

# 화장품

## 건전한 조정에 대비

### 글로벌 확장스토리는 변함없지만

2021년부터 본격적으로 시작된 한국 화장품의 글로벌 확장 스토리는 올해 남은 기간에도 지속될 전망이다. 작년 하반기를 기점으로 미국 화장품 산업에 대한 모멘텀이 약화된 점은 아쉽지만, 이를 유럽과 중동이 상쇄해주고 있다. 유럽의 주요 5개 국가(프랑스, 독일, 영국, 네덜란드, 폴란드)가 수입하는 화장품 중에서 한국으로부터 수입하는 물량은 올해 3월 8.1%를 기록했으며 이는 전년동기대비 3.3%p 높아진 수치이다. 2024년부터 유럽에서 본격적인 매출을 확대하기 시작한 달바글로벌은 현재 독일과 스페인 아마존의 화장품 베스트셀러에서 높은 순위를 기록하고 있다.

### 시장의 높은 기대치가 주가 조정으로 이어질 수도

다만, 최근 1~2달간 섹터의 주가가 급등함에 따라 대부분 화장품 기업의 실적에 대한 눈높이가 높아져 있는 상태이다. 유럽 지역에서의 모멘텀이 양호한 건 사실이지만, 과거 단일 국가인 중국과 미국에서 확인할 수 있었던 확장 속도와는 차이가 날 수밖에 없다. 실제로 2025년 6월 기준 한국 화장품 수출에서 유럽 5개국이 차지하는 비중은 9.2%(vs. 2023년 1월 4.2%)로 미국의 비중이 19.4%(vs. 2023년 1월 14.1%)대비 여전히 낮다. 향후 우리나라와 미국과의 관세 협상에 따라서 관세율은 변화할 수 있지만, 25%의 관세가 부과될 경우 미국향 수출 비중이 높은 기업의 향후 실적에는 영향을 줄 수 있다. 한국 화장품의 가격 경쟁력을 고려했을 때 관세 부과에 따른 영향은 크지 않겠지만(표2), 섹터 주가가 단기 급등해 있는 현 시점에서는 이 또한 경계해야 할 요인이다.

### 지나보면 주가 조정은 매수 기회

글로벌에서 높아지는 한국 화장품의 인기와 국가 다변화 덕분에 섹터의 실적 안정성이 높아지고 있다는 점을 고려 시 화장품 섹터의 피크아웃을 논할 필요는 없다. 그러나 블룸버그 컨센서스와 관계없이 2025년 2분기 화장품 섹터의 실적에 대한 시장 투자자의 눈높이가 매우 높고, 지난 1달간 제조사(코스맥스)와 유통사(실리콘투)만 주가 조정이 이루어졌다는 점은 경계해야 될 부분이다. 다가오는 2분기 실적 발표 전후로 섹터의 주가 조정 혹은 횡보가 예상된다. 섹터 조정 시에 수급과 2분기 실적이 모두 편안한 아모레퍼시픽이 상대적으로 양호한 흐름을 보일 걸로 전망한다. 돌이켜보면 작년 하반기 섹터의 주가 조정이 일부 종목에 대해서는 매수 기회였다. 달바글로벌은 프리미엄 브랜드를 지향하고 있으며, 브랜드 가치를 유지하기 위해 다양한 노력을 펼치고 있다. 회사의 양호한 수익성(1Q25 OPM +26.4%)을 고려했을 때 주가 조정을 매수 기회로 활용하기를 추천한다.

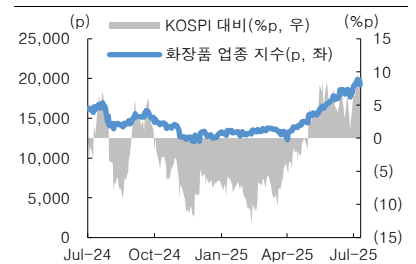
## 비중확대(유지)

| 종목     | 투자 의견 | 목표주가     |
|--------|-------|----------|
| 아모레퍼시픽 | 매수    | 180,000원 |
| 에이피알   | 매수    | 115,000원 |
| 코스맥스   | 매수    | 300,000원 |
| 달바글로벌  | 매수    | 230,000원 |
| 한국콜마   | 매수    | 120,000원 |

