5.2	1.8	0.0	0.0
지분법손익	0.0	(0.0)	1.9	0.0	0.0
기타	55.8	26.7	51.3	0.0	0.0
영업활동 자산부채변동	(40.8)	28.2	78.8	(11.4)	(36.1)
투자활동 현금흐름	(143.7)	(31.3)	(104.5)	(11.0)	(1.2)
투자자산감소(증가)	(23.1)	(16.4)	8.2	(17.6)	(9.4)
자본증가(감소)	(39.1)	(82.6)	(86.3)	10.0	10.0
기타	(81.5)	67.7	(26.4)	(3.4)	(1.8)
재무활동 현금흐름	32.5	3.5	(153.5)	18.3	16.5
금융부채증가(감소)	(49.3)	44.3	104.7	24.0	22.1
자본증가(감소)	111.0	(5.7)	(258.2)	0.0	0.0
기타재무활동	(29.2)	(28.9)	0.0	0.0	0.1
배당지급	0.0	(6.2)	0.0	(5.7)	(5.7)
현금의 증감	(11.1)	74.8	(27.0)	283.1	107.2
Unlevered CFO	189.2	133.8	199.2	226.8	267.3
Free Cash Flow	59.3	18.4	144.7	148.3	160.8

2024년 05월 29일 | 기업분석_Update

BUY

목표주가(12M) 220,000원(상향)

현재주가(5.28) 178,400원

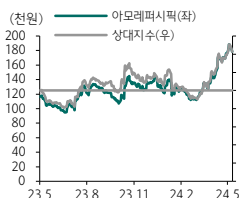
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,722.85
52주 최고/최저(원)	188,600/94,700
시가총액(십억원)	10,435.1
시가총액비중(%)	0.47
발행주식수(천주)	58,492.8
60일 평균 거래량(천주)	265.3
60일 평균 거래대금(십억원)	39.1
외국인지분율(%)	29.38
주요주주 지분율(%)	
아모레퍼시픽그룹 외 9인	50.15
국민연금공단	7.40

Consensus Data

	2024	2025
매출액(십억원)	4,274.2	4,922.3
영업이익(십억원)	416.2	584.7
순이익(십억원)	334.0	445.0
EPS(원)	4,844	6,468
BPS(원)	75,121	80,911

Stock Price



Financial Data (십억원, %, 배, 원)

투자지표	2022	2023	2024F	2025F
매출액	4,134.9	3,674.0	4,248.4	4,936.8
영업이익	214.2	108.2	440.8	695.5
세전이익	224.5	280.6	480.8	710.0
순이익	134.5	180.1	340.8	521.8
EPS	1,947	2,608	4,935	7,557
증감율	(30.61)	33.95	89.23	53.13
PER	70.62	55.60	36.15	23.61
PBR	1.98	2.04	2.36	2.16
EV/EBITDA	15.79	22.22	12.57	8.72
ROE	2.81	3.71	6.74	9.56
BPS	69,619	70,987	75,537	82,615
DPS	680	910	910	910



Analyst 박은정 eunjung.park3@hanafn.com
RA 김다혜 kim.dahae@hanafn.com

아모레퍼시픽 (090430)

완전한 증익 추세 기대

아모레퍼시픽, 미국 점유율 확대 지속

아모레퍼시픽은 지난해부터 미국 사업에 대한 확장에 집중했다. 그에 따라 미국 시장이 연평균 +4% 성장하는 동안, 아모레퍼시픽은 지난해 +58% 성장하며 미국에서의 점유율을 확대했다. 특히 미국의 탑 오브 마인드 채널인 세포라를 통해 라네즈를 본격적으로 유통했으며, 아마존에서의 대응 또한 활발히 했다. 그에 따라 2023년 기준 북미 매출은 2.8천억원 달성, 전사 매출의 8% 도달했다. 금년에는 이니스프리까지 세포라 채널에 더해지며 볼륨이 보다 확대될 전망이다. 또한 코스알엑스의 미국 매출(약 50% 추산)까지 감안하면 아모레퍼시픽의 미국 비중은 전사의 14%까지 확대될 것으로 보인다.

COSRX의 속도가 예상 보다 빠르다

2분기 5월부터 COSRX의 연결 실적이 반영된다. COSRX는 지난해 매출 4.9천억원(YoY+128%), 영업이익 1.6천억원(YoY+222%) 기록, 높은 기저에도 고성장 달성했다. 올해도 핵심 제품의 볼륨 확대 등에 힘입어 성장 속도가 강한 것으로 확인된다. 기존 성장 제시 수준은 30% 수준이었으나, 1분기 매출 1.5천억원 달성하며 약 80% 수준의 성장 달성했다. 북미가 여전히 세 자릿수 성장하며, EMEA 또한 세 자릿수, 아세안은 강한 두 자릿수, 인도 또한 세 자릿수 성장하는 것으로 파악된다. 가장 기여도 높은 북미가 여전히 강한 가운데, 해외 확장 여력은 여전히 남아있다.

중국인 이익 축소 흐름 뚜렷

지난해 중국은 고전을 금치 못했다. 설화수 구조조정 및 그에 따른 재고 환입과 전반적인 소비 부진으로 약 1천억원의 적자를 기록했다. 1분기는 분기 100억원 미만으로 손실 폭이 빠르게 줄었고, 전반적인 몸집 축소 및 효율화에 집중하는 것으로 보인다. 당사는 중국의 적자를 2023년 1천억원 → 2024년 350억원 수준 예상한다.

미주 고성장 + COSRX + 중국 안정화

아모레퍼시픽의 2024년 실적은 연결 매출 4.3조원(YoY+18%), 영업이익 4천억원(YoY+276%) 전망하며, 미주 고성장 + COSRX 반영(50% 성장 가정) + 중국 손실 축소(YoY+700억원) 등으로 코로나 이전인 2019년을 회복할 것으로 기대한다. 하반기는 편안한 기저에 국내도 성장하고, 중국 회복, 서구권 외형 확대가 본격적으로 나타나며 완전한 증익 추세 이어질 것으로 기대한다. 투자의견 BUY 유지하며, 목표주가 22만원으로 상향한다.

도표 1. 아모레퍼시픽 연결 실적전망 및 추이

(단위: 십억원, %)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F
연결 매출액	913.7	945.4	888.8	926.1	911.5	1,035.4	1,123.9	1,177.6	4,432.2	4,863.1	4,134.9	3,674.0	4,248.4	4,936.8
한국	552.2	555.0	543.2	560.4	563.6	523.0	549.7	573.5	2,706.5	3,075.7	2,581.4	2,210.8	2,209.8	2,353.1
- 화장품	455.1	459.1	445.6	464.7	468.4	422.3	447.1	473.0	2,210.3	2,593.3	2,156.4	1,824.5	1,810.8	1,934.2
- 생활용품	97.1	95.9	97.7	95.7	95.2	100.7	102.6	100.5	496.1	482.5	425.0	386.4	399.0	418.9
해외	349.4	372.3	317.7	356.9	336.8	374.6	363.8	405.4	1,745.4	1,802.3	1,482.8	1,391.8	1,480.6	1,630.5
- 아시아	275.2	285.2	234.6	262.7	231.7	275.1	265.3	293.9	1,649.8	1,681.3	1,270.5	1,053.2	1,065.9	1,151.8
* 중국 [추정치]	149.0	151.2	117.3	126.1	117.7	130.3	138.6	146.3	1,167.5	1,214.5	790.9	543.6	533.0	583.3
- 유럽	11.4	13.2	12.4	14.8	17.3	14.5	13.6	16.3	18.9	22.1	31.0	51.8	61.7	72.9
- 북미	62.8	73.9	70.7	79.4	87.8	85.0	84.8	95.3	76.7	98.9	181.3	286.8	352.9	405.8
COSRX	-	-	-	-	-	117.9	179.7	189.1	-	-	-	-	486.7	876.1
% YoY 매출액	-22%	0%	-5%	-15%	0%	10%	26%	27%	-21%	10%	-15%	-11%	16%	16%
한국	-25%	-12%	-7%	-12%	2%	-6%	1%	2%	-23%	14%	-16%	-14%	0%	6%
- 화장품	-25%	-14%	-9%	-12%	3%	-8%	0%	2%	-26%	17%	-17%	-15%	-1%	7%
해외	-18%	28%	-4%	-19%	-2%	1%	14%	14%	-16%	3%	-18%	-6%	6%	10%
- 아시아	-29%	14%	-12%	-30%	-14%	-4%	13%	12%	-16%	2%	-24%	-17%	1%	8%
- 유럽	107%	124%	41%	37%	52%	10%	10%	10%	-13%	17%	40%	67%	19%	18%
- 북미	80%	105%	35%	37%	40%	15%	20%	20%	-18%	29%	83%	58%	23%	15%
COSRX	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	80%
연결 영업이익	64.4	5.9	17.3	20.7	72.7	85.1	126.2	156.7	143.0	343.4	214.2	108.2	440.8	695.5
한국	38.4	36.8	19.1	52.0	49.1	42.2	45.6	60.9	117.2	300.0	222.5	146.3	197.8	232.7
- 화장품	34.9	31.4	21.8	47.9	47.4	36.5	44.3	54.6	112.6	299.8	214.8	136.0	182.8	212.1
- 생활용품	3.5	5.4	-2.7	4.1	1.7	5.7	1.3	6.3	4.6	0.2	7.7	10.3	15.0	20.6
해외	31.6	-32.7	-8.3	-33.7	31.6	0.6	14.0	23.0	14.5	50.7	-1.7	-43.1	69.3	133.9
- 아시아 [추정치]	12.6	-34.9	-12.3	-41.8	2.5	-5.0	5.1	11.7	19.0	41.0	-29.7	-76.3	14.3	61.5
* 중국 [추정치]	1.5	-37.8	-20.6	-48.5	-8.0	-8.2	-4.9	3.2	29.3	31.9	-48.9	-105.5	-17.9	23.6
- 유럽 [추정치]	2.6	0.2	-0.6	1.2	4.5	0.6	0.4	0.8	-1.7	1.8	4.5	3.4	6.3	12.4
- 북미 [추정치]	16.3	2.0	4.6	6.8	24.6	5.1	8.5	10.5	-2.8	7.9	23.5	29.7	48.6	60.0
COSRX	-	-	-	-	-	41.3	65.6	71.8	-	-	-	-	178.7	325.0
% YoY 영업이익	-59%	흑전	-8%	-64%	13%	1345%	632%	658%	-67%	140%	-38%	-50%	307%	58%
한국	-66%	0%	-35%	17%	28%	15%	139%	17%	-63%	156%	-26%	-34%	35%	18%
- 화장품	-67%	-22%	-23%	14%	36%	16%	103%	14%	-64%	166%	-28%	-37%	34%	16%
해외	-25%	적지	적지	적전	0%	흑전	흑전	흑전	-86%	250%	적전	적지	흑전	93%
- 아시아	-59%	적지	적지	적전	-80%	적지	흑전	흑전	-84%	116%	적전	적지	흑전	330%
- 유럽	164%	-80%	적전	-8%	71%	190%	흑전	-32%	적지	흑전	150%	-24%	85%	96%
- 북미	192%	-60%	-61%	512%	51%	156%	85%	53%	적지	흑전	196%	27%	64%	23%
COSRX	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	82%
지배주주 순이익	87.3	22.1	28.0	42.7	78.6	66.5	86.9	108.8	35.1	193.7	134.4	180.1	340.8	521.8
% Margin 매출총이익률	67%	68%	69%	70%	71%	68%	71%	72%	71%	72%	68%	69%	70%	72%
영업이익률	7%	1%	2%	2%	8%	8%	11%	13%	3%	7%	5%	3%	10%	14%
한국	7%	7%	4%	9%	9%	8%	8%	11%	4%	10%	9%	7%	9%	10%
- 화장품	8%	7%	5%	10%	10%	9%	10%	12%	5%	12%	10%	7%	10%	11%
- 생활용품	4%	6%	-3%	4%	2%	6%	1%	6%	1%	0%	2%	3%	4%	5%
해외	9%	-9%	-3%	-9%	9%	0%	4%	6%	1%	3%	0%	-3%	5%	8%
- 아시아	5%	-12%	-5%	-16%	1%	-2%	2%	4%	1%	2%	-2%	-7%	1%	5%
* 중국	1%	-25%	-18%	-38%	-7%	-6%	-4%	2%	3%	3%	-6%	-19%	-3%	4%
- 유럽	23%	2%	-5%	8%	26%	4%	3%	5%	-9%	8%	15%	7%	10%	17%
- 북미	26%	3%	7%	9%	28%	6%	10%	11%	-4%	8%	13%	10%	14%	15%
COSRX	-	-	-	-	-	35%	37%	38%	-	-	-	-	37%	37%
순이익률	10%	2%	3%	5%	9%	6%	8%	9%	1%	4%	3%	5%	8%	11%

