

음식료/화장품 (Positive)

차별화되는 음식료, 동조화되는 화장품



| C o n t e n t s |

Summary	03
I. 음식료: 이익의 질이 만드는 차별화	04
II. 화장품: 밸류체인 전반의 동조화	11
III. 음식료 기업분석	24
KT&G (033780) (Buy / TP 250,000원)	24
삼양식품 (003230) (Buy / TP 1,800,000원)	27
농심 (004370) (Buy / TP 550,000원)	30
오리온 (271560) (Buy / TP 180,000원)	33
CJ제일제당 (097950) (Buy / TP 260,000원)	37
롯데웰푸드 (280360) (Buy / TP 170,000원)	40
롯데칠성 (005300) (Hold / TP 110,000원)	43
빙그레 (005180) (Not Rated)	46
IV. 화장품 기업분석	49
에이피알 (278470) (Buy / TP 550,000원)	49
달바글로벌 (483650) (Buy / TP 290,000원)	52
LG생활건강 (051900) (Buy / TP 350,000원)	55
실리콘투 (257720) (Buy / TP 55,000원)	58
코스맥스 (192820) (Buy / TP 300,000원)	61
한국콜마 (161890) (Buy / TP 160,000원)	64
코스메카코리아 (241710) (Buy / TP 140,000원)	67
펄텍코리아 (251970) (Buy / TP 78,000원)	70

Summary

>> 음식료: 선별적 접근 필요

음식료 업종은 업종 전체의 방향보다 기업별 이익의 질이 중요해지는 구간에 진입했다. 해외에서 신규 수요를 창출하며 물량과 ASP·믹스를 함께 개선할 수 있는 기업과, 내수에서 가격 인상을 통해 원가 부담을 방어해야 하는 기업 간 실적과 밸류에이션 격차가 확대되고 있다. 실제 주가 역시 업종 전반의 리레이팅보다는 수출·해외 성장주 중심으로 차별화돼 왔다.

하반기에도 이러한 격차는 이어질 전망이다. 코코아·원당 가격 하락은 일부 제과업체에 긍정적이나 소맥·대두·팜유·알루미늄과 환율 부담은 여전히 높아 원가 환경을 업종 공통의 호재로 보기 어렵다. 내수 기업은 가격 인상 이후 판매량과 판촉비가 중요해지는 반면, 수출 기업은 해외 물량 성장과 가격·믹스 개선을 통해 원가 부담을 상대적으로 흡수하기 용이하다. 업종 평균보다 이익의 질에 따른 선별 접근을 제안하며, Top picks는 KT&G, 삼양식품, 롯데웰푸드다.

>> 화장품: 넓어지는 승자의 풀

K-Beauty의 성장은 이제 단순한 수출 호황을 넘어 시장 점유율 확대와 밸류체인 전반의 성장으로 확장되고 있다. 2026년 들어 높은 기저에도 화장품 수출의 절대 금액이 한 단계 높아졌고, 성장 지역도 미국에서 유럽 등으로 넓어지고 있다. 특히 미국에서는 전체 화장품 수입시장이 정체된 가운데 한국 점유율이 상승하고 있어, 현재 성장은 시장 자체의 호황보다 기존 경쟁사의 점유율을 가져오는 성격이 강하다.

산업 구조도 달라지고 있다. Amazon·TikTok에서 발견된 브랜드가 오프라인 리테일로 확장되고, 새로운 브랜드가 지속적으로 등장하면서 브랜드 생태계 자체가 넓어지고 있다. 이는 특정 브랜드뿐 아니라 다변화된 고객을 확보한 ODM·용기 업체와 여러 브랜드의 해외 진출을 지원하는 유통사까지 성장 기회를 확산시킨다. 브랜드 → 유통 → ODM → 용기로 이어지는 밸류체인 전반이 동조화되는 국면으로 판단한다. 다만 색조는 기초 대비 수출과 온라인 존재감이 약해 모든 카테고리가 동일하게 성장하는 것은 아니다. 실적 전망치의 추가 상향 가능성이 높다는 점에서 에이피알, 실리콘투를 Top picks로 제시한다.

I. 음식료: 이익의 질이 만드는 차별화

>> 차별화되는 이익의 질

2026년 2분기 음식료 10개사 합산 매출은 13.3조원, 영업이익은 1.21조원으로 각각 전년 대비 +10.5%, +19.0% 증가했다. 표면적으로는 양호한 분기다. 다만 영업이익 증가의 상당 부분은 삼양식품, KT&G, 농심, 롯데웰푸드, 빙그레의 고성장 또는 기저 효과에서 나왔다.

삼양식품은 매출 +39.3%, 영업이익 +46.7%로 업종 내 가장 강한 성장을 기록했다. 불닭 중심의 미주·중국 수요가 여전히 강했고, 고ASP 수출 제품 믹스가 마진을 지탱했다. KT&G는 매출 +9.9%, 영업이익 +18.5%로 해외 궤련 가격과 프리미엄 믹스 효과가 확인됐다. 오리온은 매출 +15.0%로 좋았지만 영업이익은 +9.2%에 그쳐 원재료 부담이 일부 남아 있었다. 농심은 영업이익 +47.6%로 회복폭이 컸으나, 일회성 성격의 미국 환급 효과를 제외하면 기초 체력은 컨센서스 부합 수준으로 보는 것이 적절하다.

반대로 CJ제일제당과 롯데칠성은 매출 증가에도 영업이익이 각각 -18.4%, -10.4% 감소했다. CJ제일제당은 바이오 개선에도 식품 수익성 약화가 부담이었고, 롯데칠성은 포장재·원액·해외 비용 부담이 컸다. 빙그레와 롯데웰푸드는 영업이익 증가율이 각각 +159.9%, +88.5%로 높았지만, 이는 내수 소비의 구조적 회복이라기보다 성수기 레버리지, 비용 개선, 낮은 기저, 해외 법인 개선의 조합으로 해석해야 한다.

수출 기업의 강점은 단순히 해외 매출 비중이 높다는 데 있지 않다. 해외에서 가격을 올리거나 고가 제품 비중을 높일 수 있고, 물량 성장까지 따라붙는다는 점이 핵심이다. 삼양식품은 불닭 수출 SKU의 가격·믹스가 유지됐고, KT&G는 해외 궤련 ASP와 고급 제품 비중이 개선됐다. 오리온과 농심은 현지 생산·지역 다변화가 운임 부담을 일부 완충한다.

내수 기업은 반대로 제품군별 가격 결정력이 분리됐다. 대표 생필품은 인상 저항이 크고, 가격을 올리더라도 판촉 확대나 판매량 둔화로 실효 판가 상승률이 낮아질 수 있다. 하반기 내수 기업의 관건은 가격 인상 발표가 아니라 인상 후 물량과 판촉비를 감안한 순판가다.

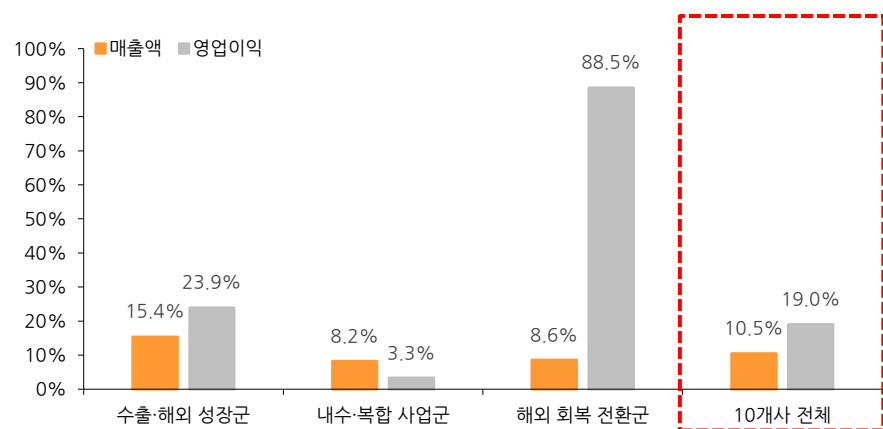
[표1] 음식료 10개사 특성별 구분

구분	기업	해석
수출·해외 성장군	KT&G·삼양식품·농심·오리온	물량, ASP, 믹스가 동반 개선
내수·복합 사업군	CJ제일제당·롯데칠성·빙그레·대신·풀무원	가격·비용 방어 중심, 이익 레버리지 제한
해외 회복 전환군	롯데웰푸드	인도·CS 개선 효과가 큼
10개사 전체	전체	평균보다 기업별 격차가 더 중요

주: 기업 분류는 2Q26 실적의 주된 성장 동인으로 구분

자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 기업별 2026년 2분기 실적 추이



주: 기업 분류는 2Q26 실적의 주된 성장 동인으로 구분

자료: 한화투자증권 리서치센터

>> 주가/밸류에이션: 업종 평균은 착시

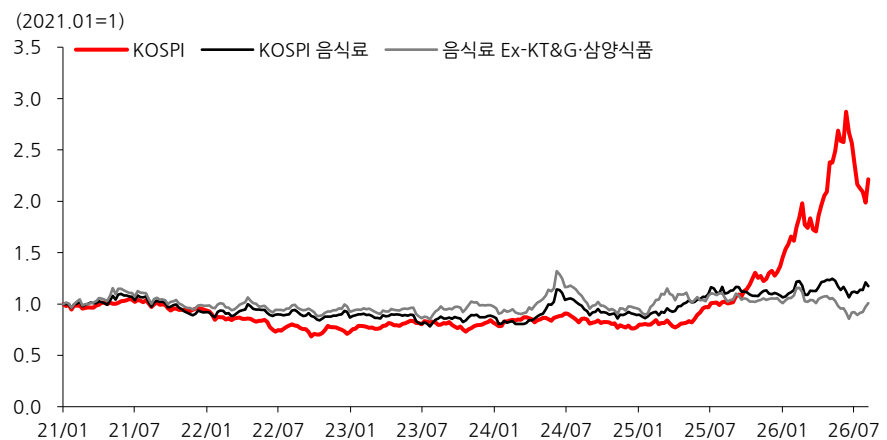
실적 격차는 주가에도 반영되어 있다. KOSPI 음식료 업종 지수는 2021년 1월 대비 +17.2% 상승했으나, KT&G와 삼양식품을 제외한 음식료 지수는 +0.8% 상승에 그쳤다. 같은 기간 KT&G는 +111.0%, 삼양식품은 +1,145.1% 상승했다. 음식료 업종의 장기 성과가 내수 음식료 전반의 리레이팅이 아니라 소수 수출·해외 성장주의 성과에 크게 의존해 왔다는 의미다.

2026년 연초 이후로도 같은 흐름이다. 음식료 업종 지수는 +6.7% 상승했지만, KT&G·삼양식품 제외 지수는 -4.7% 하락했다. 오리온(+25.6%)과 KT&G(+21.5%)가 양호했던 반면, 롯데칠성(-27.4%), 풀무원(-24.7%), 대상(-14.2%), CJ제일제당(-11.9%) 등 내수·복합 기업의 주가는 부진했다. 결국 시장은 음식료 업종 전체보다 해외 성장, 가격 전가력, 이익 가시성이 확인되는 기업에 더 높은 점수를 부여하고 있다.

다만 2분기 실적 발표 이후에는 일부 저평가 내수주의 반등도 나타났다. 6월 말 대비 8월 14일 음식료 지수는 +10.3%, KT&G·삼양식품 제외 지수는 +17.8% 상승했다. 롯데웰푸드(+40.7%), 농심(+32.8%), 빙그레(+30.4%)의 반등이 컸다. 이는 2분기 실적 확인 이후 낮은 밸류에이션과 실적 턴어라운드 기대가 일부 반영된 결과로 판단한다.

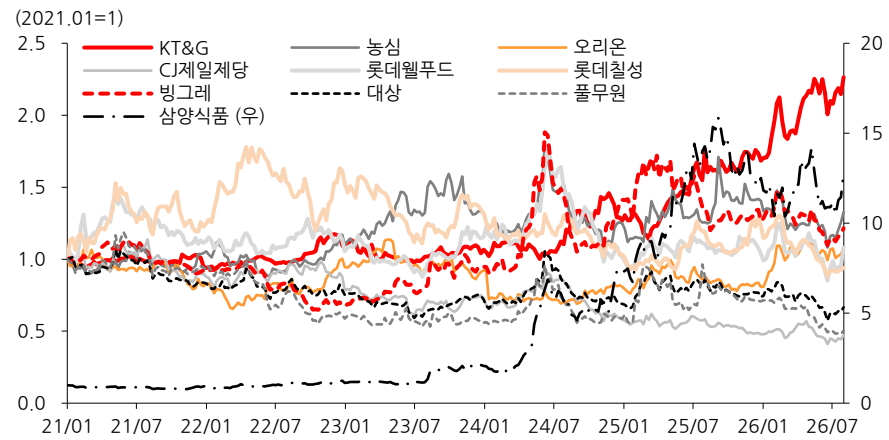
밸류에이션도 같은 결론을 보여준다. 8월 14일 기준 음식료 업종 12개월 선행 PER은 11.7배이나, KT&G·삼양식품 제외 시 9.3배로 낮아진다. KT&G와 삼양식품은 각각 13.7배, 15.0배에 거래되는 반면, CJ제일제당 7.8배, 롯데웰푸드 8.5배, 빙그레 8.4배, 대상 6.3배, 풀무원 6.4배에 불과하다. 음식료 기업을 업종 평균이 아니라 이익의 질에 따라 구분해야 하는 이유다. 해외에서 물량과 가격을 동시에 확보하는 기업에는 프리미엄이 부여되고, 내수 가격 인상으로 이익을 방어하는 기업에는 낮은 멀티플이 유지될 가능성이 높다.

[그림2] KOSPI 및 KOSPI 음식료 추가수익률 추이



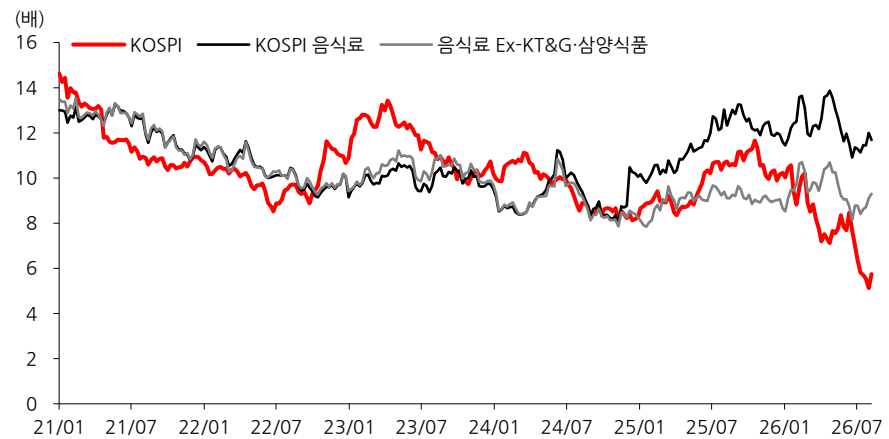
자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 음식료 10개사 추가수익률 추이



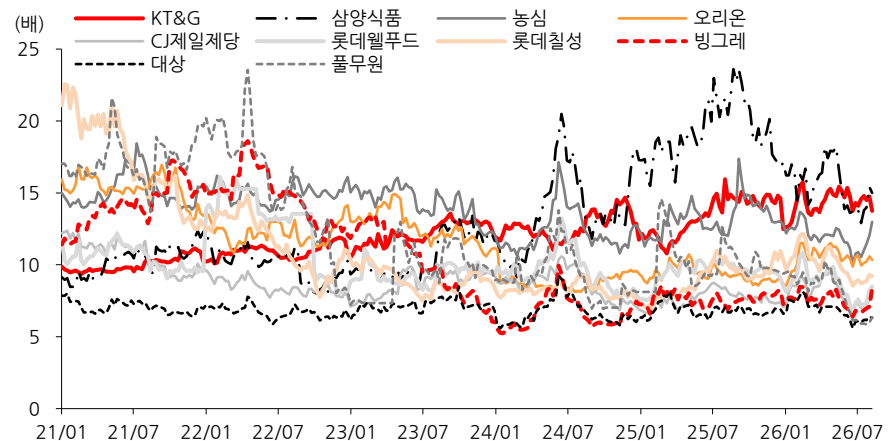
자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] KOSPI 및 KOSPI 음식료 12M Fwd PER 추이



자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[그림5] 음식료 10개사 12M Fwd PER 추이



자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

>> 원가 및 원재료: 품목별 차별화

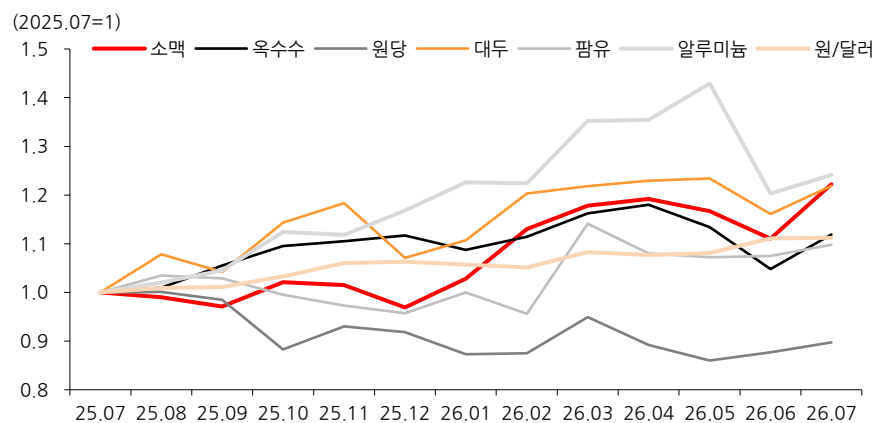
주요 원재료 가격은 품목별로 상이한 흐름을 보이고 있다. 2026년 7월 기준 FAO 식량 가격지수는 전월 대비 +0.6%, 전년 대비 +1.0% 상승했고, 곡물지수는 전월 대비 +3.4%, 전년 대비 +6.9% 올랐다. 특히 글로벌 밀 가격은 7월에만 +5.8% 상승했고 전년 대비로도 +9.9% 높았다. 식물성유지 가격지수도 전월 대비 +2.0% 상승하며 2022년 6월 이후 최고 수준을 기록했다. 반면 설탕은 전월 대비 반등했지만 전년 대비로는 -8.0% 낮다.

2026년 7월 소맥은 전년동월 대비 +22.2%, 대두는 +21.9%, 옥수수는 +11.9%, 팜유는 +9.8%, 알루미늄은 +24.1% 상승했다. 여기에 원/달러 환율이 +11.2% 상승하면서 달러 표시 원재료의 원화 부담은 더 커졌다. 단순 환산 시 소맥·대두·알루미늄의 원화 기준 부담은 각각 30%대 중후반까지 확대된다.

코코아와 원당은 예외적으로 가격 부담이 완화되는 품목이다. World Bank는 공급 회복을 배경으로 2026년 코코아 가격이 50% 이상 하락할 것으로 전망한다. 원당 역시 2026년 7월 기준 전년 대비 하락해 제과·가공식품 원가에는 긍정적이다. 다만 실제 손익 반영은 선구매, 재고, 계약 단가 영향으로 시차가 발생한다. 이는 오리온과 롯데웰푸드에 긍정적이나, 단기 마진 개선폭은 재고 회전 속도에 따라 달라질 수 있다.

결국 업종 공통의 완화가 아니다. 간편식·두부·소재식품은 소맥·대두·팜유·환율 부담이 남아 있다. 음료는 알루미늄, PET, 원액, 물류비 부담이 크다. 제과는 코코아 하락 수혜가 있으나 팜유·설탕·환율을 함께 봐야 한다. CJ제일제당과 대상은 곡물, 유지, 전분당, 바이오 시황이 혼재돼 전사 평균보다 부문별 분석이 중요하다.

[그림6] 주요 원재료 및 환율 지수



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

>> 가격 조정: 봄에는 내렸고, 여름에는 올렸다

환율 및 주요 곡물 가격이 상승 추세를 보였음에도 2026년 초에는 물가 안정을 위해 제분·제당·제유·전분당 등 1차 소재 식품의 가격 인하가 이어졌다. 이에 이를 주 원재료로 하는 일부 가공 식품 가격 인하가 뒤를 이었다. 하지만 이란 전쟁 이후 포장재·운임 부담이 재차 부각되며 라면·음료 등 가공식품 중심의 선택적 가격 인상이 이어지고 있다.

앞선 가격 인하 품목과 최근 인상은 품목과 범위가 다르다. 봄철 인하는 대체로 대표 SKU를 피하거나 매출 비중이 낮은 품목에 집중됐다. 반면 여름철 인상은 원가 부담이 큰 음료, 컵라면, 냉동·간편식 등의 가공식품으로 확산됐다. 따라서 봄철 인하보다 여름철 인상이 실적 변동에는 더 큰 영향을 미칠 가능성이 높다. 다만 발표된 평균 인상률보다 해당 품목의 매출 비중, 시행일 그리고 무엇보다 판매량 저항, 판촉비 확대 여부가 더 중요하다.

[표2] 음식료 주요 10개사의 최근 12개월간 가격 변동 내역

기업	시점·방향	주요 내용
KT&G	해당 없음	-
삼양식품	2026.04 인하	삼양라면 봉지·컵 2종 평균 14.6% 인하. 불닭볶음면은 제외
농심	2026.04 인하	봉지면 12종 평균 6.7%, 스낵 4종 평균 7.8% 인하
	2026.08 인상	컵라면·스낵·음료 43종 평균 5.8% 인상, 봉지면 제외
오리온	2026.04 인하	베베·바이오캔다·오리온웨하스 3종 평균 5.5% 인하
CJ제일제당	2026.01 인하	설탕·밀가루 B2B/B2C 약 4~6% 인하
	2026.07 인상	햇반·만두 등 8개 카테고리 27종 평균 8% 인상
롯데월드푸드	2026.04 인하	제과·빙과·베이커리 9종 평균 4.7%, 최대 20% 인하
롯데칠성	2026.06 인상	칠성사이다·펄사·게토레이 등 12개 브랜드 44종 평균 5.3% 인상
빙그레	2026.04 인하	아이스크림 8종 평균 8.2% 인하
대상	2026.03 인하	청정원 올리브유·카놀라유·해바라기유 6종 3.0~5.2% 인하
풀무원	2026.08 인상	냉면·핫도그·만두 등 7개군 30종 평균 6.7% 인상
		기본 두부·콩나물·생면은 제외

자료: 언론보도 요약, 한화투자증권 리서치센터

>> 결론: 격차는 계속된다

향후 음식료 업종의 방향은 세 가지로 정리된다. 첫째, 수출·해외 성장군의 우위는 유지될 가능성이 높다. 해외 성장을 통한 신규 수요 창출이 물량 증가, 가격·믹스 개선으로 이어져 원가 상승 부담도 흡수할 수 있을 것이다.

둘째, 내수 기업은 투입 원재료 가격 상승 부담이 점차 가중됨에 따라 가격 인상으로 원가 상승 부담을 방어할 전망이다. 하지만 가격을 인상했더라도, 시장 환경에 따른 판매량 저항이 더욱 중요하다. 가격 인상 이후 판촉비가 늘거나 판매량이 감소하면 이익 개선 폭이 낮아질 수 있기 때문이다.

셋째, 원가 변수는 기업별로 상이할 것이다. 코코아·원당 완화는 제과와 일부 가공식품에 긍정적이다. 반면 소맥·대두·팜유·알루미늄·환율은 라면, 음료, 간편식, 소재식품에 부담이다. 따라서 하반기 실적을 볼 때는 가격 인상 기업을 일괄적으로 좋게 보기보다, 원가 노출 품목과 가격 인상 민감도를 구분하여 판단하는 것이 적절하다.

이에 음식료 업종에 대해서는 업종 평균보다 이익의 질이 확인되는 기업 중심의 선별 접근을 제안한다. Top picks는 KT&G, 삼양식품, 롯데웰푸드다. 삼양식품은 해외 물량 성장이 원가 부담을 흡수하며 업종 내 가장 높은 이익 성장을 보일 것으로 기대한다. KT&G는 해외 궤련 ASP 개선과 프리미엄 믹스, 안정적인 현금창출력을 바탕으로 우수한 주주환원이 기대된다는 점이 매력적이다. 롯데웰푸드는 인도·CIS 중심의 해외 실적 성장이 본격화되고 있으며, 오랜 기간 단행해온 구조조정 효과가 구조적 이익 개선으로 입증되기 시작했다. 낮은 밸류에이션을 감안하면 실적 개선의 추가 반영 여지가 크다고 판단한다.

II. 화장품: 밸류체인 전반의 동조화

>> 수출 호황을 넘어

2025년 1~7월 한국 화장품 수출액은 약 54.3억달러였다. 2026년 같은 기간에는 68.8억 달러로 +26.7% YoY 증가했다. 더 중요한 것은 월별 절대 금액이다. 2025년에는 월간 수출액이 대체로 6~8억달러대에 형성돼 있었다. 반면 2026년에는 3월 9.8억달러를 기록한 뒤 4월 11.2억달러, 5월 9.9억달러, 6월 11.0억달러, 7월 11.0억달러를 기록했다. 7월 수출액은 전년 동월 대비 36.0% 증가했다.

과거에는 기저가 낮은 국가에서의 높은 성장률에 의미를 뒀다면 이제는 높은 기저 위에서도 수출액의 절대 수준이 높아지고 있다. 특히 미국뿐 아니라 유럽에서 주요 브랜드와 유통사의 성장이 동시에 나타나면서 과거 중국 중심의 단일 성장축과는 성격이 달라졌다.

2026년 2분기 국내 주요 브랜드사의 실적에서도 동일한 방향이 확인됐다. 에이피알은 해외 매출 비중이 90%를 넘어선 가운데 미국과 유럽 성장이 두드러졌고, 달바글로벌 역시 북미와 유럽이 기존 한국·러시아·일본 중심의 매출 구조를 빠르게 보완하고 있다. 아모레퍼시픽 역시 2분기 해외 매출이 +27.6% 증가했는데, 미주 +56.5%, EMEA +63.3%로 서구권이 성장을 주도했다.

즉 서구권 Scale-up은 최근 등장한 인디 브랜드만의 현상이 아니다. 또한, 성장의 강도에는 차이가 있지만 브랜드 → 유통 → ODM → 용기로 이어지는 주요 밸류체인 전반에서 외형 성장과 높은 수익성이 동시에 확인됐다는 점이 특징적이다.

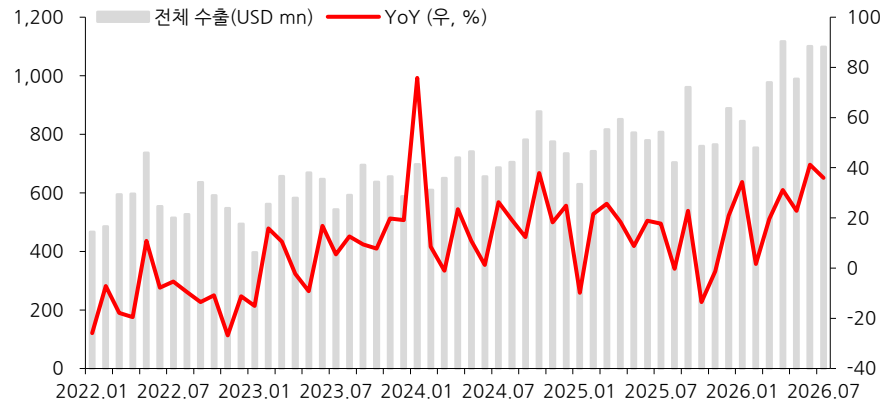
[표3] 화장품 9개사 2026년 2분기 실적 요약

(단위: 억 원)

구분	기업	매출액	YoY	영업이익	YoY	OPM
브랜드	에이피알	7,675	134.2%	1,906	134.5%	24.8%
	달바글로벌	1,869	45.6%	472	61.6%	25.3%
	아모레퍼시픽	11,759	17.0%	1,173	59.3%	10.0%
	LG 생활건강	16,574	3.3%	1,028	87.5%	6.2%
유통	실리콘투	4,026	51.8%	830	59.0%	20.6%
제조	코스맥스	7,949	27.5%	737	21.2%	9.3%
	한국콜마	8,613	17.9%	1,103	50.2%	12.8%
	코스메카코리아	2,261	39.8%	321	39.3%	14.2%
	펄텍코리아	1,168	10.8%	217	11.4%	18.6%

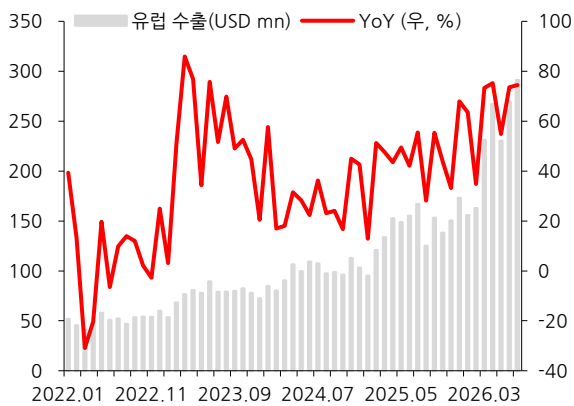
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림7] 화장품(HS3304) 월별 수출 금액 추이



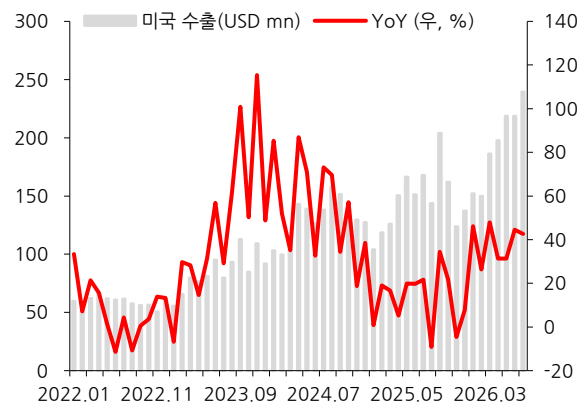
자료: 관세청, 한화투자증권 리서치센터

[그림8] 화장품(HS3304) 유럽 수출 금액 추이



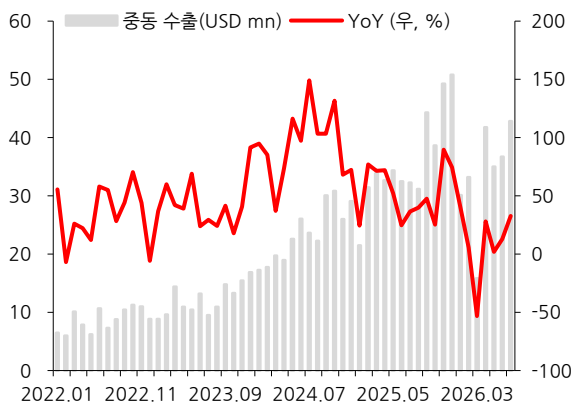
자료: 관세청, 한화투자증권 리서치센터

[그림9] 화장품(HS3304) 미국 수출 금액 추이



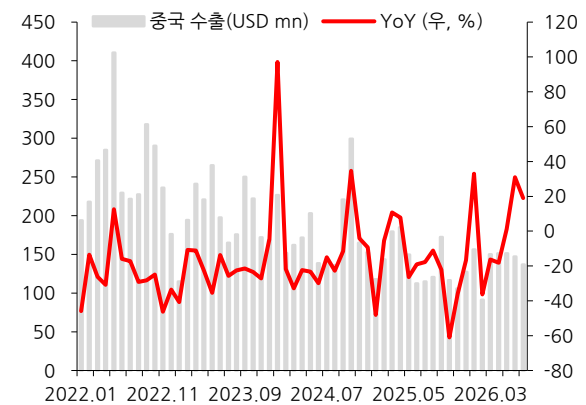
자료: 관세청, 한화투자증권 리서치센터

[그림10] 화장품(HS3304) 중동 수출 금액 추이



자료: USITC, 한화투자증권 리서치센터

[그림11] 화장품(HS3304) 중국 수출 금액 추이



자료: USITC, 한화투자증권 리서치센터

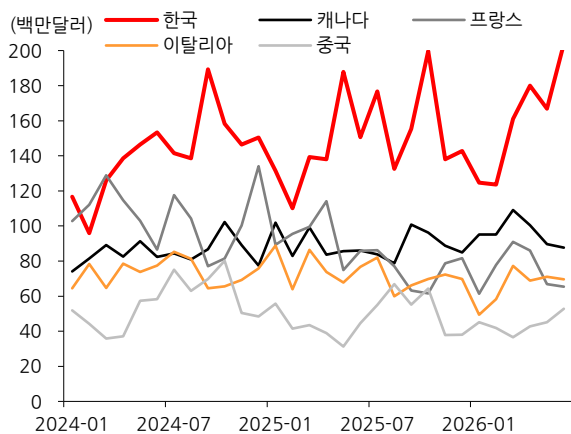
>> 미국 시장점유율 확대 추세 지속

미국의 화장품 수입액은 2019년 50.0억달러에서 2024년 75.9억달러까지 증가했으나 2025년에는 72.9억달러로 감소했다. 반면 같은 기간 한국산 수입액은 2019년 5.0억달러에서 2024년 17.0억달러, 2025년 18.0억달러까지 증가했다. 이에 한국의 미국 수입시장 점유율은 2019년 10.1% → 2022년 13.5% → 2023년 16.5% → 2024년 22.4% → 2025년 24.7%까지 상승했다.

2026년에도 이 흐름은 이어지고 있다. 2026년 상반기 미국의 전체 화장품 수입액은 약 36.6억달러로 전년 수준이지만 한국산 수입은 약 12% 증가한 9.6억달러다. 한국 비중은 전년 23.4%에서 26.3%까지 상승했다. 2분기만 보면 더 강하다. 한국산 수입액은 약 5.51억달러로 +15.5% YoY 증가했고, 미국 전체 수입시장 내 점유율은 2Q25 25.9% → 2Q26 28.7%까지 올라온 것으로 계산된다.

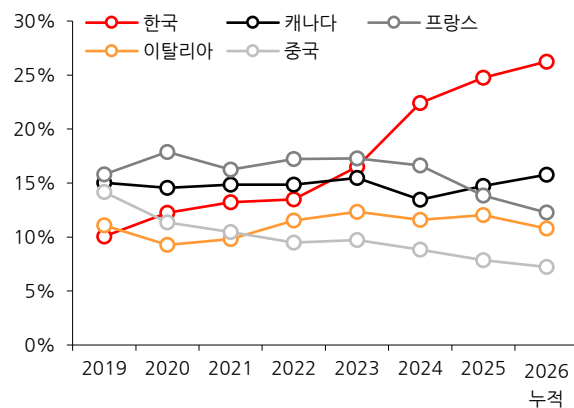
이 숫자가 중요한 이유는 미국 Beauty 시장 전체가 폭발적으로 성장하기 때문이 아니다. 미국의 수입 화장품 파이가 크게 늘지 않는 상황에서 한국 점유율이 확대되고 있다. 따라서 현재 K-Beauty 성장을 단순히 미국 소비 호황으로 해석하기 어렵다. 기존 프랑스·이탈리아·일본 등 수입 화장품과 미국 로컬 브랜드가 차지하던 소비자의 지갑과 유통 공간을 한국 브랜드가 가져오는 점유율 상승의 성격이 강하다.

[그림12] 미국의 화장품 수입액 추이



자료: 관세청, 한화투자증권 리서치센터

[그림13] 미국의 화장품 수입 국가별 비중 추이



자료: 관세청, 한화투자증권 리서치센터

>> 온라인에서 발견되고, 오프라인에서 커진다

K-Beauty의 서구권 성장에서 Amazon과 TikTok은 매우 중요한 역할을 했다. 브랜드 입장에서 대형 오프라인 채널보다 초기 진입비용이 낮고, 소비자는 검색과 리뷰를 통해 생소한 브랜드를 쉽게 발견할 수 있기 때문이다. 8월 14일 기준 미국 Amazon Skin Care Top 50를 보면 Medcube의 Zero Pore Pad가 1위다. BIODANCE는 6위와 26위, MEDITHERAPY 19위, celimax 25위, Anua 37위와 49위, Dr.Althea 44위 등이 포함돼 있다. Medcube는 1위를 포함해 Top 50 내 4개 SKU가 확인된다.

미국 TikTok Shop에서도 비슷하다. Beauty & Personal Care 최근 7일 판매 순위 기준 Top 50에 medicube가 5개, Dr.Melaxin 4개를 비롯해 MISSHA, COSRX, Dr.Althea가 포함됐다. 최소 12개 SKU가 한국 제품이다.

