
투자 계획서

참고 도서	『행복부자학』(오연석) · 『한국형 가치투자』(최준철·김민국) · 『현명한 투자자』(벤저민 그레이엄) · 『전설로 떠나는 월가의 영웅』(피터 린치)
분석 종목	한국콜마(161890) · CJ제일제당(097950) · 오리온(271560) · 아모레퍼시픽(090430)
작성자	김형준
작성일	2026-06-10

사업가형 마케터의 시선으로 무형자산(브랜드)을 측정하는 가치투자

소속학교/전공: 한국외대/중국외교통상

학번: 202001161

이름: 김형준

PART 01. 가치투자의 이해

Q1-1. 본인이 공감한 구루의 투자철학의 핵심을 자신의 언어로 소화하여 서술한다면?

내 투자 철학: 사업가형 마케터의 시선으로 무형자산을 측정한다

투자는 내가 남보다 잘 보는 것에서 시작한다. 버핏이 말한 '능력의 범위(circle of competence)'의 핵심은 원의 크기가 아니라 그 안에 머무는 것이다. 그래서 나는 내가 무엇을 잘 보는지부터 정의한다.

나는 마케터다. 브랜드가 어떻게 만들어지고 소비자의 마음에 자리 잡는지, 어떤 활동이 그 자산을 키우는지를 매일 관찰하는 것이 내 일이다. 동시에 나는 사업을 직접 운영했다.(2026.01 폐업) 콘텐츠 채널을 0에서 키웠고, 작은 사업의 매출과 비용과 현금흐름을 직접 책임졌으며, 재무제표를 읽는 일이 낯설지 않다. 즉 나는 브랜드라는 무형의 자산이 매출과 이익, 그리고 현금으로 전환되는 과정을 양쪽에서 본다.

이 이중의 시선이 내 철학의 출발점이다. 피터 린치는 『전설로 떠나는 월가의 영웅』에서 "당신이 아는 것에 투자하라"고 했지만, 정작 본인은 이렇게 경고했다. "나는 쇼핑몰에서 스타벅스를 보고 커피가 맛있다고 증권사에 전화해 주식을 사라고 말한 적이 없다." 일상의 관찰은 투자 아이디어의 출발점일 뿐, 반드시 재무 분석으로 검증해야 한다는 뜻이다. 소비자의 눈으로 브랜드를 알아보는 감각과 그것을 숫자로 검증하는 능력은 보통 다른 사람에게 나뉘어 있다. 사업가형 마케터는 이 둘을 한 사람 안에 가진다. 관찰에서 멈추지 않고 그 관찰을 재무로 검증하는 것. 이것이 내가 가진 가장 큰 무기다.

브랜드는 장부에 없다: 그래서 기회가 있다

기업이 스스로 키운 브랜드는 회계장부에 자산으로 잡히지 않는다. 공장이나 인수한 영업권은 자산이 되지만, 수십 년간 광고와 품질로 쌓은 브랜드의 힘은 장부 어디에도 없다. 그러나 그 보이지 않는 자산이 기업의 초과수익을 만든다.

버핏의 See's Candies가 이것을 증명한다. 이 회사는 순유형자산 800만 달러로 200만 달러를 벌여 자산이익률 25%를 기록했고, 11년 뒤 그 비율은 68.5%까지 올랐다. 버핏은 이 초과수익의 원천을 '경제적 영업권(economic goodwill)'이라 불렀다. 핵심은 그가 남긴 한 문장에 있다. "그런 평판은 소비자 프랜차이즈를 만들어, 생산 원가가 아니라 구매자에게 주는 가치가 판매 가격의 결정 요인이 되게 한다." 생산 원가가 아니라 고객이 느끼는 가치가 가격을 정한다. 이것이 가격결정력이고, 브랜드라는 무형자산의 실체다.

여기서 한 걸음 더 나아간다. 시장은 이 무형자산을 체계적으로 과소평가한다. 뉴욕대 바루크 레브(Baruch Lev) 교수는 광범위한 연구로, 투자자들이 무형자산 집약 기업의 주식을 구조적으로 잘못 평가한다는 것을 입증했다. 이유는 단순하다. 내부에서 키운 브랜드와 마케팅 자산이 회계에 안 잡히니, PBR 같은 정량 지표로 기업을 보는 투자자는 이런 회사를 실제 가치보다 싸게 인식한다. 브랜드는 '누락된 자산'인 것이다.

이 지점이 내 기회다. 회계가 측정하지 못하고 시장이 놓치는 무형자산을, 나는 마케터의 눈으로 읽고 사업가의 눈으로 검증한다. 내 우위는 남보다 빨리 사고파는 타이밍이 아니라, 남이 측정하지 못하는 것을 측정하는 데 있다.

이야기를 숫자로 번역한다: 다모다란의 규율

브랜드라는 무형자산을 측정한다는 것은 결국 이야기를 숫자로 옮기는 일이다. 애스워스 다모다란은 《내러티브 앤 넘버스(Narrative and Numbers)》에서 기업가치란 내러티브를 숫자로 번역한 결과물이라고 말한다. 숫자 없는 이야기는 검증할 수 없는 꿈이고, 이야기 없는 숫자는 공허한 모델이다. 내 테제가 바로 이 번역이다. 마케팅 활동이 키운 브랜드의 이야기를 매출과 이익, 그리고 적정가치라는 숫자로 옮긴다. 다만 다모다란은 한 가지를 경계한다. 내러티브는 가능한 것(possible)과 개연성 있는 것(probable)을 구분해야 한다는 것이다. 칼 아칸이 애플에서 틀린 이유는 계산이 잘못되어서가 아니라, 가능하지만 개연성은 없는 이야기를 믿었기 때문이다. 그래서 나는 종목마다 묻는다. 이 브랜드의 이야기는 그저 가능한 수

준인가, 아니면 이미 숫자로 입증되고 있는 개연성인가.

네 거장의 렌즈를 하나의 순서로 쓴다

무형자산을 측정한다고 했지만, 발견에서 매수까지는 여러 단계를 거친다. 무엇을 발견하고, 그것이 진짜 해자인지 검증하고, 얼마짜리인지 평가하고, 언제 사느냐는 각기 다른 질문이다. 나는 가치투자 네 거장의 렌즈를 분리된 학파가 아니라 이 단계들을 통과하는 하나의 작업 순서로 쓴다. 린치로 발견하고, 버핏으로 검증하며, 멍거로 평가하고, 그레이엄으로 진입한다.

마케터의 일상에서 브랜드의 힘을 포착하고(린치의 일상 관찰), 그것이 경쟁자를 막는 경제적 해자인지 따지고(버핏의 moat), 여러 사업이 섞인 기업이라면 묻힌 가치를 분리해 계산하고(멍거의 SOTP), 시장이 그 가치를 일시적으로 외면해 안전마진이 생긴 구간에서 산다(그레이엄의 미스터 마켓과 안전마진). 네 렌즈는 순서대로 작동하고, 하나라도 통과하지 못하면 사지 않는다.

나는 타이밍을 맞히려 하지 않는다: 재평가를 기다린다

여기서 가장 흔한 오해를 정면으로 짚는다. "무형자산이 주가에 반영되는 시차를 노린다"는 말은 자칫 시장 타이밍을 맞히려는 뜻으로 들린다. 그러나 버핏은 "시장은 일반적으로 효율적이며, 진입과 이탈의 타이밍을 성공적으로 맞추는 것은 거의 불가능하다"고 했다. 나도 이에 동의한다. 나는 타이밍을 맞히려 하지 않는다.

내가 기다리는 것은 재평가다. 그레이엄이 『현명한 투자자』에서 말한 것처럼 시장은 단기적으로는 인기를 반영하는 투표기이지만, 장기적으로는 기업가치를 반영하는 체중계다. 무형자산이 결국 이익이라는 숫자로 드러나면 시장은 늦더라도 그 가치를 다시 매긴다. 최준철·김민국은 이 과정을 '2단 점프'라 불렀다. 먼저 이익이 성장하고(1단), 시장이 과소평가하던 기업의 질을 뒤늦게 인식하며 멀티플이 재평가된다(2단). 내가 노리는 인식 격차가 바로 이 구조다.

이때 나는 촉매(catalyst)와 모멘텀을 엄격히 구분한다. 촉매는 잠든 주가를 깨우는 알람시계와 같아, 저평가를 해소하는 계기가 되되 설령 발현되지 않아도 손실로 직결되지 않는다. 애초에 안전마진을 확보한 저평가 상태에서 샀기 때문이다. 반면 모멘텀은 달리는 말에 가하는 채찍이라, 사라지는 순간 주가 하락으로 이어진다. 나는 채찍이 아니라 펀더멘털에 뿌리 내린 촉매에 기대다. 단 하나의 원칙은 잊지 않는다. 펀더멘털 없는 촉매는 사상누각이다. 촉매는 보조이고, 무형자산이 만드는 이익의 지속성이 본질이다.