자료: 하나증권, 주: 2024년 COSRX 매출 7.3천억원, 영업이익 2.7천억원, 영업이익률 37% 전망

주: COSRX 2023년 관계기업손익 458억원 반영 → 2024년 5월부터 연결 인식 시작(1차/24년 4월 30일 지분율 84.8%, 2차/24년 4월 30일 93.2% 인수)

도표 2. 주요 지역별 매출 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24P	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F
한국	552.2	555.0	543.2	560.4	563.6	523.0	549.7	573.5	2,706.5	3,075.7	2,581.4	2,210.8	2,209.8	2,353.1
아시아	270.7	285.2	234.6	262.7	231.7	275.1	265.3	293.9	1,649.8	1,681.3	1,270.5	1,053.2	1,065.9	1,151.8
- 중국	149.0	151.2	117.3	126.1	117.7	130.3	138.6	146.3	1,167.5	1,214.5	790.9	543.6	533.0	583.3
설화수	44.1	29.3	40.4	33.9	39.7	33.7	48.5	38.9	291.9	440.8	312.4	147.7	160.8	181.1
이니스프리	19.6	18.5	14.0	13.8	11.3	12.9	16.8	16.6	391.3	240.4	117.1	65.9	57.7	62.3
라네즈/마몽드	54.0	75.6	43.3	65.9	44.8	64.2	49.8	75.8	345.7	376.8	218.1	238.8	234.6	253.4
유럽	11.4	13.2	12.4	14.8	17.3	14.5	13.6	16.3	18.9	22.1	31.0	51.8	61.7	72.9
북미	62.8	73.9	70.7	79.4	87.8	85.0	84.8	95.3	76.7	98.9	181.3	286.8	352.9	405.8
% YoY														
한국	-25%	-12%	-7%	-12%	2%	-6%	1%	2%	-23%	14%	-16%	-14%	0%	6%
아시아	-29%	14%	-12%	-30%	-14%	-4%	13%	12%	-16%	2%	-24%	-17%	1%	8%
- 중국	-49%	16%	-22%	-42%	-21%	-14%	18%	16%	-13%	4%	-35%	-31%	-2%	9%
설화수	-61%	-33%	-19%	-68%	-10%	15%	20%	15%	14%	51%	-29%	-53%	9%	13%
이니스프리	-56%	-5%	-54%	-38%	-42%	-30%	20%	20%	-32%	-39%	-51%	-44%	-12%	8%
라네즈/마몽드	-40%	170%	5%	12%	-17%	-15%	15%	15%	-14%	9%	-42%	9%	-2%	8%
유럽	107%	124%	41%	37%	52%	10%	10%	10%	-13%	17%	40%	67%	19%	18%
북미	80%	105%	35%	37%	40%	15%	20%	20%	-18%	29%	83%	58%	23%	15%

자료: 하나증권 [참고] 중국법인 매출(이하 브랜드별 매출)은 추정치, COSRX는 미포함

도표 3. 국내 주요 채널 매출 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24P	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F
면세점	82.8	111.0	122.8	134.5	112.7	100.0	120.0	130.0	948.8	1,156.5	650.9	451.1	462.7	509.0
면세 외	372.3	348.1	322.8	330.2	355.7	322.3	327.1	343.0	1,261.5	1,436.8	1,505.5	1,373.4	1,348.1	1,425.2
- 이커머스	193.4	153.9	158.1	196.0	182.2	150.7	175.6	207.0	605.0	809.2	829.1	701.4	715.6	757.1
% YoY														
면세점	-53%	-20%	-16%	-29%	36%	-10%	-2%	-3%	-39%	22%	-44%	-31%	3%	10%
면세 외	-14%	-12%	-6%	-3%	-4%	-7%	1%	4%	-13%	14%	5%	-9%	-2%	6%
- 이커머스	-20%	-24%	-15%	-2%	-6%	-2%	11%	6%	30%	34%	2%	-15%	2%	6%

자료: 하나증권 [참고] 해외 면세 비중은 면세점 매출의 10% 미만(중국 하이난은 2% 내외), 면세점 외 채널 매출은 추정치, COSRX는 미포함

도표 4. 국내 브랜드별 매출액 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24P	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F
럭셔리	310.1	301.7	298.8	296.0	323.1	285.0	302.4	309.7	1,375.0	1,672.2	1,444.0	1,206.6	1,220.2	1,290.0
프리미엄	114.2	117.6	111.0	136.6	126.1	121.3	120.9	137.6	710.0	799.9	582.3	479.4	505.9	541.9
데일리뷰티	97.1	95.9	97.7	95.7	95.2	90.4	93.5	97.5	496.1	482.5	425.0	386.4	376.5	401.2
% YoY														
럭셔리	-21%	-12%	-12%	-20%	4%	-6%	1%	5%	-29%	22%	-14%	-16%	1%	6%
프리미엄	-38%	-24%	-4%	8%	10%	3%	9%	1%	-14%	13%	-27%	-18%	6%	7%
데일리뷰티	-23%	0%	-1%	-8%	-2%	-6%	-4%	2%	3%	-3%	-12%	-9%	-3%	7%

자료: 하나증권

아모레퍼시픽 추정 재무제표

손익계산서

(단위:십억원)

	2021	2022	2023	2024F	2025F
매출액	4,863.1	4,134.9	3,674.0	4,248.4	4,936.8
매출원가	1,362.6	1,337.5	1,155.1	1,264.4	1,404.4
매출총이익	3,500.5	2,797.4	2,518.9	2,984.0	3,532.4
판매비	3,157.1	2,583.2	2,410.7	2,543.2	2,836.9
영업이익	343.4	214.2	108.2	440.8	695.5
금융손익	(0.9)	(11.6)	142.4	41.2	32.4
종속/관계기업손익	0.9	8.9	41.7	14.8	(2.0)
기타영업외손익	(45.5)	13.0	(11.6)	(16.0)	(16.0)
세전이익	297.9	224.5	280.6	480.8	710.0
법인세	117.0	95.2	106.8	116.7	177.5
계속사업이익	180.9	129.3	173.9	364.0	532.5
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	180.9	129.3	173.9	364.0	532.5
비지배주주지분 손이익	(12.8)	(5.2)	(6.2)	(13.0)	(19.1)
지배주주순이익	193.7	134.5	180.1	340.8	521.8
지배주주지분포괄이익	178.5	108.6	139.3	380.0	555.8
NOPAT	208.5	123.4	67.0	333.8	521.6
EBITDA	705.2	502.9	360.0	657.4	881.9
성장성(%)					
매출액증가율	9.72	(14.97)	(11.15)	15.63	16.20
NOPAT증가율	68.69	(40.82)	(45.71)	398.21	56.26
EBITDA증가율	17.24	(28.69)	(28.42)	82.61	34.15
영업이익증가율	140.14	(37.62)	(49.49)	307.39	57.78
(지배주주)순이익증가율	451.85	(30.56)	33.90	89.23	53.11
EPS증가율	451.28	(30.61)	33.95	89.23	53.13
수익성(%)					
매출총이익률	71.98	67.65	68.56	70.24	71.55
EBITDA이익률	14.50	12.16	9.80	15.47	17.86
영업이익률	7.06	5.18	2.95	10.38	14.09
계속사업이익률	3.72	3.13	4.73	8.57	10.79