[표4] Amazon Top 50 내 한국 제품

브랜드	SKU 수	순위	최고 순위
medicube	4	1, 30, 40, 47	1
BIODANCE	2	6, 26	6
Anua	2	37, 49	37
MEDITHERAPY	1	19	19
celimax	1	25	25
Dr.Althea	1	44	44

주: 2026년 8월 14일 기준

자료: Amazon, 한화투자증권 리서치센터

[표5] TikTok Top 50 내 한국 제품

브랜드	SKU 수	순위	최고 순위
medicube	5	4, 8, 28, 29, 33	4
Dr.Melaxin	4	9, 13, 14, 44	9
MISSHA	1	20	20
COSRX	1	31	31
Dr.Althea	1	40	40

주: 2026년 8월 14일 기준

자료: TikTok, 한화투자증권 리서치센터

더 중요한 변화는 온라인 성공이 오프라인으로 이전되고 있다는 것이다. Ulta의 FY1Q26 전체 Comp는 +5.3%였다. 카테고리별로는 Skincare & Wellness가 Low-single digit 성장했는데, Ulta는 Prestige Skincare의 성장 브랜드로 Medcube를 직접 지목했고 Mass Skincare에서는 Anua의 in-store expansion을 성장 요인으로 언급했다. 특히 Anua의 in-store expansion은 중요하다. 신규 브랜드가 Ulta에 들어왔다는 것과, 판매 결과를 바탕으로 매장 내 물리적 공간이 확대됐다는 것은 전혀 다른 단계이기 때문이다. 온라인상 바이럴 → 오프라인 테스트 입점 → Sell-through 확인 → Shelf space 확대라는 과정이 실제로 진행되고 있음을 보여준다.

과거에는 Amazon Ranking → 수출액이면 충분했다. 이제는 Amazon/TikTok ranking → 입점 리테일러 수 → Door 수 → SKU 수 → Shelf space → Re-order까지 확인해야 한다. Prime Day와 같은 대형 행사는 신규 고객을 획득하고 검색·리뷰 데이터를 빠르게 쌓는 장치다. 그러나 브랜드를 수천억원 규모로 키우는 것은 행사가 끝난 이후에도 반복되는 오프라인 Re-order일 가능성이 높다.

현재 Amazon과 TikTok 상위권에 위치한 브랜드를 보면 K-Beauty 성장의 또 다른 특징이 드러난다. Medcube처럼 상장기업에 속한 브랜드도 있지만 BIODANCE, Anua, Dr.Althea, celimax, Dr.Melaxin 등 상당수는 비상장사다. 일본 Qoo10 상위권에서도 유사하게 상장 여부와 관계없이 다양한 한국 브랜드가 등장한다. 이는 주식시장에서 관찰하는 K-Beauty와 실제 산업 사이의 괴리가 커졌음을 의미한다. 과거에는 아모레퍼시픽·LG생활건강 등 소수 대형사의 해외 실적이 한국 화장품 업황을 상당 부분 설명했다. 지금은 브랜드 생태계 자체가 파편화됐고 새로운 승자가 계속 나타난다.

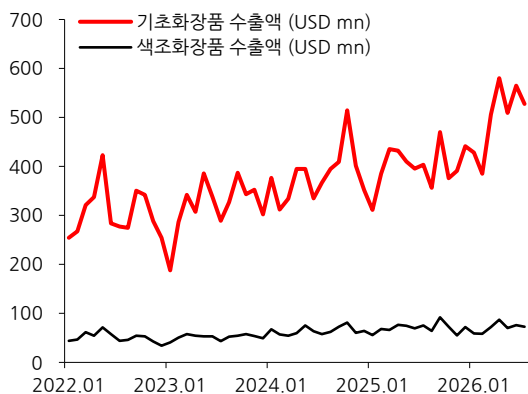
이 변화는 특히 ODM에 중요하다. 브랜드의 Winner는 바뀌어도 Winner pool은 넓어진다. 오늘 A 브랜드의 히어로 SKU가 둔화하더라도 B와 C가 성장하면 제조사 입장에서 전체 주문이 유지될 수 있다. 고객 기반이 넓어질수록 특정 브랜드의 흥망이 ODM 전체 실적에 미치는 영향도 낮아진다. 이 때문에 이번 사이클에서 제조사를 단순히 브랜드사의 후행 수혜주로 볼 필요가 없다. 오히려 브랜드 경쟁이 치열해지고 승자가 자주 바뀔수록 고객 포트폴리오가 충분히 다변화된 제조사의 가치가 높아질 수 있다.

>> 다만 모든 K-Beauty가 잘되는 것은 아니다

2026년 7월 화장품 전체 수출은 +36.0% YoY 증가했고, 기초화장품은 약 +30.9% 증가했다. 반면 색조화장품은 7,251만달러로 전년 7,539만달러 대비 -3.8% 감소했다. 온라인에서도 차이가 뚜렷하다. 8월 14일 Amazon Skin Care Top 50에는 명확한 한국 제품이 11개 확인되는 반면, Makeup Top 50에서는 Anua와 NOONI 등 한국 브랜드의 존재감이 크게 낮다.

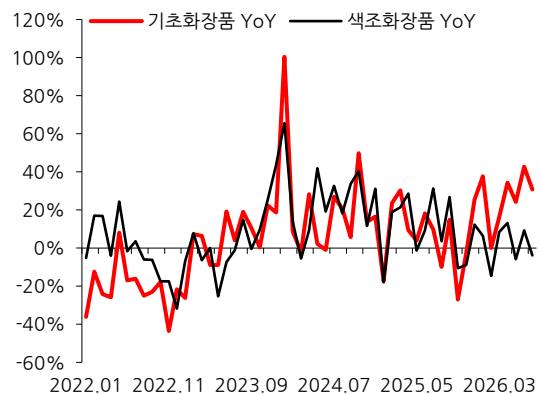
Ulta의 FY1Q26 Mass Makeup은 대체로 Flat으로 Prestige Makeup만 성장했으며, Intercos도 전체 Makeup 매출은 부진했지만 Western Prestige 고객의 주문은 개선되었다. 반면 미국의 대표 Mass Makeup 기업 e.l.f.는 연결 기준 매출이 큰 폭으로 성장했고 미국 Color Cosmetics에서 판매량 1위, 금액 기준 2위의 지위를 유지하면서 점유율을 확대하고 있다. e.l.f.는 관세 부담이 높아지는 과정에서도 공급망을 중국 밖으로 빠르게 분산하고, 가격 테스트를 통해 SKU별 탄력성을 확인하고, 관세 환급금까지 가격과 마케팅에 재투자했다. Scale이 커진 기업이 원가 충격을 경쟁력 강화의 재원으로 활용하는 구조다. 즉, 최근 한국 색조 수출 부진을 단순한 카테고리 수요 문제로 설명하면 부족하다. 가격 경쟁력, 신제품 출시 속도, 소비자 반응 등 브랜드 경쟁력 자체를 재점검해야 할 가능성이 높다.

[그림14] 기초, 색조 화장품 수출 금액 추이



자료: 관세청, 한화투자증권 리서치센터

[그림15] 기초, 색조 화장품 수출 금액 YoY 추이



자료: 관세청, 한화투자증권 리서치센터

>> 유통사가 바꾸는 시장 판도

한국 브랜드는 제품 개발 속도와 마케팅에는 강했지만 해외에서 직접 판매하기 위해서는 현지 법인, 창고, 통관, 규제 대응, 리테일 영업, CS 등에 상당한 비용과 시간이 필요하다. 개별 브랜드가 새로운 국가에 진출할 때마다 이러한 인프라를 직접 구축해야 했다면 현재와 같은 글로벌 확장 속도는 나오기 어려웠을 가능성이 높다.

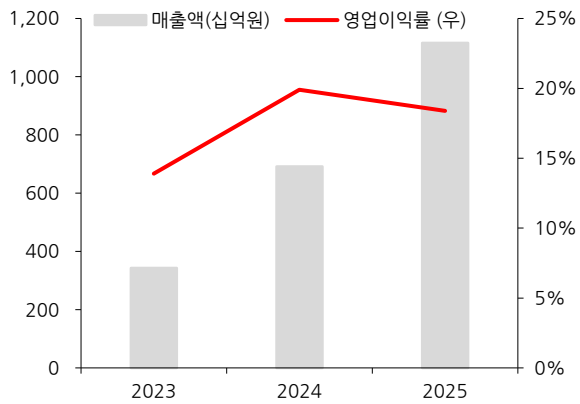
이 과정에서 전문화된 K-Beauty 유통사의 역할이 커지고 있다. 상장사에서는 실리콘투, 비상장사에서는 아시아비엔씨가 대표적이다. 실리콘투는 이미 유럽·북미·아시아 등 여러 지역에 물류·판매 기반을 구축하며 2025년 매출액이 1.1조원을 넘어섰고, 높은 외형 성장에도 18%대 영업이익률을 기록했다. 아시아비엔씨는 아직 해외 인프라를 선제적으로 구축하는 단계에 가깝다. 2025년 연결 매출액은 1,464억원(+25.8% YoY)으로 해외 매출 비중이 97%에 달했으며, 동남아 25%, 기타 25%, 북미 18%, 일본 15%, 중국 14%로 매출 지역도 다변화돼 있다. 같은 해 일본·중국·캐나다 현지법인을 신규 설립하고 인도네시아에도 공동기업을 설립하는 등 현지 유통 기반을 빠르게 확대했다.

다만 이러한 시장 개척에는 선행 비용이 수반된다. 아시아비엔씨의 2025년 매출총이익률은 30.5%로 전년보다 소폭 상승했지만, 운반비·지급수수료·광고관측비 등 판관비 증가로 OPM은 8.4%에서 4.6%로 하락했다. 이는 상품 매입마진의 훼손보다는 해외 법인, 물류, 마케팅 등 신규 시장 개척 비용이 손익에 먼저 반영된 결과로 볼 수 있다. 향후 취급 브랜드와 물량이 증가할수록 이미 구축한 물류·영업 인프라를 더 많은 브랜드가 함께 활용할 수 있어 브랜드당 해외 진입비용은 낮아지고 유통사의 고정비 흡수율은 높아질 수 있다.

유통사의 역할도 단순 수출에서 현지 시장에서 브랜드를 육성하는 방향으로 확대되고 있다. 아시아비엔씨는 미국 Nordstrom과 Ulta Beauty의 채널에 한국 브랜드를 입점시키고, 이후 리뷰·광고·인플루언서 마케팅과 판매 데이터를 활용해 오프라인 채널로의 확장을 추진하고 있다. 실리콘투와 아시아비엔씨의 사례는 개별 브랜드가 국가별로 영업·물류조직을 중복 구축하는 구조에서, 전문 유통사가 여러 브랜드를 하나의 현지 인프라에 태워 해외 진출을 지원하는 구조로 산업이 변화하고 있음을 보여준다.

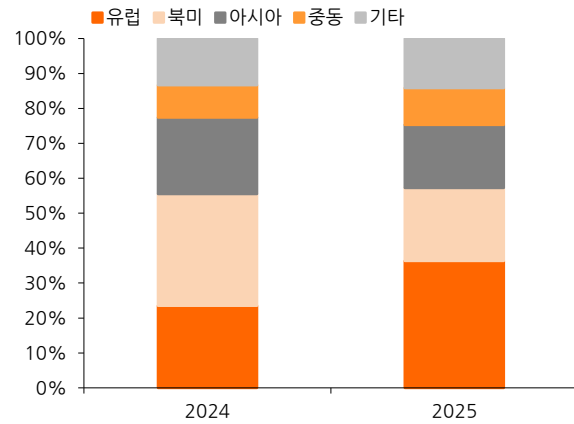
경제성을 단순화하면 100개 브랜드가 각각 미국에 창고와 영업조직을 구축하는 방식에서, 하나의 유통 플랫폼이 구축한 물류·영업망을 100개 브랜드가 함께 활용하는 방식으로 이동하는 것이다. 취급 브랜드와 물량이 늘수록 플랫폼의 규모가 커지고, 이를 바탕으로 새로운 국가와 채널에 진출할 여력이 생긴다. 신규 시장이 열리면 다시 브랜드의 해외 진입 장벽이 낮아지고 더 많은 브랜드가 플랫폼에 합류한다. 즉, 브랜드 증가 → 플랫폼 규모 확대 → 신규 시장·채널 개척 → 브랜드당 진입비용 하락 → 추가 브랜드 유입의 선순환이 형성된다. 유통사는 더 이상 완성된 제품을 해외에 전달하는 단순 중개자가 아니라 K-Beauty의 해외 진출 인프라를 구축하고 시장을 개척하는 사업자로 역할이 확대되고 있다.

[그림16] 실리콘투 최근 실적



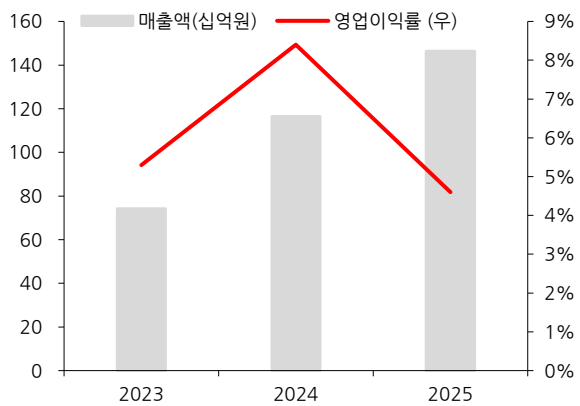
자료: 실리콘투, 한화투자증권 리서치센터

[그림17] 실리콘투 지역별 매출 비중



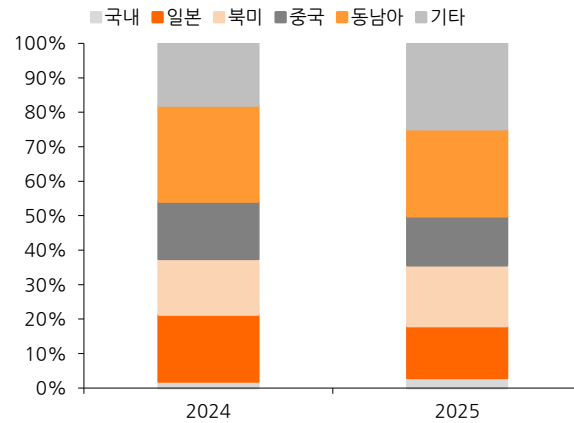
자료: 실리콘투, 한화투자증권 리서치센터

[그림18] 아시아비엔씨 최근 실적



자료: 아시아비엔씨, 한화투자증권 리서치센터

[그림19] 아시아비엔씨 지역별 매출 비중



자료: 아시아비엔씨, 한화투자증권 리서치센터

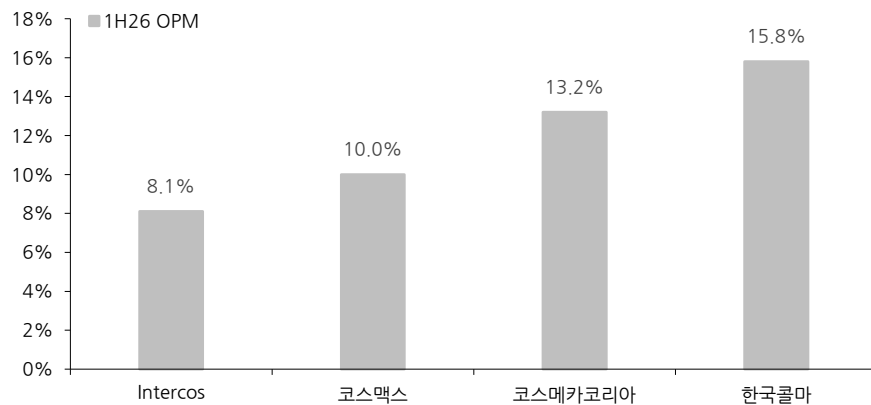
>> 브랜드가 커지자 자릿수가 바뀐 주문 단위

과거 인디 브랜드 확산의 ODM 수혜는 주로 고객사 증가였다. 그러나 신규 SKU가 대부분 소량 주문이라면 제조사 입장에서 반드시 좋은 것은 아니다. 생산라인에서는 SKU가 바뀔 때마다 원료 전환, 설비 세척, 세팅, 품질검사 등이 필요하다. 소량 다품종 주문만 늘어나면 매출은 증가해도 생산성이 오히려 낮아질 수 있다.

최근의 상황이 달라졌다. 성공한 인디 브랜드가 미국과 유럽에서 수천억원 규모로 커지면서 초도 발주 이후 리오더가 커지고 동일 SKU의 주문량 자체가 대형화되고 있다. 신규 고객 유입뿐 아니라 기존 중소형 고객의 리오더와 SKU 확대가 맞물리면서 초기 수주가 대규모 반복 발주로 이어지는 구조가 나타나고 있다. 결과적으로 제조 단위가 달라진다. 브랜드 Scale-up→ 판매량 증가→ 리오더 증가→ SKU당 주문량 확대→ 생산라인 전환 횟수 감소→ 인당·시간당 생산량 증가→ 고정비 흡수율 상승→ OPM 상승 구조다.

2026년 상반기 기준 한국콜마 국내 OPM은 15.8%, 코스메카코리아 한국 법인은 13.2%, 코스맥스 한국 법인도 10.0%에 도달했다. 한두 분기의 높은 마진만으로 구조적 변화를 단정할 수는 없다. 그러나 과거 Single-digit OPM을 정상 상태로 간주했던 산업에서 여러 제조사가 동시에 두 자릿수 수익성을 기록하고 있다는 사실 역시 무시하기 어렵다.

[그림20] 국내외 화장품 ODM 사 영업이익률 비교



주: Intercos는 연결 EBIT, 코스맥스, 한국콜마, 코스메카코리아는 한국 법인 기준

자료: Intercos, 코스맥스, 한국콜마, 코스메카코리아, 한화투자증권 리서치센터

Intercos는 2Q26 매출이 고정환율 기준 +4.9% 증가하는 데 그쳤다. 같은 글로벌 ODM이지만 한국 ODM들과 성장률 격차가 상당하다. 세부적으로 보면 원인이 드러난다. Intercos의 2Q 고객군별 매출은 Multinational -2%, Emerging brands +13%, 리테일러 -14%였다. 즉 현재 가장 빠르게 성장하는 고객 역시 Emerging brand다. 그런데 Intercos는 한국 ODM 대비 Global Makeup 및 Western Prestige, 중국·아시아 Local 고객 노출도가 높다. 반면 한국 ODM은 현재 가장 빠르게 성장하는 K-Indie Skincare/Suncare 브랜드에 훨씬 강하게 노출돼 있다. 같은 ODM에서도 결과는 정반대다. Intercos는 주문 감소로 고정비 미흡수가 발생하며 Skincare margin이 18.3%에서 15.3%로 하락한 반면, 한국 ODM은 K-Indie 브랜드의 대형 리오더가 생산성을 끌어올리고 있다. 결국 수익성을 결정하는 것은 카테고리 자체보다 고객의 성장과 그에 따른 발주 규모에 가깝다.

카테고리가 수익성을 결정한다는 통념도 재검토할 필요가 있다. 국내에서는 일반적으로 스킨케어가 색조보다 수익성이 높은 카테고리로 인식되어 왔다. 그러나 Intercos의 1H26 실적은 수익성이 제품 카테고리만으로 결정되지 않음을 보여준다. Makeup의 Adj. EBITDA margin은 16.5%로 Skincare의 15.3%를 오히려 상회했다. Makeup 매출이 전년 대비 3.2% 감소했음에도 Prestige 고객 비중 상승과 저마진 Packaging 비중 축소로 마진은 1.8%p 개선됐다.

이는 ODM 수익성을 결정하는 변수가 ‘무엇을 생산하느냐’뿐만 아니라 ‘얼마나 큰 물량을 반복적으로 생산하느냐’에 있음을 보여준다. 동일한 스킨케어라도 소량 주문으로 설비 가동률이 낮아지면 수익성이 하락하고, 색조라도 대형 고객의 반복 발주와 유리한 제품 믹스가 확보되면 높은 수익성을 기록할 수 있다. 최근 한국 ODM의 마진 상승 역시 카테고리 자체의 고마진성보다는, 해당 브랜드들의 Scale-up으로 SKU당 발주량과 리오더가 커지고 생산설비의 고정비 흡수율이 높아진 결과로 해석하는 것이 더 적절하다.

[표6] Intercos의 부문별 매출 성장률

	2Q25	2Q26	2Q26 YoY	1H25	1H26	1H26 YoY
Total	274.1	285.1	4.0%	524.9	512.5	-2.4%
지역						
EMEA	132.2	145.8	10.2%	260.6	263.3	1.0%
Americas	76.2	76.8	0.8%	147.3	141.7	-3.8%
Asia	65.7	62.5	-4.8%	116.9	107.6	-8.0%
카테고리						
Make-up	175.6	173.1	-1.4%	333.1	322.5	-3.2%
Skincare	42.7	41.3	-3.4%	78.1	70.7	-9.5%
Hair & Body	55.8	70.7	26.6%	113.7	119.4	4.9%

주: 단위는 € mn, 성장률은 reported FX 기준 YoY

자료: Intercos, 한화투자증권 리서치센터

[표7] Intercos의 상반기 부문별 실적

	1H26 매출 YoY	1H25 Adj. EBITDA margin	1H26 Adj. EBITDA margin	증감
Makeup	-3.2%	14.7%	16.5%	+1.8%p
Skincare	-9.5%	18.3%	15.3%	-3.0%p
Hair & Body	4.9%	9.9%	7.1%	-2.8%p
	매출 (€ mn)	매출비중	Adj. EBITDA (€ mn)	Adj. EBITDA margin
Make-up	322.5	62.9%	53.2	16.5%
Skincare	70.7	13.8%	10.8	15.3%
Hair & Body	119.4	23.3%	8.5	7.1%
합계	512.5	100.0%	72.6	14.2%

주: 단위는 € mn, 성장률은 reported FX 기준 YoY

자료: Intercos, 한화투자증권 리서치센터

높아진 제조사 수익성은 산업의 다음 성장을 만들어낸다. 코스맥스는 2026년 상반기 연구개발비로 약 818억원을 사용했다. 글로벌 R&I 인력은 약 700명에 이른다. 국내뿐만 아니라 기존 뉴저지 생산 R&I 기반 위에 2024년 캘리포니아 영업 법인 및 서부 영업망을 구축하고, 현지 R&I 및 미국 OTC 대응 연구 역량을 강화하고 있다. 코스메카코리아 역시 하이드로겔, 선크어, 헤어·바디 등 신규 생산 카테고리를 확대하고 있고 추가 생산설비 투자를 진행하고 있다. 한국콜마는 콜마스크를 연결 편입하면서 마스크팩까지 생산 포트폴리오를 확대했고, 기존 강점인 선크어와 스킨케어에서도 생산능력 및 개발 역량을 강화하고 있다.

용기 업체도 마찬가지다. 펄텍코리아는 4공장 이전과 사출 병목 정상화 이후 추가 증설을 진행하고 있으며 2026년 상반기 가동률은 다시 높아졌다. 브랜드 판매량이 늘자 ODM뿐 아니라 용기·부자재까지 하나의 선순환이 만들어지고 있다. 브랜드 해외 Scale-up→ 대형 발주 증가→ ODM·용기 생산성 개선→ 이익 증가→ R&D·CAPA 확대→ 신규 제형·카테고리 개발→ 브랜드 SKU 확대→ 추가 해외 Scale-up이라는 구조적 선순환이다.

>> 브랜드사에게 다른 평가의 기준을

K-Beauty 브랜드의 높은 성장률에도 높은 Multiple을 장기간 부여하기 어려웠던 가장 큰 이유 중 하나는 미래 이익의 가시성이었다. 히어로 제품의 유형은 빠르게 바뀐다. 오늘 Amazon 1위 제품이 2~3년 뒤에도 동일한 판매량을 유지한다고 가정하기 어렵다. 하지만 신규 진출 국가가 확대되며 제품의 생명 주기가 길어지고 있고, 카테고리의 확장으로 브랜드의 생명 주기도 길어지고 있다. 브랜드가 Single SKU → Multi SKU, Single Channel → Multi Channel, Single Country → Multi Country로 확장되면서 브랜드사들의 지속 가능한 성장이 가능해지는 것이다.

미국 Amazon의 대표 SKU 성장이 둔화하더라도 국가 및 채널 확장 그리고 SKU 확대가 이를 보완할 수 있다. 미국 성장이 둔화할 때 유럽이 커질 수 있고, 기존 토나가 둔화하더라도 세럼·크림·마스크가 추가 매출을 만들 수 있다. 즉 개별 제품의 라이프사이클이 반드시 길어질 필요는 없다. 기업 이익의 라이프사이클이 길어지면 된다. 이것이 브랜드 Scale-up이 Valuation에 중요한 이유다. 매출 성장률 50%가 70%가 되는 것보다, 2년 뒤 매출을 추정할 수 있는 확률이 높아지는 것이 오히려 Multiple에 더 중요할 수 있다.

최근 Estée Lauder, L'Oréal, Shiseido의 실적을 보면 글로벌 기존 강자들도 회복하고 있다. Estée Lauder는 미국에서 여러 Makeup 브랜드의 점유율이 개선되고 있고 Amazon과 TikTok Shop, Sephora 등으로 자원 배분을 빠르게 재편하고 있다. L'Oréal 역시 E-commerce가 전체 Beauty 시장보다 빠르게 성장하고 있으며 글로벌 브랜드의 중국 점유율도 회복되는 모습이다. Shiseido 역시 중국 Prestige 시장의 개선을 확인하면서 동시에 유럽에서는 Emerging brand와의 경쟁이 여전히 치열하다고 언급했다.

이는 K-Beauty 입장에서 단순히 악재로만 볼 필요가 없다. K-Beauty의 성장이 글로벌 대형사가 부진해 생긴 일시적 빈자리에 의존했다면 기존 업체의 회복과 동시에 꺾여야 한다. 그러나 현재는 Estée Lauder와 L'Oréal이 정상화되는 가운데에서도 한국의 미국 수입시장 점유율이 계속 상승하고, Ulta에서 Medicube와 Anua의 공간이 확대되고 있다. 따라서 지금까지 나타난 K-Beauty 성장은 적어도 일부는 기존 강자의 부진에서 얻은 결과물이 아니라 자체적인 성과라고 판단할 근거가 강해지고 있다. 다만 향후 경쟁 강도는 분명 높아질 것이다. 기존 글로벌 기업 역시 Amazon·TikTok·Sephora를 적극 활용하면서 K-Beauty가 사용해 온 전략을 빠르게 따라오고 있다. Scale-up 이후의 경쟁은 더 쉬워지는 것이 아니라 더 큰 상대와 경쟁할 자격을 얻는 과정에 가깝다.

>> 결론: 새로 쓰는 역사

화장품 업종에 대해 Positive 의견을 유지한다. 성장의 범위가 넓어졌다. 과거에는 특정 브랜드나 일부 수출 기업의 성과가 업종을 주도했다면, 현재는 브랜드사뿐 아니라 유통사와 ODM까지 실적 개선이 동시에 나타나고 있다. 브랜드별 성장률에는 차이가 있더라도 K-Beauty의 글로벌 침투율 상승이라는 동일한 방향성이 밸류체인 전반의 외형 성장과 수익성 개선으로 연결되고 있다.

향후에도 이러한 흐름이 이어질 가능성이 높다. 현재 시장의 실적 전망치는 빠르게 증가한 수출과 해외 채널 확대 효과를 충분히 반영하지 못했을 가능성이 있다. 브랜드사는 신규 국가 및 오프라인 채널 진입에 따라 매출 기반이 확대되고 있고, ODM은 고객사의 발주 규모 증가가 생산성 개선으로 이어지고 있다. 유통사 역시 취급 브랜드와 진출 지역 확대를 통해 기존 인프라의 활용도를 높이고 있다.

특히 2분기 실적에서 다수 기업이 시장 기대치를 상회하거나 가이던스를 상향한 가운데, 이후 확인되는 수출 및 채널 지표도 견조한 만큼 2026년 하반기와 2027년 실적 전망치의 추가 상향 가능성이 높다고 판단한다. 업종의 투자 포인트를 단순한 높은 성장률보다 이익 추정치가 계속 올라갈 수 있는 방향성에서 찾을 필요가 있다.

업종 내에서는 브랜드사 에이피알, 제조사 코스맥스와 한국콜마, 유통사 실리콘투를 선호한다. 에이피알은 주요 지역에서 브랜드 규모와 유통 접점이 동시에 확대되고 있어 브랜드사 중 실적 상향 여력이 가장 크다고 판단한다. 코스맥스와 한국콜마는 고객군 확대뿐 아니라 기존 성장 고객의 발주 대형화가 생산 효율 개선으로 이어지고 있어 높은 수익성의 지속 가능성이 높아지고 있다. 실리콘투는 특정 브랜드의 성패보다 K-Beauty 브랜드 Pool 전체의 해외 확장에 노출되는 사업 구조를 갖추고 있으며, 지역 다변화와 규모 확대에 따른 추가적인 영업 레버리지도 기대할 수 있다.

K-Beauty의 다음 국면은 한두 개 Winner의 독주보다 브랜드·유통·제조가 함께 성장하는 동조화에 가깝다. 실적 전망치의 추가 상향 가능성을 감안해 에이피알, 실리콘투를 업종 내 최선호주로 제시한다.

III. 음식료: 기업분석

KT&G (033780) (Buy / TP 250,000원)

KT&G의 2026년 2분기 연결 매출액은 1조 7,016억원(+9.9% YoY), 영업이익은 4,145억원(+18.5% YoY, OPM 24.4%)을 기록하며 컨센서스를 상회했다. 실적 호조의 핵심은 해외 궤련이었다. 해외 궤련은 판매량 +7.3%, 매출액 +18.9%, 영업이익 +45.6%를 기록하며 9개 분기 연속 판매량·매출·이익이 모두 증가했다. 단순한 외형 성장보다 더 긍정적인 점은 해외 매출 확대가 이익률 개선으로 연결되고 있다는 점이다. 중동, 중앙아시아, 인도네시아 등 주요 수출 및 현지 생산 지역에서 믹스 개선이 이어졌고, 고정비 부담 완화와 가격 효과가 함께 반영되며 수익성이 뚜렷하게 개선됐다.

국내 담배도 방어력이 확인됐다. 국내 궤련 시장은 총수요 성장성이 높지 않지만, KT&G의 시장점유율은 67.9%로 높은 수준을 유지했고 국내 궤련 매출도 +1.1% 성장했다. 전자담배와 일반 궤련 간 포트폴리오 균형, 브랜드력, 유통 장악력이 내수 둔화 국면에서도 안정적인 실적을 뒷받침하고 있다. 건강기능식품 부문 역시 국내 매출 +7.8%, 영업이익 100억원(+61.3%)을 기록하며 수익성 개선에 기여했다. 홍삼 시장 자체의 성장성이 과거보다 낮아졌지만 비용 효율화와 채널 믹스 개선을 통해 이익 방어력이 높아지고 있다.

하반기에도 실적 안정성은 높다. 2026년 하반기 매출액은 3조 5,988억원(+1.6% YoY), 영업이익은 7,621억원(+7.6% YoY)으로 전망된다. 상반기 높은 기저에도 불구하고 해외 궤련 성장, 가격 효과, 생산 효율화가 이어지며 영업이익 증가 흐름이 유지될 가능성이 높다. 특히 카자흐스탄과 인도네시아 공장 증설 및 가동 확대는 중장기적으로 해외 현지 생산 비중을 높이는 요인이다. KT&G는 2028년까지 글로벌 생산량의 60% 이상을 해외에서 생산할 계획이다. 해외 생산 비중 확대는 물류비 절감, 현지 수요 대응력 강화, 환율 변동성 완화 측면에서 긍정적이다.

KT&G는 실적 성장과 유의미한 주주환원이 동시에 이뤄지고 있다. 중간배당을 주당 2,000원으로 전년 대비 600원 확대했고, 하반기 자사주 매입 및 소각도 예정되어 있다. 4분기에는 신규 주주환원 정책 발표가 예상된다. 기존 발표한 주주환원 계획을 조기달성 했기 때문이다. 음식료 업종 내에서 원가 부담, 내수 둔화, 판촉 경쟁이 공통적으로 나타나는 가운데 KT&G는 해외 담배 성장과 높은 현금창출력, 적극적인 주주환원을 동시에 갖춘 방어적 성장주라 판단한다.