가격이 아니라 논리로 판단한다

매수와 매도의 원칙도 같은 철학 위에 있다. 적정주가는 하나의 점이 아니라 구간이다. 버핏의 말처럼 대략 맞는 것이 정밀하게 틀린 것보다 낫다. 나는 미래 이익을 보수적으로 추정해 적정가치의 범위를 그리되 그 정밀도에 집착하지 않는다.

매수는 안전마진 구간, 즉 적정가치 범위의 하단에 도달한 종목부터 진입한다. 진입의 방아쇠는 날짜나 차트가 아니라 안전마진 구간 도달이다. 매도의 기준은 단 하나, 투자 논리가 깨졌을 때다. 적정가치에 도달해 안전마진이 사라졌거나, 무형자산이라는 전제 자체가 훼손되었을 때 판다. 이것은 손절매가 아니다. 손절매는 주가가 빠지면 기계적으로 파는 것이지만, 내 매도는 철저히 펀더멘털에 근거한다. 주가가 매수가보다 높아도 논리가 깨졌으면 팔고, 주가가 빠져도 논리가 유효하면 오히려 더 산다.

여기서 시장의 변동성을 어떻게 대할지가 갈린다. 그레이엄의 미스터 마켓은 공포에 사로잡힌 날 우량한 자산마저 헐값에 던진다. 서킷브레이커가 발동되는 날이 바로 그런 날이다. 그러나 그 급락 자체는 사라지는 신호가 아니다. 좋은 자산에 더 깊은 안전마진을 붙여주는 사건일 뿐이다. 지수가 8% 빠졌다는 이유로 사는 것은 타이밍 매매이지만, 내 종목이 적정가치 대비 더 큰 할인으로 내려왔기에 사는 것은 가치투자다. 똑같이 급락에 사들이더라도 방아쇠는 지수가 아니라 내 종목의 안전마진이다.

정리: 내 투자 철학의 다섯 기둥

-
1. 무형자산(브랜드)이 가격결정력을 만들어 초과수익을 낳는다. (버핏의 경제적 영업권)
 2. 시장은 회계의 한계로 그 무형자산을 체계적으로 과소평가한다. (바루크 레브의 입증)
 3. 사업가형 마케터는 그 무형자산을 더 정확히 측정하되, 반드시 재무로 검증한다. (능력의 범위 + 린치의 경고)
 4. 나는 타이밍이 아니라, 무형자산이 이익으로 드러나 재평가되는 2단 점프를 기다린다. (한국형 가치투자)
 5. 이것은 전통적 저PBR 가치투자가 아니라, 무형자산 시대에 맞는 가치투자다.

이 다섯 기둥 위에서 나는 가격이 아니라 가치를 보고, 채찍이 아니라 알람시계에 기대며, 내가 측정할 수 있는 무형자산이 있는 한국 소비재에 투자한다.

Q1-2. 가장 인상깊었던 문구 혹은 사례는 ?

"생산 원가가 아니라 고객에게 주는 가치가 가격을 결정한다": 버핏, See's Candies

가장 인상 깊었던 것은 버핏이 See's Candies를 설명하며 남긴 이 문장이다. 처음 읽었을 때, 내가 마케터로서 막연하게 알던 것이 한 문장으로 정리되는 느낌을 받았다.

마케터는 늘 가격결정력을 이야기한다. 좋은 브랜드는 비싸게 팔아도 팔린다는 것. 하지만 그것이 투자의 언어로 어떻게 번역되는지는 몰랐다. 버핏은 그것을 '경제적 영업권'이라는 측정 가능한 개념으로 바꿔놓았다. 브랜드가 강하면 가격을 원가가 아니라 고객 가치에 맞춰 매길 수 있고, 그 차이가 곧 초과수익이며, 그 초과수익을 자본화한 값이 무형자산의 가치다. 마케팅 활동과 기업 가치 사이에 다리가 놓이는 순간이었다. 내가 매일 관찰하는 브랜드라는 것이, 사실은 측정되지 않은 자산이었다.

이 문장이 내 종목 선택의 첫 번째 질문이 되었다. "이 회사는 원가로 가격을 정하는가, 고객

가치로 가격을 정하는가?" 후자라면 그 회사는 무형자산을 가진 것이다.

"확고한 브랜드를 바탕으로 이익을 낸다": 오연석 교수님, 《행복부자학》

두 번째로 인상 깊었던 것은 오연석 교수님이 《행복부자학》에서 SK텔레콤을 설명하며 쓰신 표현이다. 이 책의 핵심은 '황금알을 낳는 거위', 즉 배당주를 장기 보유하는 전략이다. 솔직히 처음에는 내 관점과 어긋난다고 생각했다. 내가 보는 종목들은 아직 고배당주가 아니기 때문이다.

그런데 교수님이 SK텔레콤을 두고 "확고한 브랜드를 바탕으로 이익을 낸다"고 쓰신 대목에서 생각이 바뀌었다. 배당의 뿌리조차 결국 브랜드라는 무형자산인 것이다. 황금알(배당)은 거위(이익)가 낳고, 그 거위를 키우는 것은 브랜드(무형자산)다. 게다가 이 책의 SK텔레콤은 처음엔 설비투자자 배당이 적은 성장주였다가, 이익이 일정 규모에 도달한 뒤에야 배당주가 되었다. 무형자산에서 이익으로, 이익에서 배당으로 이어지는 생애주기가 있는 것이다.

내 투자는 그 수확이 시작되기 직전, 무형자산이 이익으로 가장 가파르게 전환되는 구간에 진입하는 것이다. 《행복부자학》의 배당이 무형자산이 만든 이익의 최종 수확이라면, 나는 그 수확 직전의 구간을 택한다. 같은 나무의 다른 계절일 뿐, 철학이 어긋나는 것은 아니다. 이 깨달음이 내 종목들을 하나의 이야기로 묶어주었다.

PART 02. 투자 아이디어 형성

Q2-1. 본인의 포트폴리오에 편입한 기업들을 선택하게 된 가장 중요한 요인을 각각 서술한다면? (최대 4 종목)

네 종목을 고른 기준은 하나다. 무형자산이다.

나는 마케터다. 브랜드가 소비자의 머릿속에 자리 잡는 과정과, 어떤 활동이 그 자산을 키우는지를 매일 관찰하는 것이 나의 일이다. 그래서 종목을 고를 때도 재무제표보다 브랜드를 먼저 봤다. 그 브랜드가 가격을 원가가 아니라 고객 가치로 매기는지, 버핏이 See's Candies를 두고 말한 가격결정력이 있는지를 확인하고, 그다음 숫자로 검증했다.

같은 무형자산이라도 작동 방식은 종목마다 다르다. 그래서 최준철·김민국이 『한국형 가치투자』에서 제시한 네 유형(스노우볼/그로스/딥밸류/턴어라운드)으로 나눠 담았고, 두 사람이 구분한 촉매와 모멘텀을 종목마다 라벨로 붙였다. 두 사람은 촉매를 알람시계에, 모멘텀을 채찍에 비유했다. 나는 이렇게 해석한다. 알람시계는 울리지 않아도 손해가 없다. 애초에 안전마진을 확보하고 샀기 때문이다. 반면 채찍은 멈추는 순간 말이 주저앉는다. 그래서 비중은 알람시계 쪽에 더 신뢰, 그중에서도 안전마진이 가장 선명한 종목에 가장 크게 신는다.

한국콜마: 그로스(GARP)·촉매

시작은 관찰이었다. 조선미녀, 스킨1004, 비플레인 같은 인디 브랜드가 올리브영과 글로벌 SNS에서 폭발하는 것을 지켜봤다(올리브영 3월 결제액만 6,590억 원으로 역대 최대다). 그렇다면 이 브랜드들의 제조사는 누구인가. 답은 한국콜마였다. 린치는 "당신이 아는 것에 투자하라"고 했다. 나는 이 원칙을 한 단계 위에서 적용한다. 어떤 인디 브랜드가 뜨든 그 뒤에는 ODM이 있다. 그렇다면 나는 한 브랜드의 흥망이 아니라 K뷰티 전체에 베팅하는 것이다. 이것이 곡괭이와 삽 전략이다. 한국콜마의 해자는 브랜드가 아니라 브랜드를 만드는 인프라다. 제조사가 레시피를 보유하므로 브랜드가 공급처를 쉽게 바꾸지 못한다. 버핏이 말한 전환비용이다. 선케어 기술은 독보적 1위이며, 최근 K-두피 자외선차단제라는 새 카테고리까지 열었다. 밸류에이션도 이를 받친다. 영업이익이 +30% 성장하는데 평균 PER은 14배, PEG로 환산하면 0.5다. 성장을 절반 가격에 사는 구조이며, 네 종목 중 안전마진이 가장 선명하다. 8월 선케어 성수기 실적이 이 저평가를 깨울 알람시계로 대기 중이다. 약점도 명시한다. 화장품 ODM 본업 1위는 코스맥스에 내줬고, 글로벌 대형 고객사 중심 전략이라 순수 인디 수혜주 대비 시장의 평가가 박하다. 미국 법인은 아직 적자다.