투자지표

	2021	2022	2023	2024F	2025F
주당지표(원)					
EPS	2,806	1,947	2,608	4,935	7,557
BPS	69,222	69,619	70,987	75,537	82,615
CFPS	11,725	9,070	6,391	10,108	12,913
EBITDAPS	10,217	7,282	5,214	9,521	12,771
SPS	70,452	59,883	53,207	61,526	71,496
DPS	980	680	910	910	910
주기지표(배)					
PER	59.52	70.62	55.60	36.15	23.61
PBR	2.41	1.98	2.04	2.36	2.16
PCR	14.24	15.16	22.69	17.65	13.82
EV/EBITDA	13.87	15.79	22.22	12.57	8.72
PSR	2.37	2.30	2.73	2.90	2.50
재무비율(%)					
ROE	4.20	2.81	3.71	6.74	9.56
ROA	3.28	2.26	3.08	5.60	7.92
ROIC	6.75	3.91	2.08	10.93	18.18
부채비율	28.93	21.39	20.81	21.56	21.93
순부채비율	(15.66)	(12.38)	(17.28)	(24.69)	(32.50)
이자보상배율(배)	30.09	17.47	6.64	25.89	60.96

자료: 하나증권

대차대조표

(단위:십억원)

	2021	2022	2023	2024F	2025F
유동자산	2,018.5	1,735.0	1,952.2	2,514.6	3,224.0
금융자산	1,133.3	948.8	1,192.4	1,636.2	2,203.6
현금성자산	537.7	449.6	506.4	922.9	1,457.6
매출채권	295.8	285.1	292.9	338.7	393.6
재고자산	493.2	408.9	394.3	456.0	529.8
기타유동자산	96.2	92.2	72.6	83.7	97.0
비유동자산	4,098.2	4,066.8	3,934.3	3,774.7	3,656.7
투자자산	411.5	299.1	379.9	436.9	505.3
금융자산	173.1	51.8	92.8	105.0	119.5
유형자산	2,541.4	2,475.3	2,441.6	2,225.0	2,038.6
무형자산	201.7	357.8	340.7	340.7	340.7
기타비유동자산	943.6	934.6	772.1	772.1	772.1
자산총계	6,116.7	5,801.8	5,886.5	6,289.3	6,880.7
유동부채	1,157.5	831.1	813.3	891.5	985.4
금융부채	293.9	292.4	299.5	308.1	318.5
매입채무	123.4	80.7	86.4	100.0	116.2
기타유동부채	740.2	458.0	427.4	483.4	550.7
비유동부채	214.9	191.4	200.5	223.9	252.0
금융부채	96.2	64.8	50.9	50.9	50.9
기타비유동부채	118.7	126.6	149.6	173.0	201.1
부채총계	1,372.4	1,022.5	1,013.8	1,115.5	1,237.3
지배주주지분	4,761.0	4,798.6	4,898.0	5,212.2	5,701.0
자본금	34.5	34.5	34.5	34.5	34.5
자본잉여금	795.8	791.6	793.9	793.9	793.9
자본조정	(19.0)	(18.1)	(13.3)	(13.3)	(13.3)
기타포괄이익누계액	11.9	(19.5)	(18.5)	(18.5)	(18.5)
이익잉여금	3,937.8	4,010.1	4,101.4	4,415.6	4,904.3
비지배주주지분	(16.7)	(19.3)	(25.3)	(38.4)	(57.6)
자본총계	4,744.3	4,779.3	4,872.7	5,173.8	5,643.4
순금융부채	(743.2)	(591.6)	(842.0)	(1,277.2)	(1,834.1)

현금흐름표

(단위:십억원)

	2021	2022	2023	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	691.4	151.0	348.2	587.4	726.9
당기순이익	180.9	129.3	173.9	364.0	532.5
조정	605.0	366.8	209.9	216.7	186.3
감가상각비	361.9	288.6	251.8	216.6	186.3
외환거래손익	(3.6)	21.3	3.3	0.0	0.0
지분법손익	(0.9)	(8.9)	(38.6)	0.0	0.0
기타	247.6	65.8	(6.6)	0.1	0.0
영업활동 자산부채변동	(94.5)	(345.1)	(35.6)	6.7	8.1
투자활동 현금흐름	(708.4)	(68.5)	(186.2)	(84.3)	(101.1)
투자자산감소(증가)	(318.6)	112.4	(99.4)	(57.1)	(68.4)
자본증가(감소)	(87.9)	(95.3)	(134.5)	0.0	0.0
기타	(301.9)	(85.6)	47.7	(27.2)	(32.7)
재무활동 현금흐름	(226.0)	(154.6)	(46.7)	(54.2)	(52.4)
금융부채증가(감소)	(30.7)	(32.9)	(6.8)	8.7	10.4
자본증가(감소)	72.3	(4.2)	2.3	0.0	0.0
기타재무활동	(212.7)	(49.9)	4.8	(0.0)	0.0
배당지급	(54.9)	(67.6)	(47.0)	(62.9)	(62.8)
현금의 증감	(243.0)	(72.0)	115.4	317.0	534.7
Unlevered CFO	809.3	626.3	441.3	698.0	891.7
Free Cash Flow	600.3	51.7	213.7	587.4	726.9

2024년 05월 29일 | 기업분석_Update

BUY

목표주가(12M) 480,000원
현재주가(5.28) 365,000원

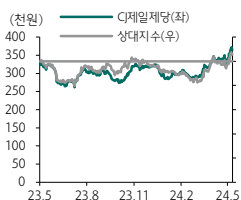
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,722.85
52주 최고/최저(원)	371,500/262,000
시가총액(십억원)	5,494.8
시가총액비중(%)	0.25
발행주식수(천주)	15,054.2
60일 평균 거래량(천주)	46.1
60일 평균 거래대금(십억원)	15.0
외국인지분율(%)	25.11
주요주주 지분율(%)	
CJ 외 8인	45.51
국민연금공단	11.10

Consensus Data

	2024	2025
매출액(십억원)	29,972.0	31,212.6
영업이익(십억원)	1,630.2	1,797.8
순이익(십억원)	759.3	902.1
EPS(원)	34,108	40,504
BPS(원)	476,995	514,094

Stock Price



Financial Data

(십억원, %, 배, 원)

투자지표	2022	2023	2024F	2025F
매출액	30,079.5	29,023.5	30,090.3	31,594.8
영업이익	1,664.7	1,291.6	1,629.6	1,832.5
세전이익	1,245.5	732.0	1,139.6	1,382.0
순이익	595.9	385.9	588.9	707.1
EPS	36,378	23,559	35,950	43,162
증감율	(2.77)	(35.24)	52.60	20.06
PER	10.46	13.75	10.15	8.46
PBR	0.91	0.73	0.77	0.71
EV/EBITDA	6.67	6.77	6.11	5.53
ROE	9.26	5.55	7.96	8.88
BPS	418,518	442,682	473,248	511,027
DPS	5,500	5,500	5,500	5,500



Analyst 심은주 yesej01@hanafn.com

CJ제일제당(097950)

국내외 'K-Food' 1인자

식품 부문 글로벌화 가속

1분기 식품 부문 매출액은 YoY 2.6% 증가한 2조 8,315억원을 기록했다. 해외 가공 매출은 YoY 1.6% 증가한 1조 3,752억원을 달성했다. 중국 '지상귀' 매각 역기저 감안시 YoY 6% 내외 증가했을 것으로 추정된다. 북미 매출액은 전년 높은 베이스에도 불구하고 견조한 성장세(YoY 9.1%)를 이어갔다. 1분기 기준 식품 내 해외 비중은 49%를 시현했다.

올해 식품 부문 매출액은 11조 8,858억원(YoY 5.5%)으로 추정된다. 해외 가공 매출은 YoY 7.9% 증가한 5조 8,106억원으로 예상된다. 미주 매출액은 YoY 10.0% 증가한 4조 8,188억원으로 추정한다. 미주는 '슈완스' 인수 이후, 피자 시장 점유율 1위 지위(1Q24 MS 20.1%)를 유지하는 한편, 만두에서도 절대적 지위(1Q24 MS 41.9%)를 지속 중이다. 코로나 이후CSP(치킨, K-소스, 가공밥 등) 및 K-Street(떡볶이, 핫도그, 냉동김밥, 봉어빵) 카테고리를 집중 육성하면서 보폭을 확대해 나가고 있다.