[표8] KT&G 분기 및 연간 실적 추정

(단위: 십억 원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26E	4Q26E	2024	2025	2026E
매출액	1,491	1,548	1,827	1,714	1,704	1,702	1,910	1,689	5,909	6,580	7,004
담배	988	1,091	1,232	1,056	1,156	1,219	1,304	1,127	3,906	4,367	4,805
NGP	159	196	279	256	241	243	247	246	784	890	976
국내	139	140	168	140	140	167	179	156	559	587	641
해외	21	56	111	116	101	76	68	90	225	303	335
굴련	823	877	971	799	913	971	1,051	881	3,099	3,470	3,815
국내	374	408	447	364	353	413	434	355	1,649	1,592	1,555
해외	449	469	524	435	560	558	617	525	1,450	1,878	2,260
건기식	314	221	360	242	333	224	375	262	1,302	1,137	1,194
국내	245	162	305	174	265	174	311	183	925	885	933
해외	70	59	55	68	67	50	65	79	377	252	261
부동산	100	144	146	323	117	158	132	197	361	713	604
기타	88	93	89	93	98	101	99	103	340	363	402
YoY	15.4%	8.7%	11.6%	10.1%	14.3%	9.9%	4.5%	-1.4%	0.8%	11.4%	6.4%
담배	15.4%	10.2%	17.6%	4.4%	17.0%	11.7%	5.8%	6.7%	8.1%	11.8%	10.0%
NGP	-9.8%	-0.8%	44.5%	18.1%	51.6%	23.8%	-11.4%	-4.0%	0.6%	13.5%	9.7%
국내	6.5%	2.0%	7.5%	4.0%	1.4%	18.9%	6.2%	10.8%	7.6%	5.1%	9.2%
해외	-55.6%	-7.3%	202.7%	41.4%	390.7%	35.9%	-38.2%	-22.0%	-13.5%	34.6%	10.7%
굴련	21.9%	11.3%	14.1%	1.6%	10.9%	10.6%	8.3%	10.2%	10.3%	12.0%	10.0%
국내	-2.4%	-4.8%	3.6%	-10.6%	-5.5%	1.1%	-2.7%	-2.3%	-1.7%	-3.5%	-2.3%
해외	53.9%	30.6%	24.9%	14.7%	24.6%	18.9%	17.7%	20.7%	28.0%	29.5%	20.3%
건기식	1.9%	-16.8%	-11.3%	-24.9%	5.8%	1.5%	4.3%	8.0%	-6.6%	-12.6%	5.0%
국내	0.6%	-6.3%	-4.9%	-7.8%	8.4%	7.8%	2.0%	5.0%	-12.4%	-4.3%	5.4%
해외	7.1%	-36.3%	-35.4%	-48.9%	-3.4%	-15.9%	17.3%	15.8%	11.7%	-33.1%	3.4%
부동산	122.1%	78.6%	48.3%	135.2%	16.4%	10.1%	-10.0%	-38.8%	-34.3%	97.3%	-15.2%
기타	7.5%	5.2%	5.2%	9.2%	11.3%	8.6%	11.8%	11.4%	10.7%	6.7%	10.7%
영업이익	286	350	465	243	365	414	496	266	1,189	1,344	1,541
담배 및 기타	257	326	373	203	323	384	401	235	1,097	1,159	1,342
건기식	18	6	72	7	28	10	75	9	96	103	122
부동산	10	18	21	32	14	21	21	21	-5	81	77
YoY	20.7%	8.7%	11.4%	14.3%	27.7%	18.5%	6.7%	9.4%	1.8%	13.0%	14.7%
담배 및 기타	21.8%	1.8%	11.0%	-11.4%	25.6%	17.8%	7.4%	15.6%	11.7%	5.7%	15.8%
건기식	-20.9%	흑전	3.9%	32.1%	53.3%	61.3%	4.2%	25.7%	-17.2%	7.2%	17.8%
부동산	300.0%	510.3%	63.0%	흑전	34.6%	15.8%	1.5%	-33.3%	적전	흑전	-5.0%
영업이익률	19.2%	22.6%	25.5%	14.2%	21.4%	24.4%	26.0%	15.7%	20.1%	20.4%	22.0%
담배 및 기타	23.9%	27.5%	28.2%	17.7%	25.7%	29.1%	28.6%	19.1%	25.8%	24.5%	25.8%
건기식	5.8%	2.8%	19.9%	3.1%	8.4%	4.5%	19.8%	3.6%	7.4%	9.1%	10.2%
부동산	10.4%	12.3%	14.2%	10.0%	12.0%	13.0%	16.0%	10.9%	-1.2%	11.4%	12.7%

자료: KT&G, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2023	2024	2025	2026E	2027E
매출액	5,863	5,909	6,580	7,004	7,419
매출총이익	2,808	2,902	3,144	3,426	3,674
영업이익	1,167	1,189	1,344	1,541	1,689
EBITDA	1,408	1,439	1,636	1,836	1,991
순이자손익	52	92	53	53	65
외화관련손익	24	364	-41	230	73
지분법손익	10	19	39	29	34
세전계속사업손익	1,248	1,566	1,455	1,908	1,848
당기순이익	922	1,165	1,102	1,425	1,386
지배주주순이익	903	1,166	1,090	1,429	1,388
증가율(%)					
매출액	0.2	0.8	11.4	6.4	5.9
영업이익	-7.9	1.8	13.0	14.7	9.6
EBITDA	-5.7	2.2	13.7	12.2	8.4
순이익	-8.3	26.3	-5.4	29.3	-2.8
이익률(%)					
매출총이익률	47.9	49.1	47.8	48.9	49.5
영업이익률	19.9	20.1	20.4	22.0	22.8
EBITDA 이익률	24.0	24.4	24.9	26.2	26.8
세전이익률	21.3	26.5	22.1	27.2	24.9
순이익률	15.7	19.7	16.8	20.3	18.7

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2023	2024	2025	2026E	2027E
영업현금흐름	1,266	822	583	1,766	1,647
당기순이익	922	1,165	1,102	1,425	1,386
자산상각비	241	250	293	295	302
운전자본증감	185	-365	-804	217	-157
매출채권 감소(증가)	-45	-97	-195	-143	-115
재고자산 감소(증가)	19	-176	-166	124	-158
매입채무 증가(감소)	338	33	-164	238	120
투자현금흐름	-848	-530	101	-448	-372
유형자산처분(취득)	-466	-746	-376	-267	-240
무형자산 감소(증가)	-40	-28	-31	-33	-33
투자자산 감소(증가)	45	122	304	-62	-13
재무현금흐름	-776	-293	-948	-1,083	-1,071
차입금의 증가(감소)	329	883	289	-150	-50
자본의 증가(감소)	-1,079	-1,133	-1,149	-933	-1,021
배당금의 지급	-776	-587	-588	-623	-711
총현금흐름	1,461	1,514	1,773	1,550	1,804
(-)운전자본증감(감소)	30	458	445	-217	157
(-)설비투자	473	768	640	267	240
(+)자산매각	-32	-6	232	-33	-33
Free Cash Flow	926	282	921	1,467	1,374
(-)기타투자	174	-215	155	86	85
잉여현금	753	497	766	1,381	1,288
NOPLAT	869	890	1,018	1,149	1,264
(+) Dep	241	250	293	295	302
(-)운전자본투자	30	458	445	-217	157
(-)Capex	473	768	640	267	240
OpFCF	608	-85	227	1,394	1,169

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2023	2024	2025	2026E	2027E
유동자산	6,418	7,176	7,026	7,308	7,814
현금성자산	1,393	1,619	1,215	1,463	1,680
매출채권	1,772	1,895	2,159	2,302	2,417
재고자산	2,764	3,101	3,285	3,160	3,319
비유동자산	6,354	6,749	7,163	7,372	7,595
투자자산	4,083	3,905	4,169	4,284	4,404
유형자산	2,096	2,664	2,823	2,911	3,008
무형자산	175	180	171	177	183
자산총계	12,772	13,925	14,189	14,680	15,410
유동부채	2,672	3,143	3,237	3,487	3,619
매입채무	2,323	2,336	2,152	2,390	2,510
유동성이자부채	108	505	789	789	789
비유동부채	805	1,424	1,616	1,434	1,354
비유동이자부채	515	1,057	1,069	919	869
부채총계	3,478	4,567	4,853	4,921	4,973
자본금	955	955	955	955	955
자본잉여금	534	535	538	538	538
이익잉여금	8,979	8,783	8,552	9,049	9,726
자본조정	-1,294	-1,034	-765	-839	-839
자기주식	-1,237	-1,031	-835	-1,145	-1,455
자본총계	9,295	9,358	9,336	9,759	10,436

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2023	2024	2025	2026E	2027E
주당지표					
EPS	6,745	9,299	10,503	14,196	14,097
BPS	68,557	73,700	78,656	83,807	91,400
DPS	5,200	5,400	6,000	7,000	8,000
CFPS	10,917	12,077	15,027	13,490	16,009
ROA(%)	7.2	8.7	7.8	9.9	9.2
ROE(%)	9.8	12.7	11.8	15.1	13.8
ROIC(%)	12.0	11.4	12.1	13.3	14.2
Multiples(x, %)					
PER	26.0	18.9	16.7	12.4	12.4
PBR	2.6	2.4	2.2	2.1	1.9
PSR	4.0	3.7	3.1	2.9	2.7
PCR	16.1	14.5	11.7	13.0	11.0
EV/EBITDA	12.4	12.6	11.5	10.1	9.1
배당수익률	3.0	3.1	3.4	4.0	4.6
안정성(%)					
부채비율	37.4	48.8	52.0	50.4	47.7
Net debt/Equity	-8.3	-0.6	6.9	2.5	-0.2
Net debt/EBITDA	-54.6	-4.0	39.3	13.3	-1.1
유동비율	240.2	228.3	217.1	209.6	215.9
이자보상배율(배)	25.5	28.2	18.1	18.9	22.6
자산구조(%)					
투하자본	57.5	59.9	61.6	60.1	59.9
현금+투자자산	42.5	40.1	38.4	39.9	40.1
자본구조(%)					
차입금	6.3	14.3	16.6	14.9	13.7
자기자본	93.7	85.7	83.4	85.1	86.3

삼양식품 (003230) (Buy / TP 1,800,000원)

삼양식품의 2026년 2분기 연결 매출액은 7,703억원(+39.3% YoY), 영업이익은 1,762억원(+46.7% YoY, OPM 22.9%)을 기록했다. 컨센서스에는 부합했으나, 음식료 업종 내에서는 여전히 압도적인 성장률과 수익성을 보여준 실적이었다. 해외 매출은 +46.7% 성장했고, 지역별로는 미국 +54.3%, 중국 +44.1%, 유럽 +61.0%를 기록했다. 불닭 브랜드를 중심으로 한 글로벌 수요가 여전히 견조하며, 특정 지역에 의존하기보다 미국, 중국, 유럽에서 동시에 성장하고 있다는 점이 중요하다.

수익성도 높은 수준을 유지했다. 해외 매출 비중이 전분기 대비 1.9%p 상승했고, 원재료 가격 안정, 생산 효율 개선, 환율 효과가 반영되며 매출총이익률은 48.1%로 전년 대비 1.9%p, 전분기 대비 5.7%p 개선됐다. 광고선전비는 403억원으로 매출의 5.2% 수준까지 확대됐으나, 이는 글로벌 브랜드 확장을 위한 투자 성격이 강하다. 판관비 증가에도 영업이익률이 22.9%를 기록했다는 점은 삼양식품의 현재 이익 체력이 매우 높다는 의미다. 다만 하반기에는 환율, 물류비, 광고비 부담이 상반기보다 다소 커질 수 있어 분기별 마진 변동성은 감안해야 한다.

하반기에도 고성장은 이어질 전망이다. 2026년 하반기 매출액은 1조 6,760억원(+32.0% YoY), 영업이익은 3,827억원(+41.7% YoY, OPM 22.8%)으로 예상된다. 3분기는 조업일수 감소 영향이 있을 수 있으나, 6월 말 기준 해외 판매법인의 미판매 재고가 원가 기준 415억원 수준으로 추정되어 매출 인식이 순차적으로 이어질 가능성이 높다. 미국과 중국 중심의 채널 확장, 유럽 내 신규 거래선 확대, 생산능력 증설 효과가 맞물리며 외형 성장의 가시성은 여전히 높다.

향후 관전 포인트는 성장 이후의 자본 배분이다. 6월 말 연결 현금성자산은 7,493억원으로 2025년 말 대비 3,712억원 증가했고, 차입금을 감안해도 순현금 763억원을 보유하고 있다. 2025년 말 자사주 처분, 2026년 회사채 발행, 강한 영업현금흐름이 맞물리며 재무 여력이 빠르게 확대됐다. 지금까지는 글로벌 수요와 생산능력 확대가 주가의 핵심이었다면, 앞으로는 증설 이후 잉여현금흐름을 어떻게 활용할지, 주주환원 정책을 어떻게 구체화할지가 밸류에이션 재평가의 변수가 될 것이다.

[표9] 삼양식품 분기 및 연간 실적 추정

(단위: 십억 원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26E	4Q26E	2024	2025	2026E
매출액	529	553	632	638	714	770	833	843	1,728	2,352	3,161
내수	105	113	121	129	129	124	129	137	392	468	519
해외	424	440	511	509	585	646	704	706	1,336	1,884	2,642
미주	133	132	156	175	186	204	231	243	380	595	863
중국	122	126	185	148	166	181	233	210	415	580	790
그외	169	183	170	186	233	261	240	254	540	708	988
YoY	37.1%	30.3%	44.0%	33.2%	35.0%	39.3%	31.8%	32.2%	44.9%	36.1%	34.4%
내수	8.5%	22.3%	23.8%	22.5%	23.2%	10.2%	6.0%	6.2%	2.2%	19.3%	10.9%
해외	46.7%	32.5%	49.8%	36.2%	38.0%	46.7%	38.0%	38.7%	65.1%	41.0%	40.2%
미주	77.0%	35.2%	59.4%	59.1%	39.8%	54.3%	48.6%	38.6%	136%	56.6%	45.0%
중국	30.7%	32.3%	56.1%	36.2%	36.4%	44.1%	26.3%	41.6%	87.7%	39.7%	36.2%
그외	40.3%	30.8%	36.3%	19.9%	37.7%	43.1%	40.9%	36.5%	26.5%	31.1%	39.6%
매출액 비중											
내수	19.9%	20.4%	19.2%	20.2%	18.1%	16.2%	15.5%	16.2%	22.7%	19.9%	16.4%
해외	80.1%	79.6%	80.8%	79.8%	81.9%	83.8%	84.5%	83.8%	77.3%	80.1%	83.6%
미주	25.1%	23.9%	24.6%	27.4%	26.0%	26.4%	27.7%	28.8%	22.0%	25.3%	27.3%
중국	23.1%	22.7%	29.2%	23.2%	23.3%	23.5%	28.0%	24.9%	24.0%	24.7%	25.0%
그외	32.0%	33.0%	27.0%	29.2%	32.6%	33.9%	28.8%	30.1%	31.3%	30.1%	31.3%
영업이익	134	120	131	139	177	176	189	194	345	524	736
YoY	67.2%	34.2%	49.9%	58.8%	32.2%	46.7%	44.0%	39.5%	134%	52.1%	40.4%
영업이익률	25.3%	21.7%	20.7%	21.8%	24.8%	22.9%	22.6%	23.0%	19.9%	22.3%	23.3%

자료: 삼양식품, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2023	2024	2025	2026E	2027E
매출액	1,193	1,728	2,352	3,161	3,810
매출총이익	417	723	1,053	1,432	1,733
영업이익	148	345	524	736	896
EBITDA	180	391	588	817	984
순이자손익	-7	-5	-7	-11	-8
외화관련손익	2	27	-6	21	9
지분법손익	11	0	0	0	0
세전계속사업손익	156	352	517	770	915
당기순이익	127	271	389	576	684
지배주주순이익	126	272	389	576	684
증가율(%)					
매출액	31.2	44.9	36.1	34.4	20.5
영업이익	63.2	133.6	52.1	40.4	21.8
EBITDA	53.6	117.4	50.5	38.9	20.5
순이익	57.7	114.3	43.3	48.2	18.8
이익률(%)					
매출총이익률	34.9	41.9	44.8	45.3	45.5
영업이익률	12.4	19.9	22.3	23.3	23.5
EBITDA 이익률	15.1	22.6	25.0	25.8	25.8
세전이익률	13.1	20.3	22.0	24.4	24.0
순이익률	10.6	15.7	16.5	18.2	18.0

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2023	2024	2025	2026E	2027E
영업현금흐름	168	358	309	667	733
당기순이익	127	271	389	576	684
자산상각비	32	46	64	81	88
운전자본증감	-8	-7	-194	13	-40
매출채권 감소(증가)	0	-15	-61	-50	-62
재고자산 감소(증가)	-39	5	-112	-59	-79
매입채무 증가(감소)	21	15	-2	121	100
투자현금흐름	-24	-214	-479	-200	-199
유형자산처분(취득)	-45	-228	-447	-180	-180
무형자산 감소(증가)	-3	-5	-12	-12	-12
투자자산 감소(증가)	14	8	-34	-1	-1
재무현금흐름	-20	-35	170	-52	-73
차입금의 증가(감소)	4	-3	108	-16	-16
자본의 증가(감소)	-12	-19	75	-36	-57
배당금의 지급	-12	-19	-25	-36	-57
총현금흐름	204	410	615	655	773
(-)운전자본증감(감소)	-41	-58	165	-13	40
(-)설비투자	45	228	449	180	180
(+)자산매각	-3	-5	-11	-12	-12
Free Cash Flow	196	235	-9	475	541
(-)기타투자	38	54	14	7	7
잉여현금	159	181	-24	468	535
NOPLAT	119	266	394	551	670
(+) Dep	32	46	64	81	88
(-)운전자본투자	-41	-58	165	-13	40
(-)Capex	45	228	449	180	180
OpFCF	147	141	-156	464	538

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2023	2024	2025	2026E	2027E
유동자산	497	682	878	1,408	2,014
현금성자산	241	350	350	767	1,228
매출채권	81	138	189	239	301
재고자산	142	148	245	304	383
비유동자산	673	913	1,317	1,435	1,546
투자자산	73	105	177	183	190
유형자산	543	748	1,073	1,177	1,274
무형자산	55	58	68	75	82
자산총계	1,170	1,595	2,195	2,843	3,560
유동부채	402	492	555	673	770
매입채무	175	246	264	384	484
유동성이자부채	176	132	164	156	148
비유동부채	192	274	369	363	356
비유동이자부채	169	254	340	332	324
부채총계	594	767	925	1,036	1,126
자본금	38	38	38	38	38
자본잉여금	11	11	79	79	79
이익잉여금	522	770	1,129	1,669	2,296
자본조정	-6	-2	9	5	5
자기주식	-7	-7	0	0	0
자본총계	577	828	1,272	1,807	2,434

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2023	2024	2025	2026E	2027E
주당지표					
EPS	16,761	36,106	52,217	77,178	91,675
BPS	74,979	108,436	166,650	237,760	320,901
DPS	2,100	3,300	4,800	7,700	9,200
CFPS	27,072	54,487	81,694	86,896	102,573
ROA(%)	12.1	19.7	20.6	22.8	21.4
ROE(%)	24.8	39.4	37.6	37.8	32.5
ROIC(%)	18.6	35.0	34.9	37.6	42.2
Multiples(x, %)					
PER	77.8	36.1	25.0	16.9	14.2
PBR	17.4	12.0	7.8	5.5	4.1
PSR	8.2	5.7	4.2	3.1	2.6
PCR	48.2	23.9	16.0	15.0	12.7
EV/EBITDA	55.2	25.2	17.0	11.7	9.2
배당수익률	0.2	0.3	0.4	0.6	0.7
안정성(%)					
부채비율	102.9	92.6	72.7	57.3	46.3
Net debt/Equity	17.8	4.3	12.1	-15.4	-31.0
Net debt/EBITDA	57.1	9.2	26.2	-34.1	-76.8
유동비율	123.7	138.5	158.1	209.1	261.4
이자보상배율(배)	12.1	23.9	34.7	24.7	33.3
자산구조(%)					
투하자본	68.0	65.1	72.8	61.5	54.0
현금+투자자산	32.0	34.9	27.2	38.5	46.0
자본구조(%)					
차입금	37.4	31.8	28.4	21.3	16.3
자기자본	62.6	68.2	71.6	78.7	83.7

농심 (004370) (Buy / TP 550,000원)

농심의 2026년 2분기 연결 매출액은 9,561억원(+10.2% YoY), 영업이익은 593억원(+47.6% YoY, OPM 6.2%)을 기록했다. 영업이익은 컨센서스를 상회했으나, 미국 관세 환급 효과를 제외하면 기대치에 대체로 부합하는 수준으로 판단된다. 별도 기준 국내 매출액은 7,384억원(+7.0% YoY), 영업이익은 321억원(+18.9% YoY)을 기록했다. 내수라면 시장이 성숙기에 진입했음에도 농심은 브랜드력과 가격 인상 효과, 유럽·동남아향 수출 물량 증가를 통해 이익 개선을 달성했다.

해외 법인 성장도 뚜렷했다. 해외 법인 매출액은 3,286억원(+30.6% YoY)을 기록했다. 북미 매출은 1,663억원(+16.2% YoY)으로 성장했고, 환율 효과를 제외해도 약 9% 증가했다. 특히 미국은 가격 인상 이후 일시적으로 둔화됐던 판매량이 +3% 성장으로 전환했다는 점이 긍정적이다. 유럽 매출은 430억원으로 서유럽 중심의 성장세가 이어졌다. 법인 설립 이후 커버리지 확대에 따라 매출이 빠르게 성장하고 있다.

하반기에는 해외 성장의 가시성이 더 높아질 전망이다. 2026년 하반기 매출액은 1조 8,824억원(+7.3% YoY), 영업이익은 1,010억원(+15.2% YoY, OPM 5.4%)으로 예상된다. 국내는 가격 인상 직후 판매량 저항이 일부 나타날 수 있으나, 수출 증가에 따른 생산 효율 개선과 매출총이익률 개선이 이를 상쇄할 가능성이 높다. 미국은 생산량 증가와 무분별한 프로모션 통제를 통한 수익성 개선이 예상되고, 유럽은 채널 확장과 현지 법인 기반 확대가 이어질 전망이다. 8월 러시아 법인 개설, 10월 말 녹산 수출 전용 공장 가동도 중장기 성장 동력이다. 녹산 공장에서는 초기 3개 라인이 우선 가동될 예정이며, 연간 5억 개의 생산 능력이 추가될 예정이다. 기존 수출 물량을 생산했던 부산 공장(6억개), 구미 공장(1억개)까지 합치면 농심의 수출 전용 CAPA는 기존 7억개에서 12억개로 70% 증가될 전망이다. 최종적으로 녹산 공장에는 최대 8개 라인까지 추가 가능하다.

국내 라면 시장의 성장률만 놓고 보면 업사이드는 제한적이지만, 해외 법인과 수출의 기여도가 높아지면서 이익 성장의 구조가 달라지고 있다. 다만 국내 가격 인상 이후 물량 저항, 미국 내 경쟁 강도는 단기 리스크다. 그럼에도 녹산 공장 가동 이후 수출 물량 확대가 본격화되면 농심의 해외 성장률과 수익성에 대한 시장의 눈높이는 올라갈 수 있다. 미국 내 물량 성장 지속, 유럽 등 신규 국가 실적 기여 확대, 수출 성장에 따른 별도 수익성 개선 시 프리미엄이 정당화될 전망이다.

[표10] 농심 분기 및 연간 실적 추정

(단위: 십억 원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26E	4Q26E	2024	2025	2026E
매출액	893	868	871	882	934	956	935	947	3,439	3,514	3,772
한국	639	616	605	594	621	627	614	600	2,479	2,454	2,462
라면	516	515	501	518	534	554	532	564	1,993	2,050	2,185
내수	410	404	406	418	408	411	406	433	1,578	1,638	1,658
수출	106	111	96	100	126	143	126	132	415	413	526
스낵	109	122	120	105	110	119	123	107	455	456	459
중국	45	42	44	41	53	54	48	45	161	173	200
미주	163	143	143	164	166	166	159	180	623	612	672
일본	28	37	33	36	34	41	40	44	106	135	159
유럽	-	9	24	28	37	43	48	55	-	61	183
호주	14	16	19	14	18	20	21	17	56	63	77
베트남	4	4	4	4	5	5	5	5	13	16	20
YoY	2.3%	0.8%	2.4%	3.2%	4.6%	10.2%	7.4%	7.3%	0.8%	2.2%	7.3%
한국	2.1%	-1.4%	-2.1%	-2.8%	-2.8%	1.8%	1.4%	1.0%	2.0%	-1.0%	0.3%
라면	5.2%	1.6%	1.8%	3.1%	3.5%	7.7%	6.2%	8.9%	6.6%	2.9%	6.6%
내수	5.3%	3.0%	5.1%	2.0%	-0.5%	1.8%	0.2%	3.5%	1.9%	3.8%	1.3%
수출	5.0%	-3.4%	-10.2%	8.1%	18.8%	28.9%	31.6%	31.6%	29.5%	-0.5%	27.6%
스낵	-10.9%	6.3%	7.8%	-1.8%	1.2%	-2.6%	2.5%	2.5%	-1.1%	0.2%	0.8%
중국	-4.5%	2.3%	31.8%	7.3%	16.0%	28.2%	10.0%	9.9%	-15.2%	7.6%	16.0%
미주	0.9%	-4.6%	-6.7%	2.9%	2.2%	16.2%	11.5%	10.1%	-1.9%	-1.8%	9.7%
일본	21.0%	38.7%	25.9%	21.7%	20.3%	9.6%	20.3%	21.7%	11.6%	26.9%	17.7%
유럽	-	-	-	-	-	-	102%	93.9%	-	-	199.0%
호주	20.7%	9.8%	11.5%	11.6%	29.0%	23.2%	15.0%	18.0%	14.3%	13.0%	20.9%
베트남	15.6%	17.7%	17.5%	24.3%	19.6%	21.3%	25.0%	26.0%	18.2%	18.8%	23.1%
영업손익	56	40	54	33	67	59	63	38	163	184	228
한국	38	30	41	24	48	31	42	24	81	132	145
중국	6	2	4	0	7	4	4	1	15	12	17
미주	8	7	5	7	13	20	10	8	50	26	52
일본	1	2	2	1	2	2	3	1	5	6	8
유럽	-	0	0	0	0	1	1	1	-	0	3
호주	0	1	1	0	0	-1	1	0	1	2	1
베트남	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	1
조정	3	-1	2	2	-4	1	2	2	9	5	1
YoY	-8.7%	-7.9%	44.6%	63.1%	20.3%	47.6%	16.2%	13.7%	-23.1%	12.8%	23.8%
한국	1.7%	80.0%	135%	134%	26.7%	3.3%	2.3%	3.8%	-31.3%	62.6%	9.8%
중국	20.8%	-70.1%	27.7%	-17.0%	20.1%	118%	21.0%	169%	29.4%	-20.4%	42.4%
미주	-51.8%	-60.9%	-58.8%	18.2%	75.1%	206%	112%	20.1%	-21.0%	-48.6%	101.5%
일본	-37.6%	137%	36.5%	-41.8%	75.6%	-1.4%	29.0%	34.9%	60.6%	14.9%	26.3%
유럽	-	-	-	-	-	-	149%	764%	-	-	529.6%
호주	105%	28.8%	44.2%	-71.1%	-2.0%	적전	18.5%	21.5%	96.4%	21.0%	-64.1%
베트남	-28.6%	86.5%	2771%	적지	-13.5%	21.6%	28.8%	흑전	-49.6%	110.4%	29.3%
영업이익률	6.3%	4.6%	6.2%	3.8%	7.2%	6.2%	6.8%	4.0%	4.7%	5.2%	6.0%
한국	5.9%	4.8%	6.8%	4.0%	7.7%	4.9%	6.9%	4.1%	3.3%	5.4%	5.9%
중국	13.1%	4.8%	8.1%	1.1%	13.6%	8.2%	8.9%	2.6%	9.4%	6.9%	8.5%
미주	4.7%	4.7%	3.4%	4.1%	8.0%	12.3%	6.5%	4.5%	8.1%	4.2%	7.8%
일본	3.4%	5.6%	6.9%	1.8%	4.9%	5.1%	7.4%	2.0%	4.9%	4.4%	4.8%
유럽	-	0.6%	1.2%	0.4%	1.1%	1.8%	1.5%	2.0%	-	0.8%	1.6%
호주	3.1%	3.2%	3.9%	0.7%	2.3%	-3.9%	4.0%	0.7%	2.6%	2.8%	0.8%
베트남	4.5%	7.0%	4.1%	-1.3%	3.2%	7.0%	4.2%	0.5%	2.0%	3.5%	3.6%

주: 별도 합산 매출액과 연결 기준 공시되는 한국 지역 실적 차이는 연결 조정 영향

자료: 농심, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2023	2024	2025	2026E	2027E
매출액	3,411	3,439	3,514	3,772	3,961
매출총이익	1,035	966	1,019	1,094	1,149
영업이익	212	163	184	228	240
EBITDA	330	286	311	353	364
순이자손익	18	23	21	26	28
외화관련손익	-1	2	1	6	3
지분법손익	-1	0	0	0	0
세전계속사업손익	231	218	218	263	274
당기순이익	171	158	170	201	209
지배주주순이익	172	157	170	201	209
증가율(%)					
매출액	9.0	0.8	2.2	7.3	5.0
영업이익	89.1	-23.1	12.8	23.8	5.5
EBITDA	44.4	-13.4	8.9	13.4	3.0
순이익	47.8	-8.1	7.9	18.3	3.8
이익률(%)					
매출총이익률	30.4	28.1	29.0	29.0	29.0
영업이익률	6.2	4.7	5.2	6.0	6.1
EBITDA 이익률	9.7	8.3	8.9	9.4	9.2
세전이익률	6.8	6.3	6.2	7.0	6.9
순이익률	5.0	4.6	4.8	5.3	5.3

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2023	2024	2025	2026E	2027E
영업현금흐름	327	273	269	325	324
당기순이익	171	158	170	201	209
자산상각비	118	123	127	125	124
운전자본증감	1	-52	-88	-9	-12
매출채권 감소(증가)	-12	1	-16	-31	-19
재고자산 감소(증가)	-24	4	-34	-12	-18
매입채무 증가(감소)	50	-23	7	42	33
투자현금흐름	-267	-382	-117	-135	-136
유형자산처분(취득)	-107	-116	-67	-100	-100
무형자산 감소(증가)	0	-1	4	0	1
투자자산 감소(증가)	0	0	0	-30	-32
재무현금흐름	-45	95	-41	-36	-45
차입금의 증가(감소)	-16	130	-12	-1	-7
자본의 증가(감소)	-29	-29	-29	-35	-38
배당금의 지급	-29	-29	-29	-35	-38
총현금흐름	362	363	380	334	337
(-)운전자본증감(감소)	-39	131	64	9	12
(-)설비투자	108	123	68	100	100
(+)자산매각	1	6	4	1	1
Free Cash Flow	294	116	253	226	225
(-)기타투자	198	186	77	6	6
잉여현금	96	-70	176	220	219
NOPLAT	157	118	143	174	183
(+) Dep	118	123	127	125	124
(-)운전자본투자	-39	131	64	9	12
(-)Capex	108	123	68	100	100
OpFCF	206	-13	139	191	194

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2023	2024	2025	2026E	2027E
유동자산	1,420	1,744	1,960	2,198	2,421
현금성자산	673	892	999	1,183	1,358
매출채권	313	328	340	371	390
재고자산	318	323	353	365	384
비유동자산	1,815	1,854	1,862	1,841	1,823
투자자산	218	200	211	217	223
유형자산	1,535	1,580	1,586	1,564	1,544
무형자산	62	74	65	61	56
자산총계	3,235	3,597	3,822	4,039	4,244
유동부채	696	678	833	878	914
매입채무	596	568	622	665	698
유동성이자부채	32	40	149	149	149
비유동부채	97	247	158	161	158
비유동이자부채	29	164	28	26	19
부채총계	794	925	991	1,039	1,072
자본금	30	30	30	30	30
자본잉여금	122	130	137	137	137
이익잉여금	2,316	2,437	2,578	2,745	2,916
자본조정	-38	74	85	88	88
자기주식	-81	-81	-67	-67	-67
자본총계	2,441	2,673	2,831	3,000	3,171

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2023	2024	2025	2026E	2027E
주당지표					
EPS	28,261	25,861	29,421	34,777	36,069
BPS	399,535	439,285	465,374	493,208	521,319
DPS	5,000	5,000	6,000	6,500	7,000
CFPS	59,561	59,710	62,531	54,877	55,356
ROA(%)	5.5	4.6	4.6	5.1	5.0
ROE(%)	7.3	6.2	6.2	6.9	6.8
ROIC(%)	8.8	6.4	7.4	9.0	9.5
Multiples(x, %)					
PER	15.3	16.7	14.7	12.4	12.0
PBR	1.1	1.0	0.9	0.9	0.8
PSR	0.8	0.8	0.7	0.7	0.7
PCR	7.3	7.2	6.9	7.9	7.8
EV/EBITDA	6.1	6.8	5.8	4.6	4.0
배당수익률	1.2	1.2	1.4	1.5	1.6
안정성(%)					
부채비율	32.5	34.6	35.0	34.6	33.8
Net debt/Equity	-25.1	-25.8	-29.1	-33.6	-37.5
Net debt/EBITDA	-185.4	-241.1	-264.2	-285.5	-327.1
유동비율	203.9	257.1	235.3	250.3	264.9
이자보상배율(배)	54.9	26.8	22.1	31.8	34.3
자산구조(%)					
투하자본	66.3	63.8	61.6	57.9	54.7
현금+투자자산	33.7	36.2	38.4	42.1	45.3
자본구조(%)					
차입금	2.4	7.1	5.9	5.5	5.0
자기자본	97.6	92.9	94.1	94.5	95.0

오리온 (271560) (Buy / TP 180,000원)

오리온은 2026년 2분기 연결 매출액 8,936억원(+15.0% YoY), 영업이익 1,326억원(+9.2% YoY, OPM 14.8%)을 기록했다. 한국·중국·베트남·러시아 등 4개 주요 법인의 매출이 모두 증가했으나, 한국과 베트남의 원가 부담으로 영업이익 증가율은 매출 성장률을 하회했다.

한국 법인은 매출액 3,000억원(+3.0% YoY), 영업이익 412억원(-15.1% YoY, OPM 13.7%)을 기록했다. 소비 부진과 일부 대형 유통처에 대한 일시적인 납품 제한에도 편의점·이커머스 등 성장 채널에 집중하고, 비스킷 매출이 9.6%, 수출이 8.2% 증가하면서 외형 성장을 유지했다. 다만 유지류와 아몬드 등 주요 원재료 가격 상승과 급여 소급분 등 일회성 비용이 반영되면서 영업이익률은 전년 동기 대비 2.9%p 하락했다. 반면 중국 법인은 매출액 3,780억원(+24.0% YoY), 영업이익 648억원(+24.0% YoY)을 기록하며 17.1%의 영업이익률을 유지했다. 간식점 채널 매출이 55% 증가하며 매출 비중이 약 36%까지 상승했고, 이커머스 매출도 16% 성장했다. 감자 스낵과 채널 전용 껌·캔디·젤리 제품의 판매가 확대되면서 스낵 매출은 24.6%, 껌·캔디·젤리 매출은 37.0% 증가했다. 중국 소비 환경이 강하지 않은 상황에서도 성장 채널과 전용 제품 중심의 판매 전략이 외형 성장과 수익성 방어로 이어졌다.

베트남 법인은 매출액 1,164억원(+13.4% YoY), 영업이익 144억원(+0.4% YoY, OPM 12.4%)을 기록했다. 파이와 비스킷, 중동 수출이 성장했으나 지정학적 분쟁에 따른 부재료·에너지 가격 및 물류비 상승으로 제조원가율이 약 1.7%p 상승했다. 이에 따라 매출 증가에도 영업이익률은 전년 동기 대비 1.6%p 하락했다. 러시아 법인은 매출액 1,050억원(+29.9% YoY), 영업이익 154억원(+58.6% YoY, OPM 14.6%)을 기록하며 가장 두드러진 실적 개선을 보였다. 현지 통화 기준으로도 내수와 수출이 각각 10.9%, 18.6% 성장했으며, 파이·비스킷·젤리의 판매 확대와 생산량 증가에 따른 고정비 레버리지 효과로 영업이익률이 2.6%p 상승했다. 6월 말 기준 러시아 공장 가동률이 100%를 넘어섰다는 점은 신규 생산라인 증설이 추가 성장으로 연결될 가능성이 높음을 의미한다.

하반기에는 주요 해외 법인의 생산능력 확대와 원가 절감 활동이 실적 개선을 견인할 전망이다. 중국은 3분기 중 심양공장에 스윙칩 생산라인을 추가하고, 러시아는 10월 신규 라인을 가동할 계획이다. 베트남은 10월 제3공장과 물류센터 준공을 앞두고 있다. 동시에 한국은 원재료 공급업체 다변화와 대체 원료 구매를, 베트남은 원재료 장시기 계약과 공동구매 확대를 추진하고 있어 2분기에 집중된 원가 부담도 점진적으로 완화될 가능성이 높다. 2026년 연결 매출액은 3조 8,320억원(+15.0% YoY), 영업이익은 6,540억원(+17.2% YoY, OPM 17.1%)으로 전망한다. 연간 영업이익의 성장은 중국(+25.6%)과 러시아(+45.1%)가 주도하고, 한국은 전년 수준을 유지할 것으로 예상한다. 2분기 수익성 하락에도 중국의 채널 확장, 러시아의 가동률 상승과 증설, 베트남의 외형 성장이 확인됐다는 점에서 글로벌 성장 방향성은 유효하다. 향후 주가의 추가 상승을 위해서는 한국과 베트남의 원가 부담 완화 및 증설 이후 생산량 확대가 실제 마진 개선으로 이어지는지 확인할 필요가 있다.