CJ제일제당: 딥밸류+턴어라운드·축매

비비고가 미국에서 보여준 것은 마케팅 교과서다. 'Dumpling'이 아니라 'Mandu'로 표기해, 기존 카테고리에 편입되는 대신 한국식 만두라는 카테고리를 새로 정의했다. 치킨&실란트로 현지 입맛을 잡으며 B2C 만두 점유율 42%로 1위에 올랐다. 미국에서 팔리는 만두 네 개 중 하나가 비비고다. 슈완스 인수로 확보한 3만 점포 유통망에 아시안 푸드 존을 26개점에서 600개점으로 늘리며 브랜드를 전국에 확산시키고 있다. 다만 솔직히 짚어야 한다. CJ의 무형자산은 식품에만 있다. 바이오와 물류는 브랜드 가격결정력과 무관한 사업이다. 그래서 나는 CJ를 무형자산 순수주가 아니라, 자산 안전판 위에 얹힌 미스터 마켓의 할인으로 본다. 그레이엄은 시장을 조울증 환자에 비유했다. PBR 0.5배로 자산가치가 두텁게 깔린 종목을, 시장이 반도체 쓸림에 소외시키며 던졌다. 여기에 F&C 매각과 바이오 저점 통과가 알람시계로 겹친다. 약점은 분명하다. 순차입금 10조 원대의 고레버리지, 그리고 폭발적 턴어라운드가 아니라 옆으로 기는 영업이익 횡보다.

오리온: 스노우볼(코어)·모멘텀

초코파이 회사로 알려져 있지만, 실제 매출을 견인하는 것은 포카칩·꼬북칩이다(스낵 30%대, 파이 20%대). 이 사실이 오히려 핵심이다. 오리온의 자산은 단일 히트 상품이 아니다. 초코파이가 중국·베트남·러시아에서 카테고리를 정의하며 쌓은 브랜드 신뢰 위에, 스낵 포트폴리오가 통째로 올라탄 구조다. 재무는 네 종목 중 가장 단단하다. 순현금 약 1.27조 원, 영업이익률 16.7%, 해외법인이 본사로 송금하는 실제 현금 배당. 최준철·김민국이 말한 스노우볼, 곧 동서처럼 브랜드·배당·무차입으로 굴러가는 복리기계에 정확히 부합한다. 오연석 교수님이 『행복부자학』에서 말한 황금알 낳는 거위의 골격이기도 하다. 동력은 2025년 카카오 가격에 눌렸던 마진이 2026년 회복되는 흐름이다(1분기 영업이익 +26%). 그러나 이것은 이미 숫자로 드러난 모멘텀이다. 그래서 안전마진은 얇다. 주가가 적정가 부근이고 52주 고점에 가깝다. 모멘텀이 동력이라는 약점을 순현금과 카테고리 해자가 받친다. 1분기 호실적에 위안·루블 강세의 환효과는 섞인 점도 짚어야 한다. 로열티를 제외하면 영업이익의 성장은 사

실상 0%다. 중국 의존도 43%와 공격적 설비투자도 부담이다.

아모레퍼시픽: 턴어라운드·모멘텀

내 테제가 가장 선명하게 박히는 종목이다. COSRX. 영업이익률 24.5%로 일반 화장품의 두 배가 넘는다. 공장이 만든 것이 아니라 브랜드가 만든 가격결정력이다. 버핏의 표현대로, 생산원가가 아니라 고객 가치가 가격을 정한 것이다. 한때 스네일(달팽이) 라인 하나에 의존하며 '승자의 저주' 우려를 샀지만, RX·PDRN·펩타이드로 라인을 넓히며 여섯 분기 만에 매출 성장으로 돌아섰고, 라네즈와 함께 미국 세포라·얼타·아마존 상위권을 지킨다. 그 결과 2024년 미주 매출이 처음으로 중화권을 넘어섰다. 중국 붕괴로 추락했던 회사가 무게중심을 미국·유럽으로 옮긴 글로벌 리밸런싱이다. 약점은 가격이다. forward PER 18배로 안전마진이 얇다. 증권사 전원이 매수일 만큼 낙관이 만장일치인데, 그레이엄과 하워드 막스의 관점에서 만장일치는 정점의 신호일 수 있다. 회복이 멈추면 곧바로 실망으로 직결된다. 다만 주가가 이미 52주 저점이라 추가 하락 여지는 제한적이다.

포트폴리오 설계 의도

네 유형으로 나눈 데에는 분명한 의도가 있다. 무형자산이라는 한 줄기 테제로 묶되, 비중은 안전마진의 크기와 확신도에 비례해 싣는다. 안전마진·축매·성장을 모두 갖춘 한국콜마가 그 정점이라 가장 크게(40%) 싣고, 나머지 세 종목은 각자의 근거로 균등하게(각 20%) 담는다. 안전마진이 선명한 알람시계 쪽(한국콜마·CJ)에 회복 모멘텀 쪽(오리온·아모레)보다 더 무겁게 실은 것도, 종목 수로 방어적 음식료와 성장하는 뷰티를 둘씩 나눈 것도 같은 의도다. 금리가 오르든 내리든 한쪽으로 무너지지 않도록 설계했다.

6월 8일, 역대 아홉 번째 서킷브레이커가 발동된 날 오리온은 지금의 주 매수 구간 아래까지 밀렸다가 반등했지만 나는 사지 못했다. 미리 걸어둔 지정가 주문이 없었기 때문이다. 그래서 모든 매수 트리거는 시장이 평온할 때 지정가로 미리 걸어둔다.

이 규칙은 사흘 만에 첫 체결로 이어졌다. 지수가 4.52% 밀린 6월 10일, 평온할 때 미리 걸

어둔 지정가가 CJ제일제당의 1차 매수를 잡았다.

종료 시점까지 매수 구간에 진입하지 않는 종목은 무리해서 채우지 않는다. 그 비중은 구간 안에 있는 종목으로 재배분하되, 대회 규정(2~4종목, 종목당 원금의 20% 이상)을 지키는 범위에서 한다. 매수 구간은 가치가 변할 때만 다시 계산한다. 분기 실적이나 보유 지분 가치가 움직이면 재산정하고, 가격이 도망갔다는 이유만으로는 구간을 올리지 않는다.

PART 03. 가치 판단의 근거: 한국콜마 (161890)

확정일: 2026.06.09 · 연결 기준 · 유형: 그로스(GARP)-축매 · 핵심지표: PEG 0.5

Q3-1. 이 기업의 내재 가치는 무엇이며, 그 내재가치를 뒷받침하는 요소는 무엇인가? (해당기업의 강점 및 산업내에서의 입지 등등)

내가 보는 한국콜마의 내재가치는 한 문장으로 압축된다. **브랜드를 만드는 인프라다.** 화장품 회사가 아니라, 화장품 브랜드가 존재하려면 반드시 거쳐야 하는 공장이자 연구소다. 조선미녀가 뜨든 라운드랩이 뜨든 그 뒤에서 처방을 개발하고 생산하는 것은 한국콜마이며, 개별 브랜드의 흥망과 무관하게 K뷰티 전체의 성장을 흡수한다. 이 위치가 내재가치의 본질이다. 이를 뒷받침하는 근거는 세 가지다.

첫째, 전환비용이라는 해자. ODM은 단순 하청이 아니다. 제조사가 처방(레시피)을 개발하고 보유하므로, 브랜드가 공급처를 바꾸면 제품의 정체성 자체가 흔들린다. 한 번 말긴 브랜드가 쉽게 떠나지 못하는 구조적 묶임이 첫 번째 해자다.

둘째, 선케어의 독보적 기술력. 매출의 5% 이상을 R&D에 투자하고 전체 임직원의 약 3분의 1이 연구 인력이다. 자외선을 반사·흡수가 아니라 '굴절'로 무해화하는 독자 기술로 PCT 153 개국에 특허를 출원했고 산업통상자원부 장관상을 받았다. 최근 K-두피 자외선차단제라는 새 카테고리를 연 것도 이 기술 우위의 산물이다. 선케어는 글로벌 수요가 구조적으로 느는

카테고리이고, 한국콜마는 그 정점에 있다.

셋째, 인디 브랜드 레버리지. 2026년 1분기 별도(국내) 법인 매출 성장률은 +23.2%로, 같은 기간 한국 화장품 수출 성장률 +19.0%를 넘어섰다. 라운드랩·닥터엘시아 같은 고성장 인디 브랜드의 수출 물량이 쏟아진 결과다. 개별 브랜드를 고르는 위험 없이 K뷰티 확산 전체에 올라타는 곡괭이와 삽의 실증이다.