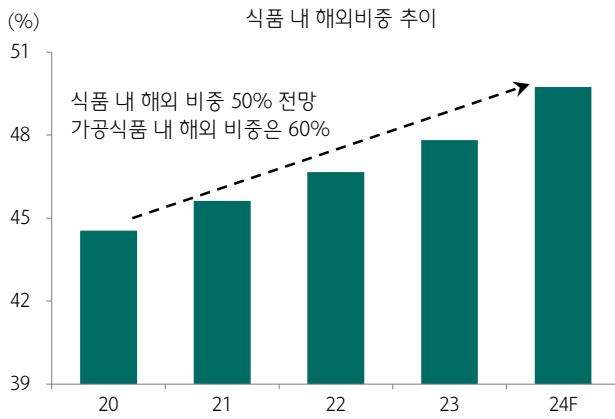
2Q24 Pre: 시장 기대 부합 예상

2분기 연결 매출액 및 영업이익을 각각 7조 4,828억원(YoY 3.6%), 3,777억원(YoY 9.6%, OPM 5%)으로 추정한다. 물류 부문 제외한 2분기 연결 매출액 및 영업이익을 각각 4조 4,988억원(YoY 1.3%), 2,577억원(YoY 9.3%, OPM 5.8%)으로 추정한다. 참고로 이는 사측 가이던스 상단과 유사한 수치이다. ① 국내외 곡물 투입가 하락에 따른 점진적 마진 개선 흐름이 기대되며, ② 국내 가공 수요 회복세 및 미주를 중심으로 한 해외 견조한 수요가 긍정적이다. ③ 작년 실적 저하의 주요 원인이었던 바이오는 라이신 시황 회복 및 상대적 고마진 제품의 매출 확대로 견조한 이익 기여가 기대된다. ④ 생물자원(Feed&Care)도 QoQ 적자 축소 흐름이 이어지면서 하반기 턴어라운드가 전망된다

실적 모멘텀 부각 전망

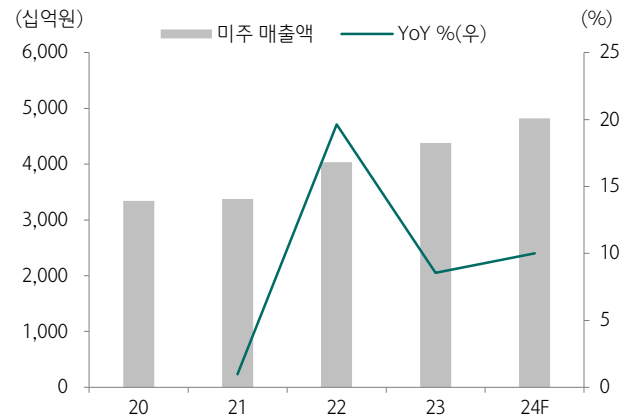
올해 물류 부문 제외한 연결 영업이익은 YoY 36.8% 증가할 것으로 추정한다. 2분기도 시장 기대에 부합하는 실적이 예상된다. 업종 내에서도 실적 개선 강도가 상대적으로 높다. 더불어, 글로벌 보폭 확대 감안시 현저히 저평가되어 있다고 판단한다.

도표 1. CJ제일제당 식품 내 해외 비중 추이



자료: CJ제일제당, 하나증권

도표 2. 미주 매출 성장 전망



자료: CJ제일제당, 하나증권

도표 3. CJ제일제당 연결 실적 추정

(단위: 십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24F	3Q24F	4Q24F	22	23	24F
매출액	7,071.2	7,219.4	7,443.4	7,289.5	7,216.0	7,482.8	7,764.6	7,627.0	30,079.5	29,023.5	30,090.3
① 소재	537.7	580.8	616.7	438.2	434.6	580.8	635.2	451.3	2,266.9	2,173.4	2,101.9
② 가공	2,221.9	2,151.4	2,389.2	2,328.5	2,396.9	2,316.1	2,575.4	2,495.4	8,837.3	9,091.0	9,783.8
③ 바이오	991.9	1,046.0	1,058.2	1,038.2	1,021.6	891.7	867.1	935.8	4,854.0	4,134.3	3,716.1
④ F&C	656.6	645.1	609.2	580.8	591.1	690.3	651.8	621.5	2,821.2	2,491.7	2,554.7
⑤ 물류	2,807.8	2,964.2	2,937.1	3,058.8	2,921.4	3,004.0	3,035.0	3,123.0	12,130.7	11,767.9	12,083.4
YoY	1.3%	-4.0%	-7.1%	-3.7%	2.0%	3.6%	4.3%	4.6%	14.4%	-3.5%	3.7%
① 소재	2.8%	0.9%	-2.7%	-18.1%	-19.2%	0.0%	3.0%	3.0%	25.2%	-4.1%	-3.3%
② 가공	6.5%	5.9%	-1.4%	1.3%	7.9%	7.7%	7.8%	7.2%	14.0%	2.9%	7.6%
③ 바이오	-8.4%	-20.7%	-19.2%	-9.1%	3.0%	-14.8%	-18.1%	-9.9%	30.1%	-14.8%	-10.1%
④ F&C	4.8%	-3.5%	-21.4%	-22.8%	-10.0%	7.0%	7.0%	7.0%	15.3%	-11.7%	2.5%
⑤ 물류	-1.7%	-5.5%	-5.7%	1.2%	4.0%	1.3%	3.3%	2.1%	6.9%	-3.0%	2.7%
영업이익	252.8	344.6	396.0	298.3	375.9	377.7	448.4	427.5	1,664.7	1,291.6	1,629.6
① 소재+가공	134.0	142.7	234.1	143.8	184.5	169.1	221.9	188.2	623.8	654.6	763.7
② 바이오	63.1	84.3	47.1	50.7	97.8	92.0	90.0	80.0	636.7	251.3	359.8
③ F&C	(46.7)	8.8	(5.9)	(42.6)	(15.2)	(3.5)	6.5	9.3	7.7	(86.4)	(2.8)
④ 물류	99.0	112.4	124.8	144.0	109.4	120.0	130.0	150.0	411.8	480.2	509.4
YoY	-42.0%	-31.7%	-18.2%	24.0%	48.7%	9.6%	13.2%	43.3%	9.2%	-22.4%	26.2%
① 소재+가공	-21.0%	-14.9%	11.8%	86.5%	37.7%	18.5%	-5.2%	30.9%	12.5%	4.9%	16.7%
② 바이오	-64.0%	-62.1%	-70.6%	-35.2%	55.0%	9.1%	91.1%	57.8%	34.5%	-60.5%	43.2%
③ F&C	TR	158.8%	TR	CR	CR	CR	TB	TB	-94.9%	TR	TB
④ 물류	30.8%	-3.2%	15.9%	28.3%	10.5%	6.8%	4.2%	4.1%	19.4%	16.6%	6.1%
OPM	3.6%	4.8%	5.3%	4.1%	5.2%	5.0%	5.8%	5.6%	5.5%	4.5%	5.4%
① 소재+가공	4.9%	5.2%	7.8%	5.2%	6.5%	5.8%	6.9%	6.4%	5.6%	5.8%	6.4%
② 바이오	6.4%	8.1%	4.5%	4.9%	9.6%	10.3%	10.4%	8.5%	13.1%	6.1%	9.7%
③ F&C	-7.1%	1.4%	-1.0%	-7.3%	-2.6%	-0.5%	1.0%	1.5%	0.3%	-3.5%	-0.1%
④ 물류	3.5%	3.8%	4.2%	4.7%	3.7%	4.0%	4.3%	4.8%	3.4%	4.1%	4.2%

자료: 하나증권

CJ제일제당 추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2021	2022	2023	2024F	2025F
매출액	26,289.2	30,079.5	29,023.5	30,090.3	31,594.8
매출원가	20,507.1	23,524.7	22,970.9	23,620.9	24,675.5
매출총이익	5,782.1	6,554.8	6,052.6	6,469.4	6,919.3
판매비	4,257.7	4,890.1	4,761.0	4,839.8	5,086.8
영업이익	1,524.4	1,664.7	1,291.6	1,629.6	1,832.5
금융손익	(296.6)	(308.1)	(451.7)	(489.2)	(450.5)
종속/관계기업손익	33.1	28.9	19.6	0.0	0.0
기타영업외손익	(43.2)	(140.0)	(127.5)	(0.8)	0.0
세전이익	1,217.8	1,245.5	732.0	1,139.6	1,382.0
법인세	325.4	442.8	172.6	354.4	439.3
계속사업이익	892.4	802.7	559.5	785.2	942.8
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	892.4	802.7	559.5	785.2	942.8
비배주주지분 손이익	279.5	206.7	173.5	196.3	235.7
지배주주순이익	612.9	595.9	385.9	588.9	707.1
지배주주지분포괄이익	1,065.7	772.3	405.0	516.1	619.6
NOPAT	1,117.1	1,072.8	987.1	1,122.8	1,250.1
EBITDA	2,789.7	3,068.0	2,833.7	3,119.9	3,284.5
성장성(%)					
매출액증가율	8.43	14.42	(3.51)	3.68	5.00
NOPAT증가율	23.14	(3.97)	(7.99)	13.75	11.34
EBITDA증가율	5.46	9.98	(7.64)	10.10	5.28
영업이익증가율	12.12	9.20	(22.41)	26.17	12.45
(지배주주)순이익증가율	(10.60)	(2.77)	(35.24)	52.60	20.07
EPS증가율	(10.60)	(2.77)	(35.24)	52.60	20.06
수익성(%)					
매출총이익률	21.99	21.79	20.85	21.50	21.90
EBITDA이익률	10.61	10.20	9.76	10.37	10.40
영업이익률	5.80	5.53	4.45	5.42	5.80
계속사업이익률	3.39	2.67	1.93	2.61	2.98

투자지표	2021	2022	2023	2024F	2025F
주당지표(원)					
EPS	37,413	36,378	23,559	35,950	43,162
BPS	379,317	418,518	442,682	473,248	511,027
CFPS	173,896	191,092	172,898	186,320	197,213
EBITDAPS	170,296	187,283	172,979	190,450	200,501
SPS	1,604,800	1,836,175	1,771,710	1,836,833	1,928,674
DPS	5,000	5,500	5,500	5,500	5,500
주기지표(배)					
PER	10.36	10.46	13.75	10.15	8.46
PBR	1.02	0.91	0.73	0.77	0.71
PCFR	2.23	1.99	1.87	1.96	1.85
EV/EBITDA	6.94	6.67	6.77	6.11	5.53
PSR	0.24	0.21	0.18	0.20	0.19
재무비율(%)					
ROE	10.76	9.26	5.55	7.96	8.88
ROA	2.34	2.10	1.29	1.96	2.28
ROIC	5.87	5.22	4.70	5.51	6.22
부채비율	148.51	160.33	151.33	145.04	138.41
순부채비율	79.47	84.40	80.56	68.02	55.73
이자보상배율(배)	5.59	4.53	2.51	3.22	3.62

