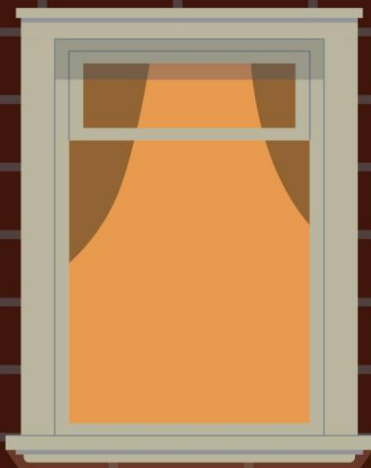




[음식료/화장품] 권우정 책임연구원

글로벌 실적에서 본 K-소비자의 방향성

Momentum Meets the Moment



CONTENTS

3

[화장품]

1. 주요 글로벌 화장품 업체 동향

1-1. E.L.F. Beauty

1-2. 로레알

1-3. 에스티로더

1-4. ULTA

15

2. K뷰티 성공: Momentum Meets the Moment

2-1. 대형 리테일러가 원하는 K뷰티

2-2. 글로벌 브랜드도 주목하는 아마존·틱톡 1위

2-3. 발 빠른 대응으로 기회를 선점하는 K뷰티

20

[음식료]

1. 주요 글로벌 음식료/담배 업체 동향

1-1. 도요수산

1-2. 닛산식품

1-3. 필립모리스

1-4. 몬델리즈

30

2. K-불닭, K-담배 글로벌 성장 모멘텀 지속

2-1. K-불닭: 미국 소비 문화 속에서도 나홀로 강세

2-2. K-담배: 해외결연 성장과 담뱃세 인상 모멘텀 부각

32

기업분석

에이피알(278470)

코스맥스(192820)

코스메카코리아(241710)

삼양식품(003230)

KT&G(033780)

[화장품] 1. 주요 글로벌 화장품 업체 동향

1-1. E.L.F. Beauty

[실적] 1QFY26 매출액은 3.5억달러(YoY 9%), 영업이익은 0.49억달러(YoY -4%)을 시현했다. 매출액 증가는 판매량 증가에 기인했으며, 지역별로는 미국이 YoY 5%, 해외가 YoY 30% 증가했다. GPM은 69%(YoY -2.15%p) 하락했는데, 중국 관세 비용에 기인한다. 마케팅비 비중은 22%(YoY -1%p)을 시현했는데, 일부 비용 집행 지연에 기인한다. 연간 마케팅비 비중은 24~26% 수준으로 제시한 바 있다. 미국 시장 내 볼륨 기준 점유율 15%(1위), 금액 기준 점유율 13%(2위)를 시현했는데, 3년 전 대비 두배 상승했다. 타깃 채널 내 점유율 21%(YoY +1.9%p)을 시현했다. 8/1부터 관세 영향으로 전 제품군 가격을 1달러 인상했다. 한편, 관세 불확실성을 이유로 연간 가이드를 제시하지 않았다.

1) 대형 리테일러는 신류 브랜드로 신규 소비자 유입 증시 + 리테일러 협업으로 해외 확대

세포라는 멕시코에서 처음으로 E.L.F. 브랜드를 론칭 했으며, 이는 신규/젊은 소비자층을 성공적으로 유입한 사례로 긍정적으로 평가된다. E.L.F. 역시 해당 론칭을 역대 최고 수준으로 평가하며, 론칭 직후 멕시코 세포라 내 Top 3 브랜드에 진입했다고 언급했다. 멕시코에서 성공적 성과를 기반으로 여러 국가에서 추가 론칭 논의가 진행 중인 것으로 파악되며, 대형 리테일러와 전략적 파트너십을 통해 해외 매장으로 확대되는 점이 긍정적으로 평가된다.

현재 E.L.F. 브랜드는 하반기 GCC 6개국 세포라, 폴란드 Rossmann 등에 입점 예정이다. 또한, 9월에 Rhode(8월 인수)를 미국 및 캐나다 전역의 세포라 매장에서, 연말에는 영국에 론칭 예정이다. 네이처 리움도 호주 세포라 론칭 및 영국 부츠 확대 등이 예정되어 있다.

2) 리테일러 가격 인상 수용도는 긍정적

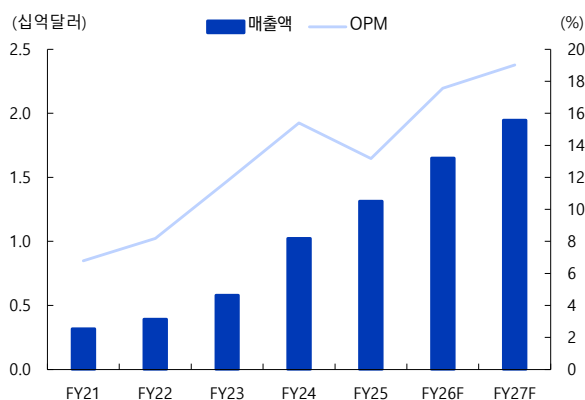
E.L.F.는 미국의 대중국 관세 부과에 대응해 전 제품에 대해 1달러 가격 인상을 단행했으며, 이에 따라 평균 제품 가격은 기존 6.5달러에서 7.5달러로 상승(+15%)했다. 이번 가격 인상은 리테일러들에게 긍정적으로 수용된 것으로 파악되는데, 1) 이번 인상이 E.L.F. 21년 역사상 세 번째 사례라는 점, 2) 경쟁 브랜드 다수가 가격 인상을 준비하고 있기 때문이다.

현재 E.L.F. 제품 중 75%가 중국에서 생산되고 있으며, 미국의 대중국 제품 추가 관세 30% 가정시 (총 55% 관세) 연간 약 5천만달러(약 700억원, 매출원가 YoY +13%)의 비용 증가가 발생할 것으로 추정된다. 이는 FY25기준 COGS가 3.8%p 증가하는 수준이다. 다만, 과거 가격인상 시점마다 실제 성과가 내부 예상 대비 긍정적으로 나타났던 점을 감안하면, 이번에도 추가적인 마진 개선 여지가 열려 있다고 판단된다.

3) 미국 성장률 견고

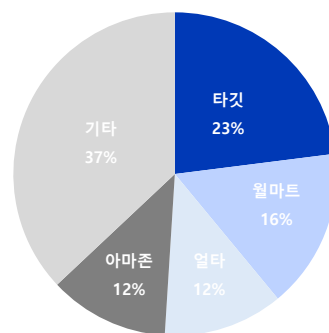
미국 화장품 시장은 4QFY25(2~4월) 대비 1QFY26(5월~7월) 기간 동안 견조한 흐름을 보였다. 직전 분기에는 LA 산불, 틱톡 퇴출 가능성 등 대외 변수로 인해 소비 심리가 위축되었으나, 이번 분기에는 시장 전반적으로 회복세를 보였다. E.L.F.의 미국 채널별 성장률은 오프라인 및 온라인 모두 긍정적이었던 것으로 파악된다. 한편, E.L.F.의 미국 점유율은 아이/립/페이스 전 카테고리에서 YoY +210bp 확대되는 성과를 기록했다.

[도표 1] E.L.F. 매출액 및 OPM 추이



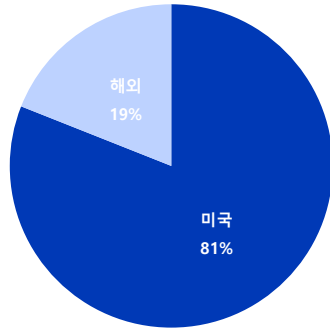
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 2] E.L.F. 채널별 매출 비중



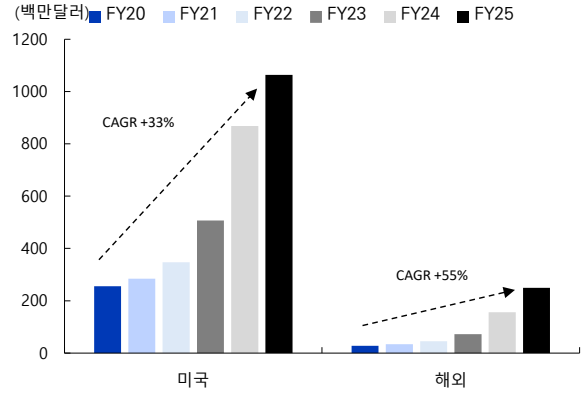
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 3] E.L.F. 지역별 비중



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 4] E.L.F. 지역별 매출액 추이



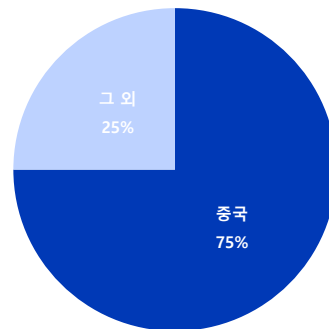
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 5] 미국 색조화장품 시장 점유율(금액 기준, 온라인불포함)

브랜드	점유율(%)	백만달러	YoY(%)
메이블린	7.4	1,458	-5
E.L.F.	6.4	1,274	24
로레알	5.2	1,034	-5
KISS	4.2	836	-5
NYX	3.2	637	-1
COVER GIRL	3.2	636	-6
클리닉	2.7	539	13
MAC	2.5	497	-1
REVLON	2.5	490	-12
TARTE	2.4	473	2

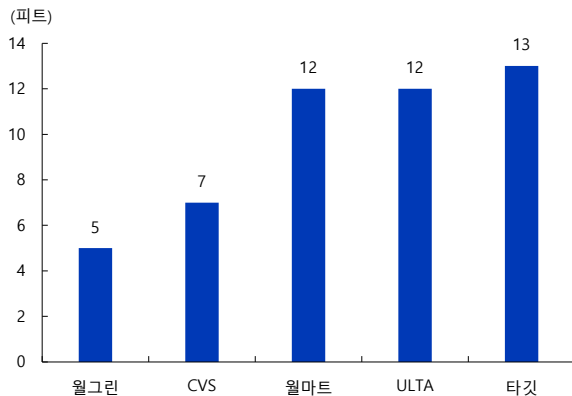
자료: E.L.F., 교보증권 리서치센터

[도표 6] E.L.F. 생산지 비중



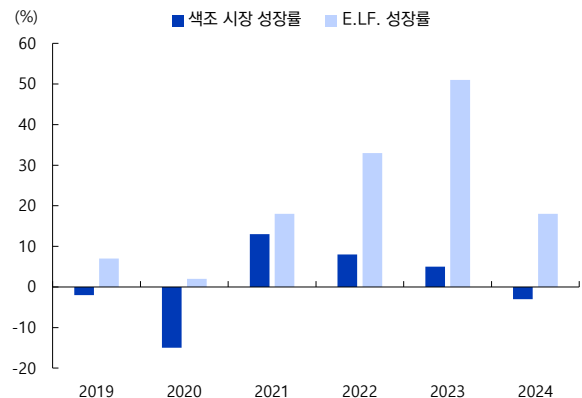
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 7] 미국 채널별 매장 길이



자료: E.L.F., 교보증권 리서치센터

[도표 8] 색조 시장 성장률 Vs. E.L.F. 성장률



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

1-2. 로레알

[실적] 1H25 매출액은 224.7억유로(YoY 1.6%), 영업이익은 47.4억유로(YoY 3.1%)을 시현했다. 동일 기준 성장률(LFL)은 1분기 YoY +2.6%에서 2분기 YoY +3.7%로 성장률이 가속화되었으나, 렉스/유럽/북아시아 부문 부진으로 시장 기대치에는 미치지 못했다. 1H25 부문별로는(LFL 기준) 프로페셔널 YoY +12%, 컨슈머 3%, 렉스 -2%, 더마 +4% 성장했다. 렉스 부진은 아시아 여행/면세 채널의 부진에 기인한다. 지역별로는(LFL 기준) 유럽 +2%, 북미 +8%, 북아시아 -8%, SAPMENA-SSA +11%, 라틴아메리카 +12%을 시현했다. GPM은 74.7%(YoY +1.4%p)을 기록했으며, 부문별 영업이익률은 프로페셔널 22.4%, 컨슈머 22.5%, 렉스 22.3%, 더마 +28.2% 견조한 흐름을 지속했다.

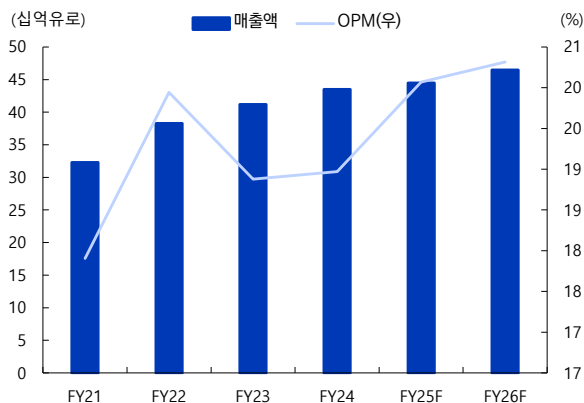
1) 글로벌 화장품 시장 전반적인 회복세

글로벌 화장품 시장은 1분기 YoY 2% 초반대 → 2분기 YoY 3% 이상 성장하며 점진적으로 회복세를 보였다. 로레알은 올해 글로벌 화장품 시장 YoY 4% 증가 전망을 유지했는데, 이는 하반기 YoY 5% 이상 성장해 성장 속도가 가속화될 것임을 의미한다.

① 미국 화장품 시장이 가장 두드러지게 회복 중이다. 1분기 미국 화장품 시장은 YoY flat에서, 2분기 YoY 2~3% 성장으로 개선되었다. 1분기 정책 불확실성으로 위축되었던 소비가 2분기부터 안정적으로 회복되고 있다. 색조를 제외한 전 부문이 성장했고, 특히 헤어케어와 향수가 강세였다. 색조 역시 점진적 회복세를 보였다. 가격대별로는 메스가 가장 강하게 성장했고, 럭셔리는 소폭 성장, 더마도 LSD% 성장을 기록했다 로레알은 미국 시장이 하반기 갈수록 성장이 가속화될 것으로 전망했다.

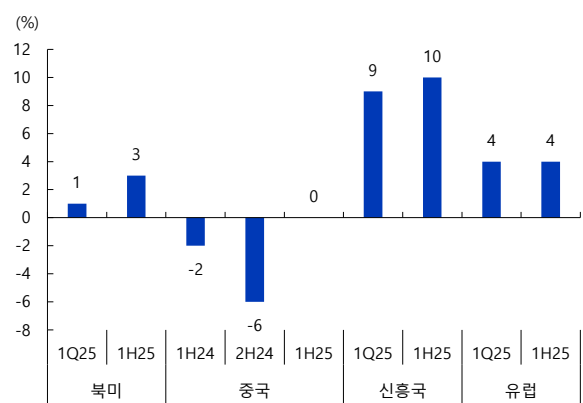
② 중국 화장품 시장도 작년 역성장에서, 올해 상반기 보합 수준으로 회복했다. 로레알은 하반기 중국 시장 성장률을 YoY flat을 전망했는데, 작년 역성장 국면을 벗어났다는 점에서 고무적이다. 참고로 로레알의 2분기 중국 매출도 5개 분기 만에 처음으로 성장 전환에 성공했으며, 618 성과도 긍정적이었다. 중국 전체화장품 시장 GMV는 YoY 7% 증가했으며, 로레알은 YoY 10% 증가하며 견조했다.

[도표 9] 로레알 매출액 및 OPM 추이



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 10] 주요 지역별 화장품 시장 성장률



자료: 로레알, 교보증권 리서치센터

③ 유럽 상반기 화장품 시장의 셀아웃 성장률은 YoY 4%를 기록했는데, 이는 코로나 이전 성장률을 크게 상회하는 수준이다. 국가별로는 독일, 스페인, 동유럽, 그리스가 강세였으며, 프랑스는 부진했다. 다만, 로레알 자체는 작년 높은 기저 영향으로 시장 기대치 대비 부진했다. 카테고리별로는 향수, 헤어케어가 강세인 것으로 파악된다. 색조는 노메이크업 트렌드로 약세, 스킨케어는 고령층 수요 증가에 견조한 상황인 것으로 파악된다. 로레알은 하반기 유럽 시장에 대해서도 낙관적이라고 전망했다.

④ 글로벌 여행소매는 전반적으로 부진했다. 시내 면세점이 특히 약세를 보였고, 한국, 프랑스가 중국 관광객 감소로 부진했다. 시장 전체는 YoY -하이틴% 감소, 로레알은 YoY -로우틴% 감소했다.

2) 신제품 강화 및 마케팅 대응력 강화

로레알은 상반기 신제품 매출 기여도는 +1%p였으며, 하반기는 +3%p를 목표로 하고 있다. 로레알은 과거와 달리 현재는 마케팅 민첩성이 더욱 중요하다고 강조했다. 주력 브랜드에만 집중하기보다, 급격히 부상하는 제품이 나타날 경우 신속히 예산을 투입해 성장을 극대화하겠다는 방침이다. 한편, 로레알은 2021년부터 전사적으로 디지털 전환을 추진 중인데, 이 중 신제품 대응 속도를 기존 18개월에서 6개월로 단축하는 방안도 포함 되어있다.

3) 틱톡샵과 아마존

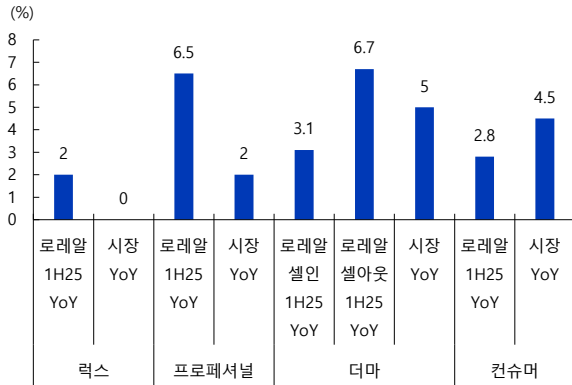
로레알은 아마존과의 파트너십이 브랜드 표현 방식과 소비자 유입 측면 모두 긍정적으로 평가했다. 미국 아마존 내 로레알의 점유율은 오프라인 보다 낮아서 성장 기회가 많다고 언급했으며, 유럽 아마존 판매 호조를 통해 지역 확장 기회 또한 긍정적으로 보고 있다. 그 외에도 일본 라쿠텐, 라틴아메리카의 메르카도 리브레 등 이커머스 채널도 기회라고 언급했다.

한편, 로레알은 틱톡샵에서 매스 제품과 일부 신제품 중심 접근하고 있으며, 틱톡을 단순한 이커머스 채널이 아니라 제품 발견 채널로 인식하고 있다. 참고로, 상반기 틱톡 내 뷰티 검색량은 65억건으로 YoY 50% 이상 증가한 것으로 파악된다.

4) 관세 대응

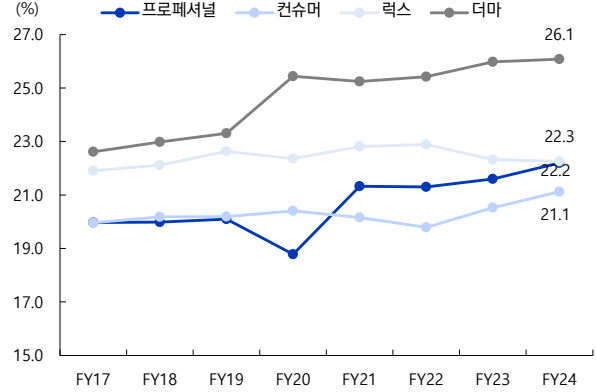
미국이 EU로부터 수입하는 제품에 대해 15%의 관세를 부과했으며, 로레알은 미국 판매 제품 중 약 30%가 유럽에서 수입 중이다. 관세에 따른 하반기 OPM 영향은 -0.3~0.4%p 수준으로 전망했다. 관세 부담으로 럭셔리 및 향수 부문에 부정적 영향을 미칠 것으로 예상된다. 다만, 로레알은 글로벌 36개 공장과 150개 이상의 물류센터를 보유하고 있어 생산 유연성을 기반으로 대응할 계획이다. 또한, 관세 영향을 상쇄하기 위해서 일부 가격 인상도 검토 중인 것으로 파악된다.

[도표 11] 로레알 부문별 매출 성장률 Vs. 시장 성장률



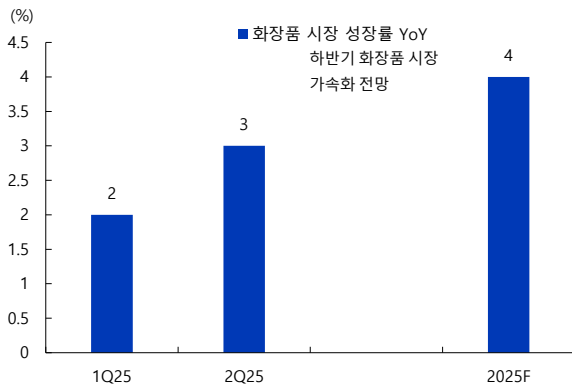
자료: 로레알, 교보증권 리서치센터

[도표 12] 부문별 OPM 추이



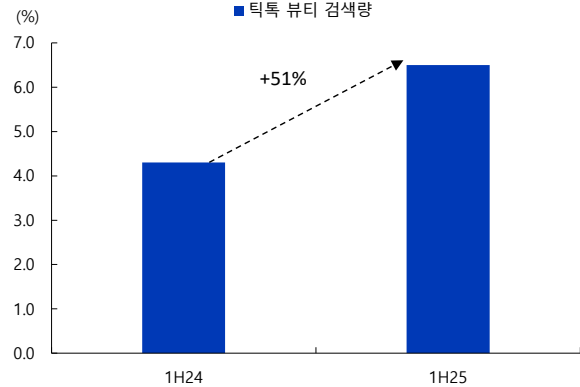
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 13] 로레알 부문별 매출 성장률 Vs. 시장 성장률



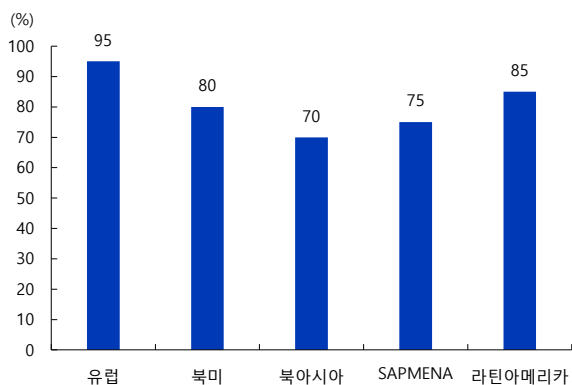
자료: 로레알, 교보증권 리서치센터

[도표 14] 틱톡 뷰티 검색량 추이



자료: 로레알, 교보증권 리서치센터

[도표 15] 로레알 지역별 현지 조달 비중



자료: 로레알, 교보증권 리서치센터

[도표 16] 로레알 글로벌 생산 공장 현황



자료: 로레알, 교보증권 리서치센터

1-3. 에스티로더

[실적] 4QFY25 매출액 34.1억달러(YoY -12%, 오가닉 -13%), 영업이익은 -3.9억달러(YoY 적자 확대)를 시현했다. 실적 부진은 전 지역에서 스킨케어와 메이크업 약세에 기인한다. 다만, 중국 본토, 일본에서 시장 점유율이 확대된 점은 긍정적이었다. 특히 중국 매출액은 3·4분기 모두 YoY HSD% 성장하며 회복세를 보이고 있다. 지역별로는 미주 -5%, EMEA -24%, 아시아 -4%를 시현했다. 카테고리별로는 스킨케어 YoY -17%(여행소매 부진), 메이크업 -12%(여행소매 부진 및 MAC·Too Faced 부진 기인), 향수 +2%, 헤어케어 -15%(북미 오프라인 부진)를 시현했다. 4분기 GPM은 72.0%(YoY +0.2%p)으로 PRGP 실행 효과에 힘입어 매출 감소 대비 선방했다.