### 주요 종목 valuation

|                    |              | 2024A | 2025F | 2026F |
|--------------------|--------------|-------|-------|-------|
| 아모레퍼시픽<br>(090430) | PER(x)       | 12.2  | 29.3  | 25.1  |
|                    | PBR(x)       | 1.4   | 1.7   | 1.6   |
|                    | EV/EBITDA(x) | 13.0  | 11.7  | 10.1  |
|                    | DY(%)        | 1.1%  | 1.1%  | 1.4%  |
| 코스맥스<br>(192820)   | PER(x)       | 19.7  | 23.0  | 13.8  |
|                    | PBR(x)       | 3.6   | 5.3   | 3.8   |
|                    | EV/EBITDA(x) | 9.5   | 10.7  | 8.8   |
|                    | DY(%)        | 1.5%  | 1.3%  | 1.6%  |
| 에이피알<br>(278470)   | PER(x)       | 17.4  | 31.0  | 25.4  |
|                    | PBR(x)       | 5.0   | 11.3  | 7.8   |
|                    | EV/EBITDA(x) | 12.7  | 24.6  | 19.8  |
|                    | DY(%)        | 0.0%  | 0.0%  | 0.0%  |
| 달바글로벌<br>(483650)  | PER(x)       | NM    | 20.4  | 14.4  |
|                    | PBR(x)       | NM    | 13.3  | 7.9   |
|                    | EV/EBITDA(x) | NM    | 15.9  | 10.6  |
|                    | DY(%)        | NM    | 1.2%  | 1.7%  |
| 한국콜마<br>(161890)   | PER(x)       | 14.4  | 17.2  | 11.9  |
|                    | PBR(x)       | 1.6   | 2.6   | 2.2   |
|                    | EV/EBITDA(x) | 10.3  | 10.4  | 8.9   |
|                    | DY(%)        | 1.3%  | 0.9%  | 1.1%  |

### 12개월 업종 수익률



자료: FnGuide - WICS

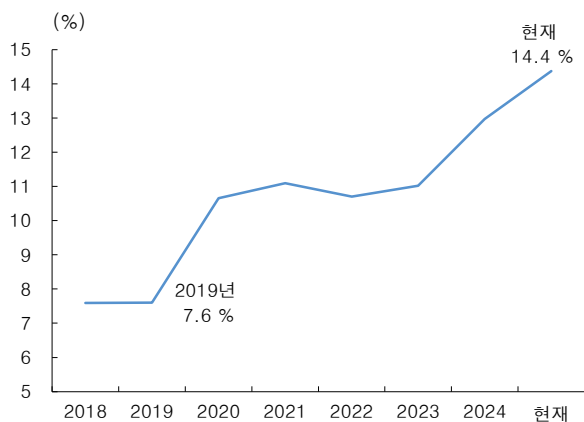
김명주

myoungjoo.kim@koreainvestment.com

전유나

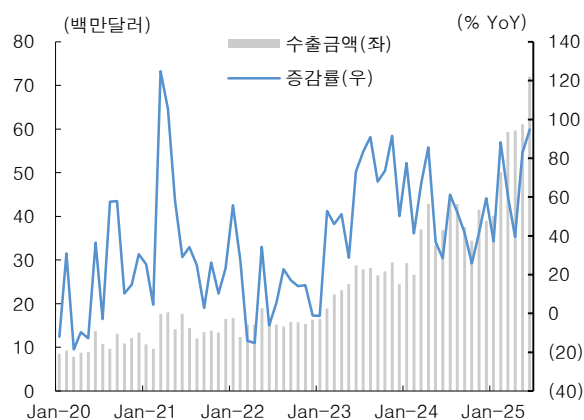
jeonynki@koreainvestment.com

[그림 1] 주요 18개국에서 수입하는 화장품(HS code 3304) 중 한국 점유율. 2019년 7.6%였던 점유율이 현재는 14.4%까지 높아짐. 한국 화장품의 글로벌 확장 스토리는 변함없음



주: 1. 18개국은 일본, 중국, 홍콩, 호주, 미국, 캐나다, 프랑스, 독일, 영국, 네덜란드, 폴란드, 남아프리카 등  
2. 현재 점유율은 데이터 공개가 되어있지 않은 인도는 2024년 1~6월 기준, 일본, 중국, 미국, 태국, 브라질, 캐나다, 홍콩은 25년 1~5월, 베트남, 네덜란드, 폴란드는 1~3월, 그 외 국가는 1~4월 누적 기준  
자료: ITC, 한국투자증권

[그림 2] 유럽으로 수출되는 화장품 물량은 꾸준히 증가 중. 25년 6월 기준, 화장품 수출 중 유럽 5개국이 차지하는 비중은 9.2%



주: 1. HS code 3304 기준  
2. 프랑스, 독일, 영국, 네덜란드, 폴란드의 유럽 5개국 합산 금액  
자료: TRASS, 한국투자증권

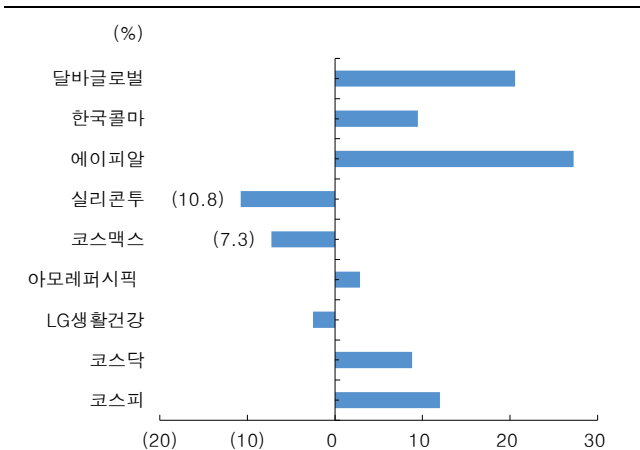
<표 1> 미국의 관세 부과에 따른 영향도 분석

(단위: 원, %)