자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2021	2022	2023	2024F	2025F
유동자산	7,725.6	9,788.0	9,580.2	10,857.4	12,280.5
금융자산	1,421.6	2,400.2	2,191.9	3,230.9	4,317.9
현금성자산	1,096.9	1,797.3	1,853.6	2,880.1	3,949.7
매출채권	2,616.1	2,914.5	2,733.2	2,833.7	2,975.4
재고자산	2,338.3	3,201.4	2,649.4	2,746.8	2,884.1
기타유동자산	1,349.6	1,271.9	2,005.7	2,046.0	2,103.1
비유동자산	19,130.2	20,225.2	20,026.0	19,625.8	19,326.3
투자자산	932.8	1,037.4	1,122.0	1,144.0	1,175.2
금융자산	682.6	746.7	816.1	826.9	842.2
유형자산	11,160.9	11,912.5	11,875.4	11,605.9	11,419.0
무형자산	4,520.3	4,658.5	4,308.3	4,155.5	4,011.8
기타비유동자산	2,516.2	2,616.8	2,720.3	2,720.4	2,720.3
자산총계	26,855.8	30,013.2	29,606.3	30,483.3	31,606.8
유동부채	7,915.9	9,749.5	9,555.6	9,715.3	9,940.6
금융부채	3,663.4	5,064.5	4,971.3	4,981.1	4,994.8
매입채무	2,153.0	2,562.3	2,169.4	2,249.1	2,361.6
기타유동부채	2,099.5	2,122.7	2,414.9	2,485.1	2,584.2
비유동부채	8,133.1	8,734.7	8,270.7	8,328.0	8,408.9
금융부채	6,345.9	7,066.8	6,710.9	6,710.9	6,710.9
기타비유동부채	1,787.2	1,667.9	1,559.8	1,617.1	1,698.0
부채총계	16,049.0	18,484.2	17,826.3	18,043.4	18,349.5
지배주주지분	6,113.5	6,755.7	7,151.5	7,652.3	8,271.1
자본금	81.9	81.9	81.9	81.9	81.9
자본잉여금	1,115.7	1,128.9	1,222.8	1,222.8	1,222.8
자본조정	(170.2)	(166.1)	(193.2)	(193.2)	(193.2)
기타포괄이익누계액	146.0	259.5	308.6	308.6	308.6
이익잉여금	4,940.2	5,451.5	5,731.5	6,232.2	6,851.1
비지배주주지분	4,693.3	4,773.3	4,628.4	4,787.6	4,986.2
자본총계	10,806.8	11,529.0	11,779.9	12,439.9	13,257.3
순금융부채	8,587.7	9,731.0	9,490.3	8,461.1	7,387.7

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2021	2022	2023	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	1,686.4	1,627.3	2,444.8	2,687.6	2,777.0
당기순이익	892.4	802.7	559.5	785.2	942.8
조정	1,486.7	1,958.9	2,040.2	1,912.6	1,848.6
감가상각비	1,265.3	1,403.3	1,542.1	1,490.3	1,452.0
외환거래손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(216.3)	(31.8)	(139.5)	0.0	0.0
기타	437.7	587.4	637.6	422.3	396.6
영업활동 자산부채변동	(692.7)	(1,134.3)	(154.9)	(10.2)	(14.4)
투자활동 현금흐름	(625.4)	(1,498.5)	(702.7)	(1,056.0)	(1,097.4)
투자자산감소(증가)	(204.5)	(104.7)	4,329.8	(59.2)	(68.2)
자본증가(감소)	(1,252.2)	(1,308.7)	(1,124.2)	(1,068.0)	(1,121.4)
기타	831.3	(85.1)	(3,908.3)	71.2	92.2
재무활동 현금흐름	(1,273.9)	551.6	(985.9)	(584.4)	(580.9)
금융부채증가(감소)	139.3	2,122.0	(449.0)	9.7	13.7
자본증가(감소)	(162.1)	13.1	93.9	0.0	0.0
기타재무활동	(1,186.9)	(1,455.2)	(542.6)	(505.9)	(506.4)
배당지급	(64.2)	(128.3)	(88.2)	(88.2)	(88.2)
현금의 증감	(212.8)	680.4	756.2	406.7	1,069.6
Unlevered CFO	2,848.7	3,130.4	2,832.3	3,052.2	3,230.7
Free Cash Flow	343.6	184.3	1,320.5	1,619.6	1,655.6

2024년 05월 29일 | 기업분석_Update

BUY

목표주가(12M) 35,000원
현재주가(5.28) 23,750원

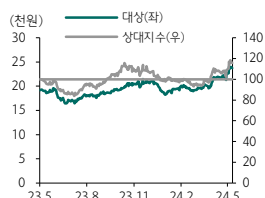
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,722.85
52주 최고/최저(원)	24,000/16,450
시가총액(십억원)	822.9
시가총액비중(%)	0.04
발행주식수(천주)	34,648.0
60일 평균 거래량(천주)	161.9
60일 평균 거래대금(십억원)	3.6
외국인지분율(%)	17.47
주요주주 지분율(%)	
대상홀딩스 외 3인	43.72
국민연금공단	10.44

Consensus Data

	2024	2025
매출액(십억원)	4,300.4	4,501.1
영업이익(십억원)	179.3	194.4
순이익(십억원)	107.7	122.7
EPS(원)	2,984	3,399
BPS(원)	38,680	41,090

Stock Price



Financial Data (십억원, %, 배, 원)

투자지표	2022	2023	2024F	2025F
매출액	4,084.1	4,107.5	4,344.2	4,561.4
영업이익	140.0	123.7	175.7	193.2
세전이익	110.9	90.2	130.1	148.2
순이익	83.1	67.1	94.3	109.3
EPS	2,306	1,862	2,618	3,035
증감율	(42.38)	(19.25)	40.60	15.93
PER	9.50	11.14	9.07	7.83
PBR	0.61	0.57	0.62	0.58
EV/EBITDA	5.79	5.48	4.77	4.35
ROE	6.57	5.11	6.96	7.66
BPS	36,185	36,679	38,496	40,731
DPS	800	800	800	800



Analyst 심은주 yesej01@hanafn.com

대상(001680)

실적 모멘텀 부각 전망

글로벌 사업은 꾸준히

1분기 연결 매출액 및 영업이익은 각각 1조 445억원(YoY 5.5%), 477억원(YoY 91.5%)을 시현했다. 별도 매출액 및 영업이익은 각각 8,634억원(YoY 5.6%), 431억원(YoY 89.2%)으로 시장 기대를 상회했다. 별도 수출은 YoY 20.1% 증가한 1,900억원을 시현했다. 연결 법인인 PT인도네시아 및 대상베트남 매출까지 합산시, 해외 매출은 YoY 14.3% 증가한 3,109억원을 기록했다. 1분기 기준 해외 비중은 29.8%를 시현했다.

대상은 GKC(김치, 소스, 편의식, 김)을 주력 제품으로 꾸준히 해외 매출 확대 중이다. 올해 주요 가공식품 수출액은 YoY 15.0% 증가해 3천억원에 육박할 것으로 예상된다. 대상베트남도 떡볶이, 김, 편의식 등 가공식품 매출 비중이 꾸준히 상승 중인 것으로 판단된다.

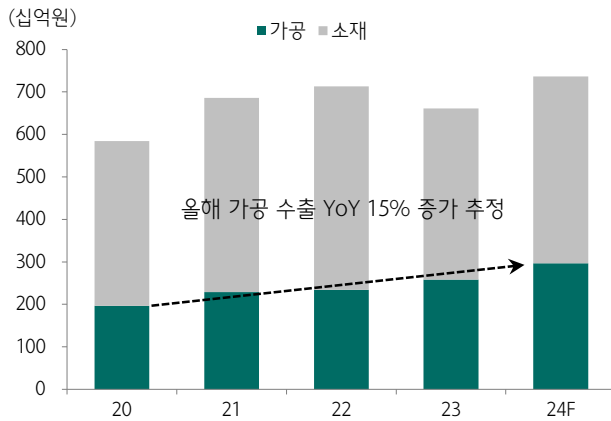
2Q24 Pre: 연결 영업이익 YoY 40% 증가 전망

2분기 연결 매출액 및 영업이익을 각각 1조 549억원(YoY 5.1%), 472억원(YoY 40.2%)으로 추정한다. 1분기에 이어 2분기에도 유의미한 손익 개선을 예상한다. 옥수수 투입가 하락이 가시화되면서 국내외 전분당 사업의 견조한 이익 기여가 지속될 것으로 판단된다. 작년 라이신이 큰 폭의 적자를 시현했다는 점을 감안하면 소재 실적 개선은 연중 유효하다. 사측의 생산 효율화 작업이나 제품 믹스 개선 등도 실적 개선에 긍정적 영향을 미칠 것으로 기대한다. 연결 자회사의 실적도 본격적인 회복세에 접어들었다.

실적 개선 강도 감안시 저평가

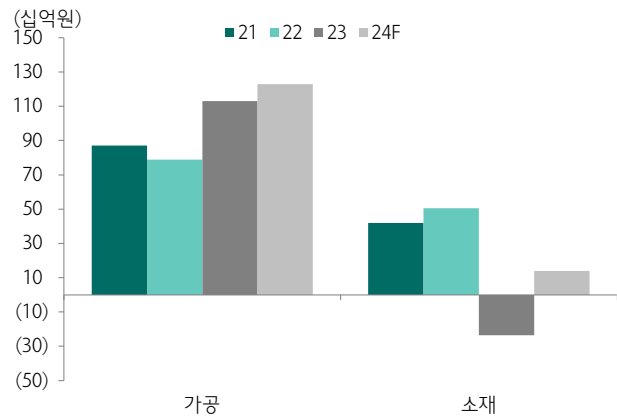
올해 곡물 투입가 하락 기인해 유의미한 스프레드 개선이 기대되는 업체이다. 글로벌 보폭 확대도 도모 중이다. 김치, 소스, 김 등 전략적 카테고리를 중심으로 북미 및 동남아에서 두 자리 수 성장을 시현 중이다. 부각될 실적 모멘텀 감안시 적극적인 매수 관점이 유효하다.