[표11] 오리온 월별 실적 추이

(단위: 억 원)

	2025년						2025년 합계	2026년						
	7월	8월	9월	10월	11월	12월		1월	2월	3월	4월	5월	6월	7월
매출액	2,595	2,768	2,940	2,912	2,990	3,380	33,440	3,891	2,544	2,914	3,026	3,011	2,958	3,036
한국	951	915	961	1,000	919	976	11,458	979	870	985	1,012	1,004	985	1,010
중국	987	1,142	1,245	1,112	1,129	1,262	13,207	1,953	931	1,213	1,303	1,237	1,240	1,187
베트남	386	409	411	463	604	799	5,381	691	429	393	379	401	384	482
러시아	271	302	323	337	338	343	3,394	268	314	323	332	369	349	357
YoY	4.5%	4.4%	11.6%	7.8%	5.5%	3.8%	7.0%	22.4%	13.1%	10.8%	14.4%	11.6%	20.7%	17.0%
한국	3.4%	1.1%	8.6%	1.2%	-2.0%	2.0%	3.4%	3.6%	-2.2%	-0.3%	3.0%	-2.5%	9.4%	6.2%
중국	-0.8%	4.1%	10.1%	8.8%	6.1%	-7.9%	4.0%	37.5%	16.5%	14.1%	22.9%	20.8%	28.6%	20.3%
베트남	-1.8%	-4.9%	4.3%	2.4%	0.5%	12.5%	4.6%	12.0%	25.8%	20.9%	14.8%	13.0%	12.6%	24.9%
러시아	54.0%	37.3%	44.2%	40.4%	47.0%	55.9%	47.2%	35.4%	43.4%	26.7%	21.6%	27.2%	42.4%	31.7%
▼환율														
한국	-	-	-	-	-	-		-	-	-	-	-	-	-
중국	192.2	194.2	196.2	199.7	205.5	208.0		209.6	217.8	217.5	218.0	218.3	227.4	223.4
베트남	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1		0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
러시아	17.5	17.3	16.8	17.4	18.2	18.7		18.8	18.8	18.5	19.3	20.3	20.8	19.2
YoY	-	-	-	-	-	-		-	-	-	-	-	-	-
한국	-	-	-	-	-	-		-	-	-	-	-	-	-
중국	1.3%	2.4%	3.6%	4.0%	11.2%	6.2%		5.2%	9.6%	8.1%	10.5%	13.3%	19.6%	16.2%
베트남	-3.2%	-2.2%	-1.8%	-2.2%	2.3%	0.0%		-3.5%	2.6%	0.0%	2.2%	5.8%	12.2%	9.3%
러시아	10.7%	13.9%	14.5%	21.3%	29.1%	34.2%		32.8%	20.0%	9.1%	11.4%	17.7%	20.0%	9.8%
▼로컬통화 매출액														
한국	-	-	-	-	-	-		-	-	-	-	-	-	-
중국(위안)	5.1	5.9	6.3	5.6	5.5	6.1		9.3	4.3	5.6	6.0	5.7	5.5	5.3
베트남(천억동)	7.3	7.8	7.7	8.6	10.9	14.3		12.5	7.4	6.9	6.7	7.1	6.5	8.4
러시아(루블)	15.5	17.4	19.3	19.4	18.6	18.4		14.2	16.7	17.4	17.2	18.1	16.8	18.6
YoY	-	-	-	-	-	-		-	-	-	-	-	-	-
한국	-	-	-	-	-	-		-	-	-	-	-	-	-
중국	-2.1%	1.7%	6.5%	4.8%	-5.1%	-14%		32.3%	6.9%	6.0%	12.4%	7.5%	9.0%	4.1%
베트남	1.4%	-2.7%	6.1%	4.6%	-1.8%	12.5%		15.5%	23.2%	20.9%	12.6%	7.2%	0.4%	15.6%
러시아	43.3%	23.4%	29.7%	19.1%	17.8%	21.7%		2.6%	23.4%	17.6%	10.2%	9.5%	22.4%	21.9%
영업이익	413	480	529	542	537	645	5,715	827	365	499	469	467	423	459
한국	152	117	151	171	156	175	1,868	184	141	159	150	142	121	143
중국	168	245	257	220	198	246	2,417	465	106	228	223	218	207	197
베트남	65	76	74	97	127	170	965	136	70	60	41	54	49	78
러시아	28	42	47	54	56	54	465	42	48	52	55	53	46	41
YoY	-0.7%	-2.2%	5.8%	5.7%	-5.5%	6.3%	2.1%	45.6%	11.6%	16.3%	10.1%	2.6%	16.2%	11.1%
한국	0.7%	-23%	12.7%	-3.4%	-4.9%	78.6%	4.8%	7.0%	0.7%	3.2%	-6.8%	-24%	-8.3%	-5.9%
중국	-0.6%	12.9%	2.8%	14.0%	-6.6%	-17%	-1.0%	90.6%	-6.2%	12.3%	16.8%	23.2%	33.5%	17.3%
베트남	-11%	-16%	-2.6%	0.0%	-15%	0.6%	-3.8%	8.8%	48.9%	50.0%	5.1%	-3.6%	-	20.0%
러시아	21.7%	31.3%	17.5%	17.4%	30.2%	28.6%	25.3%	55.6%	77.8%	62.5%	57.1%	51.4%	64.3%	46.4%
영업이익률	15.9%	17.3%	18.0%	18.6%	18.0%	19.1%	17.1%	21.3%	14.3%	17.1%	15.5%	15.5%	14.3%	15.1%
한국	16.0%	12.8%	15.7%	17.1%	17.0%	17.9%	16.3%	18.8%	16.2%	16.1%	14.8%	14.1%	12.3%	14.2%
중국	17.0%	21.5%	20.6%	19.8%	17.5%	19.5%	18.3%	23.8%	11.4%	18.8%	17.1%	17.6%	16.7%	16.6%
베트남	16.8%	18.6%	18.0%	21.0%	21.0%	21.3%	17.9%	19.7%	16.3%	15.3%	10.8%	13.5%	12.8%	16.2%
러시아	10.3%	13.9%	14.6%	16.0%	16.6%	15.7%	13.7%	15.7%	15.3%	16.1%	16.6%	14.4%	13.2%	11.5%

자료: 오리온, 한화투자증권 리서치센터

[표12] 오리온 분기 및 연간 실적

(단위: 십억 원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26E	4Q26E	2024	2025	2026E
매출액	802	777	829	925	930	894	962	1,046	3,104	3,332	3,832
한국	282	291	283	290	283	300	294	300	1,098	1,146	1,177
중국	328	305	337	350	410	378	410	407	1,270	1,321	1,605
베트남	128	103	121	187	151	116	139	214	514	538	620
러시아	67	81	90	102	90	105	121	128	230	339	445
YoY	7.1%	8.1%	7.0%	7.3%	16.0%	15.0%	16.1%	13.1%	6.6%	7.3%	15.0%
한국	4.0%	4.9%	4.2%	4.5%	0.4%	3.0%	4.0%	3.7%	2.6%	4.4%	2.8%
중국	7.1%	3.0%	4.7%	1.4%	24.8%	24.0%	21.6%	16.3%	7.7%	4.0%	21.6%
베트남	8.5%	4.3%	-1.0%	5.9%	17.9%	13.4%	15.1%	14.6%	8.2%	4.6%	15.3%
러시아	33.0%	64.5%	44.7%	47.7%	34.7%	29.9%	34.6%	26.1%	15.1%	47.3%	31.0%
영업이익	131	121	138	168	165	133	163	193	544	558	654
한국	46	49	42	50	49	41	44	52	178	187	186
중국	56	52	67	67	80	65	81	77	244	242	304
베트남	21	14	21	40	27	14	25	48	100	96	114
러시아	9	10	12	17	14	15	16	22	37	47	68
YoY	5.0%	-0.2%	0.6%	4.9%	26.0%	9.2%	18.1%	15.4%	10.4%	2.7%	17.2%
한국	5.7%	3.4%	-3.9%	13.5%	4.7%	-15.1%	5.3%	5.1%	5.7%	4.6%	-0.2%
중국	3.2%	-6.5%	5.4%	-5.4%	42.8%	24.0%	21.7%	16.3%	10.4%	-0.9%	25.6%
베트남	9.1%	-6.3%	-11%	-4.7%	25.2%	0.4%	19.7%	20.1%	14.5%	-3.7%	18.2%
러시아	9.2%	44.6%	26.9%	26.0%	65.7%	58.6%	39.8%	30.3%	14.8%	26.0%	45.1%
영업이익률	16.4%	15.6%	16.6%	18.1%	17.8%	14.8%	16.9%	18.5%	17.5%	16.8%	17.1%
한국	16.4%	16.7%	14.9%	17.2%	17.1%	13.7%	15.1%	17.4%	16.3%	16.3%	15.8%
중국	17.0%	17.2%	19.8%	19.0%	19.5%	17.2%	19.8%	19.0%	19.2%	18.3%	18.9%
베트남	16.5%	14.0%	17.6%	21.2%	17.6%	12.4%	18.4%	22.2%	19.5%	17.9%	18.4%
러시아	12.8%	12.0%	13.1%	16.3%	15.7%	14.6%	13.6%	16.8%	16.0%	13.7%	15.2%

자료: 오리온, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2023	2024	2025	2026E	2027E
매출액	2,912	3,104	3,332	3,832	4,076
매출총이익	1,127	1,196	1,223	1,426	1,521
영업이익	492	544	558	654	702
EBITDA	650	704	723	830	885
순이자손익	34	30	24	-8	0
외화관련손익	2	3	-1	0	0
지분법손익	1	-9	-27	0	0
세전계속사업손익	520	692	547	679	733
당기순이익	385	533	391	501	557
지배주주순이익	377	525	383	495	548
증가율(%)					
매출액	1.4	6.6	7.3	15.0	6.4
영업이익	5.5	10.4	2.7	17.2	7.3
EBITDA	3.4	8.4	2.7	14.8	6.7
순이익	-3.3	38.5	-26.7	28.2	11.2
이익률(%)					
매출총이익률	38.7	38.5	36.7	37.2	37.3
영업이익률	16.9	17.5	16.8	17.1	17.2
EBITDA 이익률	22.3	22.7	21.7	21.7	21.7
세전이익률	17.9	22.3	16.4	17.7	18.0
순이익률	13.2	17.2	11.7	13.1	13.7

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2023	2024	2025	2026E	2027E
영업현금흐름	437	652	537	589	712
당기순이익	385	533	391	501	557
자산상각비	157	160	165	176	183
운전자본증감	-108	69	-70	-16	-7
매출채권 감소(증가)	9	17	2	-21	-14
재고자산 감소(증가)	-30	-42	1	-30	-22
매입채무 증가(감소)	-24	30	-19	32	25
투자현금흐름	-541	-505	-564	-352	-297
유형자산처분(취득)	-165	-105	-121	-285	-228
무형자산 감소(증가)	-2	-15	-24	-18	-18
투자자산 감소(증가)	-372	-10	-4	-41	-42
재무현금흐름	-138	-70	-121	-142	-162
차입금의 증가(감소)	-101	-14	-15	-4	-4
자본의 증가(감소)	-38	-56	-99	-138	-158
배당금의 지급	-38	-56	-99	-138	-158
총현금흐름	663	698	736	605	720
(-)운전자본증감(감소)	88	-96	56	16	7
(-)설비투자	166	107	123	285	228
(+)자산매각	-1	-13	-22	-18	-18
Free Cash Flow	409	675	535	286	467
(-)기타투자	22	402	430	8	8
잉여현금	387	272	106	278	458
NOPLAT	365	419	399	483	533
(+) Dep	157	160	165	176	183
(-)운전자본투자	88	-96	56	16	7
(-)Capex	166	107	123	285	228
OpFCF	268	568	385	358	481

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2023	2024	2025	2026E	2027E
유동자산	1,628	1,647	1,867	2,055	2,388
현금성자산	1,133	1,109	1,312	1,448	1,744
매출채권	212	190	198	219	233
재고자산	260	317	321	351	373
비유동자산	1,893	2,661	2,732	2,867	2,938
투자자산	181	889	925	933	942
유형자산	1,658	1,702	1,716	1,830	1,880
무형자산	54	70	90	104	116
자산총계	3,521	4,308	4,599	4,922	5,326
유동부채	399	538	498	532	561
매입채무	304	383	368	400	425
유동성이자부채	14	14	14	12	10
비유동부채	167	197	188	173	159
비유동이자부채	14	26	22	20	18
부채총계	566	734	686	706	720
자본금	20	20	20	20	20
자본잉여금	598	598	598	598	598
이익잉여금	1,560	2,033	2,317	2,674	3,064
자본조정	684	821	874	821	821
자기주식	-1	-1	-1	-1	-1
자본총계	2,955	3,574	3,912	4,216	4,606

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2023	2024	2025	2026E	2027E
주당지표					
EPS	9,527	13,269	9,682	12,517	13,873
BPS	72,400	87,799	96,334	104,009	113,880
DPS	1,250	2,500	3,500	4,000	4,500
CFPS	16,779	17,662	18,619	15,291	18,206
ROA(%)	10.9	13.4	8.6	10.4	10.7
ROE(%)	13.9	16.6	10.5	12.5	12.7
ROIC(%)	20.7	23.4	21.7	24.2	25.2
Multiples(x, %)					
PER	13.0	9.4	12.8	9.9	8.9
PBR	1.7	1.4	1.3	1.2	1.1
PSR	1.7	1.6	1.5	1.3	1.2
PCR	7.4	7.0	6.7	8.1	6.8
EV/EBITDA	5.9	5.4	5.0	4.2	3.6
배당수익률	1.0	2.0	2.8	3.2	3.6
안정성(%)					
부채비율	19.1	20.5	17.5	16.7	15.6
Net debt/Equity	-37.4	-29.9	-32.6	-33.6	-37.3
Net debt/EBITDA	-170.0	-151.9	-176.6	-170.7	-193.9
유동비율	408.2	306.4	374.8	385.8	425.9
이자보상배율(배)	136.8	536.2	37.6	12.5	15.2
자산구조(%)					
투하자본	58.0	47.0	46.0	46.5	44.6
현금+투자자산	42.0	53.0	54.0	53.5	55.4
자본구조(%)					
차입금	1.0	1.1	0.9	0.8	0.6
자기자본	99.0	98.9	99.1	99.2	99.4

CJ 제일제당 (097950) (Buy / TP 260,000원)

2026년 2분기 CJ제일제당의 CJ대한통운 제외 매출액은 4조 1,950억원(+10.2% YoY, 이하 YoY), 영업이익은 1,619억원(-18.4%, OPM 3.9%)으로 컨센서스 영업이익(1,716억원)을 하회했다. 바이오 실적이 기대 이상이었으나 식품 수익성이 예상보다 부진했다.

[식품] 해외에서는 미주가 만두(+31%)와 핫반(+49%) 등 GSP 판매 확대에 힘입어 +10%, 국내도 H&W 기반 신제품과 온라인·CVS 채널 확대로 가공식품 매출이 +4% 증가했다. 반면 고유가에 따른 물류·포장비 상승, 소재식품 판가 인하와 마케팅비 증가가 겹치며 식품 영업이익은 709억원(-21.3%, OPM 2.5%)에 그쳤다. [바이오] 매출액 1조 3,509억원(+20.8%), 영업이익 910억원(-15.9%, OPM 6.7%)으로 1분기 55억원에서 큰 폭으로 회복했다. 경쟁 심화 속에서도 주요 제품 판매량이 확대됐고, 매각 철회 이후 사업 정상화 과정에 있는 셀렉타의 매출 성장이 두드러졌다.

하반기에도 외형 성장에 비해 이익 개선 강도는 제한적일 전망이다. 식품은 미국을 포함한 글로벌 GSP 판매 확대와 유럽·APAC 등 비미주 지역의 고성장이 이어지겠지만, 고유가에 따른 물류비와 원부자재 부담이 지속되고 미국에서는 유통사 정책과 소비 환경을 감안할 때 적극적인 가격 인상도 쉽지 않다. 국내 역시 27개 품목 가격 인상으로 일부 원가 부담을 상쇄하겠지만, 쌀·돈육·포장재 가격 상승과 소재식품 수익성 저하가 부담이다.

식품 비용 부담이 예상보다 장기화되면서 당분간 전사 실적 모멘텀은 제한적일 전망이다. 다만 바이오는 제품별 개선 시점에는 차이가 있겠지만 라이산·트립토판의 판가 회복과 스페셜티 수요 확대를 바탕으로 점진적인 이익 개선이 가능하다는 점은 긍정적이다. 향후 실적 개선의 강도를 높이기 위해서는 저수익 사업의 효율화와 고수익·고성장 사업으로의 자원 재배분 등 보다 적극적인 선택과 집중이 필요하다.

[표13] CJ제일제당 분기 및 연간 실적 추정

(단위: 십억 원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26E	4Q26E	2024	2025	2026E
매출액	7,209	7,237	7,440	7,006	7,111	7,362	7,496	7,680	29,359	28,891	29,650
식품	2,925	2,687	2,984	2,926	3,038	2,844	3,132	3,258	11,353	11,522	12,272
바이오	895	1,080	979	1,005	989	1,351	1,233	1,185	4,210	3,959	4,758
F&C	543	555	569	-	-	-	-	-	2,309	1,667	-
물류	2,846	2,915	2,907	3,075	3,084	3,167	3,130	3,237	11,488	11,742	12,619
YoY	-0.1%	0.0%	0.3%	-6.5%	-1.4%	1.7%	0.8%	9.6%	1.2%	-1.6%	2.6%
식품	3.3%	-0.7%	0.4%	2.9%	3.9%	5.8%	5.0%	11.3%	0.8%	1.5%	6.5%
바이오	-12.4%	2.2%	-8.4%	-5.4%	10.4%	25.1%	25.9%	18.0%	1.8%	-5.9%	20.2%
F&C	-8.2%	-2.6%	-1.7%	-	-	-	-	-	-7.4%	-27.8%	-
물류	2.7%	0.3%	4.0%	2.0%	8.4%	8.7%	7.7%	5.3%	3.2%	2.2%	7.5%
매출액 비중											
식품	40.6%	37.1%	40.1%	41.8%	42.7%	38.6%	41.8%	42.4%	38.7%	39.9%	41.4%
바이오	12.4%	14.9%	13.2%	14.3%	13.9%	18.3%	16.5%	15.4%	14.3%	13.7%	16.0%
F&C	7.5%	7.7%	7.7%	-	-	-	-	-	7.9%	5.8%	-
물류	39.5%	40.3%	39.1%	43.9%	43.4%	43.0%	41.8%	42.2%	39.1%	40.6%	42.6%
영업이익	333	353	346	296	238	258	329	359	1,553	1,329	1,184
식품	129	90	169	138	143	71	132	132	620	526	478
바이오	82	102	22	1	6	91	67	76	338	207	239
F&C	35	43	12	-	-	-	-	-	75	90	-
물류	87	118	144	157	90	96	130	151	521	506	466
YoY	-11.4%	-7.9%	-16.8%	-21.6%	-28.5%	-27.1%	-5.2%	21.5%	20.2%	-14.4%	-10.9%
식품	-30.3%	-33.7%	4.5%	0.0%	11.2%	-21.3%	-21.6%	-4.3%	-5.3%	-15.2%	-9.0%
바이오	-15.7%	3.4%	-73.3%	-99.1%	-93.3%	-11.1%	203%	-	34.3%	-38.6%	15.4%
F&C	흑전	24.9%	-63.2%	-	-	-	-	-	흑전	20.3%	-
물류	-20.2%	3.0%	2.9%	-0.2%	3.1%	-18.9%	-9.9%	-3.8%	10.3%	0.0%	-7.9%
영업이익 비중											
식품	38.6%	25.5%	48.6%	46.7%	60.1%	27.5%	40.2%	36.8%	39.9%	39.6%	40.4%
바이오	24.7%	29.0%	6.4%	0.2%	2.3%	35.3%	20.3%	21.2%	21.7%	15.6%	20.2%
F&C	10.6%	12.1%	3.5%	-	-	-	-	-	4.8%	6.8%	-
물류	26.1%	33.4%	41.5%	53.1%	37.6%	37.2%	39.5%	42.0%	33.5%	38.1%	39.4%
영업이익률	4.6%	4.9%	4.7%	4.2%	3.3%	3.5%	4.4%	4.7%	5.3%	4.6%	4.0%
식품	4.4%	3.4%	5.6%	4.7%	4.7%	2.5%	4.2%	4.1%	5.5%	4.6%	3.9%
바이오	9.2%	9.5%	2.2%	0.0%	0.6%	6.7%	5.4%	6.4%	8.0%	5.2%	5.0%
F&C	6.5%	7.7%	2.1%	-	-	-	-	-	3.2%	5.4%	-
물류	3.1%	4.0%	5.0%	5.1%	2.9%	3.0%	4.1%	4.7%	4.5%	4.3%	3.7%
CJ대한통운 제외											
매출액	4,363	4,322	4,533	3,931	4,027	4,195	4,366	4,443	17,871	17,149	17,031
YoY	-1.8%	-0.2%	-1.9%	-12.2%	-7.7%	-2.9%	-3.7%	13.0%	-0.1%	-4.0%	-0.7%
영업이익	246	235	203	139	149	162	199	208	1,032	823	718
YoY	-7.8%	-12.6%	-26.7%	-36.9%	-39.7%	-31.1%	-1.8%	50.1%	26.0%	-20.3%	-12.8%
영업이익률	5.6%	5.4%	4.5%	3.5%	3.7%	3.9%	4.6%	4.7%	5.8%	4.8%	4.2%
F&C 제외											
매출액	3,820	3,767	3,963	3,931	4,027	4,195	4,366	4,443	15,563	15,482	17,031
YoY	-0.9%	0.1%	-1.9%	0.6%	5.4%	11.4%	10.2%	13.0%	1.1%	-0.5%	10.0%
영업이익	211	193	191	139	149	162	199	208	958	733	718
YoY	-25.2%	-18.1%	-21.8%	-29.5%	-29.6%	-15.9%	4.4%	50.1%	5.7%	-23.5%	-2.1%
영업이익률	5.5%	5.1%	4.8%	3.5%	3.7%	3.9%	4.6%	4.7%	6.2%	4.7%	4.2%

주: 씨제이피드앤케어를 포함한 14개 회사의 매출에 따라 F&C 사업을 중단영업으로 분류. 2025년 4분기부터 F&C 부문을 제외하여 작성했으며, 1~3분기는 당시 공시 기준 수치를 적용. 이에 따라 회사가 중단영업을 소급 반영한 비교 수치와 일부 차이가 발생할 수 있음. 자료: CJ제일제당, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2023	2024	2025	2026E	2027E
매출액	29,023	27,240	27,343	29,650	31,303
매출총이익	6,053	6,155	5,908	6,417	6,799
영업이익	1,292	1,452	1,234	1,184	1,372
EBITDA	2,834	3,010	2,866	2,821	2,997
순이자손익	-459	-438	-440	-443	-388
외화관련손익	3	-190	44	107	76
지분법손익	139	18	19	12	16
세전계속사업손익	732	573	65	285	737
당기순이익	559	346	-417	202	552
지배주주순이익	386	132	-571	132	359
증가율(%)					
매출액	-3.5	-6.1	0.4	8.4	5.6
영업이익	-22.4	12.4	-15.0	-4.0	15.9
EBITDA	-7.6	6.2	-4.8	-1.6	6.3
순이익	-30.3	-38.2	격전	흑전	173.8
이익률(%)					
매출총이익률	20.9	22.6	21.6	21.6	21.7
영업이익률	4.5	5.3	4.5	4.0	4.4
EBITDA 이익률	9.8	11.1	10.5	9.5	9.6
세전이익률	2.5	2.1	0.2	1.0	2.4
순이익률	1.9	1.3	-1.5	0.7	1.8

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2023	2024	2025	2026E	2027E
영업현금흐름	2,445	2,255	2,482	2,273	1,811
당기순이익	559	346	-417	214	552
자산상각비	1,542	1,558	1,632	1,637	1,625
운전자본증감	-155	-676	-43	-816	-248
매출채권 감소(증가)	160	-259	67	-1,606	-278
재고자산 감소(증가)	366	429	190	35	-172
매입채무 증가(감소)	-338	-566	-33	975	203
투자현금흐름	-703	-1,104	-1,527	-2,115	-1,453
유형자산처분(취득)	-1,017	-908	-1,527	-1,292	-1,195
무형자산 감소(증가)	-135	-131	-111	-101	-101
투자자산 감소(증가)	219	-183	67	-248	-46
재무현금흐름	-1,658	-1,863	-1,102	-850	-296
차입금의 증가(감소)	-793	-594	-401	-754	-200
자본의 증가(감소)	-141	-128	-168	-96	-96
배당금의 지급	-141	-128	-168	-96	-96
총현금흐름	2,832	3,129	2,799	3,089	2,059
(-)운전자본증감(감소)	101	350	-487	1,113	248
(-)설비투자	1,124	1,001	1,631	1,297	1,195
(+)자산매각	-27	-38	-7	-97	-101
Free Cash Flow	1,580	1,740	1,648	582	514
(-)기타투자	-176	208	485	176	111
잉여현금	1,756	1,532	1,162	406	403
NOPLAT	987	638	-3,276	775	1,029
(+) Dep	1,542	1,558	1,632	1,637	1,625
(-)운전자본투자	101	350	-487	1,113	248
(-)Capex	1,124	1,001	1,631	1,297	1,195
OpFCF	1,304	846	-2,788	2	1,211

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2023	2024	2025	2026E	2027E
유동자산	9,580	9,000	8,878	9,312	9,910
현금성자산	2,192	1,937	1,426	1,478	1,585
매출채권	2,941	3,481	3,128	4,208	4,486
재고자산	2,649	2,521	2,182	2,609	2,781
비유동자산	20,026	21,134	20,867	21,249	21,023
투자자산	3,839	3,910	3,971	3,961	4,088
유형자산	11,875	12,376	12,349	12,625	12,324
무형자산	4,308	4,846	4,547	4,663	4,610
자산총계	29,606	30,134	29,745	30,561	30,933
유동부채	9,556	10,312	10,433	9,642	9,724
매입채무	3,314	3,142	2,841	3,071	3,274
유동성이자부채	4,971	6,403	5,649	5,588	5,428
비유동부채	8,271	7,595	7,760	9,151	9,178
비유동이자부채	6,711	5,932	6,291	7,222	7,182
부채총계	17,826	17,907	18,194	18,793	18,902
자본금	82	82	82	82	82
자본잉여금	1,223	1,304	1,296	1,296	1,296
이익잉여금	5,731	5,731	5,026	5,061	5,324
자본조정	115	730	655	718	718
자기주식	-100	-100	-100	-100	-100
자본총계	11,780	12,227	11,551	11,768	12,031

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2023	2024	2025	2026E	2027E
주당지표					
EPS	25,147	8,253	-39,429	8,444	23,884
BPS	436,559	479,046	430,886	436,896	452,941
DPS	5,500	6,000	6,000	6,000	6,000
CFPS	172,898	190,977	170,872	188,542	125,690
ROA(%)	1.3	0.4	-1.9	0.4	1.2
ROE(%)	5.6	1.8	-7.7	1.9	4.9
ROIC(%)	4.8	3.0	-15.2	3.6	4.6
Multiples(x, %)					
PER	7.2	21.8	-4.6	21.3	7.5
PBR	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
PSR	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
PCR	1.0	0.9	1.1	1.0	1.4
EV/EBITDA	4.4	4.4	4.7	5.0	4.6
배당수익률	3.1	3.3	3.3	3.3	3.3
안정성(%)					
부채비율	151.3	146.5	157.5	159.7	157.1
Net debt/Equity	80.6	85.0	91.0	96.3	91.6
Net debt/EBITDA	334.9	345.4	366.9	401.7	367.8
유동비율	100.3	87.3	85.1	96.6	101.9
이자보상배율(배)	2.5	2.9	2.5	2.4	2.9
자산구조(%)					
투자자본	77.2	78.8	79.7	80.3	79.6
현금+투자자산	22.8	21.2	20.3	19.7	20.4
자본구조(%)					
차입금	49.8	50.2	50.8	52.1	51.2
자기자본	50.2	49.8	49.2	47.9	48.8

롯데웰푸드 (280360) [Buy / TP 170,000원]

롯데웰푸드의 2026년 2분기 연결 매출액은 1조 1,557억원(+8.6% YoY), 영업이익은 647억원(+88.5% YoY, OPM 5.6%)을 기록하며 컨센서스를 크게 상회했다. 음식료 업종 전반이 원가 부담과 내수 둔화로 수익성 개선이 제한되는 가운데, 롯데웰푸드는 뚜렷한 이익 개선을 보여줬다. 국내에서는 제과, 빙과, 유지 부문이 모두 성장했고, 희망퇴직 비용 143억원이 반영되었음에도 영업이익이 큰 폭으로 증가했다. 비용 효율화와 제품 믹스 개선이 실제 손익에 반영되기 시작한 것이다.

턴어라운드의 핵심은 일회성이 아니라 구조적 개선이라는 점이다. 롯데웰푸드는 SKU 정리, 할인 및 판촉 축소, 생산 효율화, 인력 구조 개선, 원재료 구매 경쟁입찰 확대 등을 진행하고 있다. 이러한 전략들은 단기 비용 절감에 그치지 않고, 매출총이익률과 판관비율을 동시에 개선시키는 요인이다. 과거 롯데웰푸드는 매출 규모 대비 수익성이 낮고 사업 포트폴리오가 복잡하다는 평가를 받아왔지만, 최근에는 비효율 사업 정리와 핵심 제품 중심의 운영 개선이 가시화되고 있다.

해외 사업도 긍정적이다. 인도 매출은 1,334억원(+28% YoY, 현지 통화 기준 +32%)을 기록하며 고성장했고, CIS 지역도 견조한 흐름을 이어갔다. 인도와 신흥국 제과 시장은 아직 침투율 상승 여지가 크고, 브랜드와 유통망을 보유한 기업에 유리한 구조다. 해외 매출 확대는 단순 외형 성장뿐 아니라 중장기 밸류에이션 재평가 요인으로 작용할 수 있다. 국내 사업의 수익성 개선과 해외 성장성이 동시에 나타나는 구조는 음식료 업종 내에서 흔치 않다.

하반기에도 이익 개선 흐름은 이어질 가능성이 높다. 2026년 연간 매출액은 약 4.5조원, 영업이익은 2,200억원 수준으로 전망되며, 영업이익률은 4.9%까지 개선될 것으로 예상된다. 원재료 가격 부담이 완전히 해소된 것은 아니지만, 비용 효율화와 가격 정책, 해외 성장으로 이를 상당 부분 상쇄할 수 있다. 투자 관점에서 롯데웰푸드는 업종 내 가장 뚜렷한 턴어라운드 기업이다. 실적 개선의 방향성이 명확하고, 단기 주가 상승에도 밸류에이션 부담도 크지 않다.

[표14] 롯데웰푸드 분기 및 연간 실적 추정

(단위: 십억 원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26E	4Q26E	2024	2025	2026E
매출액	975	1,064	1,157	1,020	1,027	1,156	1,246	1,083	4,044	4,216	4,512
국내	745	820	923	746	757	845	955	758	3,188	3,235	3,314
건과	285	262	284	302	292	276	292	308	1,104	1,133	1,168
빙과	101	182	243	82	103	193	264	84	610	607	644
유지	114	124	131	122	121	131	139	129	452	491	519
육가공 및 HMR	125	122	130	117	115	115	125	113	518	494	468
기타	121	131	135	123	125	129	135	124	503	510	514
해외	230	244	233	274	270	311	291	325	857	981	1,198
CIS	92	88	91	130	112	116	126	162	349	401	517
카자흐스탄	68	61	64	98	83	85	92	126	265	291	386
러시아	24	27	27	32	29	32	34	36	85	110	131
인도	80	104	74	68	93	133	86	75	291	326	388
건과	34	28	33	34	39	36	39	37	118	130	151
빙과	46	77	40	34	54	98	48	37	173	197	237
기타	58	52	68	76	65	61	79	88	217	254	293
YoY	2.5%	1.9%	7.3%	5.1%	5.4%	8.6%	7.7%	6.2%	-0.5%	4.2%	7.0%
국내	-1.2%	-0.5%	6.1%	1.1%	1.6%	2.9%	3.4%	1.5%	-2.3%	1.5%	2.4%
건과	1.1%	0.4%	3.9%	4.6%	2.7%	5.2%	2.9%	2.0%	1.6%	2.6%	3.1%
빙과	-5.6%	-7.5%	9.3%	-3.5%	2.6%	6.2%	8.5%	2.9%	0.2%	-0.5%	6.1%
유지	3.0%	7.4%	16.4%	7.5%	6.2%	6.3%	5.8%	5.0%	-4.1%	8.6%	5.8%
육가공 및 HMR	-4.6%	-4.1%	-2.3%	-7.5%	-7.6%	-5.6%	-4.0%	-3.5%	-2.7%	-4.6%	-5.2%
기타	-2.5%	4.6%	4.7%	-1.3%	3.1%	-1.4%	0.3%	0.8%	-10.4%	1.4%	0.7%
해외	16.6%	11.2%	12.2%	17.8%	17.6%	27.6%	24.8%	18.8%	6.5%	14.5%	22.1%
CIS	6.6%	12.6%	13.6%	23.7%	22.1%	32.7%	37.9%	25.2%	0.6%	14.7%	29.0%
카자흐스탄	1.9%	7.1%	10.7%	17.3%	22.8%	39.7%	42.7%	28.9%	-1.9%	9.8%	32.8%
러시아	22.5%	27.3%	21.0%	48.7%	19.9%	17.0%	26.2%	13.7%	9.1%	29.9%	18.9%
인도	24.2%	8.9%	6.3%	11.7%	16.5%	27.9%	17.1%	10.4%	8.0%	12.3%	19.0%
건과	12.5%	6.1%	5.9%	16.0%	14.9%	27.9%	15.9%	9.3%	13.7%	10.2%	16.5%
빙과	34.4%	10.0%	6.6%	7.7%	17.7%	27.9%	18.2%	11.5%	4.4%	13.7%	20.7%
기타	24.6%	13.7%	17.5%	14.0%	12.1%	18.4%	15.4%	15.4%	15.3%	17.2%	15.3%
현지통화 기준 매출액 YoY											
카자흐스탄	5.3%	15.8%	17.3%	18.2%	19.3%	23.7%	15.8%	13.0%	-1.7%	15.0%	16.5%
러시아	16.1%	21.4%	0.3%	18.8%	-0.1%	0.4%	5.6%	2.3%	13.8%	12.0%	2.1%
인도	18.4%	11.0%	5.9%	13.8%	22.1%	31.7%	16.8%	13.2%	5.1%	12.0%	22.1%
영업이익	16	34	69	-10	36	65	86	33	157	110	220
국내	7	22	60	-17	24	35	69	13	98	71	141
해외	9	13	10	7	12	30	17	20	59	38	79
YoY	-56.1%	-45.8%	-8.9%	적지	118%	88.5%	24.1%	흑전	-11.3%	-30.3%	101%
국내	-67.9%	-48.1%	-3.9%	적지	223%	62.3%	16.0%	흑전	-17.4%	-27.2%	98.4%
해외	-37.1%	-41.2%	-31.0%	-25.5%	32.5%	133%	74.2%	188%	1.2%	-35.3%	105%
영업이익률	1.7%	3.2%	6.0%	-1.0%	3.5%	5.6%	6.9%	3.1%	3.9%	2.6%	4.9%
국내	1.0%	2.6%	6.5%	-2.3%	3.2%	4.2%	7.2%	1.7%	3.1%	2.2%	4.3%
해외	3.9%	5.2%	4.2%	2.6%	4.4%	9.5%	5.8%	6.2%	6.9%	3.9%	6.6%

자료: 롯데웰푸드, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2023	2024	2025	2026E	2027E
매출액	4,066	4,044	4,216	4,512	4,739
매출총이익	1,132	1,195	1,143	1,270	1,363
영업이익	177	157	110	220	252
EBITDA	368	361	321	450	494
순이자손익	-29	-32	-37	-34	-31
외화관련손익	-15	-8	14	-14	-10
지분법손익	-1	1	-26	-2	-7
세전계속사업손익	110	108	100	176	212
당기순이익	68	82	71	136	165
지배주주순이익	71	85	72	136	164
증가율(%)					
매출액	26.9	-0.5	4.2	7.0	5.0
영업이익	57.5	-11.3	-30.3	100.5	14.7
EBITDA	38.2	-1.8	-10.9	40.0	9.8
순이익	54.4	21.0	-12.9	90.6	21.5
이익률(%)					
매출총이익률	27.8	29.6	27.1	28.2	28.8
영업이익률	4.4	3.9	2.6	4.9	5.3
EBITDA 이익률	9.0	8.9	7.6	10.0	10.4
세전이익률	2.7	2.7	2.4	3.9	4.5
순이익률	1.7	2.0	1.7	3.0	3.5

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2023	2024	2025	2026E	2027E
영업현금흐름	453	286	231	343	392
당기순이익	68	82	71	136	165
자산상각비	191	204	212	230	242
운전자본증감	97	-78	-119	-27	-32
매출채권 감소(증가)	0	52	-18	-17	-18
재고자산 감소(증가)	143	-84	-67	-38	-36
매입채무 증가(감소)	-14	-5	-1	44	26
투자현금흐름	-237	-385	-142	-433	-356
유형자산처분(취득)	-256	-313	-341	-333	-320
무형자산 감소(증가)	-3	-16	-5	-7	-8
투자자산 감소(증가)	5	-78	116	-27	-3
재무현금흐름	-35	-82	46	-87	-99
차입금의 증가(감소)	29	-3	127	-58	-60
자본의 증가(감소)	-21	-27	-29	-29	-39
배당금의 지급	-21	-27	-29	-29	-39
총현금흐름	390	404	370	371	424
(-)운전자본증감(감소)	-148	23	99	83	32
(-)설비투자	325	316	346	334	320
(+)자산매각	65	-14	1	-7	-8
Free Cash Flow	278	51	-74	-53	64
(-)기타투자	33	32	-67	10	26
잉여현금	245	19	-7	-63	38
NOPLAT	109	119	78	169	196
(+) Dep	191	204	212	230	242
(-)운전자본투자	-148	23	99	83	32
(-)Capex	325	316	346	334	320
OpFCF	123	-16	-155	-17	87

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2023	2024	2025	2026E	2027E
유동자산	1,489	1,429	1,574	1,541	1,540
현금성자산	584	466	502	351	290
매출채권	358	307	332	352	370
재고자산	481	567	639	691	728
비유동자산	2,710	2,913	3,000	3,182	3,286
투자자산	440	485	427	492	510
유형자산	1,976	2,087	2,257	2,382	2,483
무형자산	294	341	317	308	293
자산총계	4,199	4,342	4,574	4,723	4,826
유동부채	932	1,056	1,003	1,026	1,015
매입채무	415	451	452	494	520
유동성이자부채	450	540	475	465	425
비유동부채	1,124	1,059	1,284	1,310	1,300
비유동이자부채	915	844	1,055	1,070	1,050
부채총계	2,056	2,115	2,287	2,336	2,314
자본금	5	5	5	5	5
자본잉여금	1,130	1,130	1,130	1,130	1,130
이익잉여금	529	569	619	723	848
자본조정	390	431	437	430	430
자기주식	-23	-23	-18	-18	-18
자본총계	2,143	2,226	2,287	2,387	2,512

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2023	2024	2025	2026E	2027E
주당지표					
EPS	7,476	8,969	8,298	15,657	18,879
BPS	217,729	226,268	235,468	245,832	259,294
DPS	3,000	3,300	3,300	5,500	6,600
CFPS	41,285	42,806	39,812	39,837	45,523
ROA(%)	1.7	2.0	1.6	2.9	3.4
ROE(%)	3.5	4.0	3.3	6.1	7.0
ROIC(%)	3.8	4.0	2.5	5.0	5.5
Multiples(x, %)					
PER	16.5	13.8	14.9	7.9	6.5
PBR	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5
PSR	0.3	0.3	0.3	0.3	0.2
PCR	3.0	2.9	3.1	3.1	2.7
EV/EBITDA	5.2	5.7	6.7	5.2	4.7
배당수익률	2.4	2.7	2.7	4.5	5.3
안정성(%)					
부채비율	96.0	95.0	100.0	97.9	92.1
Net debt/Equity	36.5	41.2	45.0	49.6	47.2
Net debt/EBITDA	212.5	254.2	320.1	263.0	239.6
유동비율	159.7	135.3	156.9	150.1	151.8
이자보상배율(배)	3.7	2.9	2.1	4.0	4.8
자산구조(%)					
투하자본	73.5	76.3	77.9	80.7	82.0
현금+투자자산	26.5	23.7	22.1	19.3	18.0
자본구조(%)					
차입금	38.9	38.3	40.1	39.1	37.0
자기자본	61.1	61.7	59.9	60.9	63.0

롯데칠성 (005300) (Hold / TP 110,000원)

롯데칠성의 2026년 2분기 연결 매출액은 1조 1,129억원(+2.4% YoY), 영업이익은 558억원(-10.4% YoY, OPM 5.0%)을 기록하며 컨센서스를 하회했다. 국내 음료 부진, 포장재와 유가 관련 비용 부담, 해외 법인의 일회성 비용이 복합적으로 반영됐다. 국내 음료 매출은 +1.7% 성장했지만 영업이익은 -13.2% 감소했다. 제로 탄산, 새로, RTD 등 일부 카테고리의 성장에도 불구하고, 전체 음료 시장의 수요 둔화와 경쟁 심화가 수익성에 부담으로 작용했다. 해외 사업도 단기적으로 부진했다. 해외 자회사 매출은 +3.4% 성장했으나 지정학적 이슈로 약 140억원의 비용이 발생했고, 해외 영업이익은 -27.0% 감소했다.