**PRGP(Profit Recovery and Growth Plan): 에스티로더가 24년부터 실행 중인 이익 회복 및 성장 계획으로 운영 효율성 강화, 과잉 재고 축소, 할인 및 판촉 축소 등을 포함함.*

[FY26 가이드] FY26 오가닉 순매출은 YoY 플랫 ~ +3% 수준으로 제시했다. 중국은 YoY MSD%, 글로벌 여행소매는 성장 전환, 기타 시장은 YoY LSD% 성장으로 제시했다. OPM은 9.4~9.9% (관세 영향 포함)수준을 제시했으며, 하반기 갈수록 수익성 개선 효과가 극대화될 것으로 전망했다. 한편, 관세 관련 비용은 약 1억달러 수준으로 전망했다.

1) 아마존, 틱톡샵 채널 강조

에스티로더는 아마존이 단순 판매 채널을 넘어 '검색 채널'로 기능하고 있음을 강조했다. 아마존 내 성과가 ULTA, 세포라, 백화점 등 오프라인 채널 매출에도 긍정적 헤일로 효과를 창출하고 있다고 언급했다.

또한, 아마존 채널은 세계 최대 미디어 플랫폼으로서 브랜드 스토리텔링과 신제품 확산을 통해 수요 창출에 기여하고 있다고 강조했다. 마케팅 접근 단계는 수요 창출(demand generation)과 수요 포착(demand capture)으로 나뉘는데, 에스티로더는 그동안 수요 포착에는 강했지만, 수요 창출에는 약했다고 평가했다. 그러나 최근 아마존의 기능 강화에 힘입어 향후 수요 창출을 확대해 나가겠다고 밝혔다.

한편, 최근 에스티로더는 MAC과 클리닉을 틱톡샵에 론칭했으며, 클리닉은 틱톡샵 론칭 후 10일 만에 아마존 내 검색량이 2배 증가하는 등 유의미한 성과를 보였다. 이는 유통 채널 간 상호작용과 미디어 확장 효과를 잘 보여주는 사례이다. 에스티로더는 특정 매장 입점 여부보다 틱톡샵·아마존 같은 플랫폼을 활용해 신규 고객을 끌어들이는 것이 전체 사업 성장에 더 효과적이라고 강조했다.

2) 지역별 화장품 시장 현황

중국 화장품 시장은 소비 심리 회복과 함께 점진적 안정세를 보이고 있다. 4분기 에스티로더는 중국에서 전 카테고리 및 전 채널에서 성장을 기록했다. 코로나 이후 로컬 브랜드가 급성장했으나, 최근 6개월간은 글로벌 브랜드가 상대적으로 견조했으며 특히 럭셔리 화장품이 강세를 보였다.

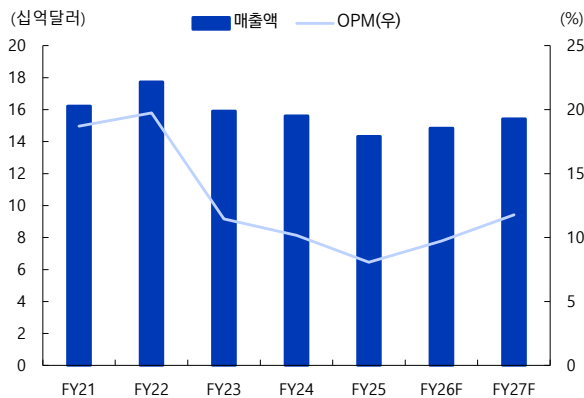
미국 화장품 프레스티지 시장은 YoY 성장세를 이어가고 있으며, 스킨케어와 메이크업 모두 완만하게 회복 중이다. 7월에도 미국 화장품 시장은 강세를 이어갔으나, 에스티로더는 1/3을 차지하는 백화점 채널 비중이 높아 구조적으로 부진한 모습을 보였다.

유럽은 프랑스와 독일에서 소비 심리 약화로 둔화되고 있는 반면, 신흥 시장은 여전히 견조한 흐름을 이어가고 있다.

3) 12개월 내 출시되는 혁신 제품 비중 확대

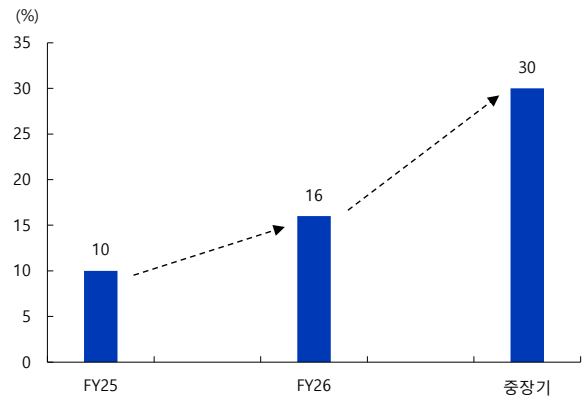
에스티로더는 12개월 내 출시되는 신제품 비중(볼륨 기준)을 현재 10%에서 FY26 16%로 확대하고, 장기적으로는 30%까지 늘리는 것을 목표로 하고 있다.

[도표 17] 에스티로더 매출액 및 OPM 추이



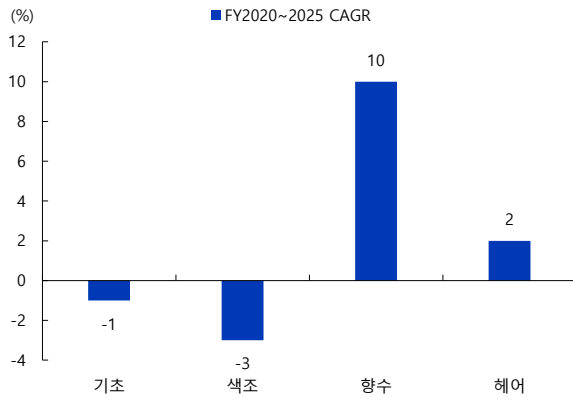
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 18] 1년 내 혁신 제품 비중 추이



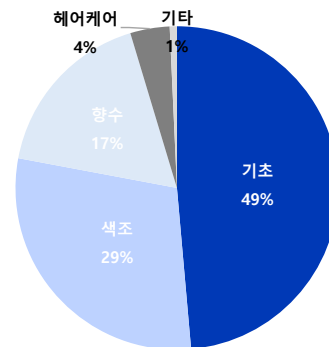
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 19] 지난 5년 간 카테고리별 매출 성장률



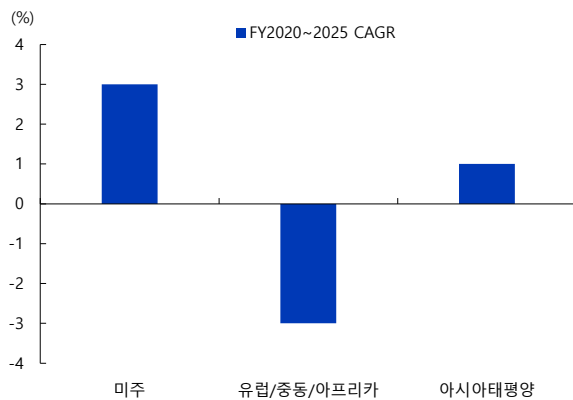
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 20] 카테고리별 매출 비중(FY25)



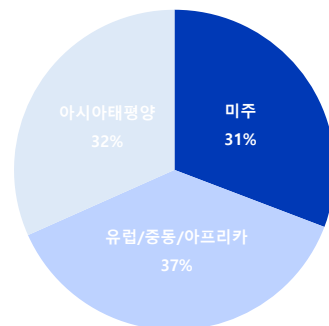
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 21] 지난 5년 간 카테고리별 매출 성장률



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 22] 지역별 매출 비중 (FY25)



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

1-4. ULTA

[실적] 2분기 매출액 및 영업이익은 각각 28억달러 (YoY 9%), 3.4억달러 (YoY 5%, OPM 12.4%)로 시장기대치 상회했다. 동일 점포 매출액은 YoY 6.7% 증가했는데, 이는 Q 효과 3.7%, P 효과 2.9%에 기인한다. GPM은 39.2%(YoY +0.9%p)를 기록했는데, 재고 손실 감소 및 상품 마진 개선이 주 요인이었다. 현재 ULTA는 재고손실 감소를 위한 구조적 효율화 작업을 진행 중이다. 판관비율은 26.6%(YoY +1.3%p)을 기록했는데, 인센티브 비용 증가, 급여 및 복리 후생 비용 증가, 기업 운영비 증가, Space NK 인수 비용 700만달러 기인한다. 판촉비 비중은 전년대비 감소했으며, 경쟁 강도 또한 완화되었다고 언급했다. 한편, 2분기 동안 신규 브랜드 24개를 론칭 했다.

카테고리별로는 ① 향수: 두 자릿수 성장을 시현했다. 어버이날 프로모션, 신제품 출시, 신규 및 독점 브랜드 출시, 남성 향수 강세에 기인한다. ② 스킨케어&웰니스: HSD% 성장을 시현했다. 바디케어&웰니스가 강세였으며, 스킨케어는 매스 및 프레스티지 모두 LSD% 성장했다. 신규 브랜드 및 기존 브랜드 확장이 긍정적이다. K뷰티 성과도 긍정적이었으며, 이 중 아누아와 피치앤리가 선두 중이다. ③ 메이크업: MSD% 성장을 시현했다. 매스 및 프레스티지 모두 성장세를 기록했는데, 두 부문 동반 성장한 것은 최근 들어 드문 사례이다. 기존 브랜드(Hourglass, MAC, NYX)의 신제품 강세를 시현했다.

1) 적극적인 신제품/ 신규 브랜드/ 신규 카테고리 확대

ULTA의 동일 점포 매출 성장률은 1분기 YoY 2.9%에서 2분기 YoY 6.7%로 가속화되었다. 최근 ULTA는 본업 강화를 위해 적극적인 신제품/신규 브랜드/신규 카테고리를 확대 전략을 적극적으로 추진 중이다. 특히, ULTA는 신제품이 신규 고객 유입과 카테고리 확장에 긍정적 헤일로 효과를 준다고 강조했다. 최근 K뷰티가 대형 리테일러에게 주목받는 흐름과 맞닿아 있다. 실제로 과거 세포라는 라네즈의 독창적인 립 제품군에 주목해 독점 계약을 체결한 바 있다.

ULTA는 상반기 K뷰티 성과에 대해서 긍정적으로 언급했으며, 특히 아누아와 피치앤리를 리딩 브랜드로 언급했다. ULTA는 분기 평균 20개 내외 브랜드를 론칭 하는데, 3분기에는 K뷰티 신규 브랜드가 13개(색조 5개, 스킨케어 8개)인 점이 고무적이다.

또한, ULTA는 적극적인 브랜드 론칭, 육성, 글로벌화를 적극 추진 중이며, 올해 하반기 예정된 신규 브랜드 론칭 및 마케팅 이벤트에 대해서도 긍정적 전망을 제시했다. 최근 웰니스 부문도 강화 중으로, 2분기 370개 매장에서 평균 면적을 30피트 → 45피트로 확대했다. 웰니스 입점 점포를 연내 50개 매장을 확대할 예정이다.

2) 해외 확장 중

7/10 ULTA는 영국과 아일랜드에서 83개 매장을 운영 중인 뷰티 리테일러 Space NK를 인수하며 영국 시장에 진출했다. Space NK는 기존 CEO 및 경영진이 그대로 경영을 이어가며 독립 자회사 형태로 운영될 예정이다.

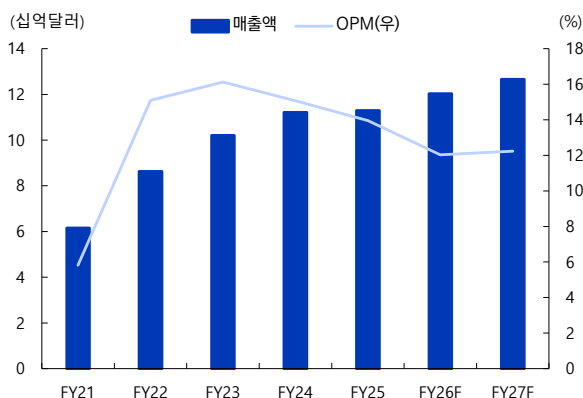
8월에는 멕시코에 첫 ULTA 해외 매장을 오픈했고, 연말까지 현지에 10개 매장을 추가 출점할 계획이다. 중동에서도 연말까지 1~2개 매장을 오픈할 예정이다. ULTA는 브랜드 파트너사들의 해외 진출을 지원하겠다고 밝혔으며, 이는 브랜드사 입장에서 해외 유통망을 확보할 수 있다는 점에서 긍정적이다.

3) 미국 경쟁강도 약화 중

최근 몇 년간 이어졌던 유통망 확장 경쟁이 완화되는 추세이다. 경쟁사들의 매장 확장 속도가 둔화되고 있으며, ULTA의 매장 단위 매출도 회복세를 보이고 있다. 특히, 올해 1~2분기 경쟁 심화로 부진했던 매장들의 동일점포 성장률이 개선되고, 전국 매장에서 고른 성장세가 관측되고 있다. 미국 화장품 시장도 전반적인 회복세를 보이는 점도 긍정적이다.

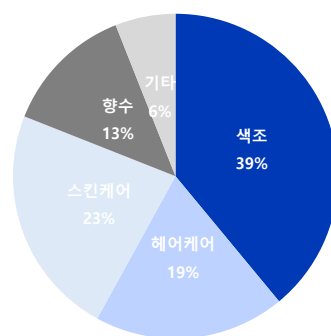
한편, ULTA는 2026년 8월 타깃과의 샵인샵 파트너십을 종료할 예정이다. 이를 기존 고객을 되찾을 수 있는 큰 기회로 보고 있으며, 고객 재유입을 위해 상품 포트폴리오 확대, 신제품 출시, 독점 브랜드 강화 등 본업에 집중할 계획이다.

[도표 23] ULTA 매출액 및 OPM 추이



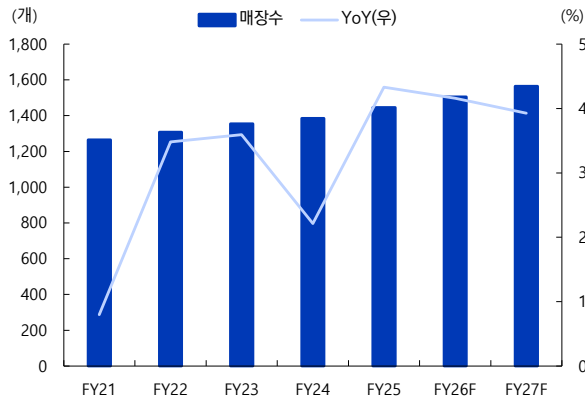
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 24] ULTA 카테고리별 비중 (FY25)



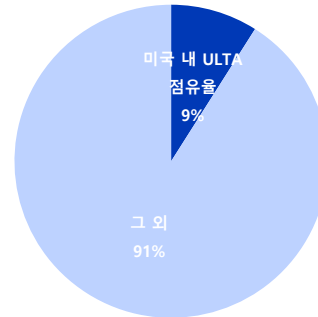
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 25] ULTA 매장 수 추이



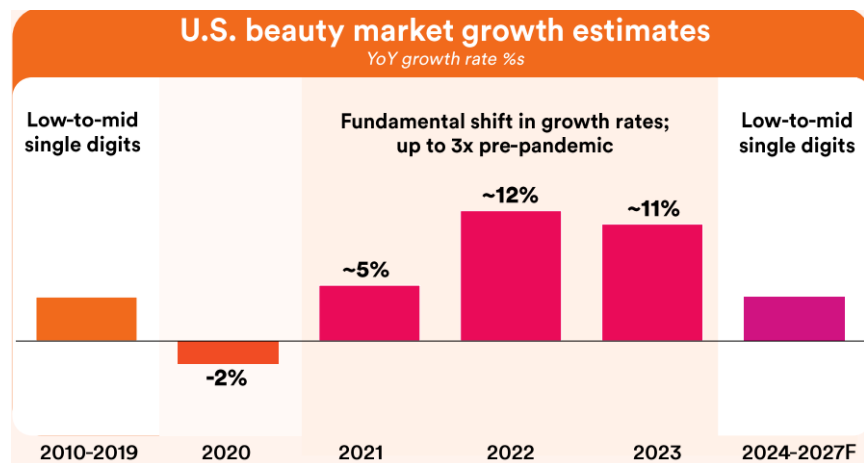
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 26] ULTA 미국 점유율



자료: ULTA, 교보증권 리서치센터

[도표 27] 미국 화장품 성장률 추이



자료: ULTA, 교보증권 리서치센터

[도표 28] ULTA 중장기 가이드스



자료: ULTA, 교보증권 리서치센터

2. K 뷰티 성공: Momentum Meets the Moment

2-1. 대형 리테일러가 원하는 K뷰티

세포라와 ULTA 같은 대형 리테일러들은 세포라는 신규 고객층 유입을 위해 신규 브랜드를 론칭을 적극 추진하고 있다. 세포라는 멕시코에서 E.L.F.를 론칭 하면서 기존 고객층과 차별화되는 신규 소비자를 확보했고, E.L.F.는 해당 론칭 직후 멕시코 내 상위 브랜드로 안착하며 세포라와의 파트너십을 강화했다. 이를 기반으로 여러 국가 세포라에서 추가 론칭도 기대되고 있다.

과거 라네즈의 성공 사례 역시 유사하다. 라네즈가 세포라와 독점 계약을 맺을 수 있었던 배경은 립 카테고리의 차별성이었다. 기존 세포라 입점 브랜드와 카테고리가 겹치지 않았고, 카테고리 메이커로서 긍정적인 평가를 받았다. 실제 론칭 이후 젊은 고객층 유입이 뚜렷하게 나타났으며, 이러한 성과를 기반으로 라네즈는 유럽 세포라에도 순조롭게 진출해 긍정적인 성과를 이어가고 있다. 이처럼 대형 리테일러들이 K뷰티를 통해 신규 고객을 확보한다면, 파트너십 강화와 유통망 확대 모두에서 긍정적 효과가 기대된다.

최근 ULTA 역시 비슷한 전략을 추진 중이다. 2025년 1월 신규 취임한 스틸먼 CEO는 상품 구성과 매장 운영 등 본업 강화에 집중하고 있으며, 스틸먼은 'Ultra Beauty Unleashed' 전략을 발표해 핵심 사업 집중을 최우선 과제로 제시했다. 이를 위해 신제품/신규 브랜드/신규 카테고리 론칭을 확대하고, 독점 브랜드 도입도 적극적으로 추진 중이다. ULTA는 신규 브랜드가 신규 고객을 유입시킨 뒤 다른 카테고리 매출로 이어지는 '헤일로 효과'를 강조했다.

ULTA는 이러한 맥락에서 K뷰티를 적극적으로 활용하고 있다. 1분기 ULTA 내 Korean skincare 매출은 YoY 38% 증가하며, ULTA 뷰티 포트폴리오 중 가장 빠른 성장세를 기록했다. 2분기 컨퍼런스콜에서도 K뷰티 성과를 긍정적으로 언급하며 아누아와 피치앤리를 대표 브랜드로 꼽았다. 이어 2025년 7월에는 K뷰티월드와 파트너십을 체결해 K뷰티 접근성을 강화했고, 8월에는 총 13개 K뷰티 브랜드를 론칭(색조 5개, 스킨케어 8개)하며 카테고리 확장을 가속화했다. ULTA가 분기 평균 20개 내외 신규 브랜드를 론칭하는 점을 감안하면, 13개를 K뷰티로 채운 것은 K뷰티를 핵심 성장축으로 인식하고 있음을 보여준다.

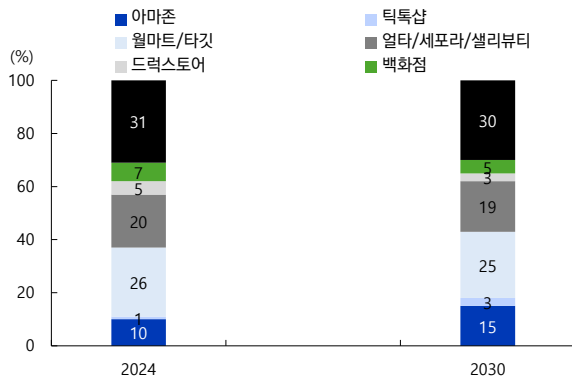
2-2. 글로벌 브랜드도 주목하는 아마존·틱톡 1위

K뷰티는 약진 중인 아마존, 틱톡 채널의 위상 변화로 구조적 수혜를 받고 있다. 두 채널은 단순히 판매 채널을 넘어 검색과 브랜딩 기능까지 수행하고 있으며, 글로벌 대형 브랜드사들도 그 영향력을 높게 평가하고 있다.