도표 1. 대상 별도 수출액 추이



자료: 하나증권

도표 2. 대상 부문별 영업이익 전망



자료: 하나증권

도표 3. 대상 연결 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24F	3Q24F	4Q24F	22	23	24F
매출액	989.6	1,003.8	1,123.6	990.4	1,044.5	1,054.9	1,178.4	1,066.4	4,084.1	4,107.5	4,344.2
① 본사	817.3	838.0	926.6	813.1	863.4	880.0	968.1	848.8	3,289.6	3,394.9	3,560.3
- 식품	578.6	600.2	687.8	566.9	612.2	642.2	722.2	595.2	2,235.7	2,433.5	2,571.8
- 소재	238.7	237.8	238.7	246.2	251.1	237.8	245.9	253.6	1,053.9	961.4	988.3
② PT인도네시아	80.2	75.1	84.6	89.9	83.3	75.1	88.8	94.4	369.5	329.8	341.6
③ 미원 베트남	33.5	35.0	38.2	39.2	37.6	37.8	40.1	41.2	170.9	145.9	156.7
YoY	0.3%	-2.2%	5.8%	-1.9%	5.5%	5.1%	4.9%	7.7%	17.7%	0.6%	5.8%
① 본사	0.5%	1.1%	9.8%	1.2%	5.6%	5.0%	4.5%	4.4%	14.4%	3.2%	4.9%
② PT인도네시아	-1.6%	-17.6%	-18.6%	-3.2%	3.9%	0.0%	5.0%	5.0%	33.4%	-10.7%	3.6%
③ 미원 베트남	-16.0%	-21.7%	-9.0%	-11.6%	12.2%	8.0%	5.0%	5.0%	32.6%	-14.6%	7.4%
영업이익	24.9	33.6	51.7	13.5	47.7	47.2	60.0	20.9	140.0	123.7	175.7
YoY	-41.8%	-30.8%	50.1%	-4.7%	91.5%	40.2%	16.0%	54.4%	-8.6%	-11.6%	42.0%
OPM	2.5%	3.3%	4.6%	1.4%	4.6%	4.5%	5.1%	2.0%	3.4%	3.0%	4.0%
① 본사	22.8	31.6	42.8	(7.1)	43.1	40.2	50.5	11.9	129.3	90.1	145.6
② PT인도네시아	3.1	1.9	5.2	11.7	9.4	7.0	8.0	8.0	0.0	21.9	32.4
③ 미원 베트남	0.3	0.9	1.6	0.8	0.3	0.0	1.5	1.0	4.9	3.6	2.8

자료: 하나증권

대상 추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2021	2022	2023	2024F	2025F
매출액	3,470.0	4,084.1	4,107.5	4,344.2	4,561.4
매출원가	2,586.8	3,113.8	3,088.5	3,265.6	3,421.1
매출총이익	883.2	970.3	1,019.0	1,078.6	1,140.3
판매비	730.0	830.3	895.3	903.0	947.2
영업이익	153.2	140.0	123.7	175.7	193.2
금융손익	(32.2)	(38.0)	(31.5)	(30.2)	(28.1)
종속/관계기업손익	12.0	2.6	(2.4)	0.0	0.0
기타영업외손익	51.2	6.4	0.3	(15.4)	(16.9)
세전이익	184.3	110.9	90.2	130.1	148.2
법인세	39.4	28.7	21.6	35.1	38.1
계속사업이익	144.9	82.2	68.6	95.0	110.1
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	144.9	82.2	68.6	95.0	110.1
비배주주지분 손이익	0.8	(0.8)	1.5	0.7	0.8
지배주주순이익	144.1	83.1	67.1	94.3	109.3
지배주주지분포괄이익	168.6	105.2	46.6	91.3	105.8
NOPAT	120.5	103.8	94.1	128.2	143.5
EBITDA	263.5	267.4	260.6	310.8	328.5
성장성(%)					
매출액증가율	11.46	17.70	0.57	5.76	5.00
NOPAT증가율	3.79	(13.86)	(9.34)	36.24	11.93
EBITDA증가율	(5.72)	1.48	(2.54)	19.26	5.69
영업이익증가율	(12.16)	(8.62)	(11.64)	42.04	9.96
(지배주주)순이익증가율	15.19	(42.33)	(19.25)	40.54	15.91
EPS증가율	15.23	(42.38)	(19.25)	40.60	15.93
수익성(%)					
매출총이익률	25.45	23.76	24.81	24.83	25.00
EBITDA이익률	7.59	6.55	6.34	7.15	7.20
영업이익률	4.41	3.43	3.01	4.04	4.24
계속사업이익률	4.18	2.01	1.67	2.19	2.41

투자지표	2021	2022	2023	2024F	2025F
주당지표(원)					
EPS	4,002	2,306	1,862	2,618	3,035
BPS	34,063	36,185	36,679	38,496	40,731
CFPS	8,057	8,488	8,821	8,079	8,527
EBITDAPS	7,314	7,423	7,235	8,630	9,120
SPS	96,340	113,389	114,039	120,612	126,643
DPS	800	800	800	800	800
주가지표(배)					
PER	5.82	9.50	11.14	9.07	7.83
PBR	0.68	0.61	0.57	0.62	0.58
PCFR	2.89	2.58	2.35	2.94	2.79
EV/EBITDA	4.71	5.79	5.48	4.77	4.35
PSR	0.24	0.19	0.18	0.20	0.19
재무비율(%)					
ROE	12.48	6.57	5.11	6.96	7.66
ROA	5.34	2.74	2.06	2.79	3.20
ROIC	8.53	6.20	5.28	7.29	8.08
부채비율	130.15	141.20	148.14	143.66	127.27
순부채비율	31.33	56.65	48.37	42.87	37.02
이자보상배율(배)	8.73	4.57	2.33	3.23	3.76

자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2021	2022	2023	2024F	2025F
유동자산	1,523.4	1,721.0	1,757.7	1,862.0	1,808.7
금융자산	616.5	596.8	761.0	808.2	702.4
현금성자산	586.3	559.0	742.4	788.5	681.8
매출채권	326.6	358.6	380.8	402.8	422.9
재고자산	515.1	706.5	540.4	571.6	600.2
기타유동자산	65.2	59.1	75.5	79.4	83.2
비유동자산	1,347.1	1,469.2	1,576.7	1,573.3	1,580.1
투자자산	98.9	148.5	155.3	162.1	168.4
금융자산	52.1	80.3	85.7	88.5	91.1
유형자산	992.8	1,063.6	1,132.8	1,128.4	1,133.9
무형자산	111.8	119.2	151.5	145.8	140.8
기타비유동자산	143.6	137.9	137.1	137.0	137.0
자산총계	2,870.5	3,190.2	3,334.4	3,435.3	3,388.9
유동부채	953.8	997.2	959.8	987.1	852.5
금융부채	495.1	588.6	510.5	512.2	354.1
매입채무	199.4	177.1	204.0	215.7	226.5
기타유동부채	259.3	231.5	245.3	259.2	271.9
비유동부채	669.5	870.3	1,030.8	1,038.3	1,045.2
금융부채	512.2	757.4	900.4	900.4	900.4
기타비유동부채	157.3	112.9	130.4	137.9	144.8
부채총계	1,623.3	1,867.6	1,990.6	2,025.5	1,897.7
지배주주지분	1,226.9	1,303.3	1,321.1	1,386.6	1,467.0
자본금	36.0	36.0	36.0	36.0	36.0
자본잉여금	294.9	294.9	294.9	294.9	294.9
자본조정	(33.5)	(33.5)	(33.5)	(33.5)	(33.5)
기타포괄이익누계액	(17.9)	(20.7)	(17.8)	(17.8)	(17.8)
이익잉여금	947.4	1,026.6	1,041.4	1,106.9	1,187.4
비지배주주지분	20.3	19.3	22.6	23.3	24.1
자본총계	1,247.2	1,322.6	1,343.7	1,409.9	1,491.1
순금융부채	390.8	749.2	649.9	604.5	552.1

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2021	2022	2023	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	58.7	(90.9)	374.8	216.3	232.7
당기순이익	144.9	82.2	68.6	95.0	110.1
조정	102.3	156.0	210.3	135.1	135.3
감가상각비	110.2	127.4	136.9	135.2	135.3
외환거래손익	(3.2)	1.0	0.4	0.0	0.0
지분법손익	(12.0)	(2.6)	3.4	0.0	0.0
기타	7.3	30.2	69.6	(0.1)	0.0
영업활동 자산부채변동	(188.5)	(329.1)	95.9	(13.8)	(12.7)
투자활동 현금흐름	(29.6)	(228.8)	(210.7)	(132.9)	(143.1)
투자자산감소(증가)	(19.1)	(47.0)	17.6	(6.8)	(6.3)
자본증가(감소)	(152.2)	(173.1)	(180.4)	(125.0)	(135.9)
기타	141.7	(8.7)	(47.9)	(1.1)	(0.9)
재무활동 현금흐름	46.6	303.1	36.2	(27.1)	(187.0)
금융부채증가(감소)	136.5	338.7	65.0	1.7	(158.2)
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(64.7)	(6.8)	0.0	0.0	(0.0)
배당지급	(25.2)	(28.8)	(28.8)	(28.8)	(28.8)
현금의 증감	75.6	(16.6)	200.3	20.7	(106.7)
Unlevered CFO	290.2	305.7	317.7	291.0	307.1
Free Cash Flow	(101.5)	(265.3)	194.5	91.3	96.9