2026년 하반기 연결 매출액은 2조 284억원(+2.8% YoY), 영업이익은 990억원(+24.2%, OPM 4.9%)으로 추정한다. 상반기 원가 부담이 피크였고, 7월 가격 인상 효과가 하반기부터 반영된다는 점은 긍정적이다. 다만 국내 음료 시장의 구조적 둔화로 외형 성장률 회복은 제한적일 것으로 판단한다. 소비 부진이 장기화되는 가운데 기존 음료 업체와의 경쟁뿐만 아니라 산업 밖에서의 공급이 증가하며 시장의 경계 자체가 낮아지고 있다. 제로탄산, 새로, RTD 등 핵심 제품군의 성장은 유효하나 산업 수요 둔화를 상쇄하기에는 시간이 필요하다.

원가 부담은 상반기를 정점으로 완화될 가능성이 높고, 가격 인상·제품 믹스 개선·용기 경량화·재활용 PET 사용 확대 등을 통한 수익성 방어 노력도 이어질 전망이다. 다만 가격 인상 이후에도 물량 성장 가시성이 높지 않고, 국내 음료 시장의 구조적 둔화와 해외 법인 원가 변동성이 동시에 부담으로 작용하고 있다. 비영업자산 가치 현실화 가능성은 유효하나, 본업의 이익 성장 여력이 제한적인 구간에서는 밸류에이션 리레이팅을 기대하기 어렵다. 현 주가에서 추가 하락 여지는 크지 않지만, 투자의견 상향을 위해서는 가격 인상 이후 물량 방어와 해외 법인 수익성 안정화가 확인되어야 한다.

[표15] 롯데칠성 분기 및 연간 실적 추정

(단위: 십억 원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26E	4Q26E	2024	2025	2026E
매출액	910	1,087	1,079	894	952	1,113	1,113	915	4,025	3,971	4,094
별도	601	681	732	553	608	696	746	561	2,723	2,567	2,610
음료	408	492	538	376	414	501	548	385	1,910	1,814	1,847
주류	193	189	193	177	194	195	198	176	813	753	763
PCPPI	254	303	248	271	259	298	253	277	1,029	1,077	1,086
그외연결법인및조정	55	103	100	70	85	119	115	78	272	328	397
YoY	-2.8%	-1.1%	1.3%	-3.1%	4.6%	2.4%	3.2%	2.3%	24.8%	-1.3%	3.1%
별도	-7.0%	-8.0%	-1.5%	-6.8%	1.2%	2.1%	1.9%	1.4%	-1.2%	-5.7%	1.7%
음료	-5.4%	-8.5%	-0.1%	-6.4%	1.5%	1.7%	1.7%	2.5%	-2.2%	-5.0%	1.8%
주류	-10.2%	-6.5%	-5.3%	-7.8%	0.7%	3.2%	2.3%	-0.8%	1.2%	-7.5%	1.4%
PCPPI	5.4%	6.1%	2.3%	4.3%	1.8%	-1.7%	1.9%	2.0%	328.9%	4.6%	0.9%
그외연결법인및조정	11.0%	40.3%	25.2%	0.7%	54.9%	15.9%	15.8%	10.5%	19.7%	20.4%	21.3%
영업이익	25	62	92	-12	48	56	87	12	185	167	203
별도	27	27	69	-21	37	28	62	0	139	102	127
음료	13	24	55	-18	21	21	53	5	104	74	100
주류	14	3	14	-3	16	7	9	-5	35	28	27
PCPPI	-3	9	5	8	5	8	7	7	8	18	27
그외연결법인및조정	1	27	18	1	6	20	18	5	38	47	49
YoY	-31.9%	3.5%	16.7%	적전	90.8%	-10.4%	-5.0%	흑전	-12.2%	-9.6%	21.2%
별도	-25.7%	-31.1%	10.4%	적전	34.6%	5.3%	-10.2%	흑전	-29.0%	-26.4%	24.2%
음료	-45.6%	-33.1%	4.4%	적지	62.0%	-13.2%	-3.2%	흑전	-35.7%	-29.0%	34.9%
주류	11.8%	-9.4%	43.3%	적전	9.6%	156.6%	-37.9%	적지	3.6%	-18.7%	-3.9%
PCPPI	적지	31.3%	-	151.6%	흑전	-10.4%	54%	-11.4%	흑전	129.4%	52.4%
그외연결법인및조정	-47.6%	80.5%	12.5%	-83.5%	406.4%	-26.0%	-0.1%	462.6%	65.5%	23.0%	3.0%
영업이익률	2.7%	5.7%	8.5%	-1.3%	5.0%	5.0%	7.8%	1.3%	4.6%	4.2%	4.9%
별도	4.5%	3.9%	9.4%	-3.7%	6.0%	4.0%	8.3%	0.0%	5.1%	4.0%	4.9%
음료	3.2%	4.8%	10.2%	-4.8%	5.1%	4.1%	9.7%	1.2%	5.5%	4.1%	5.4%
주류	7.4%	1.5%	7.2%	-1.6%	8.0%	3.8%	4.4%	-2.6%	4.3%	3.7%	3.6%
PCPPI	-1.3%	2.9%	1.9%	2.9%	2.1%	2.6%	2.8%	2.5%	0.8%	1.7%	2.5%
그외연결법인및조정	2.1%	26.2%	18.3%	1.2%	6.7%	16.7%	15.8%	6.0%	14.1%	14.4%	12.2%

자료: 롯데칠성, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2023	2024	2025	2026E	2027E
매출액	3,225	4,025	3,971	4,094	4,282
매출총이익	1,235	1,384	1,327	1,400	1,496
영업이익	211	185	167	203	247
EBITDA	398	426	413	455	497
순이자손익	-44	-72	-74	-59	-57
외화관련손익	-3	-17	-14	-5	-2
지분법손익	75	14	13	16	14
세전계속사업손익	207	96	84	155	205
당기순이익	167	60	51	122	164
지배주주순이익	166	59	47	112	156
증가율(%)					
매출액	13.5	24.8	-1.3	3.1	4.6
영업이익	-5.5	-12.2	-9.6	21.3	22.1
EBITDA	3.1	7.0	-3.1	10.4	9.1
순이익	27.0	-64.0	-14.7	138.9	34.3
이익률(%)					
매출총이익률	38.3	34.4	33.4	34.2	34.9
영업이익률	6.5	4.6	4.2	5.0	5.8
EBITDA 이익률	12.3	10.6	10.4	11.1	11.6
세전이익률	6.4	2.4	2.1	3.8	4.8
순이익률	5.2	1.5	1.3	3.0	3.8

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2023	2024	2025	2026E	2027E
영업현금흐름	268	325	354	353	394
당기순이익	167	60	51	122	164
자산상각비	187	241	245	253	249
운전자본증감	-76	-28	-4	4	-5
매출채권 감소(증가)	-29	34	44	-4	-12
재고자산 감소(증가)	3	-34	63	16	-20
매입채무 증가(감소)	-27	30	-58	-44	30
투자현금흐름	-194	-307	-213	-210	-211
유형자산처분(취득)	-204	-271	-196	-178	-170
무형자산 감소(증가)	-1	-20	-26	-38	-38
투자자산 감소(증가)	-1	-14	2	-1	-1
재무현금흐름	-166	-92	-105	-172	-85
차입금의 증가(감소)	-122	-55	-66	-138	-50
자본의 증가(감소)	-35	-36	-34	-34	-35
배당금의 지급	-35	-36	-34	-34	-35
총현금흐름	424	457	453	349	399
(-)운전자본증감(감소)	47	10	-35	10	5
(-)설비투자	205	285	206	178	170
(+)자산매각	0	-6	-16	-38	-38
Free Cash Flow	172	156	266	122	186
(-)기타투자	17	21	33	-22	2
잉여현금	155	136	233	144	184
NOPLAT	169	115	102	160	199
(+) Dep	187	241	245	253	249
(-)운전자본투자	47	10	-35	10	5
(-)Capex	205	285	206	178	170
OpFCF	105	61	176	224	274

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2023	2024	2025	2026E	2027E
유동자산	1,150	1,125	1,046	1,034	1,169
현금성자산	261	206	238	210	309
매출채권	332	306	260	269	281
재고자산	484	535	468	456	477
비유동자산	3,108	3,247	3,239	3,222	3,198
투자자산	579	546	578	582	598
유형자산	2,439	2,603	2,557	2,519	2,462
무형자산	90	98	104	121	137
자산총계	4,258	4,373	4,285	4,256	4,367
유동부채	1,265	1,466	1,344	1,268	1,290
매입채무	727	742	673	670	699
유동성이자부채	501	681	636	554	544
비유동부채	1,456	1,328	1,340	1,309	1,277
비유동이자부채	1,282	1,152	1,151	1,113	1,073
부채총계	2,721	2,794	2,684	2,577	2,566
자본금	5	5	5	5	5
자본잉여금	40	38	38	38	38
이익잉여금	2,195	2,204	2,220	2,303	2,424
자본조정	-776	-748	-741	-748	-748
자기주식	0	0	0	0	0
자본총계	1,537	1,578	1,600	1,679	1,800

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2023	2024	2025	2026E	2027E
주당지표					
EPS	17,593	6,085	4,805	11,823	16,505
BPS	145,622	149,082	151,359	158,923	170,948
DPS	3,400	3,400	3,400	3,500	3,800
CFPS	42,219	45,441	45,017	34,723	39,650
ROA(%)	4.2	1.4	1.1	2.6	3.6
ROE(%)	11.6	4.0	3.1	7.2	9.4
ROIC(%)	6.3	3.8	3.4	5.4	6.7
Multiples(x, %)					
PER	5.5	15.9	20.1	8.2	5.9
PBR	0.7	0.6	0.6	0.6	0.6
PSR	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2
PCR	2.3	2.1	2.1	2.8	2.4
EV/EBITDA	6.2	6.1	6.1	5.3	4.5
배당수익률	3.5	3.5	3.5	3.6	3.9
안정성(%)					
부채비율	177.0	177.0	167.7	153.4	142.5
Net debt/Equity	99.0	103.1	96.7	86.7	72.6
Net debt/EBITDA	382.5	382.3	375.3	319.9	263.3
유동비율	90.9	76.7	77.8	81.6	90.6
이자보상배율(배)	3.8	2.3	2.0	2.9	3.7
자산구조(%)					
투하자본	77.8	80.2	78.5	78.9	76.4
현금+투자자산	22.2	19.8	21.5	21.1	23.6
자본구조(%)					
차입금	53.7	53.7	52.8	49.8	47.3
자기자본	46.3	46.3	47.2	50.2	52.7

빙그레 (005180) (Not Rated)

빙그레의 2026년 2분기 연결 매출액은 4,421억원(+7.9% YoY), 영업이익은 697억원(+159.9% YoY, OPM 15.8%)을 기록하며 시장 기대치를 크게 상회했다. 실적 서프라이즈의 핵심은 해태아이스크림 합병 이후 나타난 비용 효율화다. 빙그레는 2020년 10월 해태아이스크림을 인수한 뒤 약 5년 만에 걸쳐 통합 작업을 진행했고, 2026년 4월 흡수 합병을 완료했다.

외형 성장 자체는 안정적이었다. 합병 효과를 제거하고 2025년 2분기 빙그레 별도와 해태아이스크림 매출을 단순 합산해 비교하면, 2026년 2분기 별도 매출 성장률은 약 +2.7% 수준으로 추정된다. 냉장 부문 매출은 1,471억원(-0.6% YoY)으로 다소 부진했지만, 냉동 부문은 이른 더위 효과와 빙과 수요 증가로 +4.6% 성장했다. 해외 자회사 매출은 645억원(+17.8% YoY)을 기록했고, 중국 +36.8%, 미국 +15.1%로 해외 성장도 견조했다.

수익성 개선은 판관비 절감에서 뚜렷하게 나타났다. 공동 구매, 물류 및 영업망 통합, 인력과 조직 효율화가 진행되면서 판관비는 745억원(-20.0% YoY)으로 감소했고, 판관 비율은 16.9%로 전년 대비 5.9%p 하락했다. 2분기 영업이익 증가분의 상당 부분은 판관비 절감에서 설명된다.

하반기에도 개선 흐름은 이어질 전망이다. 2026년 하반기 매출액은 8,277억원(+7.3% YoY), 영업이익은 828억원(+72.3% YoY, OPM 10.0%)으로 예상된다. 성수기 빙과 수요, 중국과 미국 중심의 해외 성장, 합병 시너지 확대가 실적을 견인할 전망이다. 2026년 연간 매출액은 1조 5,822억원(+6.2%), 영업이익은 1,663억원(+88.2%, OPM 10.5%), 순이익은 1,298억원(+133.5%)으로 추정한다.

[표16] 빙그레 분기 및 연간 실적 추정

(단위: 십억 원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26E	4Q26E	2024	2025	2026E
매출액	309	410	479	292	312	442	516	312	1,463	1,490	1,582
별도	285	350	406	271	287	413	514	311	1,259	1,312	1,525
냉장	144	148	152	144	138	147	154	146	615	588	585
내수	124	131	137	124	117	129	137	124	544	516	507
수출	20	17	16	20	21	19	17	22	71	73	78
냉동	141	202	254	127	148	266	360	165	643	724	940
내수	115	169	233	109	116	226	335	145	560	625	822
수출	26	34	22	18	32	40	26	20	83	99	118
해외법인	32	55	32	26	48	64	39	30	133	145	182
중국	8	10	9	8	10	13	12	10	42	35	46
미국	21	41	19	15	34	47	23	18	80	97	122
베트남	3	4	4	2	4	4	4	2	11	13	14
해태아이스크림	30	52	81	24	22	-	-	-	200	188	22
YoY	2.5%	0.5%	3.3%	0.5%	1.3%	7.9%	7.6%	6.8%	4.9%	1.8%	6.2%
별도	3.1%	3.4%	6.7%	3.0%	0.6%	17.8%	26.6%	15.0%	5.3%	4.3%	16.2%
냉장	-5.8%	-5.8%	-4.4%	-1.5%	-4.1%	-0.6%	1.3%	1.5%	1.1%	-4.4%	-0.5%
내수	-6.7%	-5.8%	-4.7%	-3.9%	-5.7%	-1.9%	0.4%	0.7%	-1.4%	-5.3%	-1.6%
수출	0.4%	-5.9%	-1.5%	16.3%	5.9%	9.4%	8.7%	6.0%	26.0%	2.3%	7.4%
냉동	14.2%	11.4%	14.7%	8.7%	5.4%	31.3%	41.7%	30.4%	9.6%	12.6%	29.7%
내수	15.5%	6.4%	15.1%	8.3%	1.2%	34.0%	43.9%	33.0%	8.2%	11.5%	31.5%
수출	8.6%	45.4%	10.6%	11.4%	23.3%	17.4%	18.5%	14.5%	20.4%	19.9%	18.7%
해외법인	16.5%	17.7%	-8.8%	7.7%	49.3%	17.8%	22.0%	18.8%	23.2%	8.7%	25.9%
중국	-21.7%	-20.5%	-20.9%	-3.9%	25.1%	36.8%	36.8%	32.8%	10.6%	-17.7%	33.1%
미국	39.4%	32.6%	-7.6%	15.3%	60.3%	15.1%	18.9%	13.3%	34.6%	20.6%	25.4%
베트남	45.6%	20.1%	23.3%	4.4%	38.8%	-2.7%	5.6%	7.0%	3.9%	22.8%	10.9%
해태아이스크림	1.9%	-16.6%	-0.6%	-7.4%	-28.7%	-	-	-	0.3%	-6.1%	-
매출액 비중											
별도	92.4%	85.5%	84.8%	92.6%	91.8%	93.4%	99.8%	99.7%	86.0%	88.1%	96.4%
냉장	46.7%	36.1%	31.8%	49.2%	44.2%	33.3%	29.9%	46.8%	42.1%	39.5%	37.0%
내수	40.3%	32.0%	28.5%	42.3%	37.5%	29.1%	26.6%	39.9%	37.2%	34.6%	32.1%
수출	6.4%	4.1%	3.3%	6.9%	6.7%	4.2%	3.3%	6.9%	4.9%	4.9%	4.9%
냉동	45.7%	49.4%	53.0%	43.4%	47.5%	60.1%	69.9%	52.9%	44.0%	48.6%	59.4%
내수	37.1%	41.2%	48.5%	37.3%	37.1%	51.1%	64.9%	46.4%	38.3%	41.9%	51.9%
수출	8.5%	8.2%	4.5%	6.1%	10.4%	9.0%	5.0%	6.5%	5.7%	6.7%	7.5%
해외법인	10.4%	13.4%	6.7%	8.8%	15.4%	14.6%	7.6%	9.7%	9.1%	9.7%	11.5%
중국	2.7%	2.4%	1.8%	2.7%	3.3%	3.0%	2.3%	3.4%	2.9%	2.3%	2.9%
미국	6.8%	10.1%	4.0%	5.3%	10.8%	10.7%	4.4%	5.6%	5.5%	6.5%	7.7%
베트남	0.9%	0.9%	0.9%	0.8%	1.3%	0.8%	0.9%	0.8%	0.7%	0.9%	0.9%
해태아이스크림	9.8%	12.6%	17.0%	8.3%	6.9%	-	-	-	13.7%	12.6%	-
영업이익	13	27	59	-11	14	70	80	3	131	88	166
YoY	-36.1%	-40.3%	-8.9%	적전	2.3%	160%	35.8%	흑전	17.0%	-32.7%	88.2%
영업이익률	4.4%	6.6%	12.3%	-3.7%	4.4%	15.8%	15.5%	0.9%	9.0%	5.9%	10.5%
순이익	12	24	45	-26	11	56	61	1	103	56	130
YoY	-36.8%	-33.2%	-8.2%	적지	-4.9%	133%	34.5%	흑전	19.7%	-46.2%	134%
순이익률	3.8%	5.9%	9.5%	-8.8%	3.5%	12.8%	11.8%	0.4%	7.1%	3.7%	8.2%

주: 2026년 4월 1일 해태아이스크림 흡수합병, 해외법인은 중국·미국·베트남 합산(호주 제외)

자료: 빙그레, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2021	2022	2023	2024	2025
매출액	1,147	1,268	1,394	1,463	1,490
매출총이익	302	336	441	469	434
영업이익	26	39	112	131	88
EBITDA	82	98	174	194	152
순이자손익	2	3	3	3	3
외화관련손익	2	0	0	2	-1
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	-12	37	111	133	83
당기순이익	-19	26	86	103	56
지배주주순이익	-19	26	86	103	56
증가율(%)					
매출액	19.6	10.5	10.0	4.9	1.8
영업이익	-34.1	50.2	184.8	17.0	-32.7
EBITDA	-0.9	20.4	77.1	11.4	-21.5
순이익	적전	흑전	235.7	19.7	-46.2
이익률(%)					
매출총이익률	26.3	26.5	31.6	32.0	29.1
영업이익률	2.3	3.1	8.1	9.0	5.9
EBITDA 이익률	7.1	7.8	12.5	13.3	10.2
세전이익률	-1.0	2.9	8.0	9.1	5.5
순이익률	-1.7	2.0	6.2	7.1	3.7

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2021	2022	2023	2024	2025
영업현금흐름	56	-11	157	147	114
당기순이익	-19	26	86	103	56
자산상각비	55	59	62	63	64
운전자본증감	-20	-107	-10	-28	-12
매출채권 감소(증가)	9	-18	2	8	12
재고자산 감소(증가)	-19	-52	-1	-7	-26
매입채무 증가(감소)	-3	-18	-12	-14	13
투자현금흐름	-19	19	-76	-124	-116
유형자산처분(취득)	-55	-28	-84	-87	-50
무형자산 감소(증가)	-1	-1	-1	-1	-1
투자자산 감소(증가)	35	57	-10	-46	-71
재무현금흐름	-24	-24	-12	4	-39
차입금의 증가(감소)	-9	-12	2	28	-8
자본의 증가(감소)	-14	-12	-13	-23	-29
배당금의 지급	-14	-12	-13	-23	-29
총현금흐름	90	106	183	206	159
(-)운전자본증가(감소)	-23	84	-19	23	-1
(-)설비투자	57	28	85	89	51
(+)자산매각	1	-1	0	1	-1
Free Cash Flow	57	-7	116	96	109
(-)기타투자	41	32	9	-4	7
잉여현금	15	-39	107	100	102
NOPLAT	19	28	87	102	59
(+) Dep	55	59	62	63	64
(-)운전자본투자	-23	84	-19	23	-1
(-)Capex	57	28	85	89	51
OpFCF	40	-26	83	53	73

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2021	2022	2023	2024	2025
유동자산	314	315	395	474	520
현금성자산	166	93	168	242	272
매출채권	61	83	87	87	75
재고자산	74	127	126	135	163
비유동자산	446	454	496	529	549
투자자산	86	98	95	97	111
유형자산	295	299	353	393	406
무형자산	65	57	48	39	32
자산총계	760	769	891	1,003	1,069
유동부채	160	152	182	224	186
매입채무	146	134	145	129	148
유동성이자부채	7	9	15	74	19
비유동부채	42	41	67	57	139
비유동이자부채	5	19	32	24	106
부채총계	202	193	249	281	325
자본금	50	50	50	50	50
자본잉여금	65	65	65	65	65
이익잉여금	468	487	554	631	645
자본조정	-25	-26	-27	-24	-16
자기주식	-22	-22	-22	-22	-16
자본총계	558	576	642	722	744

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2021	2022	2023	2024	2025
주당지표					
EPS	-1,962	2,607	8,752	10,479	5,815
BPS	56,630	58,446	65,129	73,274	77,834
DPS	1,400	1,500	2,600	3,300	3,300
CFPS	9,128	10,767	18,551	20,937	16,682
ROA(%)	-2.5	3.4	10.4	10.9	5.4
ROE(%)	-3.4	4.5	14.2	15.1	7.6
ROIC(%)	5.0	6.4	17.7	19.1	10.4
Multiples(x, %)					
PER	-27.1	15.1	6.2	7.6	13.7
PBR	0.9	0.7	0.8	1.1	1.0
PSR	0.5	0.3	0.4	0.5	0.5
PCR	5.8	3.6	2.9	3.8	4.8
EV/EBITDA	4.5	3.3	2.4	3.1	3.9
배당수익률	2.6	3.8	4.8	4.1	4.1
안정성(%)					
부채비율	36.3	33.6	38.8	39.0	43.7
Net debt/Equity	-27.6	-11.4	-18.8	-19.9	-19.8
Net debt/EBITDA	-188.6	-66.5	-69.3	-73.9	-96.7
유동비율	196.2	206.8	216.9	211.7	280.1
이자보상배율(배)	82.8	140.2	65.6	43.9	23.8
자산구조(%)					
투자자본	59.8	71.7	65.6	62.4	60.3
현금+투자자산	40.2	28.3	34.4	37.6	39.7
자본구조(%)					
차입금	2.2	4.5	6.9	12.0	14.3
자기자본	97.8	95.5	93.1	88.0	85.7

IV. 화장품: 기업분석

에이피알 (278470) (Buy / TP 550,000원)

2026년 2분기 에이피알의 연결 매출액은 7,675억원(+134.2% YoY, +29.3% QoQ), 영업이익은 1,906억원(+134.5% YoY, +25.1% QoQ)으로 컨센서스 영업이익 1,781억원을 상회했다. 미국 관세 환급금 130억원이 반영되었으나, 이를 제외하더라도 실적은 기대치를 상회했다. 사업부별로는 뷰티 디바이스 매출이 부스터프로에서 부스터프로 X2로의 세대교체 영향으로 전분기 대비 감소했으나, 화장품 매출액이 6,483억원(+185.5% YoY)을 기록하며 외형 성장을 견인했다.

지역별 성장은 북미와 유럽이 주도했다. 북미 매출액은 3,763억원(+264.6% YoY)을 기록했다. Amazon Prime Day와 TikTok Shop 판매 호조, 오프라인 입점 확대가 동시에 작용했다. 유럽 매출액은 1,451억원(+380.3% YoY)으로 고성장했다. 영국, 프랑스, 스페인, 이탈리아, 독일 등 주요 5개국에서 온라인 직접 사업이 빠르게 확대되고 있으며, 미국에서 검증된 히트 SKU와 운영 방식이 유럽으로 전이되고 있다. 유럽은 아직 초기 확장 국면이라는 점에서 추가 성장 여지도 크다.

상반기에는 외형 성장과 함께 비용 부담도 컸다. 2분기에는 Prime Day가 앞당겨지며 대응을 위한 항공 운송이 확대됐고, 유럽항 물량도 지정학적 리스크 영향으로 항공 운송 비중이 높아졌다. 다만 이는 초과 수요에 대응하기 위한 일시적 비용으로 판단한다. 현지 안전재고가 확보되면 물류비 부담은 완화될 수 있다. 중요한 점은 비용 부담에도 불구하고 영업이익률이 24.8%를 기록했다는 것이다. 매출이 급증하는 과정에서도 수익성이 훼손되지 않았고, 화장품 사업의 높은 매출총이익률과 브랜드 파워가 확인됐다.

2026년 연간 가이드선도 기존 매출 2.1조원, OPM 25% 수준에서 매출 3.0조원, OPM 24~26%로 상향됐다. 3분기는 Prime Day 효과가 2분기에 선반영된 영향으로 전분기 대비 성장 부담이 존재하나, 주요 쇼핑 이벤트와 채널·지역 확장 효과가 집중되는 4분기에는 매출의 절대 수준이 다시 높아질 전망이다. 에이피알은 브랜드, 채널, 지역 확장을 모두 가장 빠르게 증명하고 있는 기업이다. 화장품 업종 내 최선호주로 제시한다.

[표17] 에이피알 분기 및 연간 실적 추정

(단위: 십억 원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26E	4Q26E	2024	2025	2026E
매출액	266	328	386	548	593	768	781	912	723	1,527	3,054
▼ 사업부별 매출액											
디바이스/화장품	256	317	375	536	585	760	775	905	651	1,484	3,025
디바이스	91	90	103	123	133	112	125	152	313	407	522
한국	35	30	32	28	29	26	28	26	132	124	110
북미	19	15	25	37	27	27	29	41	72	96	125
유럽	0	1	1	1	4	7	8	9	-	3	28
신성장국가	37	44	46	57	72	51	60	76	108	184	259
화장품	165	227	272	413	453	648	649	752	339	1,077	2,502
한국	33	34	36	33	28	30	31	31	131	135	120
북미	57	88	139	228	244	349	349	399	86	512	1,342
유럽	19	30	20	40	80	138	142	154	-	109	514
신성장국가	56	76	77	111	101	131	127	168	122	320	527
기타(패션의류 등)	10	11	11	12	8	7	6	7	72	43	29
▼ 지역별 매출액											
한국	77	74	78	73	65	63	66	64	323	303	259
해외	189	254	308	475	528	704	715	848	400	1,225	2,795
북미	77	103	164	266	272	376	378	440	158	609	1,466
유럽	19	30	21	42	84	145	150	163	-	113	542
신성장국가	93	120	123	167	173	183	187	244	242	503	787
YoY	78.6%	110.8%	121.7%	124.2%	123.0%	134.2%	102.4%	66.5%	38.0%	111.3%	99.9%
▼ 사업부별 매출률											
디바이스/화장품	93.6%	126.8%	135.4%	143.8%	128.7%	139.7%	106.3%	68.9%	51.3%	127.9%	103.8%
디바이스	36.2%	32.1%	38.8%	18.8%	46.0%	24.3%	21.5%	23.9%	44.6%	30.2%	28.3%
한국	-0.4%	-9.2%	9.5%	-22.3%	-15.2%	-11.8%	-12.0%	-5.8%	-4.6%	-6.3%	-11.5%
북미	39.0%	29.9%	65.7%	17.1%	42.0%	75.2%	20.2%	10.2%	127.7%	33.3%	29.5%
유럽	-	-	-	-	2,074%	1,101%	780.6%	545.8%	-	-	820.9%
신성장국가	102.8%	87.6%	50.9%	57.6%	95.0%	15.9%	30.5%	34.9%	136.5%	69.9%	41.3%
화장품	152.3%	216.9%	219.8%	254.8%	174.3%	185.5%	138.5%	82.2%	58.0%	218.2%	132.3%
한국	-7.6%	-3.1%	15.9%	11.5%	-14.5%	-11.8%	-12.8%	-7.7%	21.2%	3.5%	-11.7%
북미	422.6%	574.1%	460.8%	513.0%	326.0%	298.0%	150.9%	74.9%	137.6%	495.7%	161.8%
유럽	-	-	-	-	317.1%	365.6%	600.1%	281.0%	-	-	369.4%
신성장국가	192.0%	219.7%	161.8%	124.8%	79.9%	73.2%	64.8%	51.8%	73.4%	162.9%	64.9%
기타(패션의류 등)	-39.7%	-32.2%	-28.4%	-51.0%	-20.4%	-30.7%	-39.8%	-38.6%	-23.3%	-39.6%	-32.7%
▼ 지역별 매출률											
한국	-6.6%	-5.4%	5.9%	-17.0%	-15.6%	-14.5%	-16.1%	-12.0%	1.4%	-6.3%	-14.6%
해외	185.3%	228.5%	206.9%	203.8%	179.9%	177.6%	132.5%	78.6%	94.8%	206.3%	128.3%
북미	209.2%	313.9%	313.0%	284.8%	255.0%	264.6%	131.3%	65.8%	133.0%	284.7%	140.9%
유럽	-	-	-	-	334.7%	380.3%	607.9%	289.6%	-	-	381.7%
신성장국가	124.4%	130.1%	102.7%	91.8%	85.9%	52.1%	52.1%	46.1%	75.9%	108.4%	56.3%
▼ 지역별 매출 비중											
한국	29.1%	22.6%	20.3%	13.3%	11.0%	8.2%	8.4%	7.0%	44.7%	19.8%	8.5%
해외	70.9%	77.4%	79.7%	86.7%	89.0%	91.8%	91.6%	93.0%	55.3%	80.2%	91.5%
북미	28.8%	31.5%	42.4%	48.5%	45.8%	49.0%	48.4%	48.3%	21.9%	39.9%	48.0%
유럽	7.2%	9.2%	5.5%	7.6%	14.1%	18.9%	19.2%	17.9%	0.0%	7.4%	17.7%
신성장국가	34.9%	36.7%	31.9%	30.5%	29.1%	23.8%	23.9%	26.8%	33.4%	33.0%	25.8%
영업이익	55	85	96	130	152	191	204	224	123	366	771
디바이스/화장품	58	87	98	132	152	191	204	224	135	375	771
기타	-4	-2	-2	-2	0	0	0	0	-12	-10	0
YoY	96.5%	201.9%	252.8%	227.9%	179.0%	125.4%	112.0%	72.4%	17.8%	197.8%	111.0%
디바이스/화장품	88.9%	199.9%	214.0%	201.6%	162.1%	118.9%	107.9%	70.2%	28.5%	178.4%	105.6%
기타	적지	적지	적지	적지	흑전	흑전	흑전	흑전	적지	적지	흑전
영업이익률	20.5%	25.8%	24.9%	23.8%	25.7%	24.8%	26.1%	24.6%	17.0%	23.9%	25.2%
디바이스/화장품	22.7%	27.5%	26.1%	24.6%	26.0%	25.1%	26.3%	24.8%	20.7%	25.3%	25.5%
기타	-34.9%	-23.5%	-17.7%	-13.7%	0.4%	0.2%	0.5%	0.5%	-16.7%	-22.0%	0.4%

주1: 2026년 KIFRS 제1118호 초기 적용으로 이전 수치와 기준 차이 발생

주2: 사업부별, 지역별 실적은 한화투자증권 추정치

주3: 신성장국가는 일본, 중국, 홍콩, 대만, 싱가포르 등을 모두 포함

자료: 에이피알, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2023	2024	2025	2026E	2027E
매출액	524	723	1,527	3,054	4,518
매출총이익	395	544	1,171	2,309	3,414
영업이익	104	123	366	771	1,146
EBITDA	118	145	396	808	1,171
순이자손익	2	2	2	5	6
외화관련손익	-1	6	-4	5	0
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	106	133	364	778	1,150
당기순이익	82	108	290	588	870
지배주주순이익	82	108	290	588	870
증가율(%)					
매출액	31.7	38.0	111.3	99.9	47.9
영업이익	165.6	17.8	197.9	110.9	48.6
EBITDA	136.3	22.9	172.6	104.1	45.0
순이익	172.2	31.9	169.2	103.0	48.0
이익률(%)					
매출총이익률	75.5	75.2	76.6	75.6	75.6
영업이익률	19.9	17.0	23.9	25.2	25.4
EBITDA 이익률	22.5	20.1	25.9	26.5	25.9
세전이익률	20.2	18.4	23.9	25.5	25.5
순이익률	15.6	14.9	19.0	19.3	19.3

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2023	2024	2025	2026E	2027E
영업현금흐름	108	79	341	517	780
당기순이익	82	108	290	588	870
자산상각비	14	22	30	37	26
운전자본증감	1	-58	-32	-108	-116
매출채권 감소(증가)	-2	-20	-41	-47	-73
재고자산 감소(증가)	-5	-63	-55	-116	-148
매입채무 증가(감소)	10	31	74	57	107
투자현금흐름	-28	-110	-94	-25	-24
유형자산처분(취득)	-10	-45	-15	-14	-12
무형자산 감소(증가)	-2	-3	-3	-4	-4
투자자산 감소(증가)	-4	-37	-74	-1	-1
재무현금흐름	-11	-5	-182	-86	-202
차입금의 증가(감소)	-20	-17	-19	-30	-15
자본의 증가(감소)	9	15	-160	-56	-187
배당금의 지급	0	0	-134	-56	-187
총현금흐름	121	162	391	625	896
(-)운전자본증감(감소)	-10	29	93	108	116
(-)설비투자	10	45	15	14	12
(+)자산매각	-2	-3	-2	-4	-4
Free Cash Flow	119	86	280	499	763
(-)기타투자	21	54	-58	5	6
잉여현금	99	31	338	493	758
NOPLAT	80	99	291	583	867
(+) Dep	14	22	30	37	26
(-)운전자본투자	-10	29	93	108	116
(-)Capex	10	45	15	14	12
OpFCF	94	48	213	498	764

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2023	2024	2025	2026E	2027E
유동자산	219	286	546	1,121	1,903
현금성자산	133	115	186	594	1,150
매출채권	24	49	92	139	212
재고자산	57	110	165	282	430
비유동자산	68	279	226	212	209
투자자산	50	222	159	164	170
유형자산	14	51	60	38	27
무형자산	4	6	7	10	12
자산총계	287	565	772	1,334	2,112
유동부채	82	145	238	288	393
매입채무	40	70	146	203	310
유동성이자부채	18	25	23	13	8
비유동부채	8	96	88	68	58
비유동이자부채	6	88	78	58	48
부채총계	90	242	326	356	451
자본금	4	4	4	4	4
자본잉여금	61	137	13	13	13
이익잉여금	124	229	427	959	1,642
자본조정	9	-46	1	2	2
자기주식	0	-60	0	0	0
자본총계	197	324	446	978	1,661

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2023	2024	2025	2026E	2027E
주당지표					
EPS	2,242	2,822	7,738	15,708	23,249
BPS	27,071	8,486	11,910	26,120	44,368
DPS	0	0	5,090	5,000	7,000
CFPS	3,339	4,252	10,452	16,698	23,942
ROA(%)	34.6	25.2	43.3	55.9	50.5
ROE(%)	54.9	41.3	75.3	82.6	66.0
ROIC(%)	101.8	52.8	92.5	152.5	178.6
Multiples(x, %)					
PER	171.1	135.9	49.6	24.4	16.5
PBR	14.2	45.2	32.2	14.7	8.6
PSR	26.6	20.2	9.4	4.7	3.2
PCR	114.9	90.2	36.7	23.0	16.0
EV/EBITDA	120.6	98.9	36.1	17.1	11.3
배당수익률	n/a	n/a	1.3	1.3	1.8
안정성(%)					
부채비율	45.9	74.7	73.1	36.4	27.2
Net debt/Equity	-55.4	-0.6	-19.2	-53.5	-65.9
Net debt/EBITDA	-92.4	-1.3	-21.6	-64.7	-93.4
유동비율	266.5	197.1	229.0	389.2	484.4
이자보상배율(배)	82.3	32.6	103.7	271.1	553.0
자산구조(%)					
투하자본	31.0	46.5	49.3	36.2	29.1
현금+투자자산	69.0	53.5	50.7	63.8	70.9
자본구조(%)					
차입금	10.6	25.9	18.5	6.8	3.3
자기자본	89.4	74.1	81.5	93.2	96.7

달바글로벌 (483650) (Buy / TP 290,000원)

2026년 2분기 달바글로벌의 연결 매출액은 1,869억원(+45.6% YoY, +9.1% QoQ), 영업이익은 472억원(+61.6% YoY, +4.8% QoQ)으로 컨센서스 영업이익 412억원을 상회했다. 약 20억원의 미국 관세 환급액이 운반비 차감으로 반영됐으나, 이를 제외하더라도 영업이익은 약 452억원으로 컨센서스를 상회했다. 마케팅 효율화와 외형 성장에 따른 비용 레버리지로 판관비율은 52%(-3%p YoY)까지 낮아졌다.