산업 내 입지는 양면적이다. 한국콜마는 화장품 ODM을 국내에 정착시킨 선도기업이자 K뷰티 수출 인프라의 한 축으로, 글로벌 생산능력이 연 약 12억 개(한국 6.3억, 중국 무석 2.2억, 미국 2.3억, 캐나다 0.9억)에 달한다. 다만 화장품 ODM 본업 점유율 1위는 코스맥스에 내준 2위다. 이 약점은 HK이노엔(전문의약품)·연우(용기)를 자회사로 둔 다각화와, 미국 관세 정책 이후 급증한 현지 생산 수요(미국 2공장 가동)로 보완하는 구조다.

재무가 입증하는 것은 명료하다. **2023년의 부진(영업이익률 6.3%, ROE 0.8%)은 해외 법인 적자와 이자비용이 누른 일시적 바닥이었고, 2024년부터 가파른 정상화가 진행 중이다.** 영업이익률은 6.3%에서 2026년 9.9%로, ROE는 0.8%에서 15.9%로 올라선다. 국내 인디 브랜드의 대량 주문이 만든 영업 레버리지와 해외 법인 턴어라운드가 동시에 작동한 결과다. 부채비율 100%대는 HK이노엔 인수 차입의 흔적이지만, 순차입금/자기자본 비율이 2024년 127%에서 2026년 93%로 낮아지며 빠르게 해소되고 있다.

▣ 핵심 재무지표 요약(해당 기업의 강점 및 방법론에 맞게 수정)

구분	2023(A)	2024(A)	2025(A)	2026(E)
매출액 (억원)	21,560	24,520	27,690	30,620
영업이익 (억원)	1,360	1,940	2,450	2,910
영업이익률 (%)	6.3	7.9	9.4	9.9
당기순이익 (억원)	250	1,250	1,620	1,990

구분	2023(A)	2024(A)	2025(A)	2026(E)
EPS (원)	227	3,816	4,877	6,462
ROE (%)	0.8	12.5	13.7	15.9
부채비율 (%)	112.1	107.7	107.4	~100
FCF (억원, 보수적)	-125	-451	1,117	흑자

8지표 중 FCF는 보수적 정의(영업현금흐름 – 유형·무형자산 취득)다. 표의 금액 단위는 모두 억원이다(EPS는 원). 2024년 FCF -451억은 부실이 아니라 미국 2공장 등 성장 CAPEX(2,472억)가 영업현금흐름을 초과한 것으로, 2025년 +1,117억으로 흑자 전환했다. '곡괭이와 삽' 인프라 투자 테제와 정합한다. 부채비율은 공시 연결 기준 (112.1→107.7→107.4%)이다. EPS는 지배주주지분 기준이며, 비지배지분(HK이노엔 등)이 커서 연결 당기순이익을 주식수로 나눈 값과는 일치하지 않는다.

Q3-2. 이 기업의 가치평가에 어떤 방법론을 선택했는가?

한국콜마에는 세 잣대를 겹쳐 썼다. 성장주의 본질을 보는 PER·PEG를 주된 잣대로, 중간지주의 숨은 가치를 보는 SOTP를 안전판으로 뒀다.

① **PER·PEG: 주된 잣대.** 한국콜마는 이익이 +30% 늘어나는 그로스 종목이다. 그래서 자산 가치(PBR)보다 이익과 성장의 관계를 보는 PER·PEG가 본질에 맞다. 2025~2026년 평균 지배주주 EPS는 약 5,670원이고, 증권사들이 부여하는 적정 PER은 18~20배다. 이를 적용하면 적정주가는 약 102,000~113,000원이다. 증권사 목표주가도 KB 96,000원(보수)에서 키움 130,000원까지, 평균 약 115,000원으로 이 구간에 모인다. PEG로 보면 저평가가 더 분명하다. 1차 매수가 78,000원은 2025~26 평균 EPS 기준 약 14배, 2025년 EPS 기준 약 16배, 2026년 EPS 기준 약 12배다. 이익 성장률 약 30%로 나누면 PEG는 0.4~0.5다. 피터 린치는 PEG 1을 적정의 기준선으로 봤다. 0.5라면 성장을 절반 값에 사는 것이다.

② **SOTP: 안전판.** 한국콜마는 단일 사업체가 아니라 HK이노엔(지분 43%)과 연우(지분 100%)를 거느린 중간지주다. 그래서 부분의 합으로 쪼개야 본업의 가격이 드러난다. 현재

한국콜마 시가총액은 약 1.83조 원이다. 여기서 자회사 가치를 빼본다. HK이노엔은 시가총액 약 1.5조 원으로 지분 43.01%의 시장가치가 약 6,450억 원이고(별도 장부가는 4,101억 원), 연우는 별도 장부가 3,352억 원(지분 100%, 비상장)이다. 자회사 가치를 합하면 약 9,800억 원이다. 한국콜마 시총에서 이를 빼면 화장품 본업의 가치는 약 8,500억 원 안팎이다. 별도 본업 영업이익이 1,495억 원(2025년, 별도 OPM 12.5%)인 점을 감안하면, 시장은 K뷰티 ODM 1위급 본업을 한 자릿수 PER에 던져두고 있는 셈이다. 케이캡(국산 30호 신약, 미국 진출 가시화)을 보유한 HK이노엔과 연우가 사실상 공짜로 달려오는 구조다. 이것이 SOTP가 드러내는 안전마진이다.

세 잣대를 종합하면 적정가치 밴드는 **96,000~130,000원, 중심 약 115,000원**이다. 1차 매수가 78,000원은 적정가 중심 대비 약 32%, 적정가 상단까지 보면 약 40%의 안전마진이다.

본업 별도 영업이익 1,495억 원과 연우 장부가 3,352억 원은 FY2025 사업보고서 공시 확정치다. HK이노엔 시장가치는 시총 변동에 따라 달라진다.

Q. 이 기업을 평가할 때 본인이 가장 중요하게 본 지표는 무엇인가? 또 그 배경에는 어떤 내러티브를 중요하게 여겼는가?

가장 중요하게 본 지표는 **PEG(0.5)**다. 그 배경에는 회계가 담지 못하는 무형자산이라는 내러티브가 있다.

시장은 한국콜마를 '경기 타는 화장품 하청 제조사'로 본다. 그래서 PER 14배라는, 제조업에 어울리는 멀티플을 매긴다. 그러나 마케터인 내가 보는 한국콜마는 다르다. K뷰티라는 거대한 흐름이 반드시 통과해야 하는 인프라이고, 그 위에서 이익이 +30% 늘고 있다. 성장과 인프라 프리미엄이 PER에 반영되지 않은 채 PEG 0.5에 숨어 있다.

더 깊은 곳에 Baruch Lev의 통찰이 있다. 한국콜마가 매년 매출의 5% 이상을 쏟는 R&D와,

자외선을 '굴절'로 무해화하는 선케어 특허, 1,000여 고객사와 쌓은 처방 데이터는 모두 비용으로 처리될 뿐 자산으로 자본화되지 않는다. 재무제표의 자산 항목에는 공장과 재고만 잡히고, 정작 해자의 본체인 기술과 고객 관계는 보이지 않는다. 그래서 PBR은 한국콜마의 무형자산을 구조적으로 과소평가한다. 내가 PBR이 아니라 PEG를 핵심 지표로 택한 이유가 여기 있다. 자산이 아니라 이익과 성장에 무형자산의 가치가 드러나기 때문이다.

내러티브를 한 줄로 잇는다. **인디 브랜드의 글로벌 수출이라는 마케팅 활동이 ODM 전환비용과 선케어 기술이라는 브랜드자산을 키우고, 그것이 이익 +30%로 나타나지만, 시장은 아직 이를 PER 14배에만 담고 있다.** 이 격차가 PEG 0.5이고, 8월 선케어 성수기 실적이 그 격차를 좁힐 알람시계다.

APPENDIX : 가치평가에 적용한 자료 등등

- **PER 멀티플:** 2025~26E 평균 지배 EPS 약 5,670원 × 적정 PER 18~20배 = 102,000~113,000원. 증권사 목표 96,000(KB)~130,000(키움), 평균 약 115,000원.
- **PEG:** 1차 매수가 78,000원 / 2026E EPS 6,462원 = PER 약 12배. 이익 성장률 약 30% → PEG 0.4~0.5.
- **SOTP:** 시총 1.83조 = 본업 화장품(약 8,500억, 별도 영업이익 1,495억) + HK이노엔 43.01%(시장가 약 6,450억, 장부가 4,101억) + 연우 100%(장부가 3,352억). 연결 순차입금 약 1.0조. HK이노엔 시총 약 1.5조, 케이캡 미국 진출 가시화.
- **재무 출처:** FY2025 사업보고서(연결, DART) + 유진·미래에셋·LS·한화·메리츠·키움·유안타·BNK 리포트 교차검증. 별도 본업 영업이익 1,495억·FCF·연우 장부가 3,352억은 공시 확정.
- **실행(6/9 기준):** 코어 20% 78,000원에 256주 1차 매수 완료. 적정가 중심 115,000원 대비

약 32% 할인이며, 보수적 하단 96,000원마저 하회하는 가격으로 PEG 0.5의 안전마진 구간에 진입했다. 추가 트리거는 75,000~78,000원(할인폭 추가 확대) 또는 8월 어닝 확인 후 비중 40%까지 고려한다. 적정가 115,000원 도달 시 안전마진 소멸로 보고 재배분할 수 있다.