① 아마존과 틱톡은 단순 판매 채널을 넘어 ‘검색 채널’로 기능하고 있다. 에스티로더는 아마존에서의 성과가 ULTA, 세포라, 백화점 등 오프라인 채널 매출에도 긍정적인 해일로 효과를 창출한다고 언급했다. 로레알 또한 틱톡을 단순한 이커머스가 아니라 제품 발견 채널로 평가했다. 실제로 상반기 틱톡 내 뷰티 검색량은 65억건으로 YoY 50% 이상 증가한 것으로 파악된다. 이러한 배경으로 오프라인 리테일러들은 아마존과 틱톡에서 활약 중인 K뷰티를 적극적으로 유치 중이다. ② 아마존/틱톡 채널은 상호작용을 통해 시너지를 낸다. 에스티로더의 클리닉은 틱톡샵 론칭 이후 아마존 검색량이 두 배 증가하는 효과를 경험했다. ③ 판매 채널로서의 존재감도 확대 중이다. 아마존 뷰티 채널 점유율은 YoY 2.1%p 증가했는데, 이중 31%는 타 리테일러 채널에서 이동한 수요이다. 미국 전체 이커머스 점유율도 33.8%(YoY 8.0%p)에 달했다. 25년 상반기 미국 틱톡샵 GMV는 58억달러(YoY 91%)를 기록했다. 미국 틱톡샵 내 뷰티&퍼스널케어 GMV는 10.4억달러(YoY 89%) 증가했다. 한편, 틱톡 사용자의 58%가 틱톡샵을 통해 구매 중인데, 틱톡 MAU도 꾸준히 우상향 중이다.

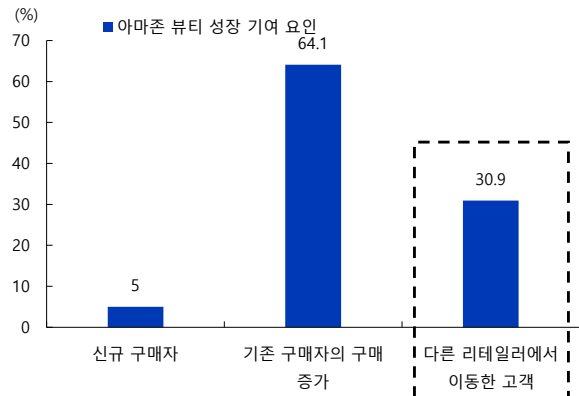
이제는 특정 오프라인 입점 여부만으로 성패가 좌우되는 시대가 아니다. 과거 인디브랜드는 해외 오프라인 진출이 거의 불가능했고, 글로벌 브랜드에 인수되어야만 글로벌 확장이 가능했다. 그러나 지금은 아마존과 틱톡에서 성과를 낸 브랜드가 오히려 대형 리테일러의 러브콜을 먼저 받는다. 온라인 성과가 오프라인 매출로 이어지면서 유통의 경계가 무너지고 있으며, 이는 K뷰티에게 우호적인 환경을 만들어 주고 있다. 실제로 메디큐브는 아마존 프라임데이 1위를 차지했고, 닥터멜락신은 틱톡샵 1위를 기록했는데, 이들의 오프라인 매출 확대도 기대된다.

[도표 29] 미국 아마존 채널별 점유율 전망



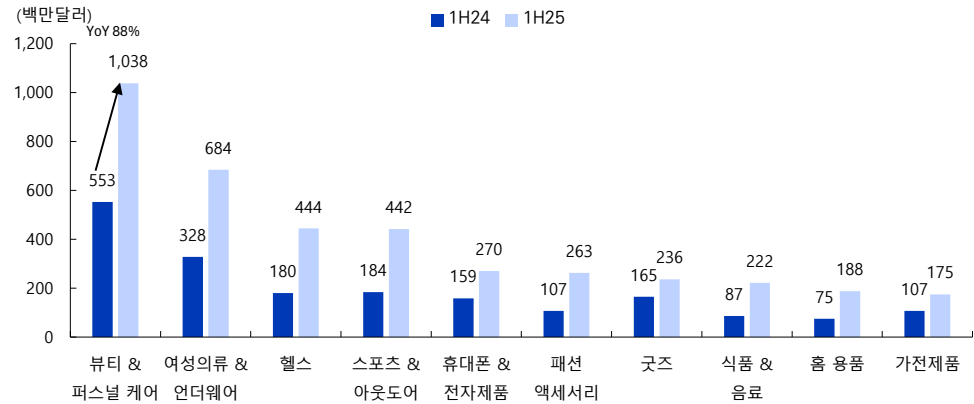
자료: Retail Dive, 교보증권 리서치센터

[도표 30] 아마존 뷰티 성장 기여 요인



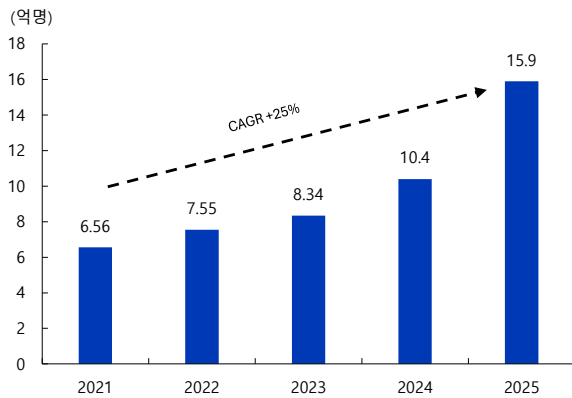
자료: 닐슨, 교보증권 리서치센터

[도표 31] 25년 상반기 미국 틱톡샵 카테고리별 GMV



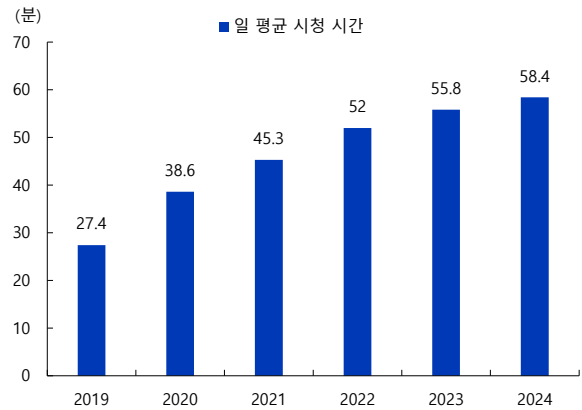
자료: Momentum Works, 교보증권 리서치센터

[도표 32] 글로벌 틱톡 MAU 추이



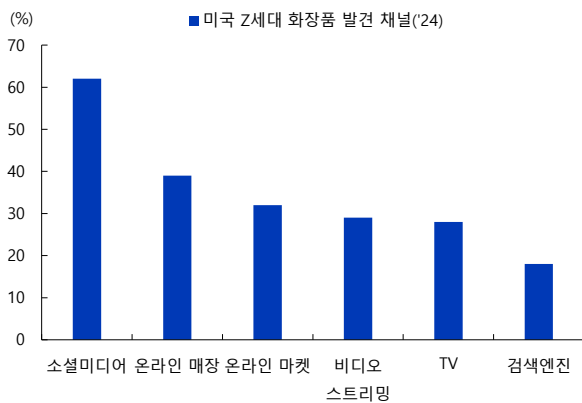
자료: Statista, 교보증권 리서치센터

[도표 33] 일 평균 틱톡 시청 시간



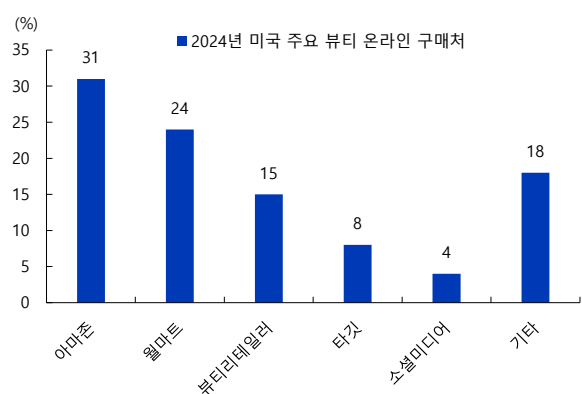
자료: 틱톡, 교보증권 리서치센터

[도표 34] 미국 Z세대 화장품 발견 채널('24)



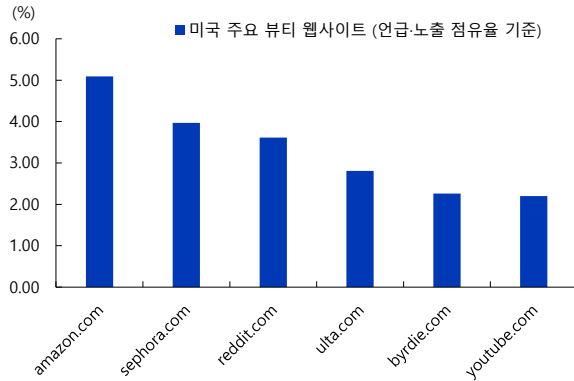
자료: Statista, 교보증권 리서치센터

[도표 35] 2024년 미국 주요 뷰티 온라인 구매처



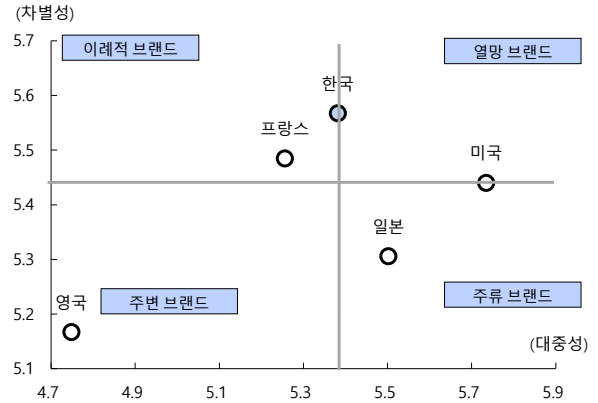
자료: Tinuiti, 교보증권 리서치센터

[도표 36] 미국 주요 뷰티 웹사이트 (언급 · 노출 점유율 기준)



자료: Tinuiti, 교보증권 리서치센터

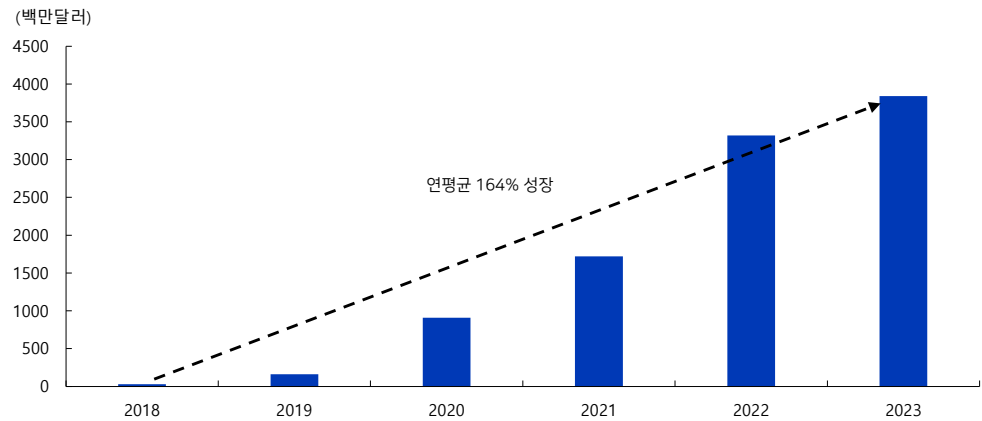
[도표 37] 미국 시장에서의 한국 화장품 이미지



자료: 대한화장품산업연구원, 교보증권 리서치센터

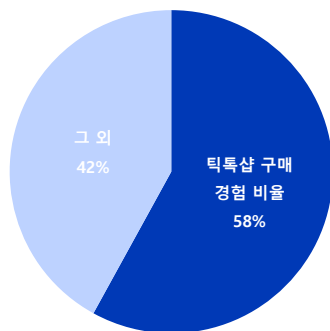
[도표 38] 틱톡 내 소비자 지출액 추이

지난 5년 간 연평균
164% 성장



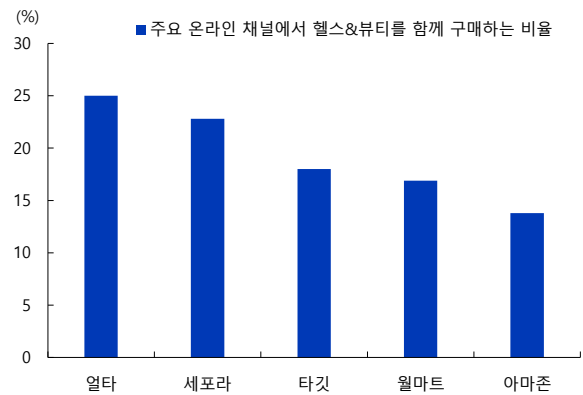
자료: Statista, 교보증권 리서치센터

[도표 39] 틱톡 사용자 중 틱톡샵 구매 경험 비율



자료: Statista, 교보증권 리서치센터

[도표 40] 틱톡샵 구매자 중 이커머스 채널별 함께 구매한 비율



자료: 닐슨, 교보증권 리서치센터

2-3. 발 빠른 대응으로 기회를 선점하는 K뷰티

글로벌 브랜드들도 빠른 신제품 출시와 같은 키워드를 강조하고 있다. 글로벌 브랜드들은 제품 개발 기간이 2~3년이 소요될 정도로 트렌드 대응력이 떨어지는 약점이 있었다. 로레알은 신제품 출시 속도를 기존 평균 18개월에서 6개월까지 단축시키겠다는 발표했으며, 실제로 과거 코스맥스와 협업 시 초기 개발부터 출시까지 3년이 걸렸지만 현재는 1년 수준으로 단축된 상황이다. 로레알의 신제품 기여도는 상반기 1%p에서 하반기 3%p를 목표 중이다. 에스티로더 역시 1년 내 출시되는 혁신 제품 비중을 현재 10%에서 FY26 16%까지 확대하며, 장기적으로는 30%까지 확대할 계획이다.

반면, K뷰티는 ODM사 덕분에 제품 출시 속도가 훨씬 민첩하다. 대부분 인디브랜드가 ODM에 제조를 맡기는데, 신제품 개발부터 출시까지 불과 4~6개월이면 충분하며, 기제품 라인업 추가는 3개월 이내도 가능하다. 이처럼 빠른 개발 속도를 기반으로 혁신적인 제품이 지속적으로 쏟아지고 있으며, 글로벌 브랜드들이 오히려 K-뷰티 브랜드의 민첩한 속도에 발맞춰 변화하는 흐름이 나타나고 있다.

마케팅 투자 측면에서도 민첩성이 강조되고 있다. 로레알은 과거 주력 브랜드에 집중 투자하는 방식이 중요했으나, 최근에는 빠른 트렌드 변화에 대응하기 위한 마케팅 민첩성이 핵심이라고 언급했다. K뷰티는 현재 틱톡 중심 마케팅으로 발 빠르게 트렌드를 선도하며 트렌드 세터로 자리잡고 있다. 글로벌 브랜드들도 이러한 민첩한 실행력과 신제품 개발 역량을 벤치마킹하는 추세이다.

[음식료/담배] 1. 주요 글로벌 음식료/담배 업체 동향

1-1. 도요수산

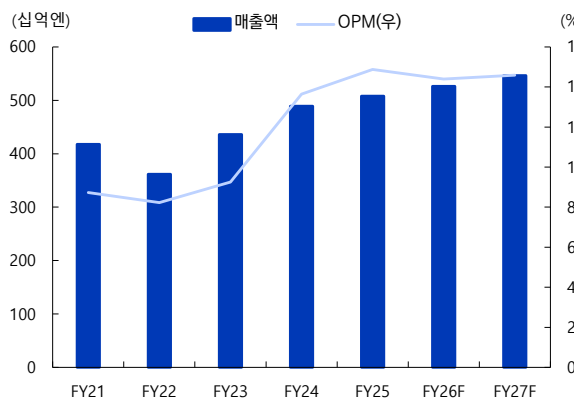
[실적] 1QFY26 매출액 1,258억엔 (YoY 1%), 영업이익 183억달러(YoY -8%), OPM 14.5%(YoY -1.5%p)을 시현했다. 해외 라면 부문은 557억엔(YoY -5%, 달러기준 3%), 영업이익 127억엔(YoY -11%, 달러기준 -4%), OPM 22.9%(YoY -1.6%p)을 시현했다. 판매량은 +1% 증가했는데, 미국 flat, 멕시코 및 중남미가 +4% 증가했다. 미국 시장은 물가 상승으로 소비자 둔화가 지속 영향으로 판매량이 부진했다. 멕시코는 4월 가격 인상 이후 컵라면 판매 견조, 봉지라면 판매도 견조했다. 다만, 해외 라면 부문 이익은 원재료비 상승(관세 등) 및 포장재 전환 영향으로 부진했다. 6월 중순부터 미국에서 가격 인상을 진행 중이다(인상률은 10% 이상인 것으로 추정).

1) 도요수산 미국 부진, 하반기 마케팅 강화 예정

미국 라면 시장은 FY24 하반기부터 물량 기준 감소세를 이어온 것으로 파악된다. 도요수산의 미국 라면 판매량은 3QFY25 -4% → 4QFY25 -5% → 1QFY26 0%으로 회복 중이다. 다만, 6월말 가격 인상 앞둔 가수요 감언시 여전히 판매량은 부진한 상황으로 파악된다. 도요수산은 미국에서 판매량 부진을 ① 미국에서 주요 타깃층인 히스패닉 소비자가 내식 수요가 증가함에 따라, 히스패닉 슈퍼마켓 판매 감소 ② 삼양식품 등 수입 프리미엄 라면 제품 부상을 지목했다.

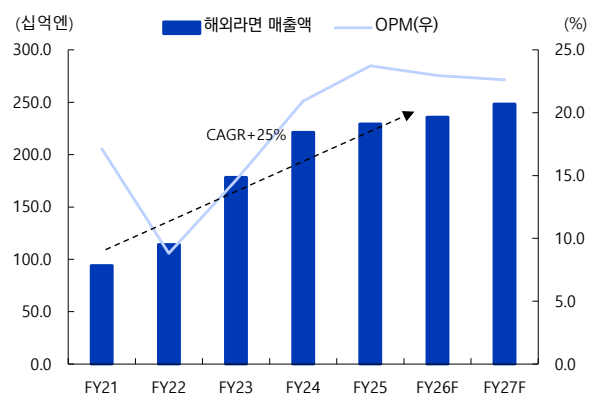
도요수산은 올해 하반기부터 미국 공장 CAPA 증설 후, 상반기 비용 효율화를 통해 마련된 재원으로 대형 유통업체 판촉활동을 강화할 계획이다. 멕시코 시장은 물가 상승 압력 속에서도 라면 수요가 강세를 보이며 컵라면 판매가 확대되고 있다.

[도표 41] 도요수산 매출액 및 OPM 추이



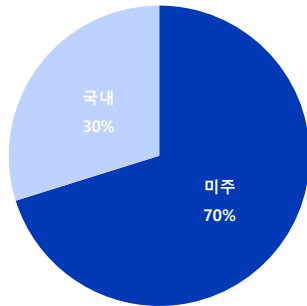
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 42] 해외라면 매출액 추이



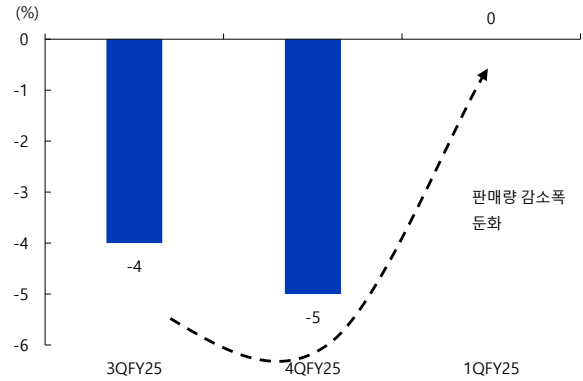
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 43] 도요수산 라면 지역별 비중



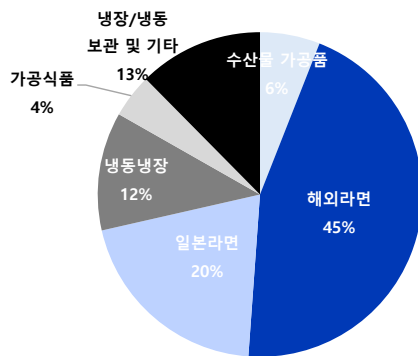
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 44] 도요수산 미주 라면 판매량 추이



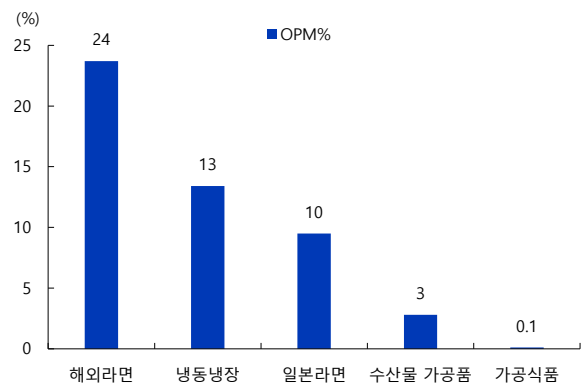
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 45] 도요수산 라면 지역별 비중



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 46] 도요수산 사업부문별 OPM



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

1-2. 닛신식품

[실적] 1QFY26 매출액 1,625억엔(YoY -9%), 핵심 영업이익 174억엔(YoY -26%)을 시현했다. 이익 감소의 90% 이상은 미국 사업 부진 영향에 기인한다. 1QFY26 미국 매출은 YoY -24% 감소했으며, 물량은 -20% 이상 감소했다. 채널 재고 조정 영향으로 매출이 크게 감소했지만, 셀아웃도 -15% 감소한 것으로 추정된다.