2024년 05월 29일 | 기업분석_Update

BUY

목표주가(12M) 620,000원
현재주가(5.28) 539,000원

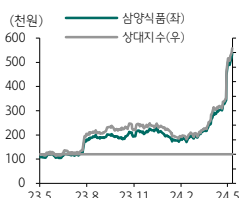
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,722.85
52주 최고/최저(원)	539,000/103,800
시가총액(십억원)	4,060.3
시가총액비중(%)	0.18
발행주식수(천주)	7,533.0
60일 평균 거래량(천주)	99.8
60일 평균 거래대금(십억원)	33.4
외국인지분율(%)	13.06
주요주주 지분율(%)	
삼양내츄럴스 외 8인	45.18
국민연금공단	9.99

Consensus Data

	2024	2025
매출액(십억원)	1,561.2	1,791.2
영업이익(십억원)	300.7	339.1
순이익(십억원)	237.8	270.5
EPS(원)	31,511	35,806
BPS(원)	104,676	137,376

Stock Price



Financial Data

(십억원, %, 배, 원)

투자지표	2022	2023	2024F	2025F
매출액	909.0	1,192.9	1,573.2	1,809.2
영업이익	90.4	147.5	300.9	352.9
세전이익	102.0	156.3	296.7	353.9
순이익	79.8	126.3	230.3	275.3
EPS	10,593	16,761	30,566	36,542
증감율	41.62	58.23	82.36	19.55
PER	11.99	12.89	17.63	14.75
PBR	2.08	2.85	5.16	3.88
EV/EBITDA	9.61	9.69	11.47	9.32
ROE	18.92	24.81	34.26	30.28
BPS	61,034	75,884	104,371	138,834
DPS	1,400	2,100	2,100	2,100



Analyst 심은주 yesej01@hanafn.com

삼양식품(003230)

수출 대장주

올해 수출 비중 80% 육박

1분기 연결 매출액 및 영업이익은 각각 3,857억원(YoY 57.1%), 801억원(YoY 235.7%)을 기록했다. 수출은 YoY 82.9% 증가한 2,890억원을 시현했다. 북미 및 중국이 각각 YoY 222.5%, 186.2% 증가하면서 전사 실적 개선을 견인했다. 1분기 기준 해외 비중은 75%를 시현했다. 북미 및 중국 비중은 각각 26%, 32% 이다.

올해 연결 매출액 및 영업이익은 각각 1조 5,732억원(YoY 31.9%), 3,009억원(YoY 104.0%)로 추정한다. 수출액은 YoY 50% 증가한 1조 2,132억원으로 추정한다. 매출액 대비 해외 비중은 77%에 달할 것으로 예상된다.

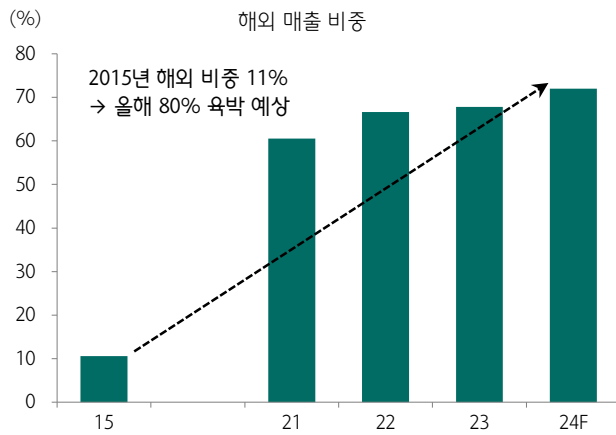
단기 실적 모멘텀 가장 강해

2분기 연결 매출액 및 영업이익은 각각 3,977억원(YoY 39.4%), 763억원(YoY 73.1%)로 추정한다. 수출은 YoY 65%를 예상한다. 관세청에 의하면, 라면 수출액은 1분기 YoY 30.1% 증가에 이어 4월도 전월동기대비 46.8% 큰 폭 증가했다. 5월 중순까지도 유사한 흐름이 이어지고 있는 것으로 파악된다. 더불어, 2분기는 '중국 6.18 쇼핑제'가 포진되어 있는 만큼 시장 기대를 상회할 공산이 크다. 업종 내 상대적으로 단기 실적 모멘텀이 가장 강하다는 판단이다.

글로벌 Peer 대비 실적 모멘텀 강하나 밸류에이션은 낮아

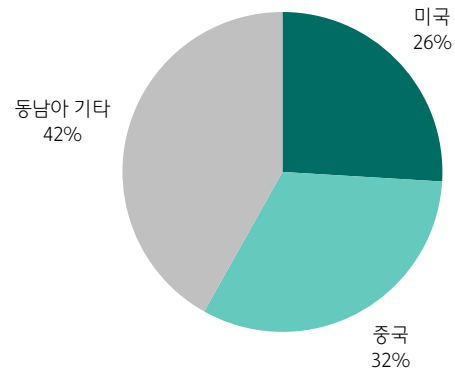
단기로 주가가 큰 폭 상승했다. 그러나 글로벌 라면 Peer인 도요수산 및 니신포드 감안하면 밸류에이션 상승 여력이 여전히 존재한다. 양사 대비 해외 매출 비중도 높다. 참고로 2023년 도요수산 및 니신포드의 해외 비중은 각각 45%, 37%로 파악된다.

도표 1. 삼양식품 해외 비중 추이



자료: 하나증권

도표 2. 삼양식품 국가별 매출 비중



자료: 하나증권

도표 3. 삼양식품 실적 추정

(단위:십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24F	3Q24F	4Q24F	22	23	24F
매출액	245.6	285.4	335.2	326.7	385.7	397.7	393.1	396.6	909.0	1,192.9	1,573.2
① 국내	86.0	89.0	84.0	97.2	79.5	84.5	81.4	97.2	301.5	356.1	342.6
② 해외	158.0	189.8	239.8	221.7	289.0	313.2	311.7	299.3	605.7	809.3	1,213.2
YoY	21.5%	11.8%	58.5%	36.1%	57.1%	39.4%	17.3%	21.4%	41.6%	31.2%	31.9%
① 국내	24.1%	23.5%	9.0%	16.8%	-7.6%	-5.0%	-3.0%	0.0%	19.4%	18.1%	-3.8%
② 해외	19.0%	3.5%	78.3%	43.0%	82.9%	65.0%	30.0%	35.0%	55.9%	33.6%	49.9%
영업이익	23.9	44.1	43.4	36.2	80.1	76.3	71.8	72.7	90.4	147.5	300.9
YoY	-2.6%	61.2%	124.7%	88.3%	235.7%	73.1%	65.4%	101.1%	38.3%	63.2%	104.0%
OPM	9.7%	15.4%	13.0%	11.1%	20.8%	19.2%	18.3%	18.3%	9.9%	12.4%	19.1%

자료: 하나증권

삼양식품 추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2021	2022	2023	2024F	2025F
매출액	642.0	909.0	1,192.9	1,573.2	1,809.2
매출원가	471.4	657.8	776.2	1,022.6	1,174.2
매출총이익	170.6	251.2	416.7	550.6	635.0
판매비	105.3	160.8	269.2	249.7	282.1
영업이익	65.4	90.4	147.5	300.9	352.9
금융손익	0.6	(2.4)	(6.5)	(4.2)	1.0
종속/관계기업손익	(0.5)	2.4	5.5	0.0	0.0
기타영업외손익	6.6	11.6	9.8	0.0	0.0
세전이익	72.1	102.0	156.3	296.7	353.9
법인세	15.5	21.7	29.7	65.9	77.9
계속사업이익	56.7	80.3	126.6	230.9	276.0
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	56.7	80.3	126.6	230.9	276.0
비배주주지분 손이익	0.3	0.5	0.3	0.6	0.7
지배주주순이익	56.3	79.8	126.3	230.3	275.3
지배주주지분포괄이익	53.9	84.7	123.9	230.3	275.3
NOPAT	51.3	71.2	119.5	234.1	275.2
EBITDA	80.6	115.3	179.7	340.8	396.7
성장성(%)					
매출액증가율	(1.00)	41.59	31.23	31.88	15.00
NOPAT증가율	(28.15)	38.79	67.84	95.90	17.56
EBITDA증가율	(25.78)	43.05	55.85	89.65	16.40
영업이익증가율	(31.37)	38.23	63.16	104.00	17.28
(지배주주)순이익증가율	(16.22)	41.74	58.27	82.34	19.54
EPS증가율	(16.16)	41.62	58.23	82.36	19.55
수익성(%)					
매출총이익률	26.57	27.63	34.93	35.00	35.10
EBITDA이익률	12.55	12.68	15.06	21.66	21.93
영업이익률	10.19	9.94	12.36	19.13	19.51
계속사업이익률	8.83	8.83	10.61	14.68	15.26

투자지표	2021	2022	2023	2024F	2025F
주당지표(원)					
EPS	7,480	10,593	16,761	30,566	36,542
BPS	51,824	61,034	75,884	104,371	138,834
CFPS	10,209	14,246	23,125	45,222	52,644
EBITDAPS	10,704	15,302	23,851	45,242	52,664
SPS	85,229	120,674	158,358	208,840	240,165
DPS	1,000	1,400	2,100	2,100	2,100
주기지표(배)					
PER	12.67	11.99	12.89	17.63	14.75
PBR	1.83	2.08	2.85	5.16	3.88
PCFR	9.29	8.91	9.34	11.92	10.24
EV/EBITDA	9.47	9.61	9.69	11.47	9.32
PSR	1.11	1.05	1.36	2.58	2.24
재무비율(%)					
ROE	15.38	18.92	24.81	34.26	30.28
ROA	8.61	9.51	12.05	18.14	18.09
ROIC	13.40	13.36	17.84	30.18	32.08
부채비율	90.32	103.39	102.90	72.80	59.17
순부채비율	11.13	32.84	17.79	(2.57)	(22.20)
이자보상배율(배)	182.24	18.87	12.08	25.77	35.33