다만 지역별 실적은 명확히 갈렸다. 국내 매출은 453억원(-4% YoY)으로 감소했다. 미스트 매출이 -18% 줄며 기존 주력 제품의 성장 둔화가 확인됐다. 러시아 매출도 123억원(-34% YoY)에 그쳤다. 선크림 재고 부족과 선적 지연이 영향을 미쳤다. 국내와 러시아는 기존 고수익 매출원이라는 점에서 부진의 의미가 작지 않다. 향후 달바글로벌의 실적 안정성을 판단할 때 기존 핵심 지역의 성장 둔화 여부는 계속 확인해야 한다.

반면 신규 성장 지역의 속도는 예상보다 빠르다. 북미 매출은 348억원(+175% YoY), 유럽은 205억원(+242% YoY), 아세안은 222억원(+99% YoY)을 기록했다. 북미에서는 Amazon, TikTok Shop 성장과 Costco, Ulta 등 오프라인 채널 확대가 동시에 진행됐다. 유럽도 Amazon 내 복수 SKU 판매 확대, TikTok Shop 성장, 오프라인 신규 입점이 더해졌다. 기존 지역이 둔화되는 동안 신규 지역이 이를 상쇄하고 있다는 점이 2분기 실적의 핵심이다.

2026년 하반기 연결 매출액은 3,914억원(+41.0% YoY), 영업이익은 662억원(+57.0% YoY, OPM 16.9%)으로 전망된다. 국내는 계절적 비수기 영향으로 3분기까지 부진이 이어진 뒤 4분기부터 회복될 가능성이 높고, 러시아 역시 공급 정상화와 Gold Apple 발주 회복에도 회복 속도는 보수적으로 보는 것이 적절하다. 반면 북미와 유럽은 각각 하반기 매출 786억원(+80% YoY), 337억원(+147% YoY)으로 고성장을 이어갈 전망이다. 달바글로벌은 기존 고수익 지역 둔화라는 부담이 있지만, 북미·유럽 중심의 신규 성장 속도가 이를 상쇄할 것으로 예상된다.

[표18] 달바글로벌 분기 및 연간 실적 추정

(단위: 십억 원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26E	4Q26E	2024	2025	2026E
매출액	114	128	117	160	171	187	174	218	309	520	749
국내	50	47	41	56	54	45	42	58	168	194	199
해외	64	81	73	108	118	142	132	160	141	326	550
일본	22	26	18	31	37	36	34	38	32	98	145
러시아	11	19	12	13	11	12	14	15	40	54	52
북미	8	13	18	26	24	35	34	44	25	65	138
유럽	4	6	5	8	14	21	16	18	7	23	68
아세안	13	11	14	17	18	22	22	26	26	56	88
중화권	4	6	3	6	10	10	7	11	9	20	37
기타	2	1	3	5	4	6	5	7	2	11	22
YoY	71.9%	73.8%	59.3%	68.1%	50.5%	45.6%	47.9%	35.9%	53.9%	68.2%	44.2%
국내	11.1%	14.3%	18.8%	17.4%	6.7%	-3.8%	3.0%	4.6%	7.7%	15.2%	2.8%
해외	202.4%	149%	86.5%	125.0%	85.1%	74.2%	79.2%	48.1%	215.4%	131%	68.8%
일본	267.4%	366%	146%	151%	67.1%	39.2%	86.8%	21.7%	214.5%	210%	48.9%
러시아	263.0%	40.5%	-19.3%	29.5%	0.8%	-34.0%	19.2%	19.0%	134.9%	32.7%	-3.0%
북미	59.9%	140%	175%	208.1%	192%	175%	94.3%	69.9%	152.9%	155%	113%
유럽	700.8%	514%	159%	178.6%	253%	242%	201%	114%	944.6%	252%	197%
아세안	126.1%	120%	151%	80.3%	42.8%	99.0%	50.8%	48.5%	344.5%	113%	57.9%
중화권	1007%	190%	61.0%	52.5%	124%	70.6%	105%	67.7%	3160%	129%	87.1%
기타	316.6%	127%	115%	556.9%	158%	435%	69.4%	36.9%	239.7%	401%	92.6%
매출비중											
국내	44.1%	36.7%	34.7%	34.8%	31.3%	24.3%	24.2%	26.8%	54.4%	37.3%	26.6%
해외	55.9%	63.3%	62.6%	67.2%	68.7%	75.7%	75.8%	73.2%	45.6%	62.7%	73.4%
일본	19.4%	20.1%	15.7%	19.6%	21.5%	19.2%	19.8%	17.5%	10.2%	18.8%	19.4%
러시아	9.3%	14.6%	9.9%	8.0%	6.2%	6.6%	7.9%	7.0%	13.1%	10.3%	6.9%
북미	7.3%	9.9%	15.0%	16.3%	14.2%	18.6%	19.7%	20.4%	8.2%	12.5%	18.4%
유럽	3.4%	4.7%	4.5%	5.3%	8.1%	11.0%	9.1%	8.3%	2.1%	4.4%	9.1%
아세안	11.2%	8.7%	12.3%	10.9%	10.6%	11.9%	12.5%	11.9%	8.5%	10.7%	11.7%
중화권	3.8%	4.5%	2.9%	4.0%	5.7%	5.3%	4.0%	5.0%	2.8%	3.8%	5.0%
기타	1.4%	0.9%	2.4%	3.2%	2.4%	3.1%	2.7%	3.2%	0.7%	2.2%	2.9%
영업이익	30	29	17	26	45	47	30	36	60	101	159
YoY	104.3%	65.9%	18.6%	89.5%	50.0%	61.6%	79.2%	42.4%	84.4%	69.6%	56.3%
영업이익률	26.4%	22.8%	14.2%	15.9%	26.3%	25.3%	17.2%	16.7%	19.4%	19.5%	21.2%

자료: 달바글로벌, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2023	2024	2025	2026E	2027E
매출액	201	309	520	749	957
매출총이익	147	234	394	574	724
영업이익	32	60	101	159	195
EBITDA	33	61	103	160	195
순이자손익	-1	0	2	2	3
외화관련손익	0	2	-1	6	1
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	15	29	103	166	197
당기순이익	14	15	79	127	152
지배주주순이익	14	15	79	127	152
증가율(%)					
매출액	n/a	53.9	68.2	44.2	27.7
영업이익	n/a	84.4	69.6	56.3	22.7
EBITDA	n/a	84.3	69.8	55.7	22.0
순이익	n/a	13.3	413.0	60.3	19.7
이익률(%)					
매출총이익률	73.1	75.8	75.9	76.6	75.6
영업이익률	16.2	19.4	19.5	21.2	20.3
EBITDA 이익률	16.4	19.6	19.8	21.4	20.4
세전이익률	7.6	9.4	19.8	22.2	20.6
순이익률	6.8	5.0	15.2	16.9	15.9

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2023	2024	2025	2026E	2027E
영업현금흐름	24	16	68	108	125
당기순이익	14	15	79	127	152
자산상각비	0	1	1	2	1
운전자본증감	-11	-42	-24	-23	-28
매출채권 감소(증가)	-5	-7	-20	-12	-15
재고자산 감소(증가)	-10	-31	-19	-16	-23
매입채무 증가(감소)	2	5	14	6	13
투자현금흐름	0	-2	-30	-67	-1
유형자산처분(취득)	0	-1	0	-1	-1
무형자산 감소(증가)	0	0	0	0	0
투자자산 감소(증가)	0	0	0	0	0
재무현금흐름	-2	-2	9	0	-37
차입금의 증가(감소)	0	0	-1	0	0
자본의 증가(감소)	-2	-2	10	-32	-37
배당금의 지급	-2	-2	-31	-32	-37
총현금흐름	38	63	109	139	153
(-)운전자본증감(감소)	15	28	42	80	28
(-)설비투자	0	1	0	1	1
(+)자산매각	0	0	0	0	0
Free Cash Flow	23	34	67	58	124
(-)기타투자	-4	15	11	9	0
잉여현금	27	19	55	49	124
NOPLAT	29	32	78	121	150
(+) Dep	0	1	1	2	1
(-)운전자본투자	15	28	42	80	28
(-)Capex	0	1	0	1	1
OpFCF	14	3	37	42	122

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2023	2024	2025	2026E	2027E
유동자산	74	128	239	381	509
현금성자산	41	54	101	145	231
매출채권	14	21	41	53	68
재고자산	17	48	66	82	106
비유동자산	4	8	16	17	17
투자자산	4	6	15	16	16
유형자산	0	1	1	1	0
무형자산	0	0	0	0	0
자산총계	78	136	255	398	526
유동부채	56	31	54	72	86
매입채무	14	19	35	47	61
유동성이자부채	39	1	1	1	1
비유동부채	6	3	3	4	4
비유동이자부채	1	2	2	3	3
부채총계	62	34	57	75	90
자본금	1	1	1	1	1
자본잉여금	0	74	91	92	92
이익잉여금	13	26	101	224	338
자본조정	1	1	5	6	6
자기주식	0	0	0	0	0
자본총계	16	102	199	322	437

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2023	2024	2025	2026E	2027E
주당지표					
EPS	1,529	1,344	6,379	10,202	12,212
BPS	6,924	8,902	16,022	25,950	35,163
DPS	267	305	2,629	3,000	3,500
CFPS	4,062	5,513	8,776	11,185	12,288
ROA(%)	n/a	14.4	40.4	38.8	32.8
ROE(%)	n/a	26.2	52.6	48.7	40.0
ROIC(%)	n/a	97.2	105.6	88.0	78.0
Multiples(x, %)					
PER	n/a	162.2	34.2	21.4	17.9
PBR	n/a	24.5	13.6	8.4	6.2
PSR	n/a	8.1	5.2	3.6	2.8
PCR	n/a	39.5	24.8	19.5	17.7
EV/EBITDA	n/a	44.1	25.5	16.1	12.8
배당수익률	n/a	0.1	1.2	1.4	1.6
안정성(%)					
부채비율	402.8	33.3	28.6	23.4	20.5
Net debt/Equity	-6.5	-50.1	-49.4	-43.7	-52.0
Net debt/EBITDA	-3.1	-84.5	-95.3	-87.9	-116.2
유동비율	131.2	409.7	446.2	530.7	592.3
이자보상배율(배)	25.0	76.4	410.1	438.6	523.8
자산구조(%)					
투하자본	24.3	45.7	45.6	52.6	45.5
현금+투자자산	75.7	54.3	54.4	47.4	54.5
자본구조(%)					
차입금	72.2	2.7	1.5	1.1	0.8
자기자본	27.8	97.3	98.5	98.9	99.2

LG 생활건강 (051900) (Buy / TP 350,000원)

2026년 2분기 LG생활건강의 연결 매출액은 1조 6,574억원(+3.3% YoY, +5.1% QoQ), 영업이익은 1,028억원(+87.5% YoY, -4.7% QoQ)으로 컨센서스 영업이익 752억원을 상회했다. 미국 관세 환급금 150억원이 일회성으로 반영됐으나, 이를 제외하더라도 영업이익은 전년 동기 대비 약 60% 증가했다. 그동안 낮아졌던 실적 가시성이 회복되고 있다는 점이 가장 중요하다.

Beauty 부문은 손실 축소와 북미 성장으로 개선됐다. 북미 매출은 닥터그루트의 세 자릿수 성장에 힘입어 2,058억원(+47.3% YoY)을 기록했고, 처음으로 중국 매출을 넘어섰다. 자체 브랜드 비중도 50%까지 확대됐다. 이는 단순 외형 성장보다 의미가 크다. 과거 LG생활건강의 해외 사업은 중국과 면세 의존도가 높았으나, 이제 북미가 새로운 성장축으로 자리잡고 있다. 닥터그루트의 Costco SKU 확대와 Sephora 전점 입점 효과는 하반기에도 이어질 전망이다.

중국과 면세는 아직 정상화 과정이다. 중국은 신제품 프로모션 영향으로 적자가 이어졌지만, 온라인 구조 개편 속에서도 오프라인 점당 매출이 개선되고 있다. 면세는 천기단 2세대 재고 소진을 위해 연말까지 공급 조절이 이어질 전망이다. 낮은 기저와 천기단 외 SKU, FIT 수요 확대로 매출과 수익성이 모두 개선될 가능성이 높다. 중요한 점은 중국과 면세의 손실 규모가 통제 가능한 수준으로 낮아졌다는 것이다. 과거처럼 이익 예측성을 크게 훼손하는 구간은 지나가고 있다.

2026년 하반기 연결 매출액은 3조 3,640억원(+10.3% YoY), 영업이익은 1,830억원(흑자전환 YoY)으로 추정된다. 중동발 원가 부담과 북미 기저 부담에도 Beauty 부문의 적자 축소가 전사 이익 성장을 견인할 전망이다. HDB와 Refreshment는 안정적 현금창출원 역할을 하고, Beauty는 북미 성장과 면세·중국 회복으로 방향성이 개선되고 있다. LG 생활건강은 과거의 고성장 프리미엄을 바로 회복하기는 어렵지만, 실적 가시성이 높아진 만큼 밸류에이션 정상화 여지는 커졌다.

[표19] LG 생활건강 분기 및 연간 실적 추정

(단위: 십억 원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26E	4Q26E	2024	2025	2026E
매출액	1,697	1,604	1,579	1,472	1,577	1,657	1,733	1,631	6,812	6,355	6,597
Beauty	879	788	663	761	771	818	792	885	2,851	3,091	3,267
전통채널	276	254	119	132	177	180	157	161	1,022	780	676
백화점	34	31	27	21	35	29	28	22	107	113	113
면세점	141	110	38	45	85	90	80	80	599	334	334
방판	101	112	54	65	58	61	50	60	316	333	229
북미	125	140	154	154	168	206	196	195	524	573	765
중국	176	165	108	193	154	155	116	211	687	642	637
일본	114	106	103	110	99	104	94	103	388	433	401
HDB	402	358	404	327	398	378	424	340	2,137	1,491	1,540
Refreshment	416	458	513	384	408	461	517	405	1,824	1,771	1,790
YoY	-1.8%	-8.8%	-7.9%	-8.5%	-7.1%	3.3%	9.8%	10.8%	0.1%	-6.7%	3.8%
Beauty	18.7%	3.7%	1.8%	8.9%	-12.3%	3.9%	19.6%	16.3%	1.2%	8.4%	5.7%
전통채널	-4.5%	-18.5%	-53.1%	-21.5%	-35.7%	-29.1%	32.3%	22.4%	-14.3%	-23.6%	-13.4%
백화점	14.7%	2.8%	3.0%	2.2%	2.1%	-8.3%	3.0%	2.0%	-5.5%	6.0%	-0.6%
면세점	-17.4%	-39.5%	-77.7%	-41.1%	-39.7%	-18.4%	111.5%	75.8%	-18.5%	-44.2%	0.1%
방판	13.7%	13.7%	-7.0%	-7.0%	-42.8%	-45.4%	-8.0%	-8.0%	-8.4%	5.3%	-31.2%
북미	2.4%	6.4%	21.1%	7.9%	35.0%	47.3%	27.0%	26.0%	-12.9%	9.5%	33.4%
중국	3.2%	2.2%	-7.5%	-19.0%	-12.3%	-6.0%	7.3%	9.7%	14.2%	-6.5%	-0.8%
일본	22.3%	12.4%	6.8%	6.0%	-13.0%	-1.3%	-8.0%	-7.0%	4.4%	11.7%	-7.4%
HDB	-27.4%	-31.3%	-28.2%	-34.5%	-0.9%	5.5%	4.9%	4.0%	-2.1%	-30.2%	3.3%
Refreshment	-4.1%	-4.2%	2.4%	-6.7%	-2.1%	0.5%	0.9%	5.6%	1.0%	-2.9%	1.1%
영업이익	142	55	46	-73	108	103	126	57	459	171	394
Beauty	68	-6	-49	-78	39	44	40	35	158	-65	158
HDB	28	18	32	16	25	22	30	14	133	93	91
Refreshment	47	43	63	-10	44	36	57	8	168	142	145
YoY	-5.8%	-65.5%	-56.7%	적전	-24.2%	87.5%	174.3%	흑전	-5.7%	-62.9%	131.2%
Beauty	7.6%	적전	적전	적전	-43.1%	흑전	흑전	흑전	8.0%	적전	흑전
HDB	-22.3%	-46.8%	-22.3%	-29.8%	-7.6%	23.1%	-7.3%	-12.7%	6.0%	-29.8%	-2.4%
Refreshment	-10.8%	-18.0%	16.9%	적전	-6.5%	-15.1%	-9.1%	흑전	-21.9%	-15.5%	2.0%
영업이익률	8.4%	3.4%	2.9%	-4.9%	6.8%	6.2%	7.3%	3.5%	6.7%	2.7%	6.0%
Beauty	7.7%	-0.7%	-7.3%	-10.3%	5.0%	5.4%	5.0%	4.0%	5.6%	-2.1%	4.8%
HDB	6.8%	5.1%	7.9%	4.8%	6.4%	5.9%	7.0%	4.0%	6.2%	6.3%	5.9%
Refreshment	11.3%	9.3%	12.2%	-2.6%	10.7%	7.8%	11.0%	2.0%	9.2%	8.0%	8.1%

주1: 2026년 1분기부터 닥터그루트, 유시몰 등의 브랜드가 HDB에서 Beauty로 이관. 2025년 분기별 YoY 성장률은 브랜드 이관에 따른 소급 반영 영향이 포함

주2: 지역 및 채널별 실적은 한화투자증권 추정치

자료: LG생활건강, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2023	2024	2025	2026E	2027E
매출액	6,805	6,812	6,355	6,597	6,950
매출총이익	3,627	3,561	3,145	3,257	3,435
영업이익	487	459	171	394	459
EBITDA	757	715	411	623	678
순이자손익	7	16	8	26	32
외화관련손익	-1	-11	4	10	10
지분법손익	10	6	4	3	3
세전계속사업손익	276	317	-63	359	440
당기순이익	164	204	-86	273	325
지배주주순이익	143	189	-100	258	309
증가율(%)					
매출액	-5.3	0.1	-6.7	3.8	5.3
영업이익	-31.5	-5.7	-62.8	130.6	16.5
EBITDA	-24.2	-5.6	-42.5	51.6	8.9
순이익	-36.7	24.7	격전	흑전	19.4
이익률(%)					
매출총이익률	53.3	52.3	49.5	49.4	49.4
영업이익률	7.2	6.7	2.7	6.0	6.6
EBITDA 이익률	11.1	10.5	6.5	9.4	9.8
세전이익률	4.1	4.6	-1.0	5.4	6.3
순이익률	2.4	3.0	-1.3	4.1	4.7

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2023	2024	2025	2026E	2027E
영업현금흐름	659	528	446	461	502
당기순이익	164	204	-86	273	325
자산상각비	270	256	240	229	219
운전자본증감	113	-114	123	2	-36
매출채권 감소(증가)	24	-33	87	-98	-32
재고자산 감소(증가)	75	-3	86	-13	-44
매입채무 증가(감소)	39	-33	-25	34	39
투자현금흐름	-141	-152	-171	-23	-99
유형자산처분(취득)	-130	-130	-74	-77	-77
무형자산 감소(증가)	-10	-16	-16	-11	-11
투자자산 감소(증가)	4	-5	-86	65	-2
재무현금흐름	-268	-53	-443	-167	-146
차입금의 증가(감소)	-171	7	-253	-108	-63
자본의 증가(감소)	-97	-60	-59	-59	-82
배당금의 지급	-97	-60	-59	-59	-82
총현금흐름	700	716	423	459	538
(-)운전자본증감(감소)	-91	112	-93	54	36
(-)설비투자	152	131	79	82	82
(+)자산매각	12	-15	-11	-6	-6
Free Cash Flow	651	459	426	317	414
(-)기타투자	-17	4	-34	-56	9
잉여현금	668	455	460	373	405
NOPLAT	288	296	124	299	339
(+) Dep	270	256	240	229	219
(-)운전자본투자	-91	112	-93	54	36
(-)Capex	152	131	79	82	82
OpFCF	497	308	378	392	441

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2023	2024	2025	2026E	2027E
유동자산	2,430	2,856	2,635	2,972	3,310
현금성자산	928	1,271	1,190	1,395	1,655
매출채권	571	609	530	622	654
재고자산	885	922	832	862	905
비유동자산	4,791	4,550	4,234	4,129	4,007
투자자산	476	359	372	372	384
유형자산	2,307	2,226	2,063	1,948	1,834
무형자산	2,008	1,964	1,799	1,809	1,788
자산총계	7,220	7,406	6,869	7,101	7,317
유동부채	1,090	1,296	945	963	956
매입채무	749	727	706	778	818
유동성이자부채	222	457	153	94	44
비유동부채	582	424	354	344	340
비유동이자부채	319	178	120	97	84
부채총계	1,671	1,720	1,299	1,307	1,296
자본금	89	89	89	89	89
자본잉여금	97	97	97	97	97
이익잉여금	5,604	5,696	5,540	5,755	5,982
자본조정	-357	-315	-277	-262	-262
자기주식	-71	-71	-47	-47	-47
자본총계	5,549	5,686	5,570	5,794	6,021

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2023	2024	2025	2026E	2027E
주당지표					
EPS	8,664	11,633	-7,121	16,519	19,752
BPS	306,665	314,161	313,149	326,340	339,378
DPS	3,500	3,500	2,000	4,800	5,600
CFPS	39,496	40,435	24,287	26,393	30,917
ROA(%)	2.0	2.6	-1.4	3.7	4.3
ROE(%)	2.7	3.4	-1.8	4.6	5.3
ROIC(%)	5.6	5.9	2.6	6.6	7.6
Multiples(x, %)					
PER	34.9	26.0	-42.4	18.3	15.3
PBR	1.0	1.0	1.0	0.9	0.9
PSR	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
PCR	7.6	7.5	12.4	11.4	9.8
EV/EBITDA	5.8	5.7	9.3	5.7	4.7
배당수익률	1.2	1.2	0.7	1.6	1.9
안정성(%)					
부채비율	30.1	30.2	23.3	22.5	21.5
Net debt/Equity	-7.0	-11.2	-16.5	-20.8	-25.4
Net debt/EBITDA	-51.1	-89.1	-223.5	-193.5	-225.3
유동비율	223.0	220.4	278.9	308.6	346.2
이자보상배율(배)	25.1	26.6	8.1	62.4	109.8
자산구조(%)					
투하자본	78.2	75.3	74.6	71.9	68.4
현금+투자자산	21.8	24.7	25.4	28.1	31.6
자본구조(%)					
차입금	8.9	10.0	4.7	3.2	2.1
자기자본	91.1	90.0	95.3	96.8	97.9

실리콘투 (257720) (Buy / TP 55,000원)

2026년 2분기 실리콘투의 연결 매출액 4,026억원(+51.8% YoY), 영업이익 830억원(+59.0% YoY, OPM 20.6%)을 기록하며 컨센서스 영업이익 715억원을 상회했다. 선제 출하와 물동량 증가로 운반비율은 전년 동기 대비 0.5%p 상승했지만, 외형 성장에 따른 비용 레버리지가 발생하면서 판관비율은 11.4%로 1.9%p 낮아졌다. 매출액과 영업이익이 동시에 50% 이상 증가한 가운데 영업이익률도 20%를 넘어섰다는 점에서 규모 확대에 따른 수익성 훼손 우려는 제한적이었다. 지역별로는 유럽 매출이 1,734억원(+61.6% YoY)으로 고성장을 이어갔고, 북미 매출은 873억원(+78.3%)으로 가장 높은 성장률을 기록했다. 북미에서는 Ulta와 Target 등 오프라인 리테일 채널의 발주가 증가했고 iHerb에서도 양호한 수요가 확인됐다. 중남미와 CIS·러시아 매출도 각각 75.5%, 75.7% 증가했다. 반면 중동 매출은 이란발 지정학적 리스크로 일부 지역의 물류가 일시 중단되면서 260억원(-7.1%)에 그쳤다.

2분기 말 재고자산은 4,510억원으로 전분기 대비 33% 증가했다. 재고 부담에 대한 점은 필요하지만, 상반기 지정학적 리스크로 공급 차질과 운임·상품 단가 상승 가능성이 높아졌던 점을 고려하면 선제적인 상품 매입과 현지 재고 배치는 해외 유통사로서 필요한 대응이었다고 판단한다. 실리콘투는 브랜드사를 대신해 상품을 매입하고 국가별 창고에 재고를 배치함으로써 브랜드사가 직접 부담하기 어려운 물류·통관 리스크를 흡수한다. 국가별 규제와 물류 불확실성이 커질수록 이러한 유통 인프라의 가치는 높아질 수 있다.

여기에 CVC Capital Partners로부터 유치한 3,000억원 규모의 전략적 투자는 실리콘투의 글로벌 확장 속도를 높여갈 것으로 기대한다. CVC는 유럽 최대 전문 뷰티 유통사 더글라스의 최대주주이며 PDC Wellness와 OLENS, FineToday, Matas 등 글로벌 뷰티·헬스케어 기업에 투자한 경험을 보유하고 있다. 이번 거래는 단순한 유동성 확보보다 CVC의 유통 네트워크를 활용한 장기적인 사업 파트너십에 의미가 있다. 실리콘투는 CVC 네트워크를 활용해 더글라스와 직접적인 거래 논의를 추진할 계획이다. 실적 추정치에 반영하기는 이르지만, 거래가 현실화될 경우 유럽 내 신규 직접 매출원 확보와 취급 브랜드의 오프라인 점점 확대가 가능하다. 유럽은 2분기 전체 매출의 43.1%를 차지하는 최대 지역으로 성장했지만, K-Beauty의 현지 유통망 침투는 아직 초기 단계다. 수요가 본격적으로 확대되기 전에 재고·물류 인프라와 대형 리테일 채널을 확보하는 것이 중요한 만큼, 현재 시점에서 자본과 네트워크를 선제적으로 확충하는 방향은 적절하다고 판단한다.

2026년 연결 매출액은 1조 5,750억원(+41.1% YoY), 영업이익은 2,910억원(+41.5%, OPM 18.4%)으로 전망한다. 기존 실적 전망에는 CVC와의 사업 시너지를 반영하지 않았기 때문에 더글라스 등 신규 리테일 채널과의 직접 거래가 구체화될 경우 추가적인 실적 상향 여력도 존재한다. 실리콘투는 특정 브랜드의 성패보다 K-Beauty 브랜드 Pool 전체의 해외 확장에 노출되는 사업 구조를 보유하고 있다. 지역 다변화와 규모 확대에 따른 영업 레버리지에 CVC의 자본과 글로벌 네트워크가 더해졌다는 점을 긍정적으로 평가하며, 업종 내 최선호주로 추천한다.

[표20] 실리콘투 분기 및 연간 실적 추정

(단위: 십억 원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26E	4Q26E	2024	2025	2026E
매출액	246	265	299	306	347	403	422	404	692	1,116	1,575
유럽	81	107	102	115	162	173	188	178	163	406	702
아시아	53	45	53	52	44	58	56	56	151	202	214
북미	45	49	73	66	64	87	87	81	222	233	319
중동	32	28	31	27	25	26	33	29	64	118	112
중남미	12	14	15	16	18	24	24	26	27	58	92
CIS/러시아	12	13	15	17	22	22	23	23	29	57	89
기타	10	10	12	12	11	12	12	13	36	43	48
YoY	63.9%	46.3%	60.4%	76.2%	41.1%	51.8%	41.1%	32.0%	102%	61.4%	41.1%
유럽	187%	142%	138%	145%	99.0%	61.6%	84.8%	54.4%	205%	149%	72.9%
아시아	42.6%	19.5%	50.0%	23.5%	-16.1%	28.7%	6.3%	8.2%	49.2%	33.4%	5.9%
북미	-20.6%	-21.6%	11.7%	77.7%	42.3%	78.3%	19.4%	21.7%	69.2%	5.2%	36.8%
중동	226%	93.1%	54.8%	32.8%	-22.6%	-7.1%	6.6%	7.2%	511%	83.0%	-4.6%
중남미	235%	121%	86.6%	90.7%	44.4%	75.5%	56.9%	55.5%	239%	117%	58.0%
CIS/러시아	96.7%	50.6%	151%	119%	82.5%	75.7%	52.0%	30.1%	90.0%	99.6%	57.1%
매출액 비중											
유럽	33.1%	40.4%	34.0%	37.7%	46.7%	43.1%	44.6%	44.1%	23.5%	36.4%	44.5%
아시아	21.5%	16.8%	17.6%	16.8%	12.8%	14.3%	13.3%	13.8%	21.9%	18.1%	13.6%
북미	18.4%	18.4%	24.2%	21.7%	18.6%	21.7%	20.5%	20.0%	32.0%	20.9%	20.2%
중동	13.1%	10.6%	10.2%	8.7%	7.2%	6.5%	7.7%	7.1%	9.3%	10.5%	7.1%
중남미	5.0%	5.2%	5.1%	5.4%	5.2%	6.1%	5.7%	6.3%	3.9%	5.2%	5.8%
CIS/러시아	4.9%	4.8%	4.9%	5.7%	6.3%	5.6%	5.3%	5.6%	4.1%	5.1%	5.7%
영업이익	48	52	63	42	65	83	84	59	138	205	291
YoY	62.2%	34.2%	48.1%	59.4%	35.2%	59.0%	33.7%	38.4%	188%	49.3%	41.5%
영업이익률	19.4%	19.7%	21.1%	13.9%	18.6%	20.6%	20.0%	14.5%	19.9%	18.4%	18.4%

자료: 실리콘투, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2023	2024	2025	2026E	2027E
매출액	343	692	1,116	1,575	2,005
매출총이익	115	233	347	480	607
영업이익	48	138	205	291	361
EBITDA	52	143	214	301	371
순이자손익	0	-4	-6	0	3
외화관련손익	-1	10	12	30	13
지분법손익	1	-1	-3	1	0
세전계속사업손익	48	149	217	326	383
당기순이익	38	121	169	252	295
지배주주순이익	38	121	169	252	295
증가율(%)					
매출액	107.5	101.7	61.4	41.1	27.3
영업이익	235.8	187.8	49.3	41.5	24.3
EBITDA	204.0	178.2	49.5	40.5	23.3
순이익	240.8	217.6	39.6	49.3	17.2
이익률(%)					
매출총이익률	33.6	33.7	31.1	30.5	30.3
영업이익률	13.9	19.9	18.4	18.4	18.0
EBITDA 이익률	15.0	20.7	19.2	19.1	18.5
세전이익률	14.0	21.5	19.4	20.7	19.1
순이익률	11.1	17.5	15.1	16.0	14.7

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2023	2024	2025	2026E	2027E
영업현금흐름	-18	60	1	224	185
당기순이익	38	121	169	252	295
자산상각비	4	6	9	10	10
운전자본증감	-67	-65	-191	-31	-120
매출채권 감소(증가)	-18	-14	-50	-5	-41
재고자산 감소(증가)	-50	-60	-148	-66	-102
매입채무 증가(감소)	-1	-8	-4	24	21
투자현금흐름	-18	-72	-43	-42	-15
유형자산처분(취득)	-13	-63	-7	-10	-10
무형자산 감소(증가)	-1	-1	0	0	-1
투자자산 감소(증가)	0	-1	-48	-27	-3
재무현금흐름	33	81	34	-48	-31
차입금의 증가(감소)	33	80	-111	-23	-5
자본의 증가(감소)	1	0	0	97	-26
배당금의 지급	0	0	0	-20	-26
총현금흐름	53	150	229	274	305
(-)운전자본증가(감소)	58	81	192	38	120
(-)설비투자	18	76	7	10	10
(+)자산매각	5	12	0	0	-1
Free Cash Flow	-19	5	30	225	175
(-)기타투자	14	-9	-13	-3	2
잉여현금	-33	14	43	228	173
NOPLAT	38	112	160	224	278
(+) Dep	4	6	9	10	10
(-)운전자본투자	58	81	192	38	120
(-)Capex	18	76	7	10	10
OpFCF	-35	-40	-30	186	158

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2023	2024	2025	2026E	2027E
유동자산	136	297	553	822	1,107
현금성자산	32	87	119	281	423
매출채권	23	50	119	150	191
재고자산	79	146	300	372	474
비유동자산	79	161	157	174	177
투자자산	24	53	47	57	59
유형자산	54	107	108	115	116
무형자산	1	2	2	2	3
자산총계	215	458	709	996	1,284
유동부채	74	189	122	173	195
매입채무	3	8	18	78	99
유동성이자부채	58	149	49	31	29
비유동부채	6	7	130	16	14
비유동이자부채	6	6	130	16	13
부채총계	80	196	252	189	208
자본금	30	31	31	33	33
자본잉여금	30	31	58	178	178
이익잉여금	71	192	360	591	860
자본조정	4	9	9	5	5
자기주식	0	0	0	-5	-5
자본총계	135	262	457	807	1,076

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2023	2024	2025	2026E	2027E
주당지표					
EPS	629	1,983	2,734	3,917	4,499
BPS	2,235	4,297	6,976	12,307	16,406
DPS	0	0	306	400	500
CFPS	872	2,470	3,493	4,178	4,648
ROA(%)	22.1	35.9	28.9	29.5	25.9
ROE(%)	32.9	60.9	46.9	39.8	31.3
ROIC(%)	33.6	48.8	39.6	42.5	45.2
Multiples(x, %)					
PER	12.2	22.8	16.6	11.6	10.1
PBR	3.5	10.5	6.5	3.7	2.8
PSR	1.4	4.0	2.7	1.9	1.5
PCR	8.8	18.3	13.0	10.8	9.7
EV/EBITDA	9.7	21.2	14.1	9.1	7.0
배당수익률	n/a	n/a	0.7	0.9	1.1
안정성(%)					
부채비율	59.5	75.0	55.1	23.5	19.4
Net debt/Equity	23.3	25.9	13.1	-29.0	-35.4
Net debt/EBITDA	61.1	47.3	27.9	-77.8	-102.7
유동비율	183.9	156.9	454.5	474.6	569.0
이자보상배율(배)	67.2	24.7	24.5	63.1	160.3
자산구조(%)					
투하자본	72.7	68.7	75.1	62.1	58.4
현금+투자자산	27.3	31.3	24.9	37.9	41.6
자본구조(%)					
차입금	32.1	37.2	28.1	5.5	3.8
자기자본	67.9	62.8	71.9	94.5	96.2

코스맥스 (192820) (Buy / TP 300,000원(상향))

2026년 2분기 코스맥스의 연결 매출액은 7,949억원(+27.5% YoY, +16.6% QoQ), 영업이익은 737억원(+21.2% YoY, +39.0% QoQ, OPM 9.3%)으로 기대치를 상회했다. 한국은 기초 중심의 고성장으로 매출액이 +23.3% 증가했고, 기초 비중 확대와 생산성 개선으로 영업이익도 +13.0% 증가했다. 2Q25 대손상각비 환입 약 40억원을 감안하면 실질적으로 전년 동기 수준의 두 자릿수 마진을 회복한 것으로 판단된다.