1) 미국 라면 시장이 부진한데, 닛신 브랜드는 더 부진

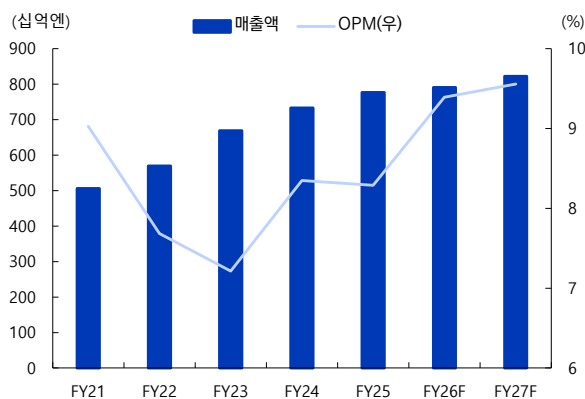
1QFY26 미국 라면 시장은(셀아웃 기준) 약 YoY -LSD% 감소한 것으로 추정되는데, 닛신의 셀아웃은 YoY 약 -15% 감소한 것으로 파악된다. 한편, 닛신 1QFY26 판매량은 YoY -20% 감소했으며, 이 중 기본제품 -20% 이상 감소, 프리미엄 -10% 감소한 것으로 파악된다. 이는 7월 신제품 출시를 앞둔 유통 재고 조정 영향으로 파악된다. 닛신은 9월에 GEKI(프리미엄 한국식 봉지라면) 등 신제품 출시할 예정이며, 6월 도요수산의 미국 가격인상 이후 닛신도 7월 가격 인상을 검토 중인 것으로 파악된다.

2) 닛신이 언급한 삼양식품

닛신은 5월 CEO 미팅에서 미국 내 삼양식품의 급격한 성장을 기록했다고 언급했다. 24년 10~12월 삼양식품과 농심은 미국 주요 유통채널에서 아시안 매대 → 메인 매대로 이동한 반면, 닛신은 기본+프리미엄 제품 모두 메인 매대 → 아시안 매대로 이동했다. 참고로, 도요수산도 기본 제품은 매대를 확보한 것으로 파악된다. 현재 유통 채널과 지속적인 협상 진행 중이나 쉽지 않은 상황이며, 입점 점포 수도 감소하고 있어 점유율 하락이 이어지는 중이다.

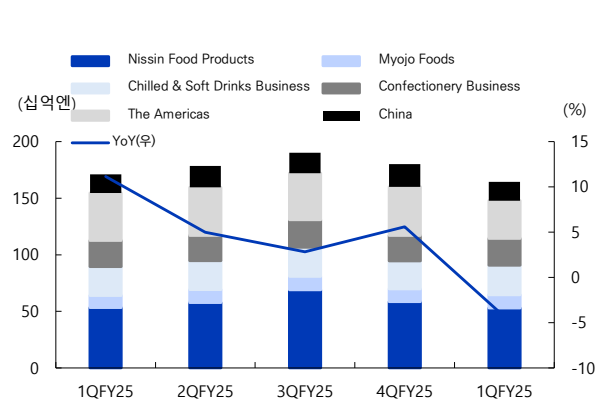
닛신은 삼양식품의 매운맛에 대적하기 위해 25년 1월 Top Ramen Hot Pot Fusions 출시, 25년 9월 Cup Noodles Protein, GEKI 한국식 봉지라면 등 꾸준히 유사 제품을 출시 중이다. 또한, 미국 RHQ 설립, CEO 변경 등을 통해 대응 중이다.

[도표 47] 닛신식품 매출액 및 OPM 추이



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 48] 닛신식품 부문별 매출액 추이



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

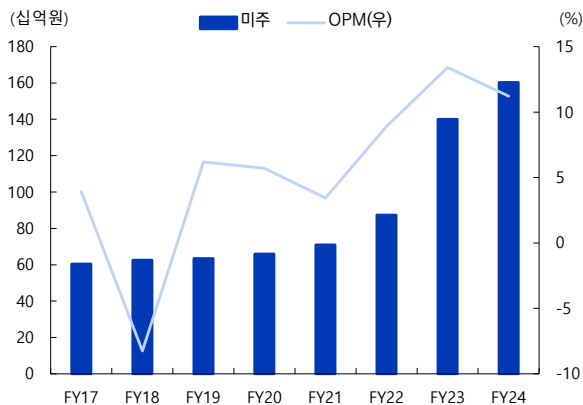
3) 유럽 시장 확대: 시장 확대 + CAPA 증설 + Premier Foods(지분율 24.84%)와의 파트너십 확대

유럽 라면 시장은 24년 21억식(봉지라면 66%, 컵라면 33%) → 30년 30억식으로 연평균 4% 견조한 성장을 이어 나갈 것으로 전망된다. 참고로, 24년 국가별 라면 시장 규모는 미국 52억식, 브라질 26억식, 멕시코 16억식 수준이다. 현재 닛신의 유럽 18개국 점유율(24년 기준)은 10%대로, 2위 사업자로 올라섰다(1위 유니레버, 3위 아지노모토). 국가별 닛신의 컵라면 시장 점유율은 영국 48%(시장규모 연 5.5억식), 독일 39%(연 4.4억식), 프랑스 22%(연 1.6억식), 스웨덴 9%(연 0.8억식), 폴란드 11%(연 3.7억식) 수준으로 파악된다. 또한, 1인당 라면 섭취량은 미국 15식, 유럽 4식으로 침투 확대 여지가 크다.

한편, 현재 닛신은 2017년부터 헝가리에 공장을 가동 중이며, CAPA 규모는 약 3억식 수준(컵라면 2개라인, 봉지라면 2개라인)으로 파악된다. 2025년 7월 컵라면 라인 1개를 추가 증설했으며, 2028년에 헝가리 2공장을 완공할 예정이다. CAPA는 현재 대비 2배 규모로 확대될 전망이다. 현재 닛신은 영국을 포함한 유럽 36개국에 제품을 공급 중이다.

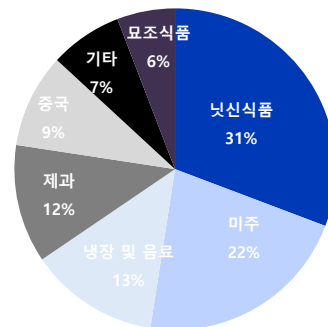
한편, 닛신의 유럽 진출 전략은 현지 식품사와 전략적 파트너십에 기반한다. 닛신은 영국 내 강력한 바이어 네트워크를 보유한 Premier Foods에 지분 24.84%를 투자했으며, 이를 통한 리테일 입점을 확대 중이다.

[도표 49] 닛신 미주 매출액 및 OPM 추이



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 50] 닛신 사업부문별 매출액 추이



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

1-3. 필립모리스

[실적] 매출액 101.4억달러 (YoY 7%, 오가닉 7%), 영업이익 37.1억달러(YoY 8%, 오가닉 15%)을 시현했다. 매출 성장에는 가격 인상 효과(+4.4%p), 볼륨/믹스 효과가(+2.4%p)를 기여했다. PMI 총 제품(무연제품 + 궤련담배) 출하량은 YoY 1.2% 증가했다. 1)무연제품 출하량은 YoY 12% 증가했으며, 무연제품 매출 비중은 41%(YoY +2.9%p)를 시현했다. ① 궤련형 전자담배 출하량은 YoY 9% 증가했으며, 유럽/일본/인니/한국/글로벌 여행 소매 채널에서 견조했다. ② Oral SPFs는 YoY +24% 증가했는데, 이는 니코틴 파우치 판매 강세에 기인한다. 니코틴 파우치 출하량은 2.1억캔(YoY 43%)을 기록했으며, 이 중 미국 ZYN 출하량은 1.9억캔(YoY 41%), 미국 외는 0.2억캔(YoY 65%) 이었다. ③ E-Vapor는 YoY +124% 증가했는데, 주로 유럽 내 VEEV 출하량 확대에 기인한다. 2)궤련담배 출하량은 YoY -1.5% 감소했으며, 인니 수요 위축 및 터키 공급망 이슈로 부진했다. 해당 영향은 하반기에도 이어질 것으로 보인다. 다만, 가격 효과가 +7.2% 기여하며 매출 성장을 견인했다.

1) 지역별 현황 업데이트

[유럽] 전체 담배 시장(궤련담배+궤련형 전자담배 기준, 이하 생략) 판매량은 YoY -1.2% 감소했다. 궤련은 -2.8% 감소했으나, 궤련형 전자담배는 성장을 지속했다. 국가별로는 폴란드(-8%), 우크라이나(-8%), 네덜란드(-24%)가 부진했으나, 독일(+7%), 이탈리아(+4%)가 이를 상쇄했다. PMI 출하량은 YoY -2.4% 감소했으며, 주로 프랑스(-18%), 이탈리아(-4%), 폴란드(-5%) 감소 영향이 컸다.

[SSEA, CIS&MEA] 전체 담배 시장 판매량은 YoY +0.8% 증가했다. 이집트(+18%), 인도(+11%), 터키(+4%)가 강세였으나, 인니(-7%), 방글라데시(-9%)는 부진했다. PMI 출하량은 YoY 1.1% 증가했으며, 인도(+42%), 필리핀(+8%)는 증가했으나, 터키(-8%, 공급망 이슈), 인니(-4%)는 감소했다.

[EA, AU & PMI GTR] 중국 제외 전체 담배 시장 판매량은 YoY -0.7%를 시현했다. 호주(-50%), 한국(-2%)이 부진했으나, GTR(+8%)이 이를 상쇄했다. PMI 출하량은 YoY 3.6% 증가했으며, GTR(+23%), 일본(+3%)의 성장에 기인한다.

[미주] 전체 담배 시장은 YoY -0.7% 감소했다. 캐나다(-11%), 브라질(-2%)는 부진했으나 아르헨티나(+8%), 멕시코(+4%)가 증가했다. PMI 출하량은 YoY +1.6% 증가했으며, 아르헨티나(+12%), 멕시코(+2%) 강세에 기인한다.

**[SSEA, CIS&MEA]: 남아시아 및 동남아시아, CIS, 중동 및 아프리카 / [EA, AU & PMI GTR]: 동아시아, 호주, 글로벌 여행 소매*

2) 궤련 담배: 하반기에도 강력한 가격 인상 정책 지속 목표

PMI는 궤련사업에서 강력한 가격 정책을 유지하고 있으며, 올해도 공격적인 가격 인상 기조를 제시했다. 올해 연간 가격 인상 폭을 6~7% 수준으로 제시한 바 있다. PMI 2분기 궤련 가격 인상 효과는 +7.2%p였으며, 인니/독일/이탈리아에서 긍정적 영향을 받았다. 올해 상반기 누적 가격 효과는 7.7%p 수준이었던 것으로 파악된다. 궤련사업은 가격 인상과 비용 효율화에 힘입어 성장을 이어갈 것으로 전망된다.

3) 무연 제품: 궤련형 전자담배+잎담배+액상형 전자담배 3중 성장 체제

PMI는 무연 제품을 중심으로 전체 담배 물량 성장을 견인할 것이라고 밝혔다. 무연제품은 매출 뿐만 아니라, 이익 기여도가 훨씬 높은 것으로 파악된다. 특히 무연제품 브랜드 3개(IQOS, ZYN, VEEV)의 멀티 카테고리 전략을 통해 시장 확대에 나서고 있다.

① 아이코스(궤련형 전자담배): 글로벌 판매량 성장과 지역 확장이 견조하다. 다만, 유럽 몰타 등 신규 시장 개방이 진행되고 있으며, 글로벌 HNB 시장 확대가 긍정적으로 작용한다. 유럽은 2023년 10월부터 궤련형 전자담배 가향물질 첨가 금지가 시행되었으며(국가별 유예 기간 상이), 시행 초기 전자담배 시장이 일시적으로 침체되다가 스페인, 독일, 루마니아 등을 중심으로 점차 회복 중이다.

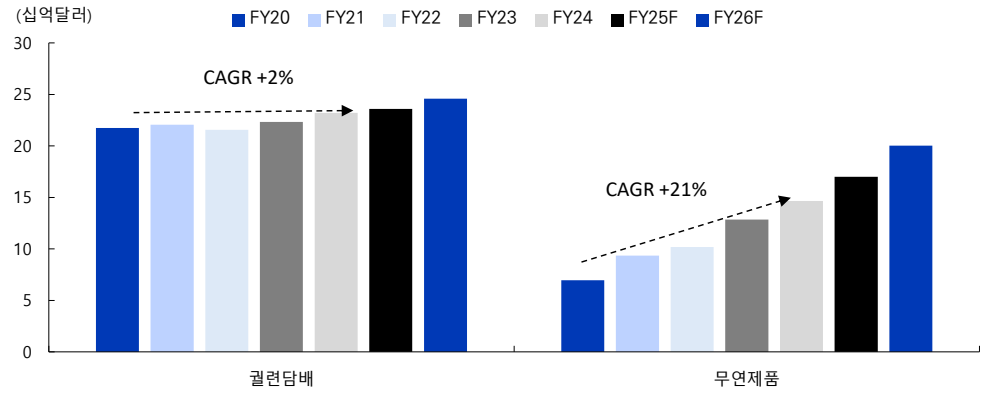
② ZYN(니코틴파우치): 현재 47개 시장에 진출해 있으며, 미국 사업에 집중하고 있다. CAPA 부족으로 재고 문제가 있었으나, 현재 정상화 단계에 진입했으며 3분기 중 재고 정상화가 완료될 전망이다. 미국 시장에서 점유율 1위를 유지하고 있으며, 2~3위 경쟁 제품 대비 65% 프리미엄 가격으로 거래된다. 현재 미국 내 잎담배 침투율은 6% 수준으로 아직 시장은 작지만 성장률이 가장 강력한 카테고리라고 평가된다. 2분기 PMI 니코틴 파우치 판매량은 YoY 65% 증가했으며, 미국 내 ZYN 셀아웃은 2분기 +26%, 6월 +36% 증가하며 성장세가 가속화되고 있다.

③ E-Vapor(VEEV)는 현재 3년차 사업을 영위 중인데, 2분기 VEEV 선적량은 전년 대비 2배 증가했다. 유럽 시장이 주요 성장 동력으로 작용했다.

3) 글로벌 담배 세금 인상 준비 중

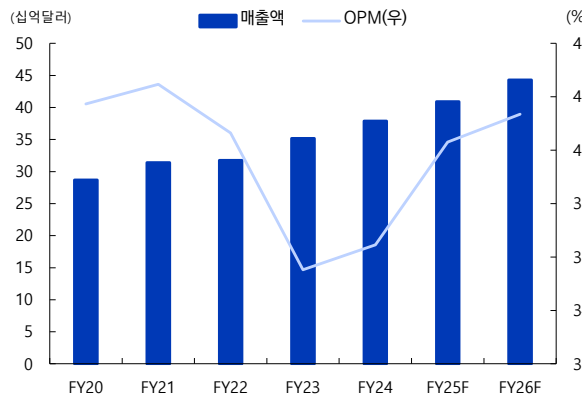
EU는 담배 소비세를 최고 258% 인상하는 방안을 검토 중이며, 액상/궤련형 전자담배에도 니코틴 함 기준 과세가 적용될 가능성이 있다. 다만 무연 제품에는 상대적으로 낮은 세제가 적용 검토 중인 것으로 파악된다. 시행 시기는 2030년 혹은 2032년까지 유예될 가능성이 있어 충분히 준비 기간이 확보될 것으로 보인다. 일본 역시 2026년 10월 담배세 인상을 예정하고 있으며, 마지막 인상은 2021년이였다. 이번 인상으로 궤련과 무연 제품 모두 단계적으로 세금이 상향 조정될 예정이다.

[도표 51] PMI 부문별 매출액 추이



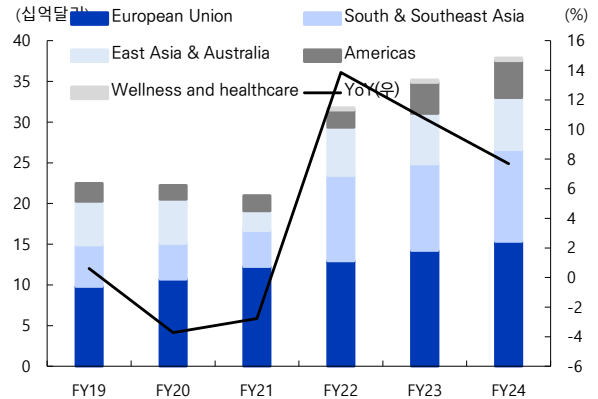
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 52] PMI 매출액 및 OPM 추이



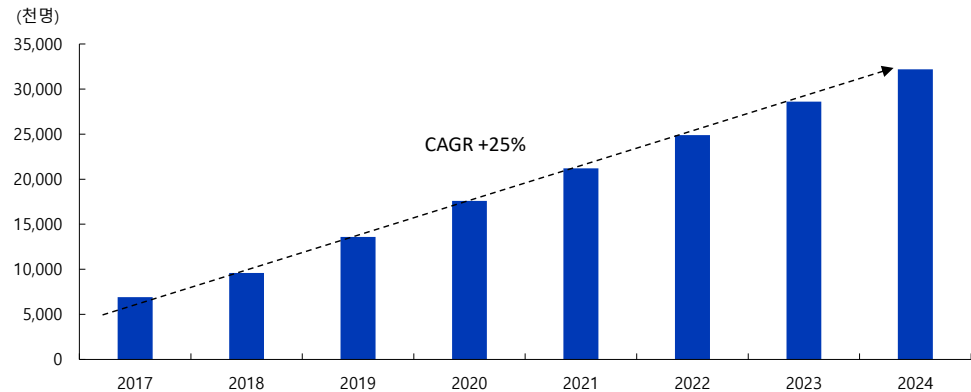
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 53] PMI 지역별 매출액 추이



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 54] 아이코스 사용자 수 추이



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

1-4. 몬텔리즈

[실적] 2Q25 매출액 89.8억달러 (YoY 8%), 조정 영업이익 12.8억달러(YoY -14%), OPM 14.3%(YoY -3.6%p)을 시현했다. 매출은 가격 인상 효과(+7.1%p)가 주효했으며, 볼륨/믹스는 -1.5%p 감소했다. 지역별로는 북미 -4%, 유럽 +19%, 아시아/중동/아프리카 +15%, 라틴아메리카 -5%를 시현했다. 미국은 리테일러들의 재고 매입 축소로 1~2분기 모두 부진한 흐름이었으며, 현재 재고 조정은 마무리된 것으로 파악된다. 유럽은 더운 날씨(특히 영국과 독일)로 초콜릿 수요가 부진했으며, 일부 영향은 3분기에도 이어질 것으로 예상된다. 카테고리별로는 비스킷/구운 스낵 +2%, 초콜릿 +17%, 껌/캔디 +2% 성장했다. GPM은 33.7%(YoY -6.8%p)을 기록했으며, 이는 코코아 투입 원가 상승과 제품 믹스 악화 영향 때문이다. 몬텔리즈는 25년 가이드언스를 유기적 매출 성장률 +5%로 유지했으며, 코코아 투입 원가 부담 지속으로 조정 EPS는 YoY -10% 감소할 것으로 전망했다. 북미에서는 추가적인 가격 인상을 검토 중이다. 몬텔리즈는 최근 코코아 원가 부담으로 초콜릿 가격을 최근 2년 동안 30~50% 인상한 바 있다.

1) 지역별 시장 현황

① 북미: 소비자들은 저가 제품, 대용량/멀티팩, 클럽/할인 채널을 중심으로 합리적 소비를 이어가고 있다. 제과를 포함한 식품/음료 카테고리는 지난 24~30개월 동안 비슷한 수준을 유지 중이다. 몬텔리즈는 미국 시장의 불확실성이 크며, 소비자들이 빵·우유 등 기초 필수품 위주로 지출하는 경향이 강하다고 언급했다. 또한, 하반기에는 관세 영향까지 더해져 보수적인 접근이 필요하다고 밝혔다.

② 유럽: 소비자들의 스낵 구매 빈도는 소폭 감소했지만, 인플레이션에 점차 적응하면서 지출은 증가하고 있다. 금액 기준 초콜릿과 비스킷 시장 규모는 견조하다. 높은 가격 인상에도 불구하고 2분기까지는 가격 탄력성이 예상보다 견조했으나, 3분기부터는 수요 둔화로 물량 감소 폭이 확대되는 것으로 보인다. 다만, 몬텔리즈는 크리스마스 시즌 판매에 대해서는 긍정적으로 전망했다.

③ 신흥국: 소비자들은 물가 상승 영향으로 대용량 제품 및 할인 채널로 수요를 전환하고 있으며, 구매 빈도를 줄이고 있다. 전체적으로 스낵 지출은 증가했지만, 저단가 제품 중심 소비가 이어지고 있다. 카테고리별로는 금액/량 성장 모두 견조하다. 국가별로는 중국 시장은 여전히 보수적이지만, 몬텔리즈는 점유율 확대와 유통망 확장을 통해 성장을 이어가고 있다. 인도는 전반적인 둔화가 존재했으나, 여전히 견조했으며, 비스킷은 다소 둔화된 반면 초콜릿은 가격 인상에도 안정적인 흐름을 보였다. 브라질은 매우 견조한 상황이며, 멕시코는 전반적인 소비 둔화가 나타나고 있다.

2) 코코아 가격 전망: 장기적으로 안정화 기대

최근 코코아 가격 급등은 최대 생산지인 서아프리카(생산량 70%)의 공급이 지난해 크게 감소한 것에 기인한다. 다만 최근 공급 증가 기대와 수요 둔화 영향으로 코코아 가격은 하락세를 이어가고 있다. 몬텔리즈는 장기적으로 코코아 가격 안정화를 예상한다고 언급했다. 서아프리카의 작황은 긍정적이며(최근 5년 평균 대비 +7% 수준), 날씨도 우호적인 상황으로 파악된다. 서아프리카 외에 산지(생산량 30%)에서도 공급이 +5% 이상 증가하고 있다. 반면, 소비는 -7~-8% 감소세를 보이고 있어, 잉여 공급으로 인한 가격 하락 가능성이 언급되었다. 다만 업계 재고 수준은 여전히 낮아 예의주시가 필요하다고 언급했다.

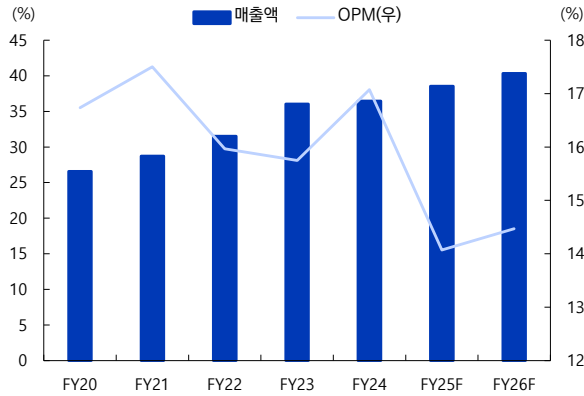
3) 수익성 턴어라운드 시점

올해까지는 코코아 원가 부담 영향이 불가피할 것으로 보이며, 몬텔리즈의 25년 조정 EPS는 YoY -10% 감소할 것으로 예상된다. 다만, 26년부터는 코코아 원가 부담이 완화될 것으로 예상되며, 26년 EPS는 YoY HSD% 성장을 목표로 하고 있다.