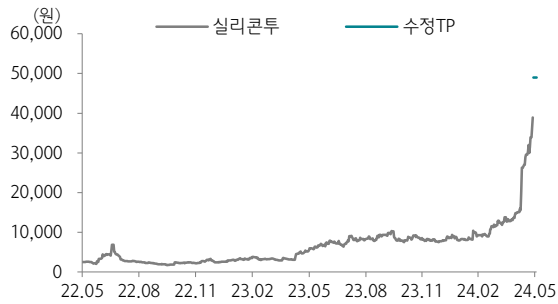
자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2021	2022	2023	2024F	2025F
유동자산	278.9	353.9	497.3	611.6	876.1
금융자산	165.5	133.7	241.5	275.9	490.9
현금성자산	114.5	96.9	218.7	245.9	456.3
매출채권	53.2	83.6	79.8	105.3	121.1
재고자산	44.8	110.3	142.2	187.5	215.6
기타유동자산	15.4	26.3	33.8	42.9	48.5
비유동자산	474.2	571.0	673.0	756.9	798.8
투자자산	21.7	13.9	10.6	11.8	12.6
금융자산	17.8	7.8	7.4	7.6	7.8
유형자산	421.1	475.3	544.3	625.7	666.8
무형자산	6.1	53.6	55.5	55.5	55.5
기타비유동자산	25.3	28.2	62.6	63.9	63.9
자산총계	753.1	924.9	1,170.3	1,368.5	1,675.0
유동부채	182.4	225.3	402.0	377.7	419.3
금융부채	52.8	52.3	175.5	87.0	88.7
매입채무	69.0	86.5	106.5	140.5	161.6
기타유동부채	60.6	86.5	120.0	150.2	169.0
비유동부채	175.0	244.8	191.5	198.8	203.4
금융부채	156.6	230.7	168.6	168.6	168.6
기타비유동부채	18.4	14.1	22.9	30.2	34.8
부채총계	357.4	470.2	593.5	576.5	622.6
지배주주지분	390.4	453.0	564.8	779.4	1,039.0
자본금	37.7	37.7	37.7	37.7	37.7
자본잉여금	12.2	11.5	11.4	11.4	11.4
자본조정	0.0	(6.8)	(6.8)	(6.8)	(6.8)
기타포괄이익누계액	2.0	1.4	0.3	0.3	0.3
이익잉여금	338.5	409.2	522.2	736.8	996.4
비지배주주지분	5.3	1.8	12.0	12.6	13.3
자본총계	395.7	454.8	576.8	792.0	1,052.3
순금융부채	44.0	149.3	102.6	(20.4)	(233.6)

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2021	2022	2023	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	58.4	47.8	168.1	258.0	308.2
당기순이익	56.7	80.3	126.6	230.9	276.0
조정	14.4	31.0	49.3	43.9	42.6
감가상각비	15.3	24.9	32.2	39.9	43.8
외환거래손익	(0.7)	7.2	1.1	0.0	0.0
지분법손익	0.5	(2.4)	(5.5)	0.0	0.0
기타	(0.7)	1.3	21.5	4.0	(1.2)
영업활동 자산부채변동	(12.7)	(63.5)	(7.8)	(16.8)	(10.4)
투자활동 현금흐름	(173.1)	(99.8)	(23.7)	(124.4)	(82.1)
투자자산감소(증가)	(2.5)	7.7	15.0	(1.3)	(0.8)
자본증가(감소)	(139.3)	(86.9)	(45.0)	(120.0)	(85.0)
기타	(31.3)	(20.6)	6.3	(3.1)	3.7
재무활동 현금흐름	125.2	37.1	40.6	(112.4)	(20.9)
금융부채증가(감소)	134.8	73.5	61.0	(88.5)	1.7
자본증가(감소)	0.0	(0.7)	(0.0)	0.0	0.0
기타재무활동	(3.6)	(22.2)	(8.5)	(8.2)	(6.9)
배당지급	(6.0)	(13.5)	(11.9)	(15.7)	(15.7)
현금의 증감	10.5	(17.6)	184.9	(35.9)	210.4
Unlevered CFO	76.9	107.3	174.2	340.7	396.6
Free Cash Flow	(81.3)	(40.4)	123.1	138.0	223.2

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

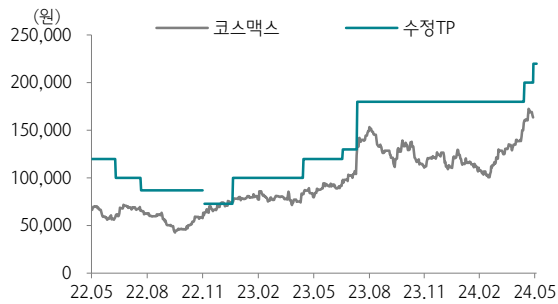
실리콘투



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
24.5.29	BUY	49,000	-	-
21.9.8	Not Rated	-	-	-

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

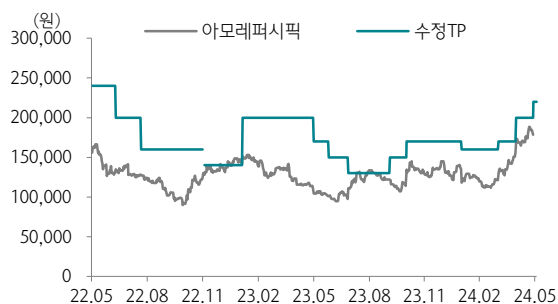
코스맥스



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
24.5.29	BUY	220,000	-	-
24.5.14	BUY	200,000	-16.79%	-13.80%
23.8.11	BUY	180,000	-30.62%	-12.39%
23.7.18	BUY	130,000	-21.21%	-4.77%
23.5.14	BUY	120,000	-25.90%	-20.00%
23.1.17	BUY	100,000	-20.95%	-14.20%
22.12.1	BUY	73,000	-4.22%	3.84%
22.10.31	담당자 변경	-	-	-
22.8.18	BUY	87,000	-36.96%	-25.29%
22.7.7	BUY	100,000	-32.44%	-28.00%

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

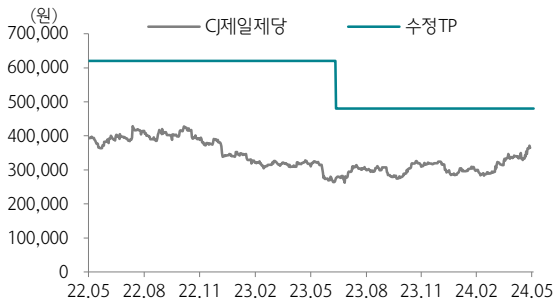
아모레퍼시픽



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
24.5.29	BUY	220,000	-	-
24.4.30	BUY	200,000	-12.13%	-5.70%
24.4.1	BUY	170,000	-18.04%	-8.29%
24.1.31	BUY	160,000	-25.01%	-19.13%
23.11.1	BUY	170,000	-21.46%	-14.71%
23.10.4	BUY	150,000	-23.77%	-15.73%
23.7.27	BUY	130,000	-3.62%	3.00%
23.6.25	BUY	150,000	-33.07%	-28.60%
23.5.31	BUY	170,000	-38.67%	-36.94%
23.2.2	BUY	200,000	-33.99%	-23.50%

투자이건 변동 내역 및 목표주가 괴리율

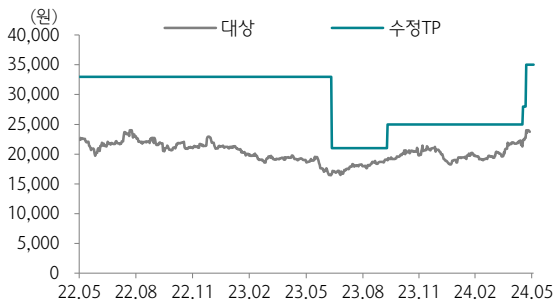
C제일제당



날짜	투자이건	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
23.7.12	BUY	480,000	-	-
22.5.31	1년 경과		-	-
21.5.31	BUY	620,000	-34.61%	-20.56%

투자이건 변동 내역 및 목표주가 괴리율

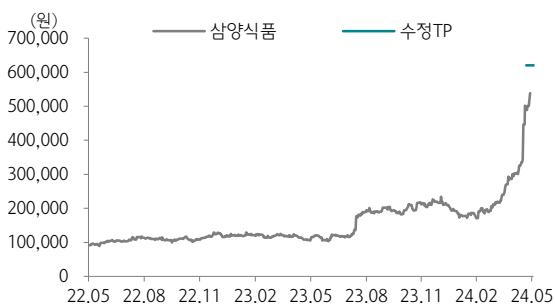
대상



날짜	투자이건	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
24.5.22	BUY	35,000	-	-
24.5.17	BUY	28,000	-18.93%	-18.93%
23.10.10	BUY	25,000	-19.88%	-10.80%
23.7.12	BUY	21,000	-15.02%	-9.29%
22.7.9	1년 경과		-	-
21.7.9	BUY	33,000	-28.34%	-15.45%

투자이건 변동 내역 및 목표주가 괴리율

삼양식품



날짜	투자이건	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
24.5.22	BUY	620,000	-	-

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(박은정, 심은주)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2024년 5월 29일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(박은정, 심은주)는 2024년 5월 29일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무 단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

• 기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(비중축소)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 하락 가능

• 산업의 분류

Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	94.12%	5.43%	0.45%	100%

* 기준일: 2024년 05월 29일