해외 법인의 회복도 강했다. 중국은 상해와 광저우가 각각 +33.3%, +19.1% 성장하며 이스트 법인 합산 매출이 +32.9% 증가했다. 중국 화장품 시장의 경쟁이 심화되고 있음에도 코스맥스는 시장 성장률을 상회하고 있다. 미국은 매출액 538억원(+79.4% YoY)으로 분기 최대 매출을 기록했고, 창사 이래 첫 영업흑자를 달성했다. 오랜 구조조정 이후 미국 제조 경쟁력이 실적으로 확인되기 시작했다는 점은 밸류에이션 재평가 요인이다. 인도네시아도 불안정한 소비 환경에도 +38.5% 성장하며 빠르게 회복했다.

하반기에도 성장 가시성은 높다. 2026년 하반기 연결 매출액은 1조 4,855억원(+25.2% YoY), 영업이익은 1,262억원(+51.0% YoY, OPM 8.5%)으로 전망된다. 한국은 높은 기저와 기존 대형 색조 고객사의 부진에도 신규 인디, 글로벌 MNC, 유럽 인디 고객사향 수주 증가가 이를 상쇄하고 있다. 별도 영업이익률도 2분기 10.9%로 빠르게 회복된 만큼 생산량 증가와 생산 효율화에 따른 추가 개선 여지가 있다. 미국은 특정 고객이나 제품에 편중되지 않은 지역·카테고리별 수주 확대라는 점에서 실적 지속 가능성이 높아졌다.

Target Multiple의 상향으로 목표주가를 상향 조정한다. 기저 부담에도 높은 성장세가 이어지고 있다. 한국이 두 자릿수 이상 성장하고, 중국·미국·인도네시아 등 주요 해외 법인도 동시에 개선되고 있다. 특히 미국 흑자전환은 단순한 분기 이벤트가 아니라 장기 간의 구조조정이 끝나고 수익성 있는 성장 국면에 진입했음을 보여준다.

[표21] 코스맥스 분기 및 연간 실적 추정

(단위: 십억 원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26E	4Q26E	2024	2025	2026E
매출액	589	624	586	601	682	795	784	702	2,166	2,399	2,962
국내	363	421	383	360	423	518	537	427	1,358	1,527	1,906
해외	245	223	214	255	284	305	270	298	868	936	1,157
이스트	163	149	140	181	195	197	170	203	574	633	765
상해	109	109	91	117	135	145	110	130	372	425	519
광저우	48	41	46	53	56	49	55	61	185	188	220
동남아	54	44	37	37	47	54	48	47	157	171	196
인도네시아	30	21	22	26	23	29	28	31	113	98	111
태국	24	23	15	11	24	25	20	16	44	73	85
미국	29	30	37	37	42	54	52	48	137	133	196
YoY	11.7%	13.1%	10.5%	7.7%	15.9%	27.5%	33.9%	16.7%	21.9%	10.7%	23.5%
국내	15.0%	20.8%	10.3%	3.9%	16.7%	23.3%	40.0%	18.8%	28.4%	12.4%	24.9%
해외	6.6%	1.5%	12.2%	11.5%	15.8%	37.1%	26.5%	16.7%	8.7%	7.8%	23.5%
이스트	3.3%	0.7%	22.3%	17.0%	19.6%	32.9%	21.5%	11.8%	4.9%	10.1%	20.9%
상해	1.3%	11.4%	26.3%	22.5%	23.8%	33.3%	20.5%	11.3%	-6.8%	14.2%	22.1%
광저우	3.6%	-17.0%	14.6%	9.2%	15.0%	19.1%	19.8%	15.3%	31.4%	1.9%	17.1%
동남아	59.4%	23.1%	-15.5%	-16.4%	-12.1%	22.4%	30.9%	27.9%	40.7%	9.1%	14.6%
인도네시아	22.8%	-17.9%	-33.5%	-18.0%	-23.2%	38.5%	30.1%	21.3%	32.0%	-13.7%	13.4%
태국	152.1%	124.1%	36.4%	-12.2%	1.7%	7.9%	32.1%	43.3%	69.8%	68.3%	16.2%
미국	-26.0%	-16.7%	13.5%	24.2%	46.5%	79.4%	40.8%	29.3%	-2.0%	-3.3%	47.6%
매출액 비중											
국내	61.6%	67.4%	65.5%	59.9%	62.1%	65.2%	68.5%	60.9%	62.7%	63.6%	64.3%
해외	41.6%	35.7%	36.5%	42.5%	41.6%	38.4%	34.5%	42.4%	40.1%	39.0%	39.0%
이스트	27.6%	23.8%	23.9%	30.2%	28.5%	24.8%	21.7%	28.9%	26.5%	26.4%	25.8%
상해	18.5%	17.4%	15.5%	19.4%	19.8%	18.2%	14.0%	18.5%	17.2%	17.7%	17.5%
광저우	8.2%	6.6%	7.8%	8.8%	8.2%	6.2%	7.0%	8.7%	8.5%	7.8%	7.4%
동남아	9.1%	7.0%	6.3%	6.1%	6.9%	6.8%	6.1%	6.7%	7.2%	7.1%	6.6%
인도네시아	5.0%	3.3%	3.7%	4.3%	3.3%	3.6%	3.6%	4.5%	5.2%	4.1%	3.7%
태국	4.1%	3.7%	2.6%	1.8%	3.6%	3.1%	2.6%	2.3%	2.0%	3.1%	2.9%
미국	4.9%	4.8%	6.3%	6.2%	6.2%	6.8%	6.6%	6.8%	6.3%	5.5%	6.6%
영업이익	51	61	43	41	53	74	70	56	175	196	253
별도	34	50	34	36	38	56	54	43	139	155	192
국내외연결법인	17	11	8	5	15	17	16	13	37	41	61
YoY	13.0%	30.2%	-1.6%	2.7%	3.3%	21.2%	64.5%	36.8%	51.6%	11.6%	29.2%
별도	13.8%	44.7%	-13.1%	4.2%	10.8%	13.0%	57.2%	20.0%	59.9%	11.4%	24.0%
국내외연결법인	11.3%	-10.9%	113.7%	-7.3%	-11.8%	58.9%	94.2%	162.4%	26.8%	12.3%	48.9%
영업이익률	8.7%	9.8%	7.3%	6.8%	7.8%	9.3%	9.0%	8.0%	8.1%	8.2%	8.5%
별도	9.4%	11.9%	8.9%	10.0%	9.0%	10.9%	10.0%	10.1%	10.2%	10.1%	10.1%
국내외연결법인	7.6%	5.4%	4.2%	2.0%	5.8%	6.3%	6.6%	4.6%	4.5%	4.7%	5.8%
영업이익 비중											
별도	66.7%	82.1%	80.3%	88.2%	71.6%	76.5%	76.7%	77.4%	79.1%	78.9%	75.7%
국내외연결법인	33.3%	17.9%	19.7%	11.8%	28.4%	23.5%	23.3%	22.6%	20.9%	21.1%	24.3%

자료: 코스맥스, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2023	2024	2025	2026E	2027E
매출액	1,777	2,166	2,399	2,962	3,485
매출총이익	294	418	409	510	607
영업이익	116	175	196	253	309
EBITDA	175	244	270	354	417
순이자손익	-26	-38	-40	-37	-37
외화관련손익	-1	16	-7	0	1
지분법손익	-2	0	0	0	0
세전계속사업손익	84	138	157	238	294
당기순이익	38	88	131	177	209
지배주주순이익	57	86	123	169	198
증가율(%)					
매출액	11.1	21.9	10.7	23.5	17.7
영업이익	117.9	51.6	11.6	29.2	22.3
EBITDA	56.5	39.4	10.5	31.0	17.9
순이익	흑전	133.9	48.2	35.2	17.8
이익률(%)					
매출총이익률	16.5	19.3	17.1	17.2	17.4
영업이익률	6.5	8.1	8.2	8.5	8.9
EBITDA 이익률	9.9	11.3	11.3	11.9	12.0
세전이익률	4.7	6.4	6.5	8.0	8.4
순이익률	2.1	4.1	5.5	6.0	6.0

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2023	2024	2025	2026E	2027E
영업현금흐름	231	73	87	212	244
당기순이익	38	88	131	177	209
자산상각비	59	69	74	101	108
운전자본증감	79	-127	-87	-65	-70
매출채권 감소(증가)	8	-68	-73	-80	-80
재고자산 감소(증가)	-15	-20	-13	-35	-47
매입채무 증가(감소)	60	-38	40	50	57
투자현금흐름	-105	-160	-179	-189	-187
유형자산처분(취득)	-81	-161	-183	-178	-176
무형자산 감소(증가)	-4	-4	-6	-5	-5
투자자산 감소(증가)	-22	-2	9	0	0
재무현금흐름	-39	68	28	-47	-64
차입금의 증가(감소)	-39	73	54	-9	-13
자본의 증가(감소)	-115	-6	-26	-37	-51
배당금의 지급	0	-6	-26	-37	-51
총현금흐름	199	274	278	277	314
(-)운전자본증감(감소)	-133	173	86	65	70
(-)설비투자	86	165	187	178	176
(+)자산매각	1	0	-1	-5	-5
Free Cash Flow	247	-63	4	30	63
(-)기타투자	51	-52	2	6	6
잉여현금	196	-12	2	24	57
NOPLAT	52	113	164	189	220
(+) Dep	59	69	74	101	108
(-)운전자본투자	-133	173	86	65	70
(-)Capex	86	165	187	178	176
OpFCF	158	-156	-34	47	81

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2023	2024	2025	2026E	2027E
유동자산	822	943	975	1,070	1,193
현금성자산	271	264	199	175	168
매출채권	283	357	436	516	596
재고자산	218	257	271	306	353
비유동자산	735	991	1,150	1,233	1,308
투자자산	134	150	161	167	173
유형자산	547	778	926	1,003	1,072
무형자산	54	63	64	63	62
자산총계	1,557	1,934	2,125	2,303	2,500
유동부채	989	1,114	1,201	1,245	1,292
매입채무	365	285	317	367	423
유동성이자부채	569	739	814	805	792
비유동부채	209	311	312	315	318
비유동이자부채	143	230	230	230	230
부채총계	1,199	1,425	1,513	1,560	1,610
자본금	6	6	6	6	6
자본잉여금	29	28	13	13	13
이익잉여금	313	384	483	615	762
자본조정	15	56	56	56	56
자기주식	0	0	0	0	0
자본총계	359	509	612	743	890

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2023	2024	2025	2026E	2027E
주당지표					
EPS	5,034	7,560	10,847	14,864	17,483
BPS	31,941	41,711	49,179	60,694	73,673
DPS	500	2,300	3,300	4,500	5,200
CFPS	17,550	24,144	24,457	24,409	27,661
ROA(%)	3.9	4.9	6.1	7.6	8.3
ROE(%)	12.1	20.5	23.9	27.0	26.0
ROIC(%)	6.6	11.5	12.4	12.4	13.2
Multiples(x, %)					
PER	48.9	32.5	22.7	16.6	14.1
PBR	7.7	5.9	5.0	4.1	3.3
PSR	1.6	1.3	1.2	0.9	0.8
PCR	14.0	10.2	10.1	10.1	8.9
EV/EBITDA	18.5	14.3	13.5	10.3	8.7
배당수익률	0.2	0.9	1.3	1.8	2.1
안정성(%)					
부채비율	334.3	280.0	247.1	209.9	180.8
Net debt/Equity	123.2	138.5	138.1	115.6	95.8
Net debt/EBITDA	252.3	288.6	313.2	243.0	204.6
유동비율	83.0	84.6	81.2	85.9	92.3
이자보상배율(배)	3.6	3.9	4.2	5.5	6.7
자산구조(%)					
투하자본	65.1	74.4	80.1	82.3	83.5
현금+투자자산	34.9	25.6	19.9	17.7	16.5
자본구조(%)					
차입금	66.5	65.6	63.0	58.2	53.4
자기자본	33.5	34.4	37.0	41.8	46.6

한국콜마 (161890) (Buy / TP 160,000원(상향))

2026년 2분기 한국콜마의 연결 매출액은 8,613억원(+17.9% YoY, +18.3% QoQ), 영업이익은 1,103억원(+50.2% YoY, +39.9% QoQ)으로 컨센서스 영업이익 949억원을 상회했다. 별도 법인의 실적 개선이 핵심이었다. 스케일업 선케어 브랜드의 대량 주문과 글로벌 MNC향 생산 확대에 힘입어 별도 매출액은 4,304억원(+31.2% YoY), 영업이익은 708억원(+44.3% YoY), 영업이익률은 16.4%(+1.5%p YoY)를 기록했다. 2분기 연속 사상 최대 실적이다.

미국과 연우도 개선 속도가 빨랐다. 미국 영업적자는 14억원으로 전분기 대비 23억원 축소됐다. 기존 최대 고객사 매출 비중이 50%까지 낮아졌고, 글로벌 MNC 계열 색조 브랜드가 Top5 고객사로 진입하며 고객 다변화가 예상보다 빠르게 진행되고 있다. 연우는 인디 브랜드 비중 확대와 선케어 용기 수주 호조로 매출액 911억원(+28.9% YoY), 영업이익 70억원을 기록했다. 과거 연결 실적 부담으로 작용했던 미국과 연우가 동시에 개선되고 있다는 점이 중요하다.

2026년 하반기 연결 매출액은 1조 6,014억원(+19.6% YoY), 영업이익은 1,526억원(+43.8% YoY)으로 전망된다. 수주 기준으로는 3분기가 2분기 이상인 것으로 파악된다. 하계 휴가 영향으로 조업일수가 2분기 62일에서 3분기 57일로 감소하지만, 별도 매출액은 전분기 수준 이상이 가능할 전망이다. 기존 고객사의 수출 국가 확대와 SKU 확장이 지속되고, 규모가 커진 스케일업 브랜드의 발주 자체가 대형화되고 있다. 일부 생산 일정이 4분기로 이연되더라도 이는 수요 둔화보다는 조업일수 차이에 따른 영향으로 봐야 한다.

Target Multiple의 상향으로 목표주가를 상향 조정한다. 과거보다 실적 체력이 달라졌다. 별도 법인의 이익률이 구조적으로 높아졌고, 미국과 연우의 개선 가시성도 높아졌다. 특히 선케어와 MNC향 수주 확대는 단기 유행성 수요가 아니라 글로벌 고객 기반 확대라는 점에서 의미가 크다. 최근 신고가 경신에도 별도 법인의 높은 수익성과 연결 자회사의 턴어라운드로 실적 전망치의 추가 상향 가능성이 높다는 점에 주목할 필요가 있다.

[표22] 한국콜마 분기 및 연간 실적 추정

(단위: 십억 원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26E	4Q26E	2024	2025	2026E
매출액	653	731	683	655	728	861	846	756	2,452	2,722	3,191
별도	274	328	322	268	343	430	435	336	1,060	1,193	1,544
연결법인	379	403	361	387	385	431	411	420	1,392	1,530	1,646
중국	42	50	32	33	47	58	35	37	158	156	178
북미	30	28	17	15	22	27	27	23	97	91	100
US	22	18	8	7	13	18	18	15	58	55	65
CANADA	9	10	9	8	8	9	9	8	39	36	35
HK 이노엔	247	263	261	292	259	267	278	296	897	1,063	1,100
연우	64	71	62	55	62	91	80	69	276	251	302
YoY	13.6%	10.7%	9.0%	11.0%	11.5%	17.9%	23.8%	15.3%	13.7%	11.0%	17.2%
별도	10.7%	10.5%	17.7%	11.1%	25.0%	31.2%	35.1%	25.3%	23.7%	12.5%	29.5%
연결법인	15.8%	10.9%	2.3%	10.9%	1.6%	7.0%	13.7%	8.4%	7.2%	9.9%	7.6%
중국	6.9%	-5.2%	-13.1%	9.6%	13.7%	15.9%	10.8%	13.6%	-10.8%	-1.3%	13.8%
북미	90.1%	9.0%	-35.1%	-48.8%	-28.5%	-4.6%	58.0%	60.0%	16.8%	-6.8%	9.8%
US	210.0%	37.0%	-53.7%	-66.6%	-38.4%	-2.9%	125.7%	130.9%	54.3%	-5.3%	18.4%
CANADA	-3.2%	-20.7%	0.2%	-8.1%	-3.8%	-7.8%	-1.5%	0.7%	-13.9%	-9.1%	-3.3%
HK 이노엔	16.4%	20.0%	13.7%	23.8%	4.6%	1.6%	6.6%	1.4%	8.2%	18.5%	3.5%
연우	-5.3%	-4.5%	-15.2%	-11.1%	-1.9%	28.9%	28.8%	26.5%	16.7%	-9.0%	20.5%
영업이익	60	73	58	48	79	110	93	59	194	240	342
별도	34	49	44	22	51	71	65	31	122	150	218
연결법인	26	24	14	26	28	40	28	28	72	90	123
중국	3	6	-2	-2	3	6	1	-2	4	6	8
북미	0	0	-8	-11	-5	-2	-3	-5	-13	-19	-15
US	2	0	-6	-8	-4	-1	-2	-2	-6	-13	-9
CANADA	-1	0	-1	-3	-2	-1	-1	-2	-7	-5	-6
HK 이노엔	25	20	26	40	33	30	31	36	88	111	130
연우	-1	1	0	1	0	7	2	1	1	1	9
YoY	84.8%	2.4%	6.9%	36.2%	31.6%	50.2%	60.2%	23.8%	42.4%	23.6%	42.7%
별도	48.6%	10.9%	19.0%	23.2%	51.2%	44.3%	47.2%	40.1%	53.6%	22.2%	46.1%
연결법인	170.5%	-11.2%	-19.0%	49.9%	6.1%	61.9%	101.0%	9.5%	26.6%	25.9%	37.0%
중국	흑전	15.1%	적전	적지	3.0%	-6.3%	흑전	적지	-60.7%	55.8%	34.2%
북미	흑전	흑전	적지	적지	적전	적전	적지	적지	적지	적지	적지
US	흑전	적지	적지	적전	적전	적지	적지	적지	적지	적지	적지
CANADA	적지	흑전	적지	적지	적지	적전	적지	적지	적지	적지	적지
HK 이노엔	46.8%	-19.8%	16.5%	64.3%	30.8%	53.6%	21.5%	-11.0%	35.8%	25.7%	17.5%
연우	적전	-37.8%	적전	흑전	적지	815.0%	흑전	6.3%	553.2%	-61.9%	1577%
영업이익률	9.2%	10.1%	8.5%	7.3%	10.8%	12.8%	11.0%	7.8%	7.9%	8.8%	10.7%
별도	12.4%	14.9%	13.8%	8.3%	14.9%	16.4%	15.0%	9.3%	11.5%	12.5%	14.1%
연결법인	6.9%	6.1%	3.9%	6.6%	7.2%	9.2%	6.9%	6.7%	5.1%	5.9%	7.5%
중국	7.5%	12.2%	-5.0%	-4.9%	6.8%	9.9%	2.0%	-4.2%	2.4%	3.8%	4.5%
북미	0.7%	0.4%	-44.5%	-77.6%	-24.8%	-8.5%	-11.2%	-20.0%	-13.2%	-20.7%	-15.5%
US	6.9%	-1.1%	-79.0%	-124%	-27.7%	-7.9%	-10.5%	-15.0%	-10.4%	-24.4%	-14.4%
CANADA	-14.9%	3.0%	-14.1%	-38.8%	-20.3%	-9.8%	-12.6%	-29.5%	-17.5%	-15.0%	-17.6%
HK 이노엔	10.3%	7.4%	9.9%	13.7%	12.8%	11.2%	11.3%	12.1%	9.8%	10.4%	11.9%
연우	-1.6%	1.1%	0.0%	1.5%	-0.5%	7.7%	2.0%	1.2%	0.5%	0.2%	3.0%

자료: 한국콜마, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2023	2024	2025	2026E	2027E
매출액	2,156	2,452	2,722	3,191	3,724
매출총이익	578	699	791	930	1,087
영업이익	136	194	240	342	411
EBITDA	230	286	344	456	531
순이자손익	-36	-39	-32	-23	-23
외화관련손익	1	15	-1	8	5
지분법손익	2	13	1	7	4
세전계속사업손익	34	140	212	315	394
당기순이익	25	125	168	236	296
지배주주순이익	5	90	125	186	235
증가율(%)					
매출액	15.5	13.7	11.0	17.2	16.7
영업이익	85.8	42.4	23.6	42.7	20.1
EBITDA	54.6	24.3	20.3	32.8	16.4
순이익	흑전	398.5	34.2	40.0	25.6
이익률(%)					
매출총이익률	26.8	28.5	29.1	29.1	29.2
영업이익률	6.3	7.9	8.8	10.7	11.0
EBITDA 이익률	10.7	11.7	12.6	14.3	14.3
세전이익률	1.6	5.7	7.8	9.9	10.6
순이익률	1.2	5.1	6.2	7.4	7.9

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2023	2024	2025	2026E	2027E
영업현금흐름	112	215	291	204	307
당기순이익	25	125	168	236	296
자산상각비	94	92	104	114	120
운전자본증감	-76	-40	0	-85	-43
매출채권 감소(증가)	-60	40	-47	-58	-56
재고자산 감소(증가)	-41	-53	4	-123	-60
매입채무 증가(감소)	26	-7	44	95	71
투자현금흐름	-156	-205	-248	-209	-204
유형자산처분(취득)	-106	-245	-162	-156	-148
무형자산 감소(증가)	-16	-13	-15	-44	-44
투자자산 감소(증가)	-25	49	-27	-3	-3
재무현금흐름	-8	-43	40	-20	-24
차입금의 증가(감소)	8	25	63	0	0
자본의 증가(감소)	-17	-19	-17	-20	-24
배당금의 지급	-17	-19	-17	-20	-24
총현금흐름	245	320	371	289	350
(-)운전자본증감(감소)	17	44	-47	85	43
(-)설비투자	107	247	164	156	148
(+)자산매각	-16	-11	-14	-44	-44
Free Cash Flow	106	18	240	4	115
(-)기타투자	67	-7	89	6	9
잉여현금	38	25	151	-1	106
NOPLAT	100	174	190	256	308
(+) Dep	94	92	104	114	120
(-)운전자본투자	17	44	-47	85	43
(-)Capex	107	247	164	156	148
OpFCF	70	-25	177	129	238

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2023	2024	2025	2026E	2027E
유동자산	898	859	1,010	1,171	1,370
현금성자산	269	199	316	295	378
매출채권	324	294	358	417	472
재고자산	281	328	325	448	508
비유동자산	2,111	2,268	2,448	2,546	2,633
투자자산	180	208	303	315	328
유형자산	660	811	902	966	1,020
무형자산	1,271	1,249	1,243	1,265	1,285
자산총계	3,009	3,127	3,458	3,716	4,003
유동부채	1,284	1,215	1,360	1,457	1,531
매입채무	390	360	435	530	601
유동성이자부채	854	799	864	864	864
비유동부채	307	406	430	432	434
비유동이자부채	249	352	370	370	370
부채총계	1,591	1,621	1,790	1,890	1,965
자본금	11	12	12	12	12
자본잉여금	262	295	301	301	301
이익잉여금	368	488	593	759	970
자본조정	7	-2	5	-2	-2
자기주식	0	0	0	0	0
자본총계	1,419	1,506	1,667	1,827	2,038

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2023	2024	2025	2026E	2027E
주당지표					
EPS	227	3,816	5,299	7,895	9,937
BPS	28,347	33,579	38,566	45,315	54,252
DPS	600	720	864	1,000	1,200
CFPS	10,688	13,560	15,707	12,243	14,815
ROA(%)	0.2	2.9	3.8	5.2	6.1
ROE(%)	0.8	12.5	14.7	18.8	20.0
ROIC(%)	4.5	7.5	7.8	10.0	11.4
Multiples(x, %)					
PER	563.2	33.5	24.1	16.2	12.9
PBR	4.5	3.8	3.3	2.8	2.4
PSR	1.4	1.2	1.1	0.9	0.8
PCR	12.0	9.4	8.1	10.4	8.6
EV/EBITDA	16.8	13.9	11.4	8.7	7.3
배당수익률	0.5	0.6	0.7	0.8	0.9
안정성(%)					
부채비율	112.1	107.7	107.4	103.5	96.4
Net debt/Equity	58.8	63.2	55.0	51.3	42.0
Net debt/EBITDA	363.1	333.0	266.7	205.5	161.0
유동비율	70.0	70.7	74.2	80.3	89.5
이자보상배율(배)	3.0	4.2	6.2	10.1	12.2
자산구조(%)					
투하자본	83.1	85.6	79.9	81.2	79.6
현금+투자자산	16.9	14.4	20.1	18.8	20.4
자본구조(%)					
차입금	43.8	43.3	42.5	40.3	37.7
자기자본	56.2	56.7	57.5	59.7	62.3

코스메카코리아 (241710) (Buy / TP 140,000원(상향))

2026년 2분기 코스메카코리아의 연결 매출액은 2,261억원(+39.8% YoY, +22.1% QoQ), 영업이익은 321억원(+39.3% YoY, +46.5% QoQ)으로 컨센서스 영업이익 276억원을 상회했다. 실적 성장은 한국 법인이 주도했다. 한국 매출액은 1,788억원(+62.6% YoY, +25.7% QoQ), 영업이익은 245억원(+76.9% YoY, +37.8% QoQ)으로 사상 최대치를 재차 경신했다. 한국 법인의 성장률과 이익률 모두 업종 내 최상위권이다.

고객 다변화가 핵심이다. D브랜드를 운영하는 B사향 매출액은 전분기 대비 116% 증가하며 한국 법인 QoQ 매출 증가분의 45%를 기여한 것으로 추정된다. G사향 매출액도 전분기 대비 40% 증가하며 13%를 기여했다. Top5 외 고객사 매출도 전분기 대비 17% 증가하며 나머지 42%를 기여했다. 특정 대형 고객사 한 곳에 의존한 성장이 아니라, 기존 대형 고객사와 신규 중소형 고객사가 함께 성장하고 있다는 점이 긍정적이다.

제품 포트폴리오도 확장되고 있다. 기초 중심의 제품 포트폴리오가 하이드로겔 마스크, 아이패치 등으로 넓어지고 있다. 이는 단순 CAPA 증설 이상의 의미를 가진다. 고객사가 늘고 제품군이 다변화되면 조업일수와 계절성에 따른 분기 변동성은 완화된다. 3분기는 휴일 영향으로 조업일수가 감소하고, 4분기는 ODM 업계의 계절적 비수기지만 과거 대비 실적 하방은 높아진 것으로 판단된다. 하반기 분기 매출액은 3분기 2,248억원, 4분기 2,062억원으로 전망된다.

Target Multiple의 상향으로 목표주가를 상향 조정한다. 2026년 연결 매출액은 8,422억원(+31.4% YoY)으로 추정된다. 코스메카코리아는 2026년 매출 성장률 가이던스를 +30%로 재차 상향했다. 미국 법인은 상반기 대비 하반기 주요 고객사향 수주 회복을 가정하나, 해당 고객사는 발주 주기상 분기 변동성이 큰 만큼 회복 시점과 강도에는 변동 가능성이 있다. 다만 이는 사업 경쟁력 훼손보다는 고객사 고유의 발주 특성에 기인한다.

[표23] 코스메카코리아 분기 및 연간 실적 추정

(단위: 십억 원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26E	4Q26E	2024	2025	2026E
매출액	118	162	182	178	185	226	225	206	524	641	842
한국	74	110	130	127	142	179	178	159	329	441	658
국내 고객사	59	92	110	110	124	156	156	138	268	372	574
해외 고객사	15	18	19	17	18	23	22	21	61	70	84
미국	43	57	62	55	50	52	53	54	182	216	209
EWL	27	32	30	30	31	32	34	34	112	120	130
EWLK	16	27	32	25	20	21	20	21	71	99	81
중국	9	9	8	9	6	8	8	8	40	34	30
YoY	-5.8%	12.5%	44.0%	39.0%	56.4%	39.8%	23.2%	15.6%	11.4%	22.2%	31.4%
한국	8.1%	16.2%	57.4%	53.8%	91.3%	62.6%	37.0%	25.1%	22.3%	34.3%	49.1%
국내 고객사	7.2%	19.0%	61.9%	64.6%	108.9%	70.3%	40.8%	25.8%	23.5%	38.9%	54.5%
해외 고객사	11.8%	4.3%	35.8%	8.7%	21.2%	24.1%	15.5%	20.3%	17.6%	14.5%	20.1%
미국	-19.1%	25.0%	50.3%	29.2%	16.9%	-9.7%	-13.6%	-0.3%	-12.1%	18.9%	-3.2%
EWL	-19.1%	11.5%	16.2%	25.1%	12.3%	0.2%	11.3%	12.5%	6.1%	6.3%	8.9%
EWLK	-13.4%	49.4%	100.9%	35.2%	19.8%	-21.2%	-36.8%	-16.3%	-30.1%	40.5%	-18.2%
중국	-28.0%	-20.0%	-12.8%	3.9%	-27.1%	-9.7%	-5.5%	-8.9%	-19.8%	-15.9%	-13.0%
매출액 비중											
한국	62.8%	68.0%	71.2%	71.3%	76.8%	79.1%	79.2%	77.2%	62.7%	68.9%	78.1%
국내 고객사	50.2%	56.7%	60.6%	61.6%	67.1%	69.0%	69.2%	67.1%	51.0%	58.0%	68.2%
해외 고객사	12.6%	11.3%	10.6%	9.7%	9.7%	10.1%	10.0%	10.1%	11.7%	10.9%	10.0%
미국	35.9%	35.5%	33.9%	30.6%	26.9%	23.0%	23.8%	26.4%	34.7%	33.8%	24.9%
EWL	23.1%	19.5%	16.6%	16.9%	16.6%	14.0%	15.0%	16.5%	21.4%	18.7%	15.5%
EWLK	13.8%	16.5%	17.4%	13.8%	10.6%	9.3%	8.9%	10.0%	13.5%	15.5%	9.6%
중국	7.4%	5.3%	4.5%	4.8%	3.4%	3.4%	3.4%	3.8%	7.7%	5.3%	3.5%
영업이익	12	23	27	21	22	32	32	27	60	84	113
한국	8	14	15	11	18	24	23	18	44	48	83
미국	5	10	13	9	6	9	10	9	19	37	34
중국	-1	-1	-1	0	-1	-1	-1	0	-2	-2	-4
YoY	-10.5%	27.2%	78.8%	57.8%	78.0%	39.3%	18.2%	28.8%	22.8%	38.4%	35.5%
한국	8.4%	-3.5%	20.8%	5.6%	120.8%	76.9%	55.4%	60.4%	94.1%	7.3%	73.9%
미국	-31.0%	133.5%	224.9%	150.8%	22.5%	-13.2%	-21.8%	0.5%	-35.3%	98.6%	-8.4%
중국	적전	적지	적지	흑전	적지	적지	적지	적전	적전	적지	적지
영업이익률	10.4%	14.2%	14.9%	11.8%	11.8%	14.2%	14.3%	13.1%	11.5%	13.0%	13.4%
한국	10.8%	12.6%	11.2%	8.9%	12.5%	13.7%	12.7%	11.4%	13.5%	10.8%	12.6%
미국	10.8%	17.5%	21.4%	17.0%	11.3%	16.8%	19.4%	17.2%	10.3%	17.2%	16.3%
중국	-6.8%	-13.2%	-7.3%	5.0%	-21.1%	-14.9%	-9.9%	-4.5%	-5.0%	-5.6%	-12.2%

자료: 코스메카코리아, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2023	2024	2025	2026E	2027E
매출액	471	524	641	842	928
매출총이익	107	125	158	204	229
영업이익	49	60	84	113	133
EBITDA	66	78	100	139	161
순이자손익	-4	-2	-3	-4	-3
외화관련손익	0	9	0	7	5
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	46	68	78	116	132
당기순이익	34	54	58	87	99
지배주주순이익	22	43	45	78	90
증가율(%)					
매출액	17.9	11.4	22.2	31.4	10.2
영업이익	374.1	22.8	38.4	35.5	17.4
EBITDA	143.3	18.6	28.0	38.6	16.0
순이익	464.5	58.4	7.7	50.4	14.0
이익률(%)					
매출총이익률	22.8	23.7	24.7	24.2	24.6
영업이익률	10.4	11.5	13.0	13.4	14.3
EBITDA 이익률	14.0	14.9	15.6	16.5	17.3
세전이익률	9.8	12.9	12.2	13.8	14.3
순이익률	7.2	10.2	9.0	10.3	10.7

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2023	2024	2025	2026E	2027E
영업현금흐름	42	69	55	83	102
당기순이익	34	54	58	87	99
자산상각비	17	18	17	25	28
운전자본증감	-22	-3	-29	-22	-17
매출채권 감소(증가)	-32	2	-41	-29	-19
재고자산 감소(증가)	3	3	-14	-11	-9
매입채무 증가(감소)	6	-6	31	18	10
투자현금흐름	-22	-53	-64	-60	-57
유형자산처분(취득)	-17	-49	-61	-58	-55
무형자산 감소(증가)	0	0	0	0	0
투자자산 감소(증가)	-6	-3	-5	0	0
재무현금흐름	-13	2	24	-8	-9
차입금의 증가(감소)	-13	3	48	-4	-4
자본의 증가(감소)	0	-1	-1	-4	-4
배당금의 지급	0	-1	-1	-4	-4
총현금흐름	72	88	104	105	119
(-)운전자본증가(감소)	6	7	27	22	17
(-)설비투자	19	49	61	58	55
(+)자산매각	1	0	0	0	0
Free Cash Flow	48	32	16	24	47
(-)기타투자	15	-4	0	1	1
잉여현금	33	36	16	24	46
NOPLAT	36	48	62	85	100
(+) Dep	17	18	17	25	28
(-)운전자본투자	6	7	27	22	17
(-)Capex	19	49	61	58	55
OpFCF	28	10	-10	29	55

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2023	2024	2025	2026E	2027E
유동자산	221	255	331	388	453
현금성자산	40	62	79	95	132
매출채권	113	117	161	190	209
재고자산	66	67	79	90	99
비유동자산	211	262	300	334	363
투자자산	20	30	25	26	27
유형자산	153	196	240	276	306
무형자산	38	36	36	33	30
자산총계	433	518	632	722	816
유동부채	155	171	249	264	271
매입채무	59	56	88	106	116
유동성이자부채	80	91	138	134	130
비유동부채	36	40	47	47	47
비유동이자부채	29	32	34	34	33
부채총계	190	210	296	310	318
자본금	5	5	5	5	5
자본잉여금	58	69	63	63	63
이익잉여금	100	132	174	248	334
자본조정	6	12	11	12	12
자기주식	0	0	0	0	0
자본총계	242	308	336	412	498

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2023	2024	2025	2026E	2027E
주당지표					
EPS	2,090	4,007	4,255	7,339	8,457
BPS	15,874	20,450	23,663	30,716	38,773
DPS	0	100	370	400	440
CFPS	6,724	8,280	9,764	9,851	11,118
ROA(%)	5.4	9.0	7.9	11.6	11.7
ROE(%)	14.1	22.1	19.3	27.0	24.3
ROIC(%)	11.9	14.2	15.7	18.6	19.7
Multiples(x, %)					
PER	59.1	30.8	29.1	16.8	14.6
PBR	7.8	6.0	5.2	4.0	3.2
PSR	2.8	2.5	2.1	1.6	1.4
PCR	18.4	14.9	12.7	12.5	11.1
EV/EBITDA	21.1	17.7	14.1	10.1	8.4
배당수익률	n/a	0.1	0.3	0.3	0.4
안정성(%)					
부채비율	78.6	68.4	87.9	75.4	63.9
Net debt/Equity	28.5	19.8	27.6	17.8	6.4
Net debt/EBITDA	104.7	77.9	92.7	52.8	19.8
유동비율	143.1	149.8	133.1	147.0	167.1
이자보상배율(배)	12.2	18.9	23.6	24.5	29.5
자산구조(%)					
투하자본	83.8	80.0	80.3	80.0	76.8
현금+투자자산	16.2	20.0	19.7	20.0	23.2
자본구조(%)					
차입금	31.0	28.5	33.8	28.9	24.7
자기자본	69.0	71.5	66.2	71.1	75.3

펄텍코리아 (251970) [Buy / TP 78,000원]

2026년 2분기 펄텍코리아의 연결 매출액은 1,168억원(+10.8% YoY, +27.3% QoQ), 영업이익은 217억원(+11.4% YoY, +67.0% QoQ)으로 컨센서스 영업이익 194억원을 상회했다. 국내 Big2 매출은 +4.4% YoY에 그쳤지만, 그 외 고객사가 +15.6% 성장했다. 고객 저변 확대가 이어지고 있다는 점이 긍정적이다. 특히 판가가 낮은 스포이드 매출이 +297.0% YoY 증가해 펄텍 별도 내 비중이 10.8%까지 확대됐음에도 별도 영업이익률은 17.5%(+3.9%p QoQ)로 크게 개선됐다.