4) 관세로 인한 미국 리테일러의 디스토킹

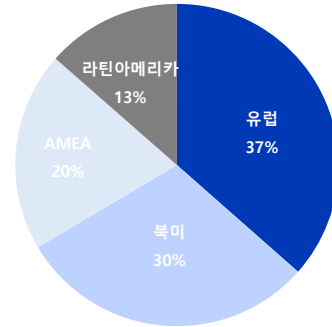
미국 리테일러들은 전반적인 소비 둔화와 관세 부담으로 현금 흐름을 관리하고 있다. 특히 관세 영향이 큰 국가에서 수입되는 제품은 선제적으로 재고를 확보했으나, 일부 제품은 매입을 축소하는 것으로 파악된다. 전반적으로 식품 및 스낵 소비 둔화도 겹치면서 재고 축소가 진행된 상황이다. 다만, 몬텔리즈는 3분기 중 리테일러들의 재고 축소 현상이 완화될 것으로 전망했다.

[도표 55] 몬델리즈 매출액 및 OPM 추이



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 56] 지역별 매출비중(FY24)



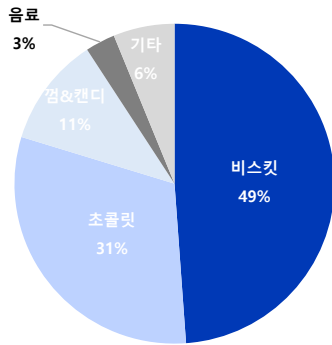
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 57] 코코아 가격 추이



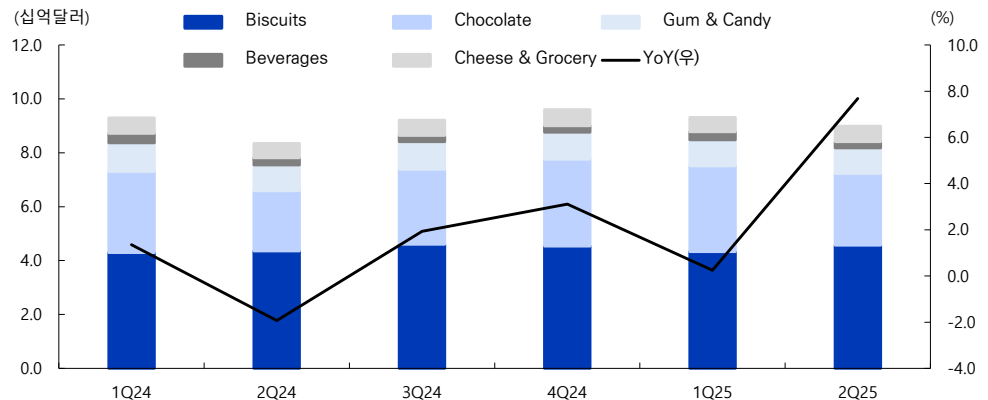
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 58] 카테고리별 매출비중(FY24)



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 59] 몬델리즈 카테고리별 매출액 추이



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

2. K-불닭, K-담배 글로벌 성장 모멘텀 지속

2-1. K-불닭: 미국 소비 둔화 속에서도 나홀로 강세

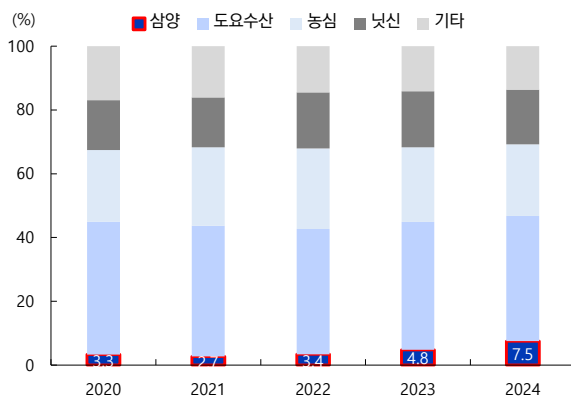
미국 라면 시장은 24년 1분기부터 물량 기준으로 감소세를 보이기 시작했으며, 25년 2분기 미국 라면 시장은 YoY -LSD% 감소한 것으로 파악된다. 라면 시장뿐만 아니라 미국 식품 시장 전반적으로 소비 둔화로 부진한 상황이다. 이러한 환경 속에서 삼양식품의 불닭볶음면은 판매 호조를 보이며 일본 경쟁사들의 실적 부진을 가중시켰다. 실제 일본 업체들은 미국 시장 부진에 더해 한국 제품의 약진이 자사 부진을 심화시키고 있다고 언급했다.

업체별 실적을 살펴보면, 도요수산의 해외 라면 매출액은 YoY -5%(달러기준 +3%), 닛신은 YoY -24%로 크게 감소한 반면, 삼양식품 38%, 농심 -4%로 선방했다. 농심은 미주 실적이 아쉬운 흐름이나, 닛신 대비 선방하고 있는 상황이다.

특히, 미국 시장에서 트렌드 주도권이 한국 업체로 이동하고 있는 점이 흥미롭다. 24년 10~12월 삼양식품과 농심은 월마트 등 미국 주요 유통채널에서 아시안 매대 → 메인 매대로 이동했다. 반면, 닛신은 기본+프리미엄 제품 모두 메인 매대 → 아시안 매대로 밀려났다. 닛신은 유통 채널과 협상을 이어가고 있으나 쉽지 않은 상황으로 파악되며, 점유율 하락세가 지속되고 있다. 이에 따라 일본 업체 대비 삼양식품의 약진이 도드라지고 있다. 삼양식품의 북미 라면 시장 점유율은 2020년 3% → 2024년 7.6%까지 확대됐다.

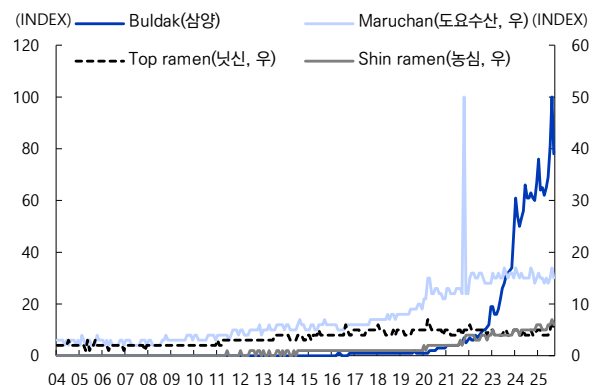
현재는 일본 업체가 한국 제품을 모방하는 상황으로 전환되었다. 닛신은 삼양식품의 매운맛에 대적하기 위해 25년 1월 Top Ramen Hot Pot Fusions 출시, 25년 9월 Cup Noodles Protein, GEKI 한국식 봉지라면 등 꾸준히 한국 유사 제품을 출시 중이다. 또한, 미국 RHQ 설립, CEO 변경 등을 통해 대응 중이다.

[도표 60] 북미 주요 라면업체 점유율 추이



자료: 유로모니터, 교보증권 리서치센터

[도표 61] 주요 라면 업체 구글트렌드 추이



자료: 구글, 교보증권 리서치센터

2-2.K-담배: 해외결련 성장과 담뱃세 인상 모멘텀 부각

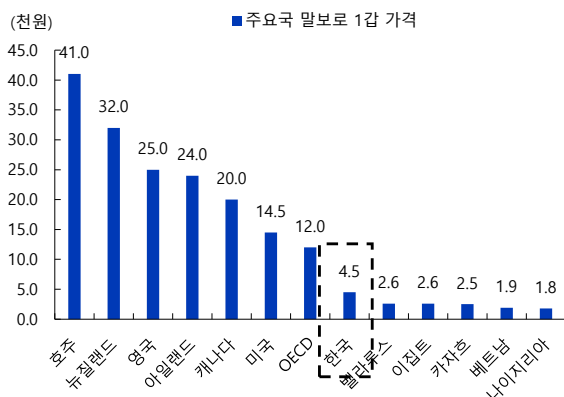
지난 5년 동안 KT&G의 해외결련 사업은 물량 중심 성장을 이어왔으며, 가격 인상은 이뤄지지 않았다. 다만, 최근 해외 영업 조직을 재정비하며 적극적인 프라이싱 전략을 구사하고 있으며, 여전히 추가 가격 인상 여력도 존재한다. P/Q와 동반 성장이 이어지면서 KT&G의 해외결련 매출은 2023년~2025년F 연평균 29% 성장할 것으로 추정된다.

글로벌 담배 업체들은 결련 가격을 꾸준히 인상해온 반면, KT&G는 지난 가격을 동결해 단가 인상 여력이 더 크다고 판단된다. PMI 역시 올해 결련 가격 인상 폭을 6~7% 수준으로 제시했으며, 2분기 기준 PMI의 결련 가격 인상률도 7%대였다.

한편, 최근 글로벌 담뱃세 인상 트렌드는 국내 가격 인상 논리에 힘을 실어줄 수 있을 것으로 보인다. EU는 WHO 권고를 적극 수용해 결련/전자담배를 모두 포함하는 대규모 소비세 인상안(최대 +258%)을 논의 중인 것으로 파악된다. 일본도 국방 예산 확보와 흡연을 감소 목적으로 2026년 10월 담배세 추가 인상을 추진하고 있다. 신흥국에서도 WHO, 세계은행 권고에 따라 중남미, 아시아 일부 국가도 점진적 인상이 이어지고 있다.

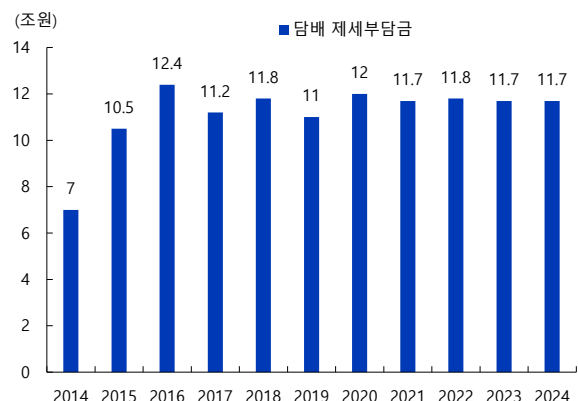
우리나라도 과거 10년 주기마다 담배 가격 인상이 있었으며, 마지막 인상은 2015년 단행되었다. 해당 시기마다 글로벌 보건 트렌드 흐름과 맞물려 있었다. 최근 글로벌 내 가격 인상 트렌드, WHO의 권고, 세수 부족 등 감안시 담배 가격 인상 가능성은 충분히 열어둘 수 있는 상황이다. 참고로, 현재 우리나라 담배 가격은 4,500원으로 OECD 평균 9,869원 대비 현저히 낮은 수준이다.

[도표 62] 주요국 말보로 1갑 가격



자료: 님베오, 교보증권 리서치센터

[도표 63] 담배 제세부담금



자료: 기획재정부, 교보증권 리서치센터

기업분석

기업명	기업코드	투자의견	제목
에이피알	278470 KR	BUY (TP: 290,000)	아직도 보여줄 게 많은 지금
코스맥스	257720 KR	BUY (TP: 310,000)	일회일비 않기
코스메카코리아	241710 KQ	BUY (TP: 80,000)	핫한 인디브랜드 총집합
삼양식품	003230 KR	BUY (TP: 1,860,000)	CAPA 확대, 성장 열차 출발
KT&G	033780 KR	BUY (TP: 170,000)	본업도, 주주환원도 Good!

Company Analysis

에이피알 278470

Sep 18, 2025

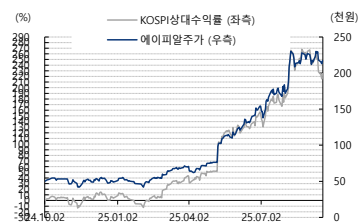
아직도 보여줄 게 많은 지금

BUY 유지
TP 290,000 원 유지

Company Data

현재가(09/17)	217,000 원
액면가(원)	100 원
52 주 최고가(보통주)	230,000 원
52 주 최저가(보통주)	41,900 원
KOSPI (09/17)	3,413.40p
KOSDAQ (09/17)	845.53p
자본금	38 억원
시가총액	81,225 억원
발행주식수(보통주)	3,743 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래량(60 일)	44.9 만주
평균거래대금(60 일)	992 억원
외국인지분(보통주)	25.26%
주요주주	
김병훈 외 5 인	34.81%
국민연금공단	8.53%

Price & Relative Performance



주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	1.6	214.0	268.4
상대주가	-4.0	140.2	178.0

아직도 보여줄 게 많은 지금

2025년 연결 매출액 및 영업이익을 각각 1.43조원(YoY 98%), 3,456억원(YoY 182%)으로 추정.

① 미국은 하반기 아마존 프라임데이와 블랙프라이데이 등 성수기 효과로 견조한 성장세 전망. 아마존과 틱톡샵 판매량 우호적 트렌드 지속 중이며, 오프라인 침투도 순항 중임. 메디큐브는 ULTA와 1년 독점 브랜드 계약을 체결했으며, 현재 초도물량(30억원) 소진된 후 3주만에 리오더가 발생한 상황으로 파악됨. 한편, ULTA는 독점 브랜드 강화에 집중하고 있고, K뷰티월드 파트너십 등을 통해 K뷰티 카테고리 확대에 적극적인 만큼 동사에 우호적으로 작용할 것으로 판단됨. 향후 마트 채널 등 오프라인 확장도 긍정적인 검토 중인 것으로 파악되며, 브랜드력 제고에 따라 공급물 조건 협상에서도 우호적 지위를 확보할 것으로 전망함.

② 일본은 3분기 메가와리 행사에서 역대 최대 기록 중이며, 오프라인 침투도 순항 중임. 오프라인 입점 점포 수는 6월말 2.5천개 수준 → 연말 3천개로 확대될 전망.

③ B2B 사업도 순항 중임. 7월 B2B 매출은 2분기와 마찬가지로 견조한 흐름을 유지 중임. 메디큐브가 영국 부츠에 25년 5월에 입점한 만큼 유럽 시장은 초입 구간이라고 판단되며, 내년에는 현지 법인을 기반으로 한 현지 마케팅으로 브랜드 입지를 강화할 계획.

투자의견 BUY 및 목표주가 290,000원으로 유지

에이피알에 대해 투자의견 BUY 및 목표주가 29만원 유지. 메디큐브는 아마존 프라임데이에서 글로벌 브랜드를 제치고 점유율 1위를 기록하는 등 역사적인 성과 달성 중. 올해 ~내년 오프라인 침투 확대 모멘텀 긍정적. 글로벌 업체들의 오프라인 비중은 로레알 약 70%, 에스티로더 약 70%, 엘프 약 80% 수준. 에이피알의 미국 오프라인 침투가 2분기부터 본격화한 점을 감안하면 확대 여력이 충분하다고 판단함. 최근 글로벌 브랜드들이 아마존/틱톡 성과가 오프라인 매출 증가로 이어진다고 언급한 점을 감안하면, 메디큐브의 오프라인 침투는 상대적으로 수월할 것으로 전망함.

Forecast earnings & Valuation

	2023.12	2024.12	2025.12E	2026.12E	2027.12E
매출액(십억원)	524	723	1,429	2,060	2,575
YoY(%)	31.7	38.0	97.7	44.2	25.0
영업이익(십억원)	104	123	346	519	656
OP 마진(%)	19.8	17.0	24.2	25.2	25.5
순이익(십억원)	82	108	290	430	542
EPS(원)	11,244	2,842	7,763	11,507	14,502
YoY(%)	166.3	-74.7	173.1	48.2	26.0
PER(배)	0.0	17.6	28.0	18.9	15.0
PCR(배)	0.0	11.7	6.8	4.7	3.9
PBR(배)	0.0	5.9	13.2	7.8	5.1
EV/EBITDA(배)	0.0	12.9	22.1	14.5	11.0
ROE(%)	54.9	41.3	61.9	51.9	41.2



화장품/음식료 권우정

3771-9082

20240006@iprovest.com

[도표 64] 에이피알 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25F	4Q25F	23	24	25F
매출액	148.9	155.5	174.1	244.2	266.0	327.7	397.7	437.3	523.8	722.8	1,428.8
1. 한국	82.8	78.4	73.9	88.0	76.8	73.2	69.9	74.1	318.6	323.0	293.9
2. 미국	24.7	24.9	39.6	69.0	70.9	96.2	155.4	176.7	67.9	158.3	499.2
3. 일본	9.8	9.4	15.2	17.7	29.3	43.9	52.7	58.5	33.2	52.2	184.4
4. 중화권	20.4	26.0	25.0	29.0	28.4	34.7	34.7	36.1	77.0	100.4	133.9
5. B2B	11.2	16.7	20.5	40.5	60.7	79.7	85.0	92.0	27.1	89.0	317.4
YoY	21.9%	21.8%	42.8%	60.6%	78.6%	110.8%	128.4%	79.1%	31.7%	38.0%	97.7%
1. 한국	-1.5%	-5.7%	12.3%	2.9%	-7.3%	-6.5%	-5.4%	-15.8%	25.4%	1.4%	-9.0%
2. 미국	196.0%	108.8%	123.3%	130.7%	186.5%	285.8%	292.5%	156.1%	127.3%	133.0%	215.4%
3. 일본	16.1%	13.2%	78.6%	125.0%	198.3%	366.1%	246.7%	230.2%	-11.1%	57.2%	253.5%
4. 중화권	183.0%	267.3%	91.7%	204.1%	39.4%	33.6%	38.8%	24.3%	246.5%	30.4%	33.4%
5. B2B	73.4%	86.5%	140.3%	373.9%	441.9%	372.6%	315.4%	127.3%	-	228.4%	256.6%
영업이익	27.8	28.0	27.2	39.7	54.6	84.6	97.4	109.0	104.2	122.7	345.6
YoY	19.7%	13.0%	24.6%	15.5%	96.5%	201.8%	257.6%	174.7%	165.6%	17.8%	181.6%
OPM	18.6%	18.0%	15.6%	16.3%	20.5%	25.8%	24.5%	24.9%	19.9%	17.0%	24.2%
세전이익	30.4	28.8	26.4	47.6	59.2	78.4	96.9	117.5	105.8	133.3	351.9
YoY	28.2%	16.6%	13.7%	39.5%	94.8%	171.8%	266.3%	146.7%	171.9%	26.0%	164.0%
(지배)순이익	24.1	24.1	16.0	43.4	49.9	66.3	78.5	95.2	81.5	107.6	289.9
YoY	18.7%	28.4%	-12.9%	80.0%	107.3%	175.2%	390.2%	119.4%	172.2%	31.9%	169.4%
NPM	16.2%	15.5%	9.2%	17.8%	18.8%	20.2%	19.7%	21.8%	15.6%	14.9%	20.3%

자료: 교보증권 리서치센터

[에이피알 278470]

포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	524	723	1,429	2,060	2,575
매출원가	128	179	354	511	638
매출총이익	395	544	1,075	1,549	1,937
매출총이익률 (%)	75.5	75.2	75.2	75.2	75.2
판매비와관리비	291	421	729	1,031	1,280
영업이익	104	123	346	519	656
영업이익률 (%)	19.9	17.0	24.2	25.2	25.5
EBITDA	118	145	360	528	662
EBITDA Margin (%)	22.5	20.1	25.2	25.6	25.7
영업외손익	2	11	6	12	12
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	9	29	29	41	57
금융비용	-7	-17	-16	-16	-16
기타	-1	-1	-6	-13	-29
법인세비용차감전순이익	106	133	352	530	669
법인세비용	24	26	62	101	127
계속사업순이익	82	108	290	430	542
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	82	108	290	430	542
당기순이익률 (%)	15.6	14.9	20.3	20.9	21.0
비지배지분순이익	0	0	0	0	0
지배지분순이익	82	108	290	430	542
지배순이익률 (%)	15.6	14.9	20.3	20.9	21.0
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	-2	-2	-2	-2
포괄순이익	81	106	288	428	540
비지배지분포괄이익	0	0	0	0	0
지배지분포괄이익	81	106	288	428	540

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

현금흐름표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	108	79	203	349	475
당기순이익	82	108	290	430	542
비현금항목의 가감	40	55	81	103	109
감가상각비	13	22	13	8	5
외환손익	0	-5	-1	-1	-1
자본법평가손익	0	0	0	0	0
기타	27	38	69	95	105
자산부채의 증감	1	-58	-114	-102	-85
기타현금흐름	-15	-25	-54	-81	-90
투자활동 현금흐름	-28	-110	-52	-57	-62
투자자산	-16	-45	0	0	0
유형자산	-10	-45	-50	-55	-61
기타	-3	-19	-2	-2	-2
재무활동 현금흐름	-11	-5	-12	-12	-12
단기차입금	-14	-8	0	0	0
사채	3	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
자본의 증가(감소)	9	74	0	0	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타	-9	-72	-12	-12	-12
현금의 증감	68	-35	151	292	414
기초 현금	57	125	90	241	534
기말 현금	125	90	241	534	948
NOPLAT	80	99	285	420	532
FCF	86	18	135	272	392

자료: 에이피알, 교보증권 리서치센터

재무상태표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	219	286	549	943	1,442
현금및현금성자산	125	90	241	534	948
매출채권 및 기타채권	24	49	53	58	63
재고자산	57	110	217	313	391
기타유동자산	14	37	38	39	40
비유동자산	68	279	315	361	416
유형자산	14	51	88	135	190
관계기업투자금	0	0	0	0	0
기타금융자산	18	62	62	62	62
기타비유동자산	36	166	165	164	164
자산총계	287	565	864	1,305	1,858
유동부채	82	145	150	155	160
매입채무 및 기타채무	40	70	73	77	81
차입금	8	0	0	0	0
유동성채무	0	0	0	0	0
기타유동부채	35	75	76	77	79
비유동부채	8	96	101	107	114
차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
기타비유동부채	8	96	101	107	114
부채총계	90	242	251	262	274
지배지분	197	324	613	1,043	1,585
자본금	4	4	4	4	4
자본잉여금	61	137	137	137	137
이익잉여금	124	229	519	949	1,490
기타자본변동	8	-47	-47	-47	-47
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	197	324	613	1,043	1,585
총차입금	16	91	95	100	105

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

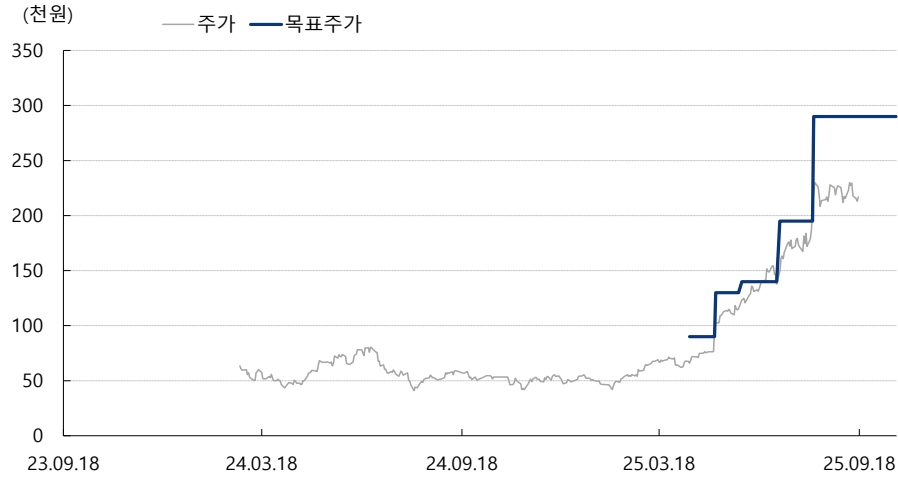
12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	11,244	2,842	7,763	11,507	14,502
PER	0.0	17.6	28.0	18.9	15.0
BPS	27,071	8,486	16,425	27,932	42,434
PBR	0.0	5.9	13.2	7.8	5.1
EBITDAPS	16,287	3,836	9,628	14,129	17,723
EV/EBITDA	0.0	12.9	22.1	14.5	11.0
SPS	14,445	19,092	38,263	55,168	68,959
PSR	0.0	2.6	5.7	3.9	3.1
CFPS	11,813	480	3,614	7,276	10,494
DPS	0	0	0	0	0

재무비율

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
성장성					
매출액 증가율	31.7	38.0	97.7	44.2	25.0
영업이익 증가율	165.6	17.8	181.6	50.1	26.5
순이익 증가율	172.2	31.9	169.4	48.2	26.0
수익성					
ROIC	193.3	137.6	162.1	131.7	116.1
ROA	34.6	25.2	40.6	39.6	34.2
ROE	54.9	41.3	61.9	51.9	41.2
안정성					
부채비율	45.9	74.7	40.9	25.1	17.3
순차입금비율	5.4	16.0	11.0	7.6	5.6
이자보상배율	82.3	32.6	89.1	133.7	169.2

에이피알 최근 2년간 목표주가 변동추이



최근 2년간 목표주가 및 괴리율 추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율		일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
2025.04.15		90,000	(16.37)						
2025.05.09		130,000	(13.63)						
2025.06.02		140,000	(0.96)						
2025.07.07		195,000	(10.25)						
2025.08.07		290,000	(23.97)						
2025.09.18		290,000							

자료: 교보증권 리서치센터

Compliance Notice

이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

이 조사자료는 당사 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 이 조사자료는 투자참고자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 이 조사자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.