PART 03. 가치 판단의 근거: CJ 제일제당 (097950)

확정일: 2026.06.09 · 연결 기준(대한통운 포함) · 유형: 딥밸류+턴어라운드·축매 · 핵심지표: PBR 0.5 + SOTP 디스카운트

Q3-1. 이 기업의 내재 가치는 무엇이며, 그 내재가치를 뒷받침하는 요소는 무엇인가? (해당기업의 강점 및 산업내에서의 입지 등등)

CJ제일제당의 내재가치는 한국콜마와 결이 다르다. 한국콜마가 무형자산 하나로 압축된다면, CJ는 두터운 자산 위에 비비고라는 무형자산이 얹힌 구조다. 그래서 나는 CJ를 무형자산 순수주가 아니라, 자산이 하방을 받치고 비비고가 상방을 여는 종목으로 본다. 뒷받침하는 근거는 세 가지다.

첫째, 비비고라는 식품 무형자산. 비비고는 미국에서 'Dumpling'이 아니라 'Mandu'로 한국식 만두 카테고리를 정의했고, B2C 만두 점유율 42%로 1위에 올랐다. 슈완스 인수로 확보한

3만 점포 유통망에 아시안 푸드 존을 확장하며 브랜드를 전국에 깔고 있다. 그 결과 2025년 해외식품 매출은 5조 9,247억 원으로 역대 최고를 기록하며 사상 처음 국내 매출을 넘어섰다. 마케팅이 카테고리를 만들고, 카테고리가 점유율로, 점유율이 해외 매출 신기록으로 이어진 전형이다.

둘째, 바이오의 글로벌 경쟁력. CJ는 라이신·트립토판 등 사료용 아미노산에서 세계적 지위를 가지며, 프리미엄 조미소재 '테이스트엔리치'로 발효 기술을 식품 고부가 영역으로 확장하고 있다. 다만 바이오는 2025년 영업이익이 -36.7% 꺾였다. 곡물가·환율·중국 경쟁에 실적 변동성이 큰 사업이라는 점은 분명히 짚어야 한다.

셋째, 자산 안전판. CJ의 연결 총자본은 11.55조 원(2025년)으로 시가총액의 네 배에 가깝다. 2025년 10월 변동성이 큰 생물자원(F&C) 사업 매각을 계약하며 차입 축소와 사업 집중에 나섰다. 자산이 두텁고 다각화돼 있어, 시장이 던질 때 하방을 받치는 힘이 강하다.

산업 내 입지는 명확하다. 국내 종합식품 1위이며 비비고를 앞세워 글로벌 식품기업으로 도약 중이다. 다만 연결 실적에는 물류 자회사 CJ대한통운(국내 항만·택배 1위)이 포함돼 매출이 27조 원대로 크게 잡힌다. 본업(식품+바이오)의 그림을 보려면 대한통운을 분리해야 하며, 이는 Q3-2의 SOTP에서 다룬다. 경영은 이재현 회장(그룹 총수)과 손경식 대표이사 회장 체제로, 비비고의 글로벌 대형 브랜드 육성을 핵심 전략으로 천명하고 있다.

재무가 말하는 것은 양면적이다. **외형은 정체이고 수익성은 낮다.** 매출은 27~29조 원에서 횡보하고, 2025년 영업이익은 바이오와 국내 식품 부진으로 -20.6% 줄었고, 4분기 유·무형 자산 평가에 따른 비현금 영업외손실로 순손실을 기록했다. 다만 이 순손실은 현금 유출이 없는 회계상 손실이며, 본업(식품+바이오) 영업이익 7,275억 원은 견조하다. ROE는 평년 2~5%대로 두터운 자산을 충분히 굴리지 못하는 저효율이 약점이고, 순차입금 10조 원대의 부채 부담도 크다. 그러나 방향은 개선 쪽이다. 변동성이 큰 F&C를 매각해 사업을 식품·바이오·물류로 압축하고 차입을 줄이면 자산 대비 이익률과 재무구조가 함께 나아진다. 핵심은

폭발적 성장이 아니라, 자산가치(PBR 0.5)가 받치는 하방과 비비고·F&C매각·바이오 저점 통과라는 회복 촉매의 결합이다.

▣ 핵심 재무지표 요약(해당 기업의 강점 및 방법론에 맞게 수정)

구분	2023(A)	2024(A)	2025(A)	2026(E)
매출액 (억원)	290,000	294,000	273,000	260,000
영업이익 (억원)	12,920	15,530	12,340	13,500
영업이익률 (%)	4.5	5.3	4.5	5.2
지배순이익 (억원)	3,860	1,480	-5,715	3,100
EPS (원)	25,147	9,310	-39,000	~20,000
ROE (%)	5.6	2.0	-8.9	3.8
부채비율 (%)	151	146	157.5	150
PBR (배)	0.7	0.5	0.5	0.5

2025년 연결 영업이익은 1조2,340억 원 흑자였으나, 4분기 유·무형자산 평가 등 비현금 영업외손실로 연결 당기 순손실 -4,170억 원(지배주주 -5,715억, 비지배 +1,545억)을 기록했다. 회사는 이를 '현금 유출이 없는 회계상 손실'로 설명했다. 본업(식품+바이오) 영업이익 7,275억 원은 견조하다. 8지표 중 FCF 자리에는 자산가치 핵심 지표 PBR을 병기했고, FCF(보수적: 영업현금흐름 - 유형·무형자산 취득)는 11,806 / 11,169 / 7,299억 원이다(2025 감소는 영업CF 악화가 아니라 CAPEX 1.0조→1.63조 급증 탓). EPS·ROE의 2025년 값은 지배순손실 기준 근사치다.

Q3-2. 이 기업의 가치평가에 어떤 방법론을 선택했는가?

CJ제일제당은 식품·바이오·물류가 한 몸매 묶인 복합기업이다. 단일 멀티플로는 가치가 안 잡힌다. 부분의 합(SOTP)으로 쪼개는 것이 본질이고, 자산가치(PBR)를 하방 안전판으로 댄다.

① **SOTP: 주된 방법.** 사업부를 나눠 더한 뒤 순차입금을 빼면 주주가치가 나온다.

· 식품: 2025년 영업이익 5,255억 원의 캐시카우다. 안정적 이익에 적정 PER 13배 안팎을 적용하면 약 6~7조 원.

· 바이오: 2025년 영업이익 2,021억 원으로 저점이지만, 라이신·메티오닌에서 세계 수위권이며 곡물 발효 공법으로 원유 기반 경쟁사보다 원가 우위를 가진다. 업황 저점 멀티플로도 약 1.5~2조 원.

· 대한통운 지분: CJ제일제당은 상장사 CJ대한통운 지분 45.94%를 보유한다(사업보고서 확정). 대한통운 시총 약 2.22조 원 기준 지분가치는 약 1.02조 원이다.

· F&C 매각대금: 2025년 10월 매각 계약 금액 약 2,109억 원(2,000억은 3년 분할, 차입금 승계형)으로, 매각 부문 순차입금 약 5,340억 원이 함께 이전돼 차입 부담이 준다.

· 여기서 본업(대한통운 제외) 순차입금 약 6조 원을 빼면, 주주가치는 약 4조 원 안팎으로 추정된다. 현재 시가총액 약 2.94조 원을 크게 웃돈다.

② **PBR: 하방 안전판.** 연결 총자본 11.55조 원이 시총의 약 네 배다. 복합기업이라 자산이 곧바로 주가가 되진 않지만, 시장이 던질 때 받치는 청산가치 관점의 바닥이 두텁다.

③ **증권사 컨센서스 교차검증.** 목표주가는 키움 31만, 한화 30만, 현대차·NH 28만 원으로 모인다. 위 SOTP 추정(약 28만 원 환산)과 수렴한다.

세 잣대를 종합하면 적정가치 밴드는 **240,000~300,000원, 중심 약 270,000원**이다. 목표 진입 구간(186,000~190,000원)은 적정가 중심 대비 약 30% 안전마진이다.

사업부별 멀티플, 대한통운 시가, F&C 매각대금, 본업 순차입금은 개략 가정의 1차 추정이다. HTS 별도재무제표로 정밀화 예정.

Q. 이 기업을 평가할 때 본인이 가장 중요하게 본 지표는 무엇인가? 또 그 배경에는 어떤 내러티브를 중요하게 여겼는가?

가장 중요하게 본 지표는 **PBR(0.5)과 SOTP 디스카운트**다. CJ는 한국콜마와 정확히 반대 지점에 있는 종목이다.