수익성 개선의 핵심은 생산 병목 완화와 생산성 향상이다. 제품 믹스만 보면 스포이드 비중 상승은 마진에 부담일 수 있다. 그럼에도 별도 마진이 개선된 것은 생산 정상화 효과가 제품 믹스 부담을 상쇄했기 때문이다. 부국 역시 일회성 요인 없이 영업이익률 23.5%를 기록하며 역대 최대 마진을 달성했다. 튜브 사업은 신규 설비의 생산 효율 향상과 증설 물량의 빠른 매출 전환으로 과거 한 자릿수였던 수익성을 크게 넘어서는 이익 체력을 보여주고 있다.

하반기 성장 가시성도 높다. 2026년 하반기 연결 매출액은 2,373억원(+35.8% YoY), 영업이익은 361억원(+52.8% YoY)으로 추정된다. 1분기를 저점으로 생산 병목이 빠르게 완화되고 있으며, 하반기에도 수주 호조가 이어지면서 계절성을 넘어선 실적 성장이 예상된다. 4공장은 지난해 말부터 정상 가동 중이고, 기존 설비 이전으로 확보된 공간에 신규 라인이 순차적으로 추가되고 있다. 6공장은 9월 준공 후 사출라인을 시작으로 순차 가동되며, 조립라인 구축도 10월까지 이어질 예정이다.

지난해 하반기부터 이어진 생산 차질에 따른 실적 불확실성은 해소되고 있고, 이제는 생산 정상화와 CAPA 확대, 수익성 개선이 동시에 나타나는 국면이다. 화장품 산업의 동조화 성장 속에서 후방 밸류체인까지 실적 모멘텀이 확산되며 실적과 Valuation의 동반 재평가가 가능해질 것으로 기대한다.

[표24] 펄텍코리아 분기 및 연간 실적 추정

(단위: 십억 원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26E	4Q26E	2024	2025	2026E
▼ 지역별											
매출액	92	105	98	77	92	117	118	120	337	372	446
국내	71	87	79	59	76	99	96	92	261	296	363
펄텍별도	50	61	57	40	52	70	70	66	184	209	258
부국(튜브)	21	26	22	19	24	30	25	25	77	88	104
해외	19	18	18	18	16	19	22	28	70	73	85
건설	2	2	2	1	1	1	1	1	10	8	4
YoY	19.3%	23.3%	14.6%	-14.2%	0.0%	10.8%	20.4%	55.2%	18.6%	10.2%	19.9%
국내	19.2%	30.8%	20.3%	-15.2%	7.0%	13.9%	21.1%	55.9%	22.2%	13.3%	22.5%
펄텍별도	19.7%	34.0%	23.1%	-20.1%	4.0%	13.5%	22.8%	67.0%	22.4%	13.4%	23.9%
부국(튜브)	18.1%	23.7%	13.5%	-3.0%	14.2%	14.9%	16.7%	32.7%	21.6%	13.2%	19.0%
해외	25.8%	4.2%	-1.6%	-10.1%	-17.9%	5.0%	25.4%	59.9%	11.0%	3.5%	17.2%
건설	-4.7%	-25.0%	-17.3%	-31.0%	-51.5%	-56.8%	-56.1%	-49.5%	-23.3%	-19.3%	-53.7%
▼ 법인별											
매출액	92	105	98	77	92	117	118	120	337	372	446
펄텍별도	70	79	75	57	68	88	92	95	254	281	343
부국(튜브)	21	26	22	19	24	30	25	25	78	88	105
건설	2	2	2	1	1	1	1	1	10	8	4
YoY	19.3%	23.3%	14.6%	-14.2%	0.0%	10.8%	20.4%	55.2%	18.6%	10.2%	19.9%
펄텍별도	21.6%	26.1%	16.4%	-17.2%	-2.2%	11.5%	23.4%	64.8%	19.3%	10.8%	22.2%
부국(튜브)	17.4%	23.2%	12.7%	-3.2%	14.4%	15.0%	16.7%	32.8%	20.6%	12.6%	19.1%
건설	-4.7%	-25.0%	-17.3%	-31.0%	-51.5%	-56.8%	-56.1%	-49.5%	-23.3%	-19.3%	-53.7%
영업이익	13	19	15	8	13	22	19	17	48	57	71
펄텍별도	11	15	12	6	9	15	14	13	37	44	52
부국(튜브)	3	5	4	3	4	7	5	4	13	14	21
건설	0	0	0	-1	-1	-1	-1	0	-1	-1	-2
YoY	31.3%	52.6%	23.3%	-36.0%	-3.5%	11.4%	23.3%	106.9%	37.1%	16.8%	25.2%
펄텍별도	33.1%	55.8%	23.1%	-36.7%	-17.6%	5.6%	24.2%	109.5%	20.5%	17.6%	19.5%
부국(튜브)	9.7%	32.4%	15.1%	-10.4%	66.3%	44.6%	31.3%	52.3%	94.0%	12.9%	46.2%
건설	적지	흑전	적지	적전	적지	적전	적지	적지	적지	적지	적지
영업이익률	14.6%	18.4%	15.7%	10.8%	14.1%	18.5%	16.1%	14.4%	14.3%	15.2%	15.9%
펄텍별도	16.2%	18.5%	15.4%	11.0%	13.6%	17.5%	15.5%	14.0%	14.7%	15.6%	15.2%
부국(튜브)	12.1%	18.7%	18.5%	14.7%	17.6%	23.5%	20.8%	16.9%	16.2%	16.2%	19.9%
건설	-12.7%	1.5%	-6.7%	-47.4%	-50.0%	-98.4%	-70.5%	-25.5%	-7.7%	-14.3%	-61.3%

자료: 펄텍코리아, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2023	2024	2025	2026E	2027E
매출액	284	337	372	446	511
매출총이익	61	76	84	100	116
영업이익	35	48	57	71	85
EBITDA	47	61	70	87	102
순이자손익	3	3	2	4	4
외화관련손익	1	2	0	1	0
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	37	48	54	88	84
당기순이익	29	38	40	68	65
지배주주순이익	27	33	34	56	57
증가율(%)					
매출액	20.2	18.6	10.2	19.9	14.6
영업이익	33.3	37.1	16.8	25.2	20.3
EBITDA	28.2	31.3	14.6	23.5	17.7
순이익	45.4	31.6	4.5	70.4	-5.0
이익률(%)					
매출총이익률	21.5	22.5	22.6	22.5	22.6
영업이익률	12.4	14.3	15.2	15.9	16.7
EBITDA 이익률	16.5	18.2	18.9	19.5	20.0
세전이익률	13.2	14.3	14.4	19.7	16.5
순이익률	10.2	11.4	10.8	15.3	12.7

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2023	2024	2025	2026E	2027E
영업현금흐름	39	58	61	58	68
당기순이익	29	38	40	68	65
자산상각비	12	13	14	16	17
운전자본증감	-8	-2	-3	-4	-7
매출채권 감소(증가)	-12	-1	1	-26	-12
재고자산 감소(증가)	-1	-5	3	-7	-4
매입채무 증가(감소)	8	8	-2	15	10
투자현금흐름	-38	-55	-62	-32	-31
유형자산처분(취득)	-28	-49	-47	-10	-26
무형자산 감소(증가)	0	0	-2	0	0
투자자산 감소(증가)	-5	-5	-11	-10	-4
재무현금흐름	0	3	12	-7	-12
차입금의 증가(감소)	-3	7	18	-1	-2
자본의 증가(감소)	3	-5	-5	-6	-10
배당금의 지급	-4	-5	-5	-6	-10
총현금흐름	51	65	76	61	74
(-)운전자본증가(감소)	10	16	-6	-1	7
(-)설비투자	28	49	48	27	26
(+)자산매각	0	0	-1	17	0
Free Cash Flow	13	0	32	52	41
(-)기타투자	4	-13	11	16	1
잉여현금	10	13	21	36	40
NOPLAT	27	39	42	55	66
(+) Dep	12	13	14	16	17
(-)운전자본투자	10	16	-6	-1	7
(-)Capex	28	49	48	27	26
OpFCF	1	-13	14	45	50

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2023	2024	2025	2026E	2027E
유동자산	179	196	214	278	323
현금성자산	91	83	110	152	180
매출채권	47	48	47	73	85
재고자산	16	20	17	24	28
비유동자산	177	211	242	258	268
투자자산	25	25	25	36	38
유형자산	139	179	213	218	228
무형자산	13	8	3	3	3
자산총계	356	408	455	536	592
유동부채	64	77	81	103	113
매입채무	38	46	41	62	72
유동성이자부채	19	23	31	30	29
비유동부채	4	10	19	21	20
비유동이자부채	3	8	19	19	18
부채총계	68	87	100	124	133
자본금	6	6	6	6	6
자본잉여금	56	57	56	56	56
이익잉여금	176	203	232	283	330
자본조정	0	0	0	0	0
자기주식	0	0	0	0	0
자본총계	288	321	355	412	459

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2023	2024	2025	2026E	2027E
주당지표					
EPS	2,177	2,637	2,778	4,530	4,604
BPS	19,203	21,406	23,750	27,816	31,589
DPS	380	420	450	830	780
CFPS	4,139	5,265	6,092	4,959	6,001
ROA(%)	8.0	8.6	8.0	11.3	10.1
ROE(%)	12.0	13.0	12.3	17.6	15.5
ROIC(%)	13.5	15.9	15.0	18.2	20.7
Multiples(x, %)					
PER	25.5	21.0	19.9	12.2	12.0
PBR	2.9	2.6	2.3	2.0	1.8
PSR	2.4	2.0	1.8	1.5	1.3
PCR	13.4	10.5	9.1	11.2	9.2
EV/EBITDA	13.2	10.3	8.9	6.7	5.4
배당수익률	0.7	0.8	0.8	1.5	1.4
안정성(%)					
부채비율	23.8	27.1	28.1	30.1	29.0
Net debt/Equity	-24.0	-16.2	-17.0	-25.1	-29.0
Net debt/EBITDA	-147.3	-84.7	-85.6	-118.9	-130.0
유동비율	280.6	255.3	265.2	270.7	286.9
이자보상배율(배)	37.6	55.6	65.4	53.9	67.1
자산구조(%)					
투하자본	65.3	71.4	68.6	62.0	59.9
현금+투자자산	34.7	28.6	31.4	38.0	40.1
자본구조(%)					
차입금	7.1	8.7	12.2	10.6	9.3
자기자본	92.9	91.3	87.8	89.4	90.7

[Compliance Notice]

(공표일: 2026년 8월 20일)

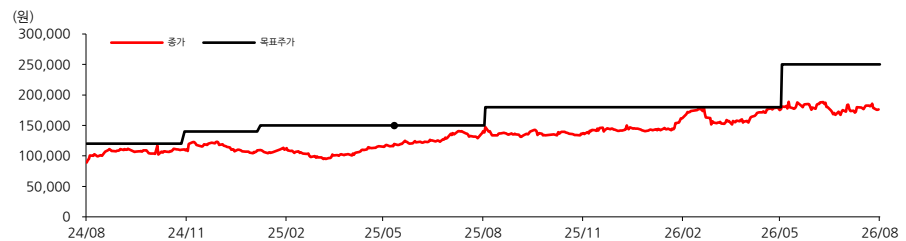
이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (한유정)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

본 자료에서 다른 추천 종목들은 모두 기공표된 조사분석자료의 내용을 바탕으로 하여 작성됐으며, 8/19 기준 주가로 반영하여 작성한 자료입니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[KT&G 주가와 목표주가 추이]



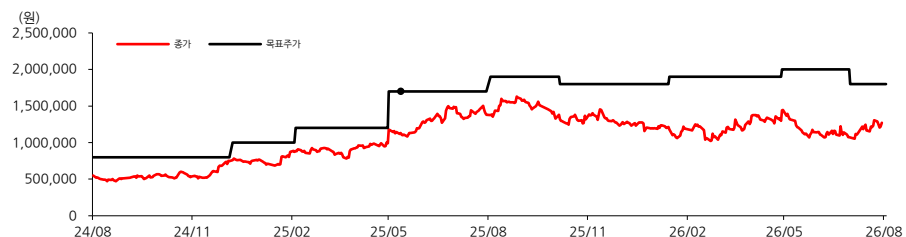
[투자의견 변동 내역]

일 시	2016.08.12	2024.11.04	2024.11.15	2024.11.29	2024.12.27	2025.01.13
투자의견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		140,000	140,000	140,000	140,000	150,000
일 시	2025.01.24	2025.02.28	2025.04.21	2025.05.09	2025.07.07	2025.08.08
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	150,000	150,000	150,000	150,000	150,000	180,000
일 시	2025.09.24	2025.10.14	2026.01.14	2026.05.08	2026.05.28	2026.05.29
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	180,000	180,000	180,000	250,000	250,000	250,000
일 시	2026.07.16	2026.08.07	2026.08.20			
투자의견	Buy	Buy	Buy			
목표가격	250,000	250,000	250,000			

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2024.11.04	Buy	140,000	-18.18	-11.86
2025.01.13	Buy	150,000	-23.06	-6.20
2025.08.08	Buy	180,000	-17.57	-0.17
2026.05.08	Buy	250,000		

[삼양식품 주가와 목표주가 추이]



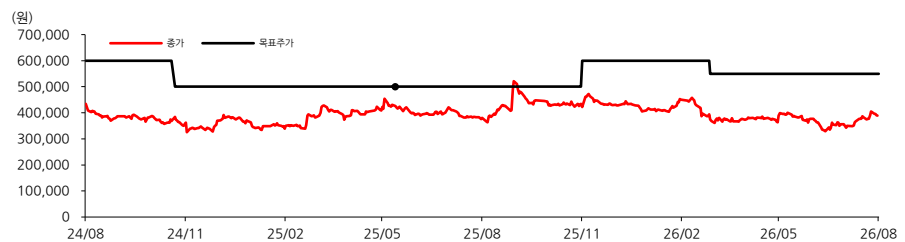
[투자의견 변동 내역]

일 시	2024.11.01	2024.11.04	2024.11.15	2024.11.29	2024.12.09	2024.12.23
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	800,000	800,000	800,000	800,000	800,000	1,000,000
일 시	2024.12.27	2025.01.24	2025.02.06	2025.02.19	2025.02.28	2025.03.28
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	1,000,000	1,000,000	1,000,000	1,200,000	1,200,000	1,200,000
일 시	2025.04.02	2025.04.21	2025.04.25	2025.05.16	2025.05.30	2025.06.27
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	1,200,000	1,200,000	1,200,000	1,700,000	1,700,000	1,700,000
일 시	2025.07.04	2025.07.18	2025.07.25	2025.08.18	2025.08.29	2025.09.26
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	1,700,000	1,700,000	1,700,000	1,900,000	1,900,000	1,900,000
일 시	2025.10.21	2025.10.31	2025.11.17	2025.11.20	2025.11.28	2025.12.03
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	1,800,000	1,800,000	1,800,000	1,800,000	1,800,000	1,800,000
일 시	2025.12.26	2026.01.20	2026.01.30	2026.02.27	2026.03.18	2026.03.23
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	1,800,000	1,800,000	1,900,000	1,900,000	1,900,000	1,900,000
일 시	2026.03.27	2026.04.24	2026.05.14	2026.05.28	2026.05.29	2026.06.26
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	1,900,000	1,900,000	2,000,000	2,000,000	2,000,000	2,000,000
일 시	2026.07.16	2026.07.31	2026.08.18	2026.08.20		
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy		
목표가격	1,800,000	1,800,000	1,800,000	1,800,000		

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2024.12.23	Buy	1,000,000	-23.82	-11.40
2025.02.19	Buy	1,200,000	-24.64	-16.75
2025.05.16	Buy	1,700,000	-22.97	-11.65
2025.08.18	Buy	1,900,000	-21.13	-14.21
2025.10.21	Buy	1,800,000	-28.72	-19.11
2026.01.30	Buy	1,900,000	-36.65	-27.53
2026.05.14	Buy	2,000,000	-41.18	-27.80
2026.07.16	Buy	1,800,000		

[농심 주가와 목표주가 추이]



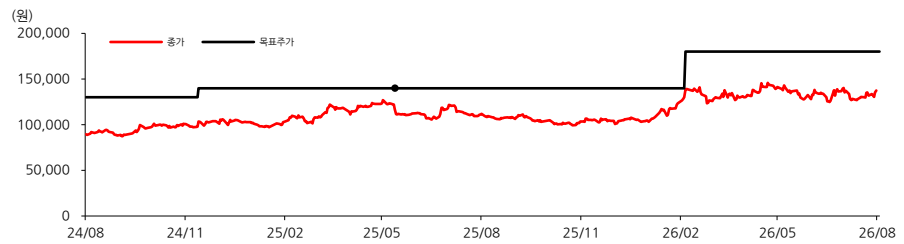
[투자의견 변동 내역]

일 시	2016.08.12	2024.05.17	2024.11.04	2024.11.15	2025.01.13	2025.03.07
투자의견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		600,000	500,000	500,000	500,000	500,000
일 시	2025.04.21	2025.05.16	2025.07.07	2025.10.23	2025.11.14	2026.03.12
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	500,000	500,000	500,000	500,000	600,000	550,000
일 시	2026.05.15	2026.05.28	2026.07.16	2026.08.14	2026.08.20	
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	
목표가격	550,000	550,000	550,000	550,000	550,000	

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2024.11.04	Buy	500,000	-21.45	4.40
2025.11.14	Buy	600,000	-28.75	-21.33
2026.03.12	Buy	550,000		

[오리로 온 주가와 목표주가 추이]



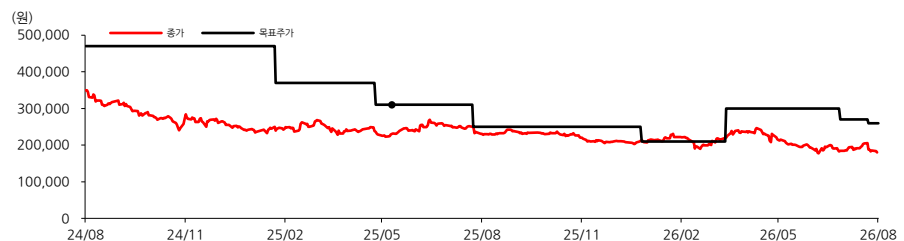
[투자의견 변동 내역]

일 시	2024.11.20	2025.02.21	2025.03.19	2025.04.21	2025.07.07	2026.01.06
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	140,000	140,000	140,000	140,000	140,000	140,000
일 시	2026.02.12	2026.02.26	2026.03.17	2026.03.18	2026.04.14	2026.05.18
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	180,000	180,000	180,000	180,000	180,000	180,000
일 시	2026.05.28	2026.06.26	2026.07.16	2026.08.10	2026.08.20	
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	
목표가격	180,000	180,000	180,000	180,000	180,000	

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2024.11.20	Buy	140,000	-22.21	-9.36
2026.01.06	Buy	140,000	-18.13	-7.14
2026.02.12	Buy	180,000		

[CJ제일제당 주가와 목표주가 추이]



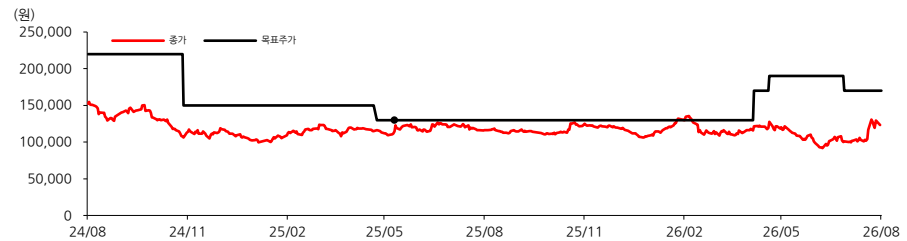
[투자의견 변동 내역]

일 시	2016.08.12	2024.05.14	2024.05.31	2024.11.04	2024.11.15	2025.02.11
투자의견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		470,000	470,000	470,000	470,000	370,000
일 시	2025.04.21	2025.04.28	2025.05.14	2025.08.12	2025.10.02	2026.01.14
투자의견	Buy	Buy	Buy	Hold	Hold	Hold
목표가격	370,000	370,000	310,000	250,000	250,000	210,000
일 시	2026.02.10	2026.03.18	2026.04.02	2026.04.24	2026.05.12	2026.05.28
투자의견	Hold	Hold	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	210,000	210,000	300,000	300,000	300,000	300,000
일 시	2026.07.16	2026.08.11	2026.08.20			
투자의견	Buy	Buy	Buy			
목표가격	270,000	260,000	260,000			

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2025.02.11	Buy	370,000	-33.37	-27.43
2025.05.14	Buy	310,000	-20.84	-13.06
2025.08.12	Hold	250,000	-10.29	0.40
2026.01.14	Hold	210,000	1.05	-9.52
2026.04.02	Buy	300,000	-29.27	-17.83
2026.07.16	Buy	270,000	-28.65	-23.89
2026.08.11	Buy	260,000		

[롯데웰푸드 주가와 목표주가 추이]



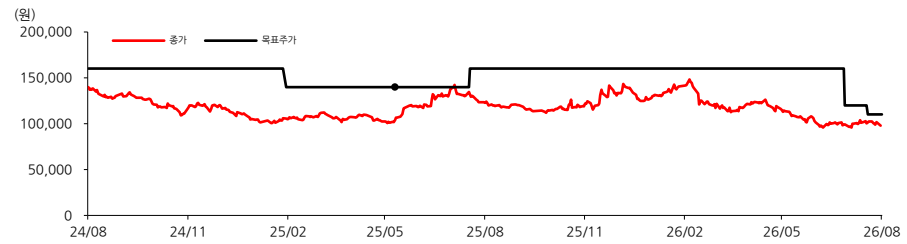
[투자의견 변동 내역]

일 시	2024.06.04	2024.11.15	2025.02.18	2025.04.21	2025.05.12	2025.08.06
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Hold	Hold
목표가격	220,000	150,000	150,000	150,000	130,000	130,000
일 시	2026.02.06	2026.03.18	2026.04.24	2026.05.08	2026.05.28	2026.05.29
투자의견	Hold	Hold	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	130,000	130,000	170,000	190,000	190,000	190,000
일 시	2026.07.16	2026.08.10	2026.08.20			
투자의견	Buy	Buy	Buy			
목표가격	170,000	170,000	170,000			

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2024.11.15	Buy	150,000	-24.98	-17.47
2025.05.12	Hold	130,000	-9.78	4.31
2026.04.24	Buy	170,000	-28.93	-28.06
2026.05.08	Buy	190,000	-43.39	-32.84
2026.07.16	Buy	170,000		

[롯데칠성 주가와 목표주가 추이]



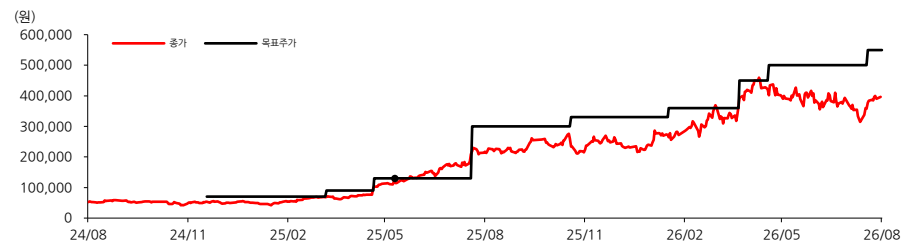
[투자의견 변동 내역]

일 시	2016.08.12	2024.05.03	2024.11.04	2024.11.15	2025.02.17	2025.04.21
투자의견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		160,000	160,000	160,000	140,000	140,000
일 시	2025.05.08	2025.08.05	2025.11.07	2026.02.04	2026.05.04	2026.07.16
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	140,000	160,000	160,000	160,000	160,000	120,000
일 시	2026.08.06	2026.08.20				
투자의견	Hold	Hold				
목표가격	110,000	110,000				

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2025.02.17	Buy	140,000	-18.67	1.79
2025.08.05	Buy	160,000	-24.70	-7.38
2026.07.16	Buy	120,000	-16.69	-13.33
2026.08.06	Hold	110,000		

[에이피알 주가와 목표주가 추이]



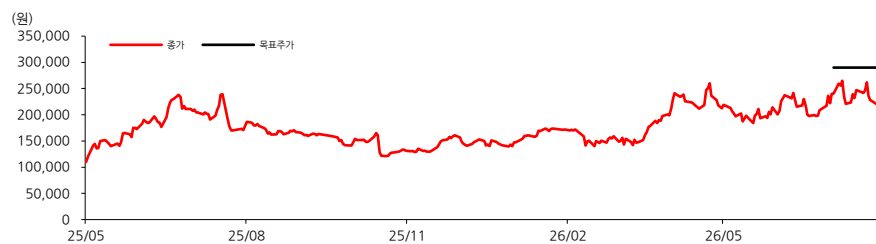
[투자의견 변동 내역]

일 시	2024.12.06	2024.12.06	2025.02.10	2025.03.26	2025.03.28	2025.04.21
투자의견	담당자변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	한유경	70,000	70,000	90,000	90,000	90,000
일 시	2025.04.25	2025.05.09	2025.05.30	2025.06.27	2025.07.25	2025.08.07
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	90,000	130,000	130,000	130,000	130,000	300,000
일 시	2025.08.29	2025.09.24	2025.09.26	2025.11.06	2025.11.28	2025.12.26
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	300,000	300,000	300,000	330,000	330,000	330,000
일 시	2026.01.08	2026.01.20	2026.01.30	2026.02.04	2026.02.25	2026.02.27
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	330,000	330,000	330,000	360,000	360,000	360,000
일 시	2026.03.27	2026.04.10	2026.04.24	2026.05.07	2026.05.29	2026.06.01
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	360,000	450,000	450,000	500,000	500,000	500,000
일 시	2026.06.26	2026.07.03	2026.07.08	2026.07.31	2026.08.06	2026.08.20
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	500,000	500,000	500,000	500,000	550,000	550,000

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2024.12.06	Buy	70,000	-21.32	-1.29
2025.03.26	Buy	90,000	-21.34	9.33
2025.05.09	Buy	130,000	11.17	60.38
2025.08.07	Buy	300,000	-22.72	-8.00
2025.11.06	Buy	330,000	-26.14	-13.33
2026.02.04	Buy	360,000	-13.33	2.50
2026.04.10	Buy	450,000	-5.83	2.00
2026.05.07	Buy	500,000	-23.01	-12.40
2026.08.06	Buy	550,000		

[달바글로벌 주가와 목표주가 추이]



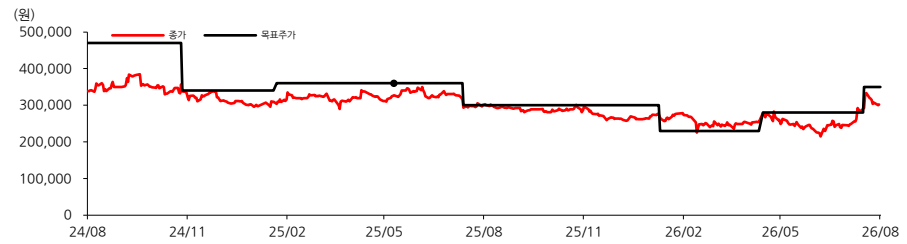
[투자의견 변동 내역]

일 시	2026.07.24	2026.07.24	2026.08.13	2026.08.20		
투자의견	담당자변경	Buy	Buy	Buy		
목표가격	한유경	290,000	290,000	290,000		

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2026.07.24	Buy	290,000		

[LG생활건강 주가와 목표주가 추이]



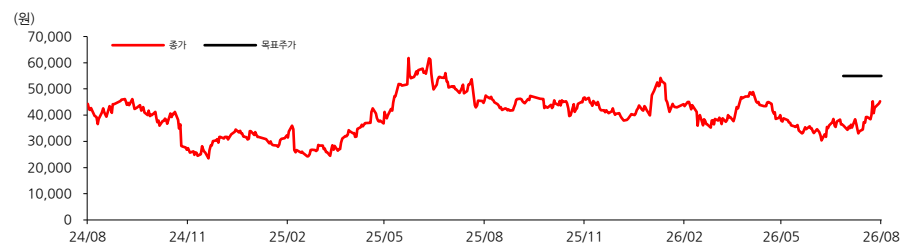
[투자의견 변동 내역]

일 시	2016.08.12	2024.06.28	2024.11.15	2025.02.10	2025.03.17	2025.04.21
투자의견	투자등급변경	Buy	Hold	Buy	Buy	Buy
목표가격		470,000	340,000	360,000	360,000	360,000
일 시	2025.04.29	2025.08.01	2026.01.29	2026.05.04	2026.06.01	2026.06.12
투자의견	Buy	Hold	Hold	Hold	Hold	Hold
목표가격	360,000	300,000	230,000	280,000	280,000	280,000
일 시	2026.08.05	2026.08.20				
투자의견	Buy	Buy				
목표가격	350,000	350,000				

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2024.11.15	Hold	340,000	-7.28	-12.94
2025.02.10	Buy	360,000	-10.02	-2.92
2025.08.01	Hold	300,000	-5.71	-14.00
2026.01.29	Hold	230,000	10.42	-2.17
2026.05.04	Hold	280,000	-10.62	4.29
2026.08.05	Buy	350,000		

[실리콘투 주가와 목표주가 추이]



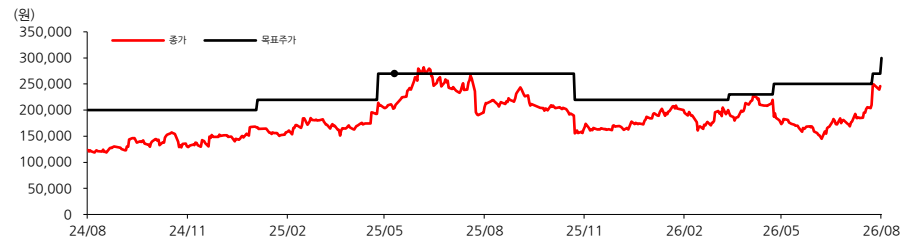
[투자의견 변동 내역]

일 시	2026.07.16	2026.07.16	2026.08.13	2026.08.20		
투자의견	담당자변경	Buy	Buy	Buy		
목표가격	한유경	55,000	55,000	55,000		

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2026.07.16	Buy	55,000		

[코스맥스 주가와 목표주가 추이]



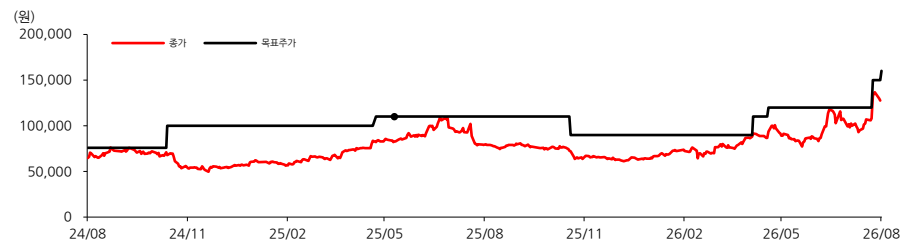
[투자의견 변동 내역]

일 시	2024.05.13	2024.11.07	2024.11.15	2025.01.23	2025.02.10	2025.04.21
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	200,000	200,000	200,000	220,000	220,000	220,000
일 시	2025.05.14	2025.05.30	2025.08.12	2025.10.20	2025.11.11	2026.02.25
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	270,000	270,000	270,000	270,000	220,000	220,000
일 시	2026.03.30	2026.04.02	2026.05.13	2026.06.01	2026.07.03	2026.08.12
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	220,000	230,000	250,000	250,000	250,000	270,000
일 시	2026.08.20					
투자의견	Buy					
목표가격	300,000					

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2025.01.23	Buy	220,000	-23.14	-10.86
2025.05.14	Buy	270,000	-15.96	4.44
2025.11.11	Buy	220,000	-18.91	-5.00
2026.04.02	Buy	230,000	-10.56	-1.30
2026.05.13	Buy	250,000	-30.11	-17.80
2026.08.12	Buy	270,000	-11.05	-7.59
2026.08.20	Buy	300,000		

[한국콜마 주가와 목표주가 추이]



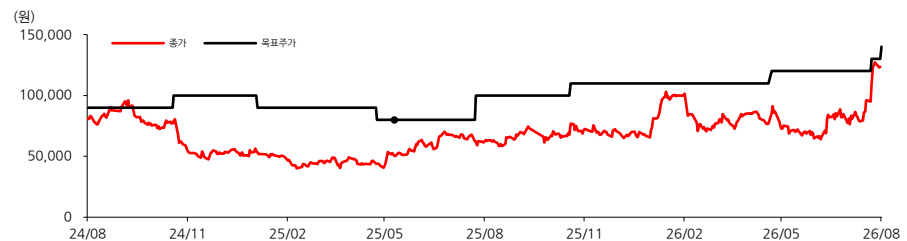
[투자의견 변동 내역]

일 시	2024.05.10	2024.11.01	2024.11.07	2024.11.15	2025.01.23	2025.02.10
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	76,000	100,000	100,000	100,000	100,000	100,000
일 시	2025.04.21	2025.04.25	2025.05.12	2025.08.08	2025.08.12	2025.11.07
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	100,000	100,000	110,000	110,000	110,000	90,000
일 시	2026.02.25	2026.03.30	2026.04.24	2026.05.08	2026.06.01	2026.06.23
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	90,000	90,000	110,000	120,000	120,000	120,000
일 시	2026.08.12	2026.08.20				
투자의견	Buy	Buy				
목표가격	150,000	160,000				

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2024.11.01	Buy	100,000	-38.40	-16.40
2025.05.12	Buy	110,000	-22.46	-0.73
2025.11.07	Buy	90,000	-22.41	-2.22
2026.04.24	Buy	110,000	-18.95	-16.73
2026.05.08	Buy	120,000	-19.82	-1.83
2026.08.12	Buy	150,000	-11.75	-8.87
2026.08.20	Buy	160,000		

[코스메카코리아 주가와 목표주가 추이]



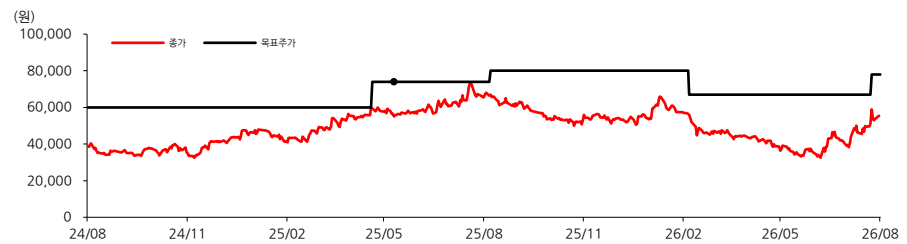
[투자의견 변동 내역]

일 시	2024.06.26	2024.06.28	2024.11.07	2024.11.15	2024.11.29	2024.12.27
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	90,000	90,000	100,000	100,000	100,000	100,000
일 시	2025.01.23	2025.01.24	2025.02.10	2025.02.28	2025.04.21	2025.04.25
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	90,000	90,000	90,000	90,000	90,000	90,000
일 시	2025.05.13	2025.08.12	2025.09.29	2025.11.07	2026.02.25	2026.03.30
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	80,000	100,000	100,000	110,000	110,000	110,000
일 시	2026.04.13	2026.05.11	2026.06.01	2026.06.16	2026.08.11	2026.08.20
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	110,000	120,000	120,000	120,000	130,000	140,000

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2024.11.07	Buy	100,000	-45.33	-19.60
2025.01.23	Buy	90,000	-48.72	-40.78
2025.05.13	Buy	80,000	-26.61	-12.25
2025.08.12	Buy	100,000	-34.52	-25.60
2025.11.07	Buy	110,000	-29.31	-6.36
2026.05.11	Buy	120,000	-35.40	-20.08
2026.08.11	Buy	130,000	-6.28	-2.15
2026.08.20	Buy	140,000		

[펴텍코리아 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2024.02.21	2024.05.08	2024.06.18	2024.11.07	2024.11.15	2025.01.23
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	38,000	38,000	60,000	60,000	60,000	60,000
일 시	2025.02.10	2025.03.27	2025.03.28	2025.04.21	2025.05.09	2025.08.26
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	60,000	60,000	60,000	60,000	74,000	80,000
일 시	2026.02.25	2026.03.30	2026.06.01	2026.07.24	2026.08.12	2026.08.20
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	67,000	67,000	67,000	67,000	78,000	78,000

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2025.05.09	Buy	74,000	-17.71	-0.95
2025.08.26	Buy	80,000	-28.85	-16.25
2026.02.25	Buy	67,000	-36.56	-16.57
2026.08.12	Buy	78,000		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정치에 따르며, 목표주가 산정이나 투자 의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자 의견]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일: 2026년 06월 30일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	96.3%	3.7%	0.0%	100.0%