당사 리서치센터 연구원은 고객에게 카카오톡 메신저 등으로 개별 접촉하지 않습니다. 당사 연구원 사칭 사기 등에 주의하시기 바랍니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 전일기준 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 추천종목은 전일기준 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항

기준일자: 2025.06.30

구분	Buy(매수)	Trading Buy(매수)	Hold(보유)	Sell(매도)
비율	95.9	3.4	0.7	0.0

[업종 투자의견]

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

Neutral(중립): 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음

[기업 투자기간 및 투자등급]

향후 6개월 기준, 2015.6.1(Strong Buy 등급 삭제)
Buy(매수): KOSPI 대비 기대수익률 10% 이상
Hold(보유): KOSPI 대비 기대수익률 -10 ~ -10%

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

Company Analysis

코스맥스 257720

Sep 18, 2025

일히일비 앓기

BUY

유지

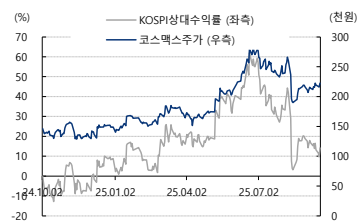
TP 310,000 원

유지

Company Data

현재가(09/17)	222,500 원
액면가(원)	500 원
52 주 최고가(보통주)	282,000 원
52 주 최저가(보통주)	122,900 원
KOSPI (09/17)	3,413.40p
KOSDAQ (09/17)	845.53p
자본금	57 억원
시가총액	25,253 억원
발행주식수(보통주)	1,135 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래량(60 일)	9.2 만주
평균거래대금(60 일)	197 억원
외국인지분(보통주)	33.34%
주요주주	
코스맥스비티아이 외 10 인	27.51%
국민연금공단	13.29%

Price & Relative Performance



주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	17.0	23.3	70.5
상대주가	10.6	-5.7	28.6



화장품/음식료 권우정

3771-9082

20240006@iprovest.com

일히일비 앓기

2025년 매출액 및 영업이익을 각각 2.45조원(YoY 13%), 2.3천억원(YoY 31%)으로 추정.

① 연말 성수기 앞둔 한국 법인: 2Q25 한국 별도 매출은 전년 YoY +25% 증가 기저에도 YoY +21% 성장해 견조한 흐름 지속. 8월은 관세 앞둔 선생산 물량 재고 소진 영향으로 예상대비 아쉬웠지만, 브랜드사들 일본 메가와리 행사 이후 재고 소진 긍정적으로 파악됨. 연말 행사 시즌 앞두고 9월 중후반부터 물량 확대 전망됨.

② 글로벌 1위 ODM사의 경쟁력: 동사는 글로벌 1위 ODM사로 수출 관련 대응력이 높음. 글로벌 네트워크와 전담 조직을 보유 중이며, 이는 중소형 ODM사와 차별화된 경쟁력을 확보하고 있음. 현재 코스맥스는 한국 화장품 수출액의 26%를 기여하고 있으며, 현지 법인/연구소/제조공장/세일즈 조직을 기반으로 신시장 선점에도 강점을 보유함. 또한, 글로벌 연간 26억개 규모의 CAPA를 보유하고 있음.

③ 미국/중국 턴어라운드 기대감: 미국은 기존 고객사 주문 증가와 신규 고객사 물량 생산에 힘입어 3분기 매출 YoY 20% 증가하며 턴어라운드 전망. 중국도 주력 고객사 3분기 주문 증가와 로코프로젝트 물량 확대로 3분기 매출 YoY 20% 이상 증가 전망.

투자의견 BUY 및 목표주가 310,000원 유지

코스맥스에 대해 투자의견 BUY 및 목표주가 31만원 유지. 2분기 실적 발표 이후 화장품 업종 전반적인 실적 부진으로 코스맥스 주가도 고점대비 -20%이상 하락했음. 그러나 ① 연말 행사 성수기 물량 확대, ② 글로벌 1위 ODM사로서의 경쟁력, ③ 미국/중국 턴어라운드 기대감 감안시 주가 낙폭은 과도하다고 판단함. 또한, 7월 프라이메이 뷰티 브랜드 점유율 전년 대비 상승한 4개사 중 3개가 K뷰티 인 점, 주요 인디브랜드 메가와리 판매 호조, 미국 주요 리테일러들의 적극적인 K뷰티 입점 확대 등을 감안시 인디 업황은 견조한 흐름을 이어나갈 것으로 전망함.

Forecast earnings & Valuation

	2023.12	2024.12	2025.12E	2026.12E	2027.12E
매출액(십억원)	1,777	2,166	2,451	2,769	3,129
YoY(%)	11.1	21.9	13.2	13.0	13.0
영업이익(십억원)	116	175	229	279	325
OP 마진(%)	6.5	8.1	9.3	10.1	10.4
순이익(십억원)	38	88	104	159	202
EPS(원)	5,034	7,560	8,542	13,031	16,629
YoY(%)	174.1	50.2	13.0	52.6	27.6
PER(배)	25.1	19.7	26.0	17.1	13.4
PCR(배)	6.6	6.2	6.4	5.0	4.3
PBR(배)	4.0	3.6	4.6	3.8	3.0
EV/EBITDA(배)	9.8	8.9	9.9	8.1	6.9
ROE(%)	12.1	20.5	19.1	24.4	25.3

[도표 65] 코스맥스 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25F	4Q25F	23	24	25F
매출액	526.8	551.5	529.8	558.0	588.6	623.6	596.4	643.0	1,777.5	2,166.1	2,451.5
1. 한국	315.4	348.2	347.8	346.3	362.8	420.5	393.0	415.6	1,057.5	1,357.7	1,591.9
2. 중국	157.4	147.6	114.4	155.0	162.7	148.6	137.0	162.9	547.4	574.4	611.3
3. 미국	38.8	36.0	32.5	29.8	28.7	30.0	39.0	35.8	139.9	137.1	133.5
4. 동남아	33.6	36.2	43.4	44.0	53.5	43.9	47.3	48.7	111.4	156.7	193.5
YoY	30.6%	15.1%	15.6%	27.8%	11.7%	13.1%	12.6%	15.2%	11.1%	21.9%	13.2%
1. 한국	29.6%	25.1%	20.8%	39.7%	15.0%	20.8%	13.0%	20.0%	23.8%	28.4%	17.2%
2. 중국	28.6%	-4.0%	-7.5%	5.1%	3.4%	0.7%	19.8%	5.1%	-0.5%	4.9%	6.4%
3. 미국	43.2%	-5.5%	-11.9%	-21.2%	-26.0%	-16.7%	20.0%	20.0%	-16.4%	-2.0%	-2.7%
4. 동남아	38.3%	31.6%	44.7%	48.6%	59.2%	23.0%	9.1%	10.8%	28.2%	40.7%	23.5%
영업이익	45.5	46.7	43.4	39.8	51.3	60.8	59.2	58.1	115.7	175.4	229.4
1. 한국	30.1	34.5	39.5	34.6	34.3	49.9	43.1	40.3	86.7	138.7	167.5
2. 해외/기타	15.4	12.2	3.9	5.2	17.0	10.9	16.1	17.8	29.0	36.7	61.9
YoY	229.1%	1.4%	30.4%	76.8%	13.0%	30.2%	36.3%	45.9%	117.9%	51.6%	30.8%
1. 한국	131.5%	13.5%	53.1%	97.7%	14.0%	44.6%	9.0%	16.4%	102.3%	60.0%	20.8%
2. 해외/기타	1791.1%	-22.0%	-47.9%	4.0%	11.0%	-10.6%	311.7%	241.4%	182.8%	26.6%	68.7%
OPM	8.6%	8.5%	8.2%	7.1%	8.7%	9.8%	9.9%	9.0%	6.5%	8.1%	9.4%
1. 한국	9.5%	9.9%	11.4%	10.0%	9.5%	11.9%	11.0%	9.7%	8.2%	10.2%	10.5%
2. 해외/기타	7.3%	6.0%	2.1%	2.7%	7.6%	5.4%	7.9%	7.8%	4.0%	4.5%	7.2%
세전이익	33.9	51.7	22.6	29.5	25.2	26.4	56.6	45.5	84.2	137.6	153.7
YoY	244.6%	38.1%	-15.9%	191.7%	-25.6%	-49.0%	150.6%	54.6%	1265.1%	63.4%	11.7%
(지배)순이익	19.2	29.2	21.1	7.3	8.1	20.9	37.6	30.3	57.1	76.8	96.9
YoY	187.0%	-4.0%	38.2%	53.8%	-57.7%	-28.4%	78.7%	314.6%	174.1%	34.5%	26.2%
NPM	3.7%	5.3%	4.0%	1.3%	1.4%	3.4%	6.3%	4.7%	3.2%	3.5%	4.0%

자료: 교보증권 리서치센터

[코스맥스 192820]

포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	1,777	2,166	2,451	2,769	3,129
매출원가	1,484	1,748	1,978	2,235	2,525
매출총이익	294	418	473	535	604
매출총이익률 (%)	16.5	19.3	19.3	19.3	19.3
판매비와관리비	178	243	243	243	243
영업이익	116	175	229	279	325
영업이익률 (%)	6.5	8.1	9.4	10.1	10.4
EBITDA	175	244	300	353	402
EBITDA Margin (%)	9.9	11.3	12.2	12.7	12.8
영업외손익	-31	-38	-76	-46	-27
관계기업손익	-2	0	0	0	0
금융수익	21	47	34	38	42
금융비용	-44	-68	-69	-73	-77
기타	-6	-17	-40	-11	7
법인세비용차감전순이익	84	138	154	233	298
법인세비용	46	49	50	75	95
계속사업순이익	38	88	104	159	202
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	38	88	104	159	202
당기순이익률 (%)	2.1	4.1	4.2	5.7	6.5
비지배지분순이익	-19	3	7	11	14
지배지분순이익	57	86	97	148	189
지배순이익률 (%)	3.2	4.0	4.0	5.3	6.0
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-9	32	31	31	31
포괄순이익	29	120	135	190	233
비지배지분포괄이익	-22	4	4	6	7
지배지분포괄이익	51	117	131	184	227

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

현금흐름표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	231	73	175	254	314
당기순이익	38	88	104	159	202
비현금항목의 가감	161	186	196	224	247
감가상각비	56	64	67	71	75
외환손익	2	-13	-3	-3	-3
자본법평가손익	2	0	0	0	0
기타	102	135	132	155	175
자산부채의 증감	79	-127	-35	-14	-1
기타현금흐름	-47	-74	-90	-114	-134
투자활동 현금흐름	-105	-160	-91	-100	-105
투자자산	-20	-5	0	0	0
유형자산	-86	-165	-100	-105	-110
기타	2	10	9	5	5
재무활동 현금흐름	-39	68	39	11	20
단기차입금	-34	36	71	37	40
사채	28	18	-7	-6	-5
장기차입금	39	74	4	5	5
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
현금배당	0	-6	-26	-26	-26
기타	-72	-55	-3	1	6
현금의 증감	88	-1	127	156	183
기초 현금	169	257	256	383	540
기말 현금	257	256	383	540	722
NOPLAT	52	113	155	190	221
FCF	104	-111	91	145	187

자료: 코스맥스, 교보증권 리서치센터

재무상태표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	822	943	1,097	1,277	1,459
현금및현금성자산	257	256	383	540	722
매출채권 및 기타채권	283	357	372	381	380
재고자산	218	257	275	289	289
기타유동자산	64	72	68	68	68
비유동자산	735	991	1,034	1,099	1,216
유형자산	547	778	811	845	881
관계기업투자금	36	1	1	1	1
기타금융자산	45	55	55	55	55
기타비유동자산	107	157	167	197	279
자산총계	1,557	1,934	2,132	2,376	2,675
유동부채	989	1,114	1,216	1,300	1,382
매입채무 및 기타채무	365	368	369	381	381
차입금	403	464	536	573	613
유동성채무	35	45	59	76	99
기타유동부채	187	237	253	270	290
비유동부채	209	311	331	360	401
차입금	59	149	153	158	163
사채	48	39	31	26	21
기타비유동부채	103	123	146	177	218
부채총계	1,199	1,425	1,547	1,660	1,784
지배지분	363	473	544	666	829
자본금	6	6	6	6	6
자본잉여금	29	28	28	28	28
이익잉여금	313	384	454	576	739
기타자본변동	0	0	0	0	0
비지배지분	-4	35	41	50	62
자본총계	359	509	585	716	891
총차입금	581	732	812	864	925

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

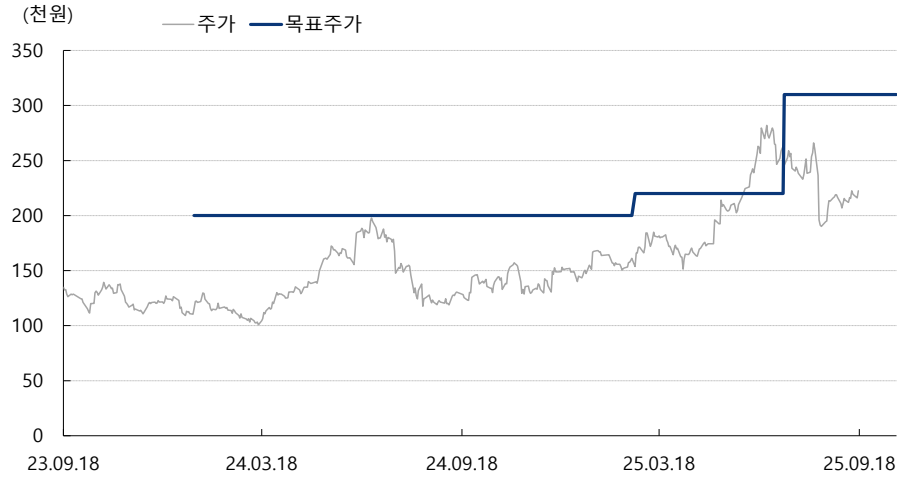
12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	5,034	7,560	8,542	13,031	16,629
PER	25.1	19.7	26.0	17.1	13.4
BPS	31,941	41,711	47,953	58,684	73,014
PBR	4.0	3.6	4.6	3.8	3.0
EBITDAPS	15,430	21,517	26,453	31,106	35,426
EV/EBITDA	9.8	8.9	9.9	8.1	6.9
SPS	156,614	190,853	216,000	244,014	275,735
PSR	0.8	0.8	1.0	0.9	0.8
CFPS	9,153	-9,755	8,002	12,754	16,482
DPS	500	2,300	2,300	2,300	2,300

재무비율

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
성장성					
매출액 증가율	11.1	21.9	13.2	13.0	13.0
영업이익 증가율	117.9	51.6	30.8	21.7	16.4
순이익 증가율	흑전	133.9	17.5	52.6	27.6
수익성					
ROIC	6.9	13.0	14.6	17.1	19.2
ROA	3.9	4.9	4.8	6.6	7.5
ROE	12.1	20.5	19.1	24.4	25.3
안정성					
부채비율	334.3	280.0	264.4	231.9	200.3
순차입금비율	37.3	37.9	38.1	36.4	34.6
이자보상배율	3.6	3.9	4.6	5.2	5.6

코스맥스 최근 2년간 목표주가 변동추이



최근 2년간 목표주가 및 괴리율 추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율		일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
2024.10.10	매수	200,000	(28.13)	(21.40)					
2024.11.12	매수	200,000	(29.56)	(21.40)					
2024.11.21	매수	200,000	(30.62)	(1.10)					
2024.01.16	매수	200,000	(26.45)	(15.90)					
2025.02.24	매수	220,000	(21.53)	(15.95)					
2025.04.15	매수	220,000	(21.14)	(10.86)					
2025.05.14	매수	220,000							
2025-0616	매수	290,000							
2025.07.11	매수	310,000							
2025.08.12	매수	310,000							
2025.09.18	매수	310,000							

자료: 교보증권 리서치센터

Compliance Notice

이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

이 조사항목은 당사 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 이 조사항목은 투자참고자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 이 조사항목의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.

당사 리서치센터 연구원은 고객에게 카카오톡 메신저 등으로 개별 접촉하지 않습니다. 당사 연구원 사칭 사기 등에 주의하시기 바랍니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 전일기준 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 추천종목은 전일기준 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항

기준일자:2025.06.30

구분	Buy(매수)	Trading Buy(매수)	Hold(보유)	Sell(매도)
비율	95.9	3.4	0.7	0.0

[업종 투자의견]

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

Neutral(중립): 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음

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

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

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

Company Analysis



코스메카코리아 241710

Sep 18, 2025

핫한 인디브랜드 총집합

BUY

유지

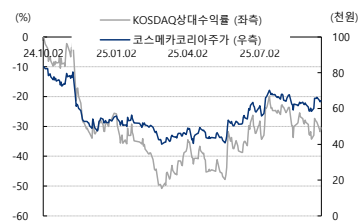
TP 80,000 원

유지

Company Data

현재가(09/17)	64,400 원
액면가(원)	500 원
52 주 최고가(보통주)	95,900 원
52 주 최저가(보통주)	40,100 원
KOSPI (09/17)	3,413.40p
KOSDAQ (09/17)	845.53p
자본금	53 억원
시가총액	6,878 억원
발행주식수(보통주)	1,068 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래량(60 일)	7.6 만주
평균거래대금(60 일)	48 억원
외국인지분(보통주)	16.45%
주요주주	
박은희 외 3 인	38.95%
국민연금공단	10.90%

Price & Relative Performance



주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	3.0	46.4	-26.4
상대주가	-0.6	28.7	-36.2

핫한 인디브랜드 총집합

2025년 매출액 및 영업이익을 각각 5.8천억(YoY 11%), 770억원(YoY 28%)으로 추정. 현재 인디 수주 흐름은 큰 변화 없이 견조한 것으로 파악됨.

① 한국 법인, 지금 '핫'하다: 현재 다수의 인기 인디 브랜드 물량을 생산 중임. 특히 최근 틱톡샵 1위를 기록한 D사의 SKU 50~60%를 담당하고 있으며, 해당 브랜드 틱톡 바이럴을 통한 인지도 제고 중. 로레알, 에스티로더와 같은 글로벌 브랜드사들이 틱톡샵 매출이 아마존/오프라인 채널 등으로 확장되는 해일로 효과를 강조한 점을 고려할때, 매우 고무적인 성과임. 한편, 기존 1위 고객사 A사는 과거 단일 SKU 의존도가 높았으나, 현재 신규 SKU 증가에 따라 매출 다변화 중. 또한, J사 오프라인 침투 확대로 주문량 증가했으며, 하반기 추가 SKU 생산 진행 가능할 것으로 전망됨.

② 미국 법인, 하반기는 EWL 내년은 EWL: EWLK는 작년 1위 고객사의 재고 조정 및 용기 선적 이슈가 해소되면서 2분기부터 회복세를 보였으며, 3분기 공장 가동률도 여전히 견조한 흐름 유지 중임. 해당 고객사는 전용 라인 보유하고 있고, 스킨케어 중심 매출로 마진율이 높음. EWL은 국내 주요 인디고객사 OTC 제품을 생산 중이며, 내년 상반기에는 신제품 수주가 다수 예정되어 있어 OTC 및 스킨케어 중심 성장 모멘텀 기대.