한국콜마는 무형자산이 회계에 안 잡혀 가치가 PER 아래 숨어 있었다. CJ는 정반대다. 자산이 너무 두터운데 시장이 복합기업 디스카운트로 외면한다. 반도체에 쏠린 시장은 CJ를 '성장 없는 식품에 부진한 바이오가 얹힌 회사'로 보는 데다, 2025년 회계상 순손실까지 겹쳐 자산가치의 절반에 던졌다. 그러나 그 순손실은 유·무형자산 평가에 따른 비현금 손실이고, 영업이익은 1조2,340억 원 흑자다. 현금이 빠져나간 것이 아니라 장부를 보수적으로 정리한 것이다. 그레이엄의 미스터 마켓이 우량 자산을 헐값에 내놓는 전형이다.

그러나 마케터인 내가 보는 상방은 비비고다. 비비고가 미국에서 'Mandu'라는 카테고리를 정의하고 해외식품 매출 5조 9,247억 원이라는 신기록을 세운 것은, 식품 사업부에 분명한 가격결정력이 있다는 증거다. 내러티브를 한 줄로 잇는다. **비비고의 글로벌 확장이라는 마케팅이 해외식품 신기록이라는 브랜드자산으로 나타났지만, 바이오 부진과 복합기업 디스카운트에 가려 회사 전체는 자산가치 이하에 거래된다.** 이 격차가 안전마진이고, F&C 매각과 바이오 저점 통과가 디스카운트를 줄힐 알람시계다.

PBR을 핵심 지표로 택한 이유는, CJ에서는 성장이 아니라 자산이 안전마진의 근거이기 때문이다. 한국콜마에서 PEG를 택한 것과 같은 논리의 반대편이다.

APPENDIX : 가치평가에 적용한 자료 등등

· **SOTP:** 식품(영업이익 5,255억 × PER 13배 ≈ 6~7조) + 바이오(영업이익 2,021억 ≈ 1.5~2조) + 대한통운 지분 45.94%(시총 2.22조 → ≈ 1.02조) + F&C 매각대금 약 2,109억, 본업 순

차입금 약 6조 차감 = 주주가치 약 4조. 본업 영업이익(식품+바이오) 7,275억. 시총 약 2.94조 대비 할인.

· **PBR:** 0.5배(지배주주지분 기준), 연결 총자본 11.55조, 시총 약 2.94조.

· **증권사 목표주가:** 키움 31만 · 한화 30만 · 현대차 28만 · NH 28만. 평균 약 29만.

· **재무 출처:** FY2025 사업보고서(연결, DART) + 한화·키움·현대차·NH 리포트 교차검증. 세그먼트 영업이익(식품 5,255·바이오 2,021)·대한통운 지분 45.94%·F&C 매각 2,109억·FCF(11,806/11,169/7,299억)는 공시 확정. 2025 연결 순손실 -4,170억(지배 -5,715억)은 4분기 유·무형자산 평가에 따른 비현금 회계손실이며 영업이익은 1조2,340억 흑자.

· **실행(6/9 기준):** 메인 186,000~190,000원이 1차 진입 구간으로, 적정가 270,000원 대비 약 30% 안전마진이다. 6월 10일 코스피가 4.52% 급락한 날, 미리 걸어둔 190,000원 지정가 주문이 1차 매수를 체결했다. CJ는 하락 추세 위에 있어 가격 도달만으로 사지 않는다. 이 구간에서 목표 비중의 절반(10%)을 먼저 담고, 2분기 실적에서 본업 영업이익 반등이 확인되면 20%까지 채운다. 175,000~180,000원까지 밀리면 더 깊은 안전마진으로 추가한다. 자산가치(PBR 0.5)가 하방을 받쳐 떨어지는 칼날 위험이 상대적으로 낮다.

PART 03. 가치 판단의 근거: 오리온 (271560)

확정일: 2026.06.09 · 연결 기준 · 유형: 스노우볼(코어)·모멘텀 · 핵심지표: 순현금 + ROE(질)

Q3-1. 이 기업의 내재 가치는 무엇이며, 그 내재가치를 뒷받침하는 요소는 무엇인가? (해당기업의 강점 및 산업내에서의 입지 등등)

오리온의 내재가치는 한 단어로 스노우볼이다. 브랜드·수익성·현금이 맞물려 스스로 굴러가는 복리기계. 한국콜마가 저평가된 성장(PEG)이고 CJ가 저평가된 자산(PBR)이라면, 오리온은 제값에 거래되는 '질'이다. 그 질을 뒷받침하는 근거는 세 가지다.

첫째, 글로벌 브랜드 해자. 초코파이는 중국·베트남·러시아에서 '정(情)'으로 번역되며 한국 과자가 아니라 현지 국민과자로 자리 잡았다. 단일 상품이 아니라, 그 브랜드 신뢰 위에 포카칩·고북칩 같은 스낵 포트폴리오가 통째로 올라탔다. 해외 매출 비중이 65%로 국내 제과업체 중 가장 글로벌하다. 러시아 법인은 2025년 매출이 +47.2% 늘며 사상 첫 3천억 원을 넘었고, 인도도 +30.3% 성장했다.

둘째, 압도적 수익성과 현금. 영업이익률 16.7%는 제과업에서 독보적이다. 순현금 약 1.27조에 무차입(금융기관 차입금 0)이며, 순차입금비율은 -36%로 빚보다 현금이 많다. 해외 법인이 본사로 보내는 실제 현금 배당이 이 공간을 채운다. 최준철·김민국이 말한 스노우볼, 곧 브랜드·배당·무차입으로 굴러가는 복리기계의 교과서다.

셋째, 성장 동력과 숨은 옵션. 2025년 명절(춘절·땃) 효과가 없었음에도 매출이 +7.3% 성장했고, 2026년은 명절 복귀와 증설 효과가 겹친다. 카카오값에 눌렸던 마진이 회복되는 국면이며, 신약 개발사 리가캠바이오 지분이라는 숨은 옵션도 있다.

산업 내 입지는 명확하다. 국내 제과 선두이자 해외 비중 65%로 가장 글로벌한 제과기업이다. 다만 해외의 핵심이 중국이라 중국 소비경기와 환율에 실적이 흔들린다. 경영은 담철곤 회장·이화경 부회장의 오너 체제다.

재무가 말하는 것은 '느리지만 단단한 우상향'이다. 매출과 영업이익이 매년 사상 최대를 경신하고, 영업이익률은 16~18%를 유지한다. 그러나 짚을 약점도 있다. 2025년 당기순이익이 -27% 꺾인 것은 고환율·일회성 탓이고, 영업이익 성장도 +2.7%로 둔화됐다. 원재료(카카오) 가격과 환율, 중국 의존도가 변수다. 핵심은, 이 회사가 폭발적 성장주가 아니라 현금을 쌓으며 복리로 굴러가는 질 좋은 스노우볼이라는 점이다.

▣ 핵심 재무지표 요약(해당 기업의 강점 및 방법론에 맞게 수정)

구분	2023(A)	2024(A)	2025(A)	2026(E)
매출액 (억원)	29,124	31,043	33,324	36,000
영업이익 (억원)	4,924	5,436	5,582	6,200
영업이익률 (%)	16.9	17.5	16.7	17.2
당기순이익 (억원)	3,850	5,332	~3,890	~4,800
EPS (원)	9,527	13,261	~9,800	~12,000
ROE (%)	13.9	16.4	~10	~11
부채비율 (%)	19.2	20.6	17.5	~17
순현금 (조원)	~1.2	~1.4	1.27	~1.3

8지표 중 FCF 자리에는 오리온의 핵심인 순현금을 병기했다(금융기관 차입금 0의 실질 무차입). 2025년 당기순이익은 고환율·일회성 요인으로 전년 대비 -27% 감소했으나 영업이익은 +2.7% 증가로 본업은 건조하다. FCF(보수적: 영업현금흐름 - 유형·무형자산 취득)는 2,682 / 5,284 / 3,910억 원으로 3년 내내 건조한 플러스다(무차입·고마진과 정합). 부채비율은 공시 연결 기준 19.2→20.6→17.5%다.

Q3-2. 이 기업의 가치평가에 어떤 방법론을 선택했는가?

오리온은 한국콜마·CJ와 평가 방식이 다르다. 싼 주식이 아니라 질 좋은 주식이라, '순현금을 어떻게 반영하느냐'가 관건이다. PER을 주된 잣대로 쓰되 순현금을 덜어내 실질 가치를 보고, 리가캠 지분을 옵션으로 더한다.

④ PER + 순현금 조정: 주된 방법.

· 2026년 예상 EPS 약 12,000원에 적정 PER 13배를 적용하면 약 156,000원. 증권사 목표주가(키움 150,000원)도 이 부근이다.