투자의견 BUY 및 목표주가 80,000원 유지

코스메카코리아에 대해 투자의견 BUY 및 목표주가 8만원 유지. 한국 법인은 작년 하반기 기존 고객사 리오더 지연 및 신제품 공백으로 부진했으나, 2분기부터 신형 브랜드의 약진과 신규 SKU 확대에 힘입어 긍정적인 수주 흐름을 이어가고 있음. 미국 법인은 EWLK의 3분기 공장 가동률이 여전히 견조하며, 내년에는 EWL의 글로벌 고객사 신규 수주 확대에 따른 안정적인 매출 모멘텀 지속될 것으로 전망됨. K부터 입점 확대 등을 감안시 인디 업황은 견조한 흐름을 이어나갈 것으로 전망함.

Forecast earnings & Valuation

	2023.12	2024.12	2025.12E	2026.12E	2027.12E
매출액(십억원)	471	524	584	642	707
YoY(%)	17.9	11.4	11.4	10.0	10.0
영업이익(십억원)	49	60	77	87	97
OP 마진(%)	10.4	11.5	13.2	13.6	13.7
순이익(십억원)	34	54	56	65	73
EPS(원)	2,090	4,007	4,221	4,827	5,454
YoY(%)	740.3	91.8	5.3	14.4	13.0
PER(배)	17.4	13.8	15.3	13.3	11.8
PCR(배)	6.4	7.6	8.1	7.5	7.7
PBR(배)	2.3	2.7	2.6	2.2	1.9
EV/EBITDA(배)	8.0	9.4	7.7	6.6	5.4
ROE(%)	14.1	22.1	18.8	17.9	17.1



화장품/음식료 권우정

3771-9082

20240006@iprovest.com

[도표 66] 코스메카코리아 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25F	4Q25F	23	24	25F
매출액	125.6	143.8	126.6	128.3	118.4	161.7	152.9	151.0	470.7	524.3	584.0
1. 한국	68.8	94.6	82.5	82.8	74.3	110.0	98.0	98.3	268.6	328.7	380.6
2. 미국	52.6	46.0	41.1	42.2	42.5	57.5	53.0	51.9	207.0	181.9	204.9
3. 중국	12.2	10.7	9.3	8.2	8.8	8.6	9.4	8.3	50.4	40.4	35.1
YoY	8.3%	24.3%	8.8%	4.6%	-5.8%	12.5%	20.7%	17.7%	17.9%	11.4%	11.4%
1. 한국	4.3%	41.9%	24.3%	18.8%	8.1%	16.2%	18.8%	18.8%	18.1%	22.3%	15.8%
2. 미국	14.2%	-6.7%	-24.4%	-26.3%	-19.1%	25.0%	28.7%	22.9%	36.3%	-12.1%	12.6%
3. 중국	-5.1%	-3.5%	-25.5%	-41.2%	-28.0%	-20.0%	1.0%	1.0%	6.6%	-19.8%	-13.3%
영업이익	13.7	18.1	15.2	13.3	12.3	23.0	21.4	20.3	49.2	60.4	77.0
1. 한국	7.4	14.3	12.0	10.7	8.0	16.3	14.5	12.9	22.9	44.5	51.8
2. 미국	6.6	4.3	4.1	3.7	4.6	10.1	8.0	8.3	28.9	18.7	30.9
3. 중국	0.0	(0.1)	(0.3)	(0.7)	(0.6)	(1.1)	(0.5)	(0.5)	0.1	(1.1)	(2.7)
YoY	48.4%	62.1%	11.0%	-11.3%	-10.5%	27.2%	40.7%	52.1%	374.1%	22.8%	27.5%
1. 한국	61.9%	126.4%	153.3%	47.6%	8.3%	14.0%	20.8%	20.3%	198.0%	94.1%	16.4%
2. 미국	19.2%	-30.8%	-55.5%	-53.4%	-31.0%	133.5%	96.5%	122.9%	188.5%	-35.2%	65.1%
3. 중국	-105.0%	-81.0%	-155.1%	-234.5%	-3623.1%	967.9%	88.7%	-30.2%	TB	TR	CR
OPM	10.9%	12.6%	12.0%	10.4%	10.4%	14.2%	14.0%	13.4%	10.4%	11.5%	13.2%
1. 한국	10.8%	15.2%	14.5%	12.9%	10.8%	14.9%	14.8%	13.1%	8.5%	13.5%	13.6%
2. 미국	12.6%	9.4%	9.9%	8.8%	10.8%	17.5%	15.1%	15.9%	14.0%	10.3%	15.1%
3. 중국	0.1%	-1.0%	-2.8%	-8.7%	-6.8%	-13.2%	-5.3%	-6.0%	0.2%	-2.6%	-7.8%
세전이익	16.3	19.5	11.1	20.7	11.6	16.7	20.5	21.9	46.1	67.6	70.6
YoY	71.9%	73.7%	-24.3%	92.9%	-29.1%	-14.6%	84.5%	5.9%	623.4%	46.6%	4.4%
(지배)순이익	8.8	13.7	8.5	11.8	7.6	9.3	13.6	14.5	22.3	42.8	45.1
YoY	96.5%	132.1%	16.5%	153.5%	-13.4%	-32.0%	60.5%	23.0%	740.3%	91.8%	5.3%
NPM	7.0%	9.5%	6.7%	9.2%	6.4%	5.8%	8.9%	9.6%	4.7%	8.2%	7.7%

자료: 교보증권 리서치센터

[코스메카코리아 241710]

포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	471	524	584	642	707
매출원가	364	400	445	490	539
매출총이익	107	125	139	153	168
매출총이익률 (%)	22.8	23.7	23.7	23.7	23.7
판매비와관리비	58	64	62	66	66
영업이익	49	60	77	87	97
영업이익률 (%)	10.4	11.5	13.2	13.5	13.8
EBITDA	66	78	95	105	115
EBITDA Margin (%)	14.0	14.9	16.2	16.3	16.3
영업외손익	-3	7	-6	-6	-6
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	3	11	8	11	22
금융비용	-7	-4	-5	-5	-6
기타	1	0	-10	-12	-22
법인세비용차감전순손익	46	68	71	81	91
법인세비용	12	14	14	16	18
계속사업순손익	34	54	56	65	73
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	34	54	56	65	73
당기순이익률 (%)	7.2	10.2	9.7	10.0	10.3
비지배자분순이익	12	11	11	13	15
지배자분순이익	22	43	45	52	58
지배순이익률 (%)	4.7	8.2	7.7	8.0	8.2
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	1	13	13	13	13
포괄순이익	35	67	69	78	86
비지배자분포괄이익	12	18	19	21	23
지배자분포괄이익	23	49	51	57	63

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

현금흐름표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	42	69	140	81	96
당기순이익	34	54	56	65	73
비현금항목의 가감	38	35	34	35	26
감가상각비	14	14	16	17	18
외환손익	0	-6	-4	-4	-4
자본법평가손익	0	0	0	0	0
기타	24	26	22	21	12
자산부채의 증감	-22	-3	64	-4	3
기타현금흐름	-8	-16	-15	-14	-6
투자활동 현금흐름	-22	-53	-30	-30	-25
투자자산	0	0	0	0	0
유형자산	-19	-49	-25	-25	-20
기타	-4	-4	-5	-5	-5
재무활동 현금흐름	-13	2	10	20	20
단기차입금	-9	19	19	19	19
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	11	5	5	5	5
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
현금배당	0	-1	-1	-1	-1
기타	-15	-21	-13	-3	-3
현금의 증감	7	21	160	219	799
기초 현금	26	33	54	214	433
기말 현금	33	54	214	433	1,232
NOPLAT	36	48	62	69	78
FCF	12	14	118	58	78

자료: 코스메카코리아, 교보증권 리서치센터

재무상태표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	221	255	354	578	1,377
현금및현금성자산	33	54	214	433	1,232
매출채권 및 기타채권	113	117	123	128	128
재고자산	66	67	0	0	0
기타유동자산	10	17	17	17	17
비유동자산	211	262	270	277	279
유형자산	153	196	205	213	216
관계기업투자금	1	1	1	1	1
기타금융자산	1	2	2	2	2
기타비유동자산	55	64	62	61	61
자산총계	433	518	624	855	1,656
유동부채	155	171	185	209	233
매입채무 및 기타채무	59	56	60	64	69
차입금	57	78	98	117	136
유동성채무	21	10	0	0	0
기타유동부채	18	27	27	28	28
비유동부채	36	40	69	206	902
차입금	28	26	31	36	41
사채	0	0	0	0	0
기타비유동부채	8	14	39	170	861
부채총계	190	210	254	414	1,135
지배자분	170	218	262	313	370
자본금	5	5	5	5	5
자본잉여금	58	69	69	69	69
이익잉여금	100	132	176	227	284
기타자본변동	0	0	0	0	0
비지배자분	73	89	107	128	151
자본총계	242	308	370	441	521
총차입금	107	120	159	315	1,030

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

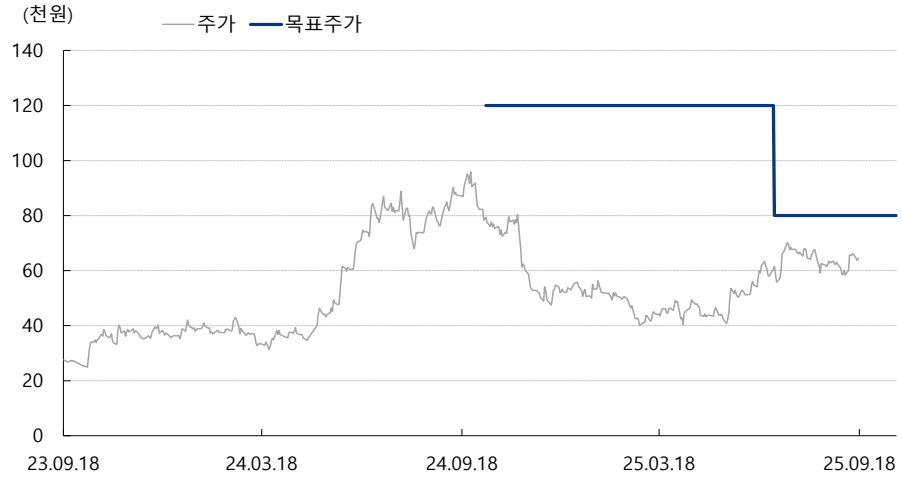
12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	2,090	4,007	4,221	4,827	5,454
PER	17.4	13.8	15.3	13.3	11.8
BPS	15,874	20,450	24,572	29,298	34,652
PBR	2.3	2.7	2.6	2.2	1.9
EBITDAPS	6,173	7,318	8,851	9,791	10,798
EV/EBITDA	8.0	9.4	7.7	6.6	5.4
SPS	44,075	49,094	54,678	60,145	66,160
PSR	0.8	1.1	1.2	1.1	1.0
CFPS	1,137	1,350	11,016	5,469	7,345
DPS	0	100	100	100	100

재무비율

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
성장성					
매출액 증가율	17.9	11.4	11.4	10.0	10.0
영업이익 증가율	374.1	22.8	27.5	12.5	12.4
순이익 증가율	464.5	58.4	5.1	14.4	13.0
수익성					
ROIC	12.3	15.0	19.6	24.0	26.7
ROA	5.4	9.0	7.9	7.0	4.6
ROE	14.1	22.1	18.8	17.9	17.1
안정성					
부채비율	78.6	68.4	68.8	94.0	217.7
순차입금비율	24.7	23.2	25.5	36.8	62.2
이자보상배율	12.2	18.9	21.5	20.5	20.0

코스메카코리아 최근 2년간 목표주가 변동추이



최근 2년간 목표주가 및 괴리율 추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율		일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
2024.10.10	매수	120,000	(36.31)	(33.00)					
2024.11.11	매수	120,000	(49.13)	(33.00)					
2025.01.15	매수	120,000	(51.38)	(33.00)					
2025.02.23	매수	80,000	(39.97)	(20.75)					
2025.07.02	매수	80,000	(33.71)	(12.25)					
2025.09.18	매수	80,000							

자료: 교보증권 리서치센터

Compliance Notice

이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

이 조사항목은 당사 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 이 조사항목은 투자참고자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 이 조사항목의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.

당사 리서치센터 연구원은 고객에게 카카오톡 메신저 등으로 개별 접촉하지 않습니다. 당사 연구원 사칭 사기 등에 주의하시기 바랍니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 전일기준 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 추천종목은 전일기준 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항

기준일자: 2025.06.30

구분	Buy(매수)	Trading Buy(매수)	Hold(보유)	Sell(매도)
비율	95.9	3.4	0.7	0.0

[업종 투자의견]

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

Neutral(중립): 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음

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

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

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

Company Analysis



삼양식품 003230

Sep 18, 2024

CAPA 확대, 성장 열차 출발

BUY

유지

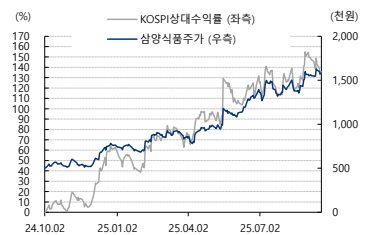
TP 1,860,000 원

상향

Company Data

현재가(09/17)	1,578,000 원
액면가(원)	5,000 원
52 주 최고가(보통주)	1,630,000 원
52 주 최저가(보통주)	502,000 원
KOSPI (09/17)	3,413.40p
KOSDAQ (09/17)	845.53p
자본금	377 억원
시가총액	118,871 억원
발행주식수(보통주)	753 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래량(60 일)	3.7 만주
평균거래대금(60 일)	575 억원
외국인지분(보통주)	18.89%
주요주주	
삼양라운드스퀘어 외 6 인	44.98%
국민연금공단	9.58%

Price & Relative Performance



주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	14.3	70.4	209.4
상대주가	8.1	30.3	133.5

CAPA 확대, 성장 열차 출발

2025년 매출액 및 영업이익을 각각 2.4조원(YoY 41%), 5.7천억원(YoY 64%)으로 추정. 밀양 2공장 CAPA 가동률은 예상보다 빠르게 상승 중이며, 3분기 말 50% → 25년 말 70% 전망.

① CAPA 증설은 곧 매출 증가: 밀양 제2공장 가동 물량을 기 미국 내 에스닉/타깃/크로거/코스트코 중심 공급 확대 예정임. 기존 물량 부족으로 원활한 공급이 어려웠음. 중국 또한 물량 부족으로 기존 거래선 불만이 컸던 상황이나, 3분기 부터는 2,3선 도시 확장 및 밴더 협업 강화가 추진될 전망이다. 유럽은 2분기 영국 테스코에 입점했으나, 현재 입점률은 20~30% 수준에 불과해 확대 여력 큼. 또한, 신규 국가 커버리지 확대 지속할 전망이다.

② 소스 카테고리 확대 중: 최근 Next 라면 카테고리로 소스 사업 확대 중. 사업 초기 단계로 마케팅비 투입으로 아직은 수익성이 낮으나, 제품 수익성은 라면보다 높아 중장기적으로 이익 기여도 확대 전망.

③ 글로벌 트렌드 세터로 전환 가속화: 작년 하반기 미국 주요 메인스트림 매대에서 삼양식품은 아시아 매대 → 메인 매대로 이동한 반면, 일본 경쟁사 닛산은 메인 매대 → 아시아 매대로 밀려남. 이는 불닭볶음면의 글로벌 위상이 달라졌음을 보여주며, 삼양식품이 글로벌 라면 트렌드를 선도하고 있음을 입증함. 최근 케데헌 효과와 맞물리며 K라면 수요 견조할 것으로 전망.

투자의견 BUY 유지 및 목표주가 1,860,000원으로 상향

삼양식품에 대한 투자의견 BUY 유지 및 목표주가는 기존 177만원에서 186만원으로 상향 조정. 이는 밀양 제2공장 가동률 가정 상향에 따른 이익 추정치 상향 및 기간 조정을 반영한 것이며, Target P/E는 기존과 동일한 12MF 25배를 적용함.

Forecast earnings & Valuation

	2023.12	2024.12	2025.12E	2026.12E	2027.12E
매출액(십억원)	1,193	1,728	2,438	3,095	4,023
YoY (%)	31.2	44.9	41.1	26.9	30.0
영업이익(십억원)	148	345	566	777	1,022
OP 마진 (%)	12.4	20.0	23.2	25.1	25.4
순이익(십억원)	127	271	431	597	783
EPS(원)	16,761	36,106	57,167	79,250	103,999
YoY (%)	58.2	115.4	58.3	38.6	31.2
PER(배)	12.9	21.2	27.6	19.9	15.2
PCR(배)	8.0	14.0	12.2	8.9	7.0
PBR(배)	2.9	7.1	9.7	6.6	4.7
EV/EBITDA(배)	9.6	14.8	18.9	13.4	9.6
ROE (%)	24.8	39.4	42.2	39.6	36.0



화장품/음식료 권우정

3771-9082

20240006@iprovest.com

[도표 67] 삼양식품 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25F	4Q25F	23	24	25F	26F
매출액	385.7	424.4	439.0	478.9	529.0	553.1	615.9	740.0	1,192.9	1,728.0	2,437.9	3,094.6
1. 국내	96.8	92.3	97.9	105.2	105.0	112.9	104.7	112.5	383.6	392.1	435.2	439.6
2. 해외	289.0	332.1	341.1	373.7	424.0	440.2	511.2	627.4	809.3	1,335.9	2,002.7	2,655.1
YoY	57.1%	48.7%	30.9%	46.6%	37.1%	30.3%	40.3%	54.5%	31.2%	44.9%	41.1%	26.9%
1. 국내	10.4%	-3.3%	2.5%	0.1%	8.5%	22.3%	7.0%	7.0%	26.5%	2.2%	11.0%	1.0%
2. 해외	83.0%	74.9%	42.2%	68.5%	46.7%	32.5%	49.9%	67.9%	33.6%	65.1%	49.9%	32.6%
영업이익	80.1	89.5	87.3	87.7	134.0	120.1	131.5	180.9	147.5	344.6	566.5	776.5
YoY	235.8%	103.1%	101.0%	142.4%	67.2%	34.2%	50.6%	106.3%	63.2%	133.6%	64.4%	37.1%
OPM	20.8%	21.1%	19.9%	18.3%	25.3%	21.7%	21.4%	24.4%	12.4%	19.9%	23.2%	25.1%
세전이익	84.2	92.3	79.5	95.7	135.0	104.9	119.5	189.3	156.3	351.6	548.7	784.5
YoY	222.7%	117.0%	73.7%	128.1%	60.3%	13.6%	50.3%	97.8%	53.3%	124.9%	56.0%	43.0%
지배순이익	66.5	70.5	58.9	76.1	99.1	84.5	95.8	151.8	126.6	272.0	430.6	597.0
YoY	197.9%	102.4%	55.9%	142.9%	49.0%	19.8%	62.8%	99.5%	57.7%	114.9%	58.3%	38.6%
NPM	17.2%	16.6%	13.4%	15.9%	18.7%	15.3%	15.6%	20.5%	10.6%	15.7%	17.7%	19.3%

자료: 교보증권 리서치센터

[삼양식품 003230]

포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	1,193	1,728	2,438	3,095	4,023
매출원가	776	1,005	1,414	1,795	1,795
매출총이익	417	723	1,024	1,300	2,228
매출총이익률 (%)	34.9	41.9	42.0	42.0	55.4
판매비와관리비	269	379	457	523	1,207
영업이익	148	345	566	777	1,022
영업이익률 (%)	12.4	19.9	23.2	25.1	25.4
EBITDA	180	391	607	813	1,054
EBITDA Margin (%)	15.1	22.6	24.9	26.3	26.2
영업외손익	9	7	-18	8	8
관계기업손익	6	0	0	0	0
금융수익	6	10	27	45	68
금융비용	-12	-29	-35	-36	-37
기타	10	25	-10	-1	-23
법인세비용차감전순이익	156	352	549	784	1,029
법인세비용	30	80	118	187	246
계속사업순이익	127	271	431	597	783
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	127	271	431	597	783
당기순이익률 (%)	10.6	15.7	17.7	19.3	19.5
비지배지분순이익	0	-1	0	0	0
지배지분순이익	126	272	431	597	783
지배순이익률 (%)	10.6	15.7	17.7	19.3	19.5
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-2	-1	-1	-1	-1
포괄순이익	124	271	430	596	782
비지배지분포괄이익	0	-1	-1	-2	-2
지배지분포괄이익	124	271	431	598	785

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

현금흐름표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	168	358	479	645	837
당기순이익	127	271	431	597	783
비현금항목의 가감	77	139	164	212	244
감가상각비	32	46	41	36	32
외환손익	1	-13	-15	-15	-15
자본법평가손익	0	0	0	0	0
기타	44	106	138	190	227
자산부채의 증감	-8	-7	-3	1	11
기타현금흐름	-28	-45	-112	-165	-201
투자활동 현금흐름	-24	-214	9	9	10
투자자산	22	-2	0	0	0
유형자산	-45	-228	0	0	0
기타	-1	16	9	9	10
재무활동 현금흐름	-20	-35	116	-20	-20
단기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	25	25	25	25
장기차입금	8	-20	0	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
현금배당	-12	-19	-25	-25	-25
기타	-17	-20	116	-20	-20
현금의 증감	122	116	598	631	826
기초 현금	97	219	335	933	1,564
기말 현금	219	335	933	1,564	2,390
NOPLAT	119	266	445	591	777
FCF	99	76	482	628	820

자료: 삼양식품, 교보증권 리서치센터

재무상태표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	497	682	1,310	1,959	2,785
현금및현금성자산	219	335	933	1,564	2,390
매출채권 및 기타채권	81	138	152	161	161
재고자산	142	148	163	171	171
기타유동자산	55	61	62	62	62
비유동자산	673	913	872	836	803
유형자산	543	748	707	671	639
관계기업투자금	3	3	3	3	3
기타금융자산	7	13	13	13	13
기타비유동자산	119	149	149	149	149
자산총계	1,170	1,595	2,182	2,795	3,589
유동부채	402	492	643	651	651
매입채무 및 기타채무	175	246	261	269	269
차입금	76	78	78	78	78
유동성채무	91	25	161	161	161
기타유동부채	60	144	144	144	144
비유동부채	192	274	299	324	349
차입금	141	211	211	211	211
사채	0	0	25	49	74
기타비유동부채	51	64	64	64	64
부채총계	594	767	942	975	999
지배지분	565	817	1,223	1,795	2,554
자본금	38	38	38	38	38
자본잉여금	11	11	11	11	11
이익잉여금	522	770	1,176	1,748	2,507
기타자본변동	-7	-7	-7	-7	-7
비지배지분	12	11	17	25	35
자본총계	577	828	1,240	1,820	2,589
총차입금	335	356	517	542	567