· 그런데 오리온은 시가총액 약 5.25조 원 중 순현금이 약 1.27조 원이다(금융기관 차입금 0). 순현금을 덜어내면 본업의 실질 가치는 훨씬 싸게 매겨진다. EV/EBITDA가 3~4배 수준까지

내려가는 이유이며, 공간에 쌓인 현금이 주가에 충분히 반영되지 않았다는 뜻이다.

② 리가캠바이오 지분: 숨은 옵션(SOTP 한 겹).

· 오리온은 ADC 신약기업 리가캠바이오 지분 25.58%(약 936만 주)를 보유한 최대주주다. 인수는 5,485억 원이었는데, 현재 시장가치는 약 1.10조 원이다(6/9 기준). 연결 재무제표에는 지분법 장부가 6,558억 원으로만 잡혀 있어, 시장가치와의 차액 약 4,450억 원이 장부에 드러나지 않은 업사이드다.

· 시총 5.25조 원에서 순현금 1.27조와 리가캠 지분 1.10조를 빼면, 영업이익 5,582억 원을 내는 제과 본업이 약 2.88조 원, 곧 PER 약 5~6배에 거래되는 셈이다. 글로벌 제과 브랜드의 본업이 헐값에 팔려 있다.

③ **종합**. PER 기준 적정가 150,000~160,000원에 순현금과 리가캠 옵션이 상방을 넓힌다. 적정가치 밴드는 **150,000~165,000원, 중심 약 155,000원**으로 본다. 진입 기준인 124,000원은 중심 대비 약 20% 안전마진이다. 다만 이 20%는 표면일 뿐이다. 시총에서 순현금과 리가캠 지분을 뺄어내면 본업은 EV/EBITDA 약 3.6배에 거래되며, 이는 순현금과 신약 옵션을 거의 공짜로 받으면서 글로벌 제과 본업을 헐값에 사는 구조다. 자산이 풍부한 기업에서 표면 할인이 실질 안전마진을 가리는 전형이다. 평소 제값에 거래되던 오리온은 6월 8일 장중 이 구간 가까이 내려왔다가 반등했다.

리가캠 지분가치(1.10조)는 바이오 주가 변동성이 커 6/9 현재가 기준이며, 연결 장부가는 6,558억 원이다. 순현금 1.27조는 FY2025 사업보고서 확정치다.

Q. 이 기업을 평가할 때 본인이 가장 중요하게 본 지표는 무엇인가? 또 그 배경에는 어떤 내러티브를 중요하게 여겼는가?

가장 중요하게 본 지표는 **순현금과 ROE**다. 오리온은 한국콜마·CJ와 출발점이 다르다. 싸서

사는 종목이 아니라 질이라서 사는 종목이다.

한국콜마는 저평가된 성장, CJ는 저평가된 자산이었다. 오리온은 제값에 거래되는 질이다.

영업이익률 16.7%, 순현금 약 1.27조 원, 무차입(금융기관 차입금 0), 이 셋이 맞물려 스스로 굴러가는 스노우볼이다. 마케터인 내가 보는 출발점은 초코파이다. 중국·베트남·러시아에서 '정(情)'으로 번역된 브랜드가 16.7%라는 가격결정력을 만들고, 그 마진이 순현금 공간을 채우고, 그 현금이 리가캠바이오 같은 미래 성장을 사들였다. 브랜드자산이 현금을 낳고, 현금이 다음 성장을 산다.

내러티브를 한 줄로 잇는다. **초코파이의 현지화라는 마케팅이 16.7% 마진과 순현금 1.27조라는 브랜드자산으로 쌓였지만, 시장은 2025년 환손실과 성장 둔화에 가려 제과 본업을 PER 약 5~6배에 두고 있다.** 이 격차가 안전마진이고, 2026년 명절 복귀와 마진 회복이 이를 좁힐 모멘텀이다.

다만 솔직히 짚는다. 오리온의 표면 안전마진은 평소 얇다. 제값의 질이기 때문이다. 그러나 안전마진의 크기는 자산의 질과 예측가능성에 반비례한다. 그레이엄은 불안정한 기업일수록 더 큰 할인을 요구했고, 버핏은 "훌륭한 기업을 적절한 가격에 사는 것이 평범한 기업을 헐값에 사는 것보다 낫다"고 했다. 순현금 1.27조에 무차입, 영업이익률 16.7%, 카테고리 해자를 가진 오리온은 네 종목 중 예측가능성이 가장 높다. 그래서 가장 얇은 표면 할인으로 진입이 정당화되는 종목이다. 게다가 그 20%는 표면일 뿐, 본업 기준으로는 50%가 넘는 실질 안전마진이다. 순현금은 또 다른 형태의 안전마진이다. 그레이엄이 말한 안전마진의 본질은 영구 손실 가능성의 최소화인데, 시총의 4분의 1이 현금이고 빚이 없으니 미스터 마켓이 아무리 폭락시켜도 이 회사는 구조적으로 흔들리지 않는다. 그래서 나는 124,000원에서 진입하고, 117,000원 아래로 더 깊은 할인을 선물하면 그때 더 담는다. 시간은 스노우볼의 편이다.

APPENDIX : 가치평가에 적용한 자료 등등

- **PER:** 2026E EPS 약 12,000원 × 적정 PER 13배 ≈ 156,000원. 증권사 목표주가 키움 150,000원.
- **순현금 조정:** 시총 약 5.25조 – 순현금 1.27조 – 리가캠 지분 1.10조 = 제과 본업 약 2.88조(영업이익 5,582억 대비 PER 약 5~6배). EV/EBITDA 3~4배.
- **리가캠바이오 지분:** 25.58%(936만 주), 인수가 5,485억 → 시장가치 약 1.10조(6/9 기준), 연결 장부가 6,558억(차액 4,450억 업사이드). ADC 신약, 기술이전 누적 약 10조.
- **재무 출처:** FY2025 사업보고서(연결, DART) + 키움 리포트 + 리가캠 공시 교차검증. 순현금 1.27조·부채비율 17.5%·FCF(2,682/5,284/3,910억)·리가캠 지분 25.58%는 공시 확정.
- **실행(6/9 기준):** 메인 124,000~127,000원이 1차 진입 구간으로, 적정가 155,000원 대비 약 20% 안전마진이다. 표면 할인은 얇아 보이지만, 시총에서 순현금 1.27조와 리가캠 지분 1.10조를 덜어내면 본업을 EV/EBITDA 약 3.6배에 사는 것이라 실질 안전마진은 50%를 넘는다. 질이 가장 높은 자산이므로 가장 얇은 표면 할인으로 진입하는 것이 정통 가치투자 논리에 맞다. 목표 비중 20%로 확정하며, 메인에서 1차 진입하고 117,000원까지 밀리면 더 담는다. 순현금이 하방 방패다.

PART 03. 가치 판단의 근거: 아모레퍼시픽 (090430)

확정일: 2026.06.09 · (주)아모레퍼시픽 연결 기준 · 유형: 턴어라운드·모멘텀 · 핵심지표: forward PER 약 19배(안전마진 가장 얇음)

Q3-1. 이 기업의 내재 가치는 무엇이며, 그 내재가치를 뒷받침하는 요소는 무엇인가? (해당기업의 강점 및 산업내에서의 입지 등등)

아모레퍼시픽의 내재가치는 두 단어로 압축된다. **COSRX와 리벨런싱**. 내 무형자산 테제가 가장 선명하게 박히는 종목이자, 회복이 진행 중이라 가장 정직하게 다뤄야 하는 종목이다. 한국콜마·CJ·오리온이 각각 저평가된 성장·자산·질이였다면, 아모레는 추락에서 돌아서는 턴 어라운드다. 뒷받침하는 근거는 세 가지다.

첫째, COSRX라는 무형자산의 정점. COSRX는 영업이익률이 24.5%에 이른다. 일반 화장품의 두 배가 넘는 이 마진은 공장이 아니라 브랜드가 만든 가격결정력이다. 버핏의 표현대로 생산원가가 아니라 고객 가치가 가격을 정한다. 한때 스네일(달팽이) 라인 하나에 의존했지만, RX·펩타이드로 라인을 넓히며 펩타이드 계열이 새 성장을 이끌고 있다.

둘째, 글로벌 리벨런싱의 성공. 2024년, 그룹 역사상 처음으로 미주 매출이 중화권을 넘어섰다. 미주는 2024년 +83%(COSRX 편입 포함), 2025년 +20% 성장했고, EMEA는 2025년 +42% 늘었다. 무너지던 중국 의존 구조에서 서구권 중심으로 무게중심을 옮긴 것이다. 중화권마저 구조조정 끝에 흑자로 돌아섰다.

셋째, 회복의 폭과 포트폴리오. 설화수(럭셔리), 라네즈(글로벌 매스티지), 에스트라(더마), COSRX(글로벌 더마)로 가격대와 지역을 분산했다. 그 결과 그룹 영업이익은 2025년 6년 만의 최대를 기록했다.

산업 내 입지는 회복 중인 1위권이다. LG생활건강과 함께 국내 화장품 양대 축이며, 글로벌 리벨런싱으로 서구권에서 K뷰티 대표 주자로 올라서고 있다. 다만 회복이 진행형이라는 점이 핵심이다. 경영은 서경배 회장 체제다.

재무가 말하는 것은 'V자 회복'이다. 2023년 영업이익률 2.9%, ROE 3.7%라는 바닥은 중국 쇼크가 만든 것이고, 2024년부터 영업이익이 +104%, +52%로 가파르게 튀어 오른다.

COSRX 편입과 서구권 성장이 동력이다. 그러나 솔직히 짚는다. 이 회복은 이미 주가에 상당

부분 반영됐다. 2026년 기준 forward PER이 약 15~19배다(키움 추정 EPS 기준 15배, 보수적 컨센서스 기준 19배). 6월 급락으로 내려왔지만 네 종목 중에서는 여전히 안전마진이 가장 얇다. 증권사가 거의 만장일치로 매수를 외치는 것도, 그레이엄과 하워드 막스의 관점에서는 정점의 신호일 수 있다. 회복이 멈추면 실망으로 직결되는 종목이다.

▣ 핵심 재무지표 요약(해당 기업의 강점 및 방법론에 맞게 수정)

구분	2023(A)	2024(A)	2025(A)	2026(E)
매출액 (억원)	36,740	38,851	42,500	47,900
영업이익 (억원)	1,082	2,205	3,358	4,700
영업이익률 (%)	2.9	5.7	7.9	9.8
지배순이익 (억원)	1,801	5,932	2,357	5,000
EPS (원)	2,609	8,601	3,416	7,380
ROE (%)	3.7	11.7	~6	~9
부채비율 (%)	~30	~30	~30	~28
PER (배)	-	~13	~33	~15

그룹(아모레퍼시픽그룹, 002790)과 사업회사((주)아모레퍼시픽, 090430)를 구분했다. 위는 사업회사 연결 기준 공시 확정치다. 단 2024년 지배순이익 5,932억·EPS 8,601원은 일회성 영업외이익이 포함돼 왜곡된 값이므로, forward와 직접 비교하면 안 된다(2024 PER이 낮아 보이는 건 그 탓이다). 8지표 중 FCF 자리에는 핵심 잣대인 PER을 병기했고, FCF(보수적: 영업현금흐름 – 유형·무형자산 취득)는 1,747 / 2,287 / 4,926억 원으로 2025년 급증했다(구조조정 후 현금창출력 회복). PER 행은 최근 주가를 각 연도 EPS로 나눈 값이며 2026만 forward EPS 기준이다. 2026 forward EPS 7,380원은 키움 추정치(공시 미확정)다.

Q3-2. 이 기업의 가치평가에 어떤 방법론을 선택했는가?

아모레퍼시픽은 턴어라운드주다. 그래서 가치평가의 본질이 다르다. 한국콜마·CJ·오리온은 '얼마나 싼가'를 잴지만, 아모레는 '회복이 얼마나 진짜인가'와 '그 회복이 이미 가격에 얼마나 반영됐는가'를 재야 한다. forward PER을 주된 잣대로 쓰되, 회복 시나리오를 낙관과 보수로 나눠 적정가의 범위를 정직하게 넓힌다.

① **forward PER: 주된 방법.** 2026년 예상 EPS는 키움 추정 7,380원이며, 보수적 컨센서스는 6,000~7,000원이다. 증권사 목표주가는 한화 180,000원, 메리츠 173,000원, 키움 160,000원으로 모인다(평균 약 170,000원). forward PER은 약 15~19배다. 그러나 여기에 함정이 있다. 턴어라운드주의 적정가는 '회복이 완성된다'는 가정 위에 세워진다. 회복이 멈추면 EPS 추정과 적정 PER이 동시에 내려가 적정가 자체가 무너진다.

② **회복 시나리오: 낙관과 보수.** 핵심 변수는 COSRX의 미국 사업 정상화 속도다.

· 낙관: COSRX 미국 셀린이 정상화되고 RX·웍타이드 라인이 서구권 성장을 이어가면, 2026년 영업이익 4,716억 원(OPM 10.1%)이 달성되고 적정가는 170,000~180,000원에 닿는다.

· 보수: COSRX 회복이 지연되고 스네일 라인 감소가 이어지면, 영업이익이 추정을 밑돌아 적정 PER이 20~25배로 낮아진다. 이 경우 적정가는 130,000~150,000원이다.

③ **종합: 가장 보수적으로.** 두 시나리오를 종합한 적정가치 밴드는 **140,000~173,000원, 중심 약 155,000원**이다. 메인 진입 구간 102,000~105,000원은 적정가 중심 대비 약 32% 안전마진으로 보인다. 그러나 이 안전마진은 회복 시나리오에 기댄 것이라, 네 종목 중 가장 신뢰도가 낮다. 그래서 나는 아모레를 가장 보수적으로 다룬다. 적정가를 낙관(180,000)이 아니라 중심(155,000)으로 잡고, 매수도 105,000원 이하에서 베이스 비중만 가져간다.

사업회사 단독 EPS는 추정을 포함하므로 forward PER도 범위로 봐야 한다. 7월 말 2분기 실적에서 COSRX 회복이 확인되면 시나리오를 갱신한다. HTS·실적 발표로 보강 예정.

Q. 이 기업을 평가할 때 본인이 가장 중요하게 본 지표는 무엇인가? 또 그 배경에는 어떤 내러티브를 중요하게 여겼는가?

가장 중요하게 본 지표는 **forward PER(약 15~19배)**다. 아모레는 내 무형자산 테제의 정점이자, 동시에 그 테제의 시험대다.

COSRX의 영업이익률 24.5%는 이 포트폴리오에서 가장 강력한 무형자산의 증거다. 브랜드가 원가가 아니라 고객 가치로 가격을 매긴다는, 내가 종목을 고른 첫 번째 기준의 교과서다. 그런데 여기서 한국콜마와 정반대의 일이 벌어진다. 한국콜마의 무형자산은 회계에 안 잡혀 PER 아래 숨어 있었다. 아모레의 무형자산은 시장이 이미 알아봤다. 그래서 forward PER 15~19배라는, 회복을 상당 부분 선반영한 가격이 매겨져 있다. 같은 무형자산이라도 시장 반영의 정도가 정반대인 셈이다.

내러티브를 한 줄로 잇는다. **COSRX의 가격결정력과 글로벌 리밸런싱이라는 마케팅·브랜드 자산이 V자 회복으로 나타났지만, 시장이 이를 이미 forward PER 15~19배에 반영해 안전마진이 얇다.** 그래서 나는 이 종목에서 그레이엄과 하워드 막스의 경고를 가장 무겁게 받는다. 증권사 만장일치의 낙관은 정점의 신호일 수 있고, 안전마진이 얇을 때 가장 안전한 행동은 서두르지 않는 것이다. 105,000원 이하에서 베이스만 담고, 7월 말 COSRX 회복이 숫자로 확인될 때 비중을 더한다.

APPENDIX : 가치평가에 적용한 자료 등등

· **forward PER:** 2026E EPS 키움 7,380원(보수 컨센 6,000~7,000). 증권사 목표 한화 180,000
· 메리츠 173,000 · 키움 160,000(평균 약 170,000). forward PER 약 15~19배(키움 EPS 기준 15배).

· **회복 시나리오:** 낙관(COSRX 미국 정상화) 영업이익 4,700억 → 적정 170,000~180,000 / 보수(회복 지연) 적정 PER 20~25배 → 130,000~150,000.

· **COSRX:** OPM 24.5%, RX·펩타이드 라인 성장, 미국 셀인 정상화가 핵심 변수.

· **재무 출처:** FY2025 사업보고서(사업회사 연결, DART) + 한화·메리츠·키움 리포트 교차검증. 영업이익 1,082/2,205/3,358·지배순이익·EPS·FCF(1,747/2,287/4,926억)는 공시 확정. 2024 EPS 8,601은 일회성, 2026 forward EPS 7,380은 키움 추정.

· **실행(6/9 기준):** 메인 102,000~105,000원에서 베이스 비중(10%)만 먼저 담는다. 아모레는 하락 추세 위에 있고 회복 시나리오에 기댄 종목이라, 가격 도달만으로 늘리지 않는다. 7월 말 2분기 어닝에서 COSRX 회복이 숫자로 확인되면 목표 비중 20%까지 채운다. 추가 급락으로 86,000~88,000원까지 밀리면 더 깊은 안전마진으로 본다. 4종목 중 회복 신뢰도가 가장 낮아 가장 신중하게 접근한다.

■ 작성자 서명

본 보고서는 본인이 직접 작성하였으며, 본인의 분석과 판단에 근거함을 확인합니다.

작성일: 2026-06-10

작 성 자 : 김형준

김형준
(서명)