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

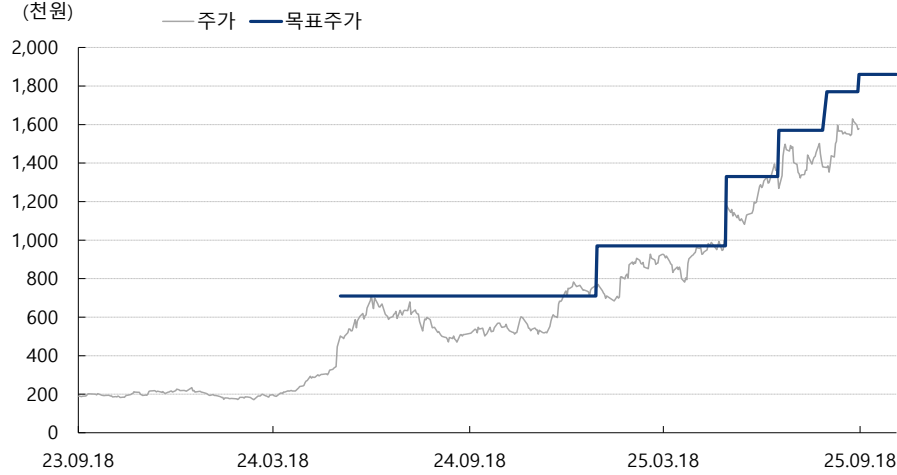
12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	16,761	36,106	57,167	79,250	103,999
PER	12.9	21.2	27.6	19.9	15.2
BPS	74,979	108,436	162,336	238,318	339,050
PBR	2.9	7.1	9.7	6.6	4.7
EBITDAPS	23,851	51,851	80,618	107,886	139,869
EV/EBITDA	9.6	14.8	18.9	13.4	9.6
SPS	158,358	229,392	323,634	410,811	534,055
PSR	1.4	3.3	4.9	3.8	3.0
CFPS	13,117	10,090	63,985	83,428	108,860
DPS	2,100	3,300	3,300	3,300	3,300

재무비율

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
성장성					
매출액 증가율	31.2	44.9	41.1	26.9	30.0
영업이익 증가율	63.2	133.6	64.4	37.1	31.6
순이익 증가율	57.7	114.3	58.8	38.6	31.2
수익성					
ROIC	19.8	37.8	58.2	80.2	109.9
ROA	12.1	19.7	22.8	24.0	24.5
ROE	24.8	39.4	42.2	39.6	36.0
안정성					
부채비율	102.9	92.6	76.0	53.6	38.6
순차입금비율	28.7	22.3	23.7	19.4	15.8
이자보상배율	12.1	23.9	27.1	35.4	44.6

삼양식품 최근 2년간 목표주가 변동추이



최근 2년간 목표주가 및 괴리율 추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율		일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
2024.05.20	매수	710,000	(15.02)	0.28	2025.09.17	매수	1,860,000		
2024.08.16	매수	710,000	(19.90)	0.28					
2024.10.28	매수	710,000	(20.16)	0.28					
2024.11.15	매수	710,000	(17.03)	10.28					
2025.01.15	매수	970,000	(25.81)	(20.62)					
2025.02.06	매수	970,000	(12.78)	(0.93)					
2025.04.20	매수	1,020,000	(5.63)	(2.06)					
2025.05.16	매수	1,330,000	(15.14)	(12.86)					
2025.06.02	매수	1,330,000	(8.45)	4.89					
2025.07.04	매수	1,570,000	(9.76)	(4.33)					
2025.08.18	매수	1,770,000	(13.87)	(7.91)					

자료: 교보증권 리서치센터

Compliance Notice

이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

이 조사항목은 당사 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 이 조사항목은 투자참고자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 이 조사항목의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.

당사 리서치센터 연구원은 고객에게 카카오톡 메신저 등으로 개별 접촉하지 않습니다. 당사 연구원 사칭 사기 등에 주의하시기 바랍니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 전일기준 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 추천종목은 전일기준 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항

기준일자: 2025.06.30

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

[업종 투자의견]

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

Neutral(중립): 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음

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

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

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

Company Analysis

KT&G 033780

Sep 18, 2025

본업도, 주주환원도 Good!

BUY

유지

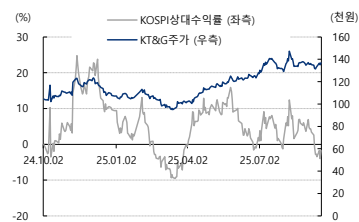
TP 170,000 원

상향

Company Data

현재가(09/17)	136,800 원
액면가(원)	5,000 원
52 주 최고가(보통주)	147,200 원
52 주 최저가(보통주)	95,000 원
KOSPI (09/17)	3,413.40p
KOSDAQ (09/17)	845.53p
자본금	9,550 억원
시가총액	166,981 억원
발행주식수(보통주)	11,987 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래량(60 일)	34.3 만주
평균거래대금(60 일)	465 억원
외국인지분(보통주)	40.94%
주요주주	
국민연금공단	8.16%
First Eagle Investment Management, LLC	8.01%

Price & Relative Performance



주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	2.3	42.1	22.7
상대주가	-3.3	8.6	-7.4

본업도, 주주환원도 Good!

2025년 연결 매출액 및 영업이익을 6.3조원(YoY 7%), 1.35조원(YoY 14%)으로 추정.

① 탄탄한 해외결연: KT&G의 해외결연 매출액은 2023년~2025년F 연 평균 29% 성장 추정. 수량/가격 모두 견조한 성장 지속 중. 과거 Q 중심 성장에 집중했으나, 최근 해외 영업조직 재정비를 통해 적극적인 프라이싱 전략 진행 중이며, 여전히 가격 인상 여력도 존재함. 동시에 진입 국가 내 커버리지 확대와 마케팅/유통/프로모션 강화로 Q 성장도 진행 중. 이러한 P/Q 동반 성장으로 결연 내 해외 비중은 21년 32% → 2Q25 53%까지 확대. 또한, 25년 4월 카자흐 공장이 완공되었으며, 내년 초 인니 공장도 완공 예정임. 해외 생산 비중은 현재 30% → 27년 50% 수준까지 높아질 전망이며, 중장기적으로는 해외 현지 원부재료 소싱 전환, 물류비 절감, 관세 절감 등을 통해 원가율 개선이 기대됨.

② 탄탄한 주주환원: KT&G는 해외 중심 본업 모멘텀 외에도 강력한 주주환원 정책을 실시 중. 중간 배당을 1,400원(YoY +200원, 총 배당액 1,499억원)을 지급했으며, 올해 총 6천억원 내외 현금 배당 예상됨. 또한, 3천억원 규모의 자사주 매입 및 즉시 소각을 완료했으며, 3분기 이후 추가 자사주 매입 및 소각 예정임. 을지로 타워, 남대문 호텔 등 비핵심자산 매각을 통해 주주환원 재원 확보 예정이며, 단순 DPS 상향뿐만 아니라 배당 수익률/배당성장 관리 기조도 지속할 방침.

투자의견 BUY 유지 및 목표주가 170,000원으로 상향

KT&G에 대한 투자의견 BUY 유지 및 목표주가 170,000원으로 상향. 목표주가는 12MF EPS에 Target P/E 15배 적용. 동사는 해외결연 성장과 주주환원 외에도 기대해볼 만한 모멘텀 다수 존재함. 국내 사업은 소비쿠폰 효과로 동사 NGP디바이스 판매량이 경쟁사 대비 월등히 앞선 것으로 파악되며, 이는 곧 M/S 확대를 의미. 또한, 스틱 판매량도 과거 소비쿠폰 지급 시기에 견조했음. 해외NGPD 올해 하반기~내년 초 신규 플랫폼 출시를 통해 성장 동력을 확보할 전망이다. 니코틴파우치 등 신규 카테고리 진출도 다각도로 검토 중이며, 직접 개발, 외부기업 인수, 파트너사 협업 등으로 확대할 계획임.

Forecast earnings & Valuation

	2023.12	2024.12	2025.12E	2026.12E	2027.12E
매출액(십억원)	5,863	5,909	6,345	6,662	6,995
YoY(%)	0.2	0.8	7.4	5.0	5.0
영업이익(십억원)	1,167	1,189	1,347	1,454	1,569
OP 마진(%)	19.9	20.1	21.2	21.8	22.4
순이익(십억원)	922	1,165	1,041	1,308	1,411
EPS(원)	6,615	8,975	8,499	10,713	11,558
YoY(%)	-10.6	35.7	-5.3	26.1	7.9
PER(배)	13.1	11.9	16.1	12.8	11.8
PCR(배)	8.2	9.2	11.0	9.2	8.5
PBR(배)	1.3	1.5	1.7	1.6	1.5
EV/EBITDA(배)	7.6	9.1	10.3	9.3	8.3
ROE(%)	9.8	12.7	11.0	13.0	13.0



화장품/음식료 권우정

3771-9082

20240006@iprovest.com

[도표 68] KT&G 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25F	4Q25F	23	24	25F
매출액	1,292.3	1,423.8	1,635.3	1,557.1	1,491.1	1,547.9	1,720.7	1,585.0	5,862.6	5,908.5	6,344.8
1. 담배	856.6	989.8	1,047.8	1,012.0	988.0	1,090.6	1,138.3	1,076.6	3,612.3	3,906.2	4,293.5
NGP	176.3	197.7	193.2	216.7	159.0	196.1	203.7	213.6	779.4	783.9	772.3
1) 국내	130.1	137.3	156.6	135.0	138.5	140.1	167.6	144.5	519.4	559.0	590.6
2) 해외	46.2	60.4	36.6	81.7	20.5	56.0	36.1	69.1	260.0	224.9	181.7
컬렌	674.7	788.0	850.6	786.0	822.7	877.3	928.7	857.0	2,810.6	3,099.3	3,485.7
1) 국내	382.9	428.9	430.9	406.5	373.6	408.3	413.6	392.8	1,678.0	1,649.2	1,588.3
2) 해외	291.8	359.1	419.7	379.5	449.1	469.0	515.0	464.3	1,132.8	1,450.1	1,897.4
2. 건기식	308.4	264.8	405.8	322.3	314.4	220.6	394.0	318.4	1,393.8	1,301.3	1,247.4
3. 부동산	45.2	80.5	98.5	137.1	100.4	143.7	100.0	100.0	552.9	361.3	444.1
YoY	-7.4%	6.6%	-3.2%	8.0%	15.4%	8.7%	5.2%	1.8%	0.2%	0.8%	7.4%
1. 담배	-0.1%	11.5%	7.7%	13.2%	15.3%	10.2%	8.6%	6.4%	1.1%	8.1%	9.9%
2. 건기식	-19.7%	1.5%	-1.7%	-4.1%	1.9%	-16.7%	-2.9%	-1.2%	0.4%	-6.6%	-4.1%
3. 부동산	-46.1%	-29.2%	-56.2%	5.1%	122.1%	78.5%	50.0%	-27.1%	-9.0%	-34.7%	22.9%
영업이익	236.6	321.5	415.7	208.5	285.6	349.9	448.4	262.8	1,167.3	1,182.2	1,346.6
YoY	-25.3%	30.6%	2.2%	5.3%	20.7%	8.8%	7.9%	26.1%	-7.9%	1.3%	13.9%
1. 담배	206.6	316.4	333.0	223.5	252.9	321.8	365.2	241.0	977.0	1,079.5	1,180.9
2. 건기식	23.0	-1.0	68.8	5.6	18.2	6.2	67.0	5.3	117.1	96.4	96.7
3. 부동산	2.6	2.9	12.7	-22.7	10.4	17.7	15.0	15.0	69.1	-4.5	58.1
OPM	18.3%	22.6%	25.4%	13.4%	19.2%	22.6%	26.1%	16.6%	19.9%	20.0%	21.2%
1. 담배	24.1%	32.0%	31.8%	22.1%	25.6%	29.5%	32.1%	22.4%	27.0%	27.6%	27.9%
2. 건기식	7.5%	-0.4%	17.0%	1.7%	5.8%	2.8%	17.0%	1.7%	8.4%	7.4%	6.9%
3. 부동산	5.8%	3.6%	12.9%	-16.6%	10.4%	12.3%	15.0%	15.0%	12.5%	-1.2%	13.1%
세전이익	367.6	431.7	317.3	425.3	337.4	189.0	339.0	500.0	1,248.4	1,541.9	1,365.4
YoY	-6.4%	56.6%	-30.9%	252.8%	-8.2%	-56.2%	6.8%	17.6%	-12.7%	23.5%	-11.4%
(지배)순이익	285.2	317.0	239.6	304.0	255.6	143.3	258.0	380.4	902.7	1,145.8	1,037.4
YoY	5.4%	57.8%	-23.6%	158.7%	-10.4%	-54.8%	7.7%	25.1%	-11.1%	26.9%	-9.5%
NPM	22.1%	22.3%	14.7%	19.5%	17.1%	9.3%	15.0%	24.0%	15.4%	19.4%	16.3%

자료: 교보증권 리서치센터

[KT&G 033780]

포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	5,863	5,909	6,345	6,662	6,995
매출원가	3,054	3,007	3,229	3,390	3,560
매출총이익	2,808	2,902	3,116	3,272	3,436
매출총이익률 (%)	47.9	49.1	49.1	49.1	49.1
판매비와관리비	1,641	1,713	1,770	1,818	1,867
영업이익	1,167	1,189	1,347	1,454	1,569
영업이익률 (%)	19.9	20.1	21.2	21.8	22.4
EBITDA	1,408	1,439	1,561	1,645	1,780
EBITDA Margin (%)	24.0	24.4	24.6	24.7	25.4
영업외손익	81	377	19	262	282
관계기업손익	10	19	19	19	19
금융수익	139	165	177	202	222
금융비용	-68	-92	-93	-95	-97
기타	0	284	-84	136	138
법인세비용차감전순이익	1,248	1,566	1,365	1,716	1,851
법인세비용	319	394	325	408	440
계속사업순이익	930	1,172	1,041	1,308	1,411
중단사업순이익	-7	-7	0	0	0
당기순이익	922	1,165	1,041	1,308	1,411
당기순이익률 (%)	15.7	19.7	16.4	19.6	20.2
비지배지분순이익	20	-1	3	0	0
지배지분순이익	903	1,166	1,037	1,308	1,411
지배순이익률 (%)	15.4	19.7	16.3	19.6	20.2
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-22	30	21	21	21
포괄순이익	901	1,195	1,061	1,328	1,432
비지배지분포괄이익	19	-1	-1	-1	-1
지배지분포괄이익	882	1,197	1,063	1,330	1,433

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

현금흐름표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	1,266	822	1,145	1,657	1,782
당기순이익	922	1,165	1,041	1,308	1,411
비현금항목의 가감	539	349	528	564	599
감가상각비	211	219	189	164	182
외환손익	5	-327	-37	-37	-37
자본법평가손익	-10	-19	-19	-19	-19
기타	333	476	395	456	472
자산부채의 증감	185	-365	-200	68	69
기타현금흐름	-380	-326	-223	-283	-297
투자활동 현금흐름	-848	-530	69	-15	-315
투자자산	-284	11	-4	-4	-4
유형자산	-473	-768	0	-200	-500
기타	-92	226	73	189	189
재무활동 현금흐름	-776	-293	-1,394	-831	-828
단기차입금	0	0	0	0	0
사채	329	608	40	42	45
장기차입금	24	300	11	11	12
자본의 증가(감소)	0	0	-17	0	0
현금배당	-776	-799	-823	-583	-583
기타	-352	-402	-605	-302	-302
현금의 증감	-369	104	333	751	582
기초 현금	1,401	1,032	1,136	1,469	2,219
기말 현금	1,032	1,136	1,469	2,219	2,802
NOPLAT	869	890	1,026	1,108	1,196
FCF	823	7	1,041	1,168	976

자료: KT&G, 교보증권 리서치센터

재무상태표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	6,418	7,176	7,887	8,638	9,220
현금및현금성자산	1,032	1,136	1,469	2,219	2,802
매출채권 및 기타채권	1,772	1,895	1,977	1,977	1,977
재고자산	2,764	3,101	3,287	3,287	3,287
기타유동자산	851	1,044	1,154	1,154	1,154
비유동자산	6,354	6,749	6,554	6,622	6,971
유형자산	2,096	2,664	2,475	2,512	2,829
관계기업투자금	471	482	506	529	552
기타금융자산	2,229	2,370	2,370	2,370	2,370
기타비유동자산	1,557	1,232	1,203	1,212	1,219
자산총계	12,772	13,925	14,441	15,260	16,191
유동부채	2,672	3,143	3,170	3,198	3,227
매입채무 및 기타채무	2,323	2,336	2,353	2,372	2,391
차입금	62	288	288	288	288
유동성채무	46	184	194	203	213
기타유동부채	241	335	335	335	335
비유동부채	805	1,424	1,475	1,531	1,593
차입금	147	214	225	236	248
사채	323	808	848	891	935
기타비유동부채	335	402	401	404	410
부채총계	3,478	4,567	4,644	4,729	4,821
지배지분	9,174	9,239	9,672	10,397	11,225
자본금	955	955	938	938	938
자본잉여금	534	535	535	535	535
이익잉여금	8,979	8,783	9,232	9,957	10,786
기타자본변동	-1,237	-1,031	-1,031	-1,031	-1,031
비지배지분	121	119	125	134	145
자본총계	9,295	9,358	9,796	10,531	11,370
총차입금	623	1,529	1,581	1,638	1,700

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

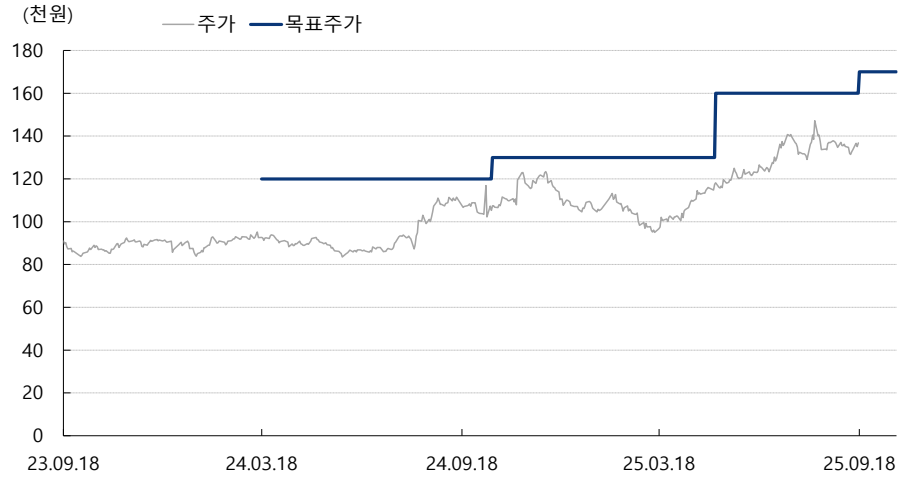
12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	6,615	8,975	8,499	10,713	11,558
PER	13.1	11.9	16.1	12.8	11.8
BPS	68,557	73,700	79,235	85,176	91,961
PBR	1.3	1.5	1.7	1.6	1.5
EBITDAPS	10,321	11,079	12,789	13,475	14,581
EV/EBITDA	7.6	9.1	10.3	9.3	8.3
SPS	42,963	45,491	51,980	54,579	57,307
PSR	2.0	2.4	2.6	2.5	2.4
CFPS	6,030	56	8,525	9,565	7,998
DPS	5,200	5,400	5,400	5,400	5,400

재무비율

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
성장성					
매출액 증가율	0.2	0.8	7.4	5.0	5.0
영업이익 증가율	-7.9	1.8	13.3	8.0	7.9
순이익 증가율	-8.3	26.3	-10.7	25.6	7.9
수익성					
ROIC	20.6	18.1	18.7	20.1	21.0
ROA	7.2	8.7	7.3	8.8	9.0
ROE	9.8	12.7	11.0	13.0	13.0
안정성					
부채비율	37.4	48.8	47.4	44.9	42.4
순차입금비율	4.9	11.0	11.0	10.7	10.5
이자보상배율	25.5	28.2	30.8	31.9	33.1

KT&G 최근 2년간 목표주가 변동추이



최근 2년간 목표주가 및 괴리율 추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율		일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
2024.03.18	매수	120,000	(24.01)	(21.75)	2025.06.02	매수	160,000	(22.77)	(14.13)
2024.04.22	매수	120,000	(24.21)	(21.75)	2025.07.10	매수	160,000	(20.17)	(12.06)
2024.05.10	매수	120,000	(26.07)	(21.75)	2025.08.08	매수	160,000	(18.53)	(8.00)
2024.07.15	매수	120,000	(25.63)	(21.00)	2025.09.18	매수	170,000		
2024.08.09	매수	120,000	(21.35)	(2.58)					
2024.10.16	매수	130,000	(16.02)	(14.15)					
2024.11.08	매수	130,000	(12.86)	(5.08)					
2025.01.15	매수	130,000	(13.56)	(5.08)					
2025.02.07	매수	130,000	(16.63)	(5.08)					
2025.04.21	매수	130,000	(12.04)	(9.62)					
2025.05.09	매수	160,000	(25.42)	(21.88)					

자료: 교보증권 리서치센터

Compliance Notice

이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

이 조사항목은 당사 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 이 조사항목은 투자참고자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 이 조사항목의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.

당사 리서치센터 연구원은 고객에게 카카오톡 메신저 등으로 개별 접촉하지 않습니다. 당사 연구원 사칭 사기 등에 주의하시기 바랍니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 전일기준 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 추천종목은 전일기준 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항

기준일자: 2025.06.30

구분	Buy(매수)	Trading Buy(매수)	Hold(보유)	Sell(매도)
비율	95.9	3.4	0.7	0.0

[업종 투자의견]

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

Neutral(중립): 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음

[기업 투자가격 및 투자등급]

향후 6개월 기준, 2015.6.1(Strong Buy 등급 삭제)
Buy(매수): KOSPI 대비 기대수익률 10% 이상
Hold(보유): KOSPI 대비 기대수익률 -10 ~ -10%

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