|        | 관세 부과 전 | 1) 25% 관세 부과 | 2) 25%관세 부과 후 8% 가격 인상 |                                                                                                |
|--------|---------|--------------|------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 판매가    | 20,000  | 20,000       | 21,600                 | 시나리오에서는 공급가(원가)로 관세를 부과받다고 가정했으나, 이는 회사의 상황마다                                                  |
| 매출원가   | 5,000   | 6,250        | 6,250                  | 다름. 회사의 판매 구조에 따라서 일부 회사는 공급가보다 높은 수준의 금액 기준으로                                                 |
| GP 마진  | 15,000  | 13,750       | 15,350                 | 관세를 부과받을 수 있음. 가격인상을 해도 판매관리비는 변하지 않는다고 가정했으나,                                                 |
| 판매관리비  | 11,000  | 11,000       | 11,000                 | 프로모션 중 일부 비용은 판매가 상승으로 비용 인상이 있을 수 있음                                                          |
| 영업이익   | 4,000   | 2,750        | 4,350                  | - 25년 6월 기준 화장품 수출 중 미국 비중은 19.4%. 가상의 화장품 기업에서 미국 매출                                          |
| OPM(%) | 20      | 14           | 20                     | 비중을 19.4%, 나머지 국가에서의 OPM은 20%라 가정. 관세 부과 전 가상의 화장품 기업 OPM이 20%로 가정. 1) 시나리오상 전사 OPM은 18.8%로 하락 |

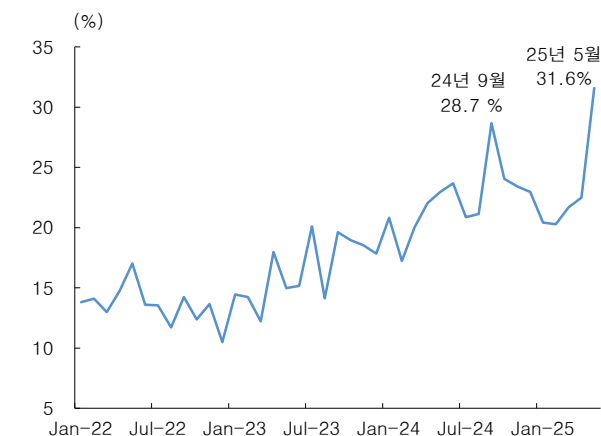
주: 1. 매출 원가율은 25%, 판매관리비는 매출액대비 55%를 가정  
2. 화장품 수출에서 비중은 HS code 3304 기준  
자료: 한국투자증권

[그림 3] 지난 1달간 커버리지 기업 주가 추이. 코스맥스와 실리콘투의 주가 약세가 눈에 띈



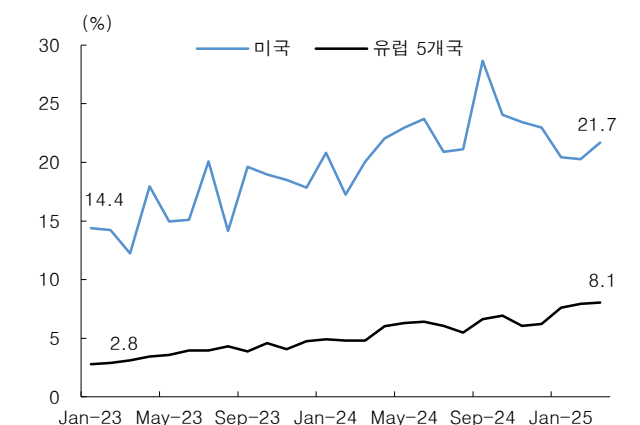
자료: Dataguide, 한국투자증권

[그림 4] 미국이 수입하는 화장품 중 한국으로부터 수입하는 물량 비중. 2025년 5월 많은 국가들이 미국향 수출을 줄였음에도 한국만 크게 늘림. 단기간에 M/S가 급격하게 높아진 점은 경계해야 될 부분. 작년 하반기 미국 화장품 시장에서 경쟁 심화가 발생함



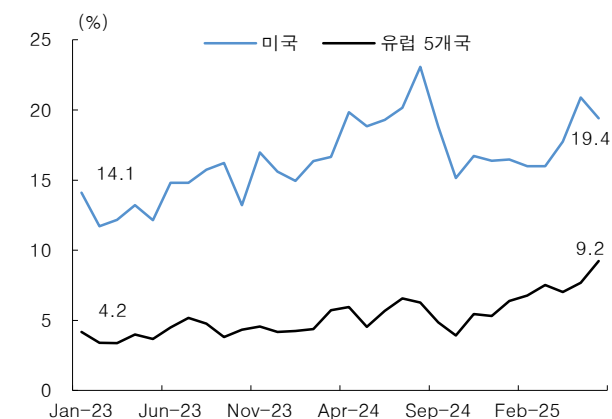
자료: ITC, 한국투자증권

[그림 5] 2023년~2025년 3월까지 미국과 유럽 5개국의 수입 화장품 중 한국으로부터 수입하는 물량 비중(M/S) 비교. 다양한 국가가 모여 있는 유럽에서의 확장 속도는 단일 국가보다 빠르기 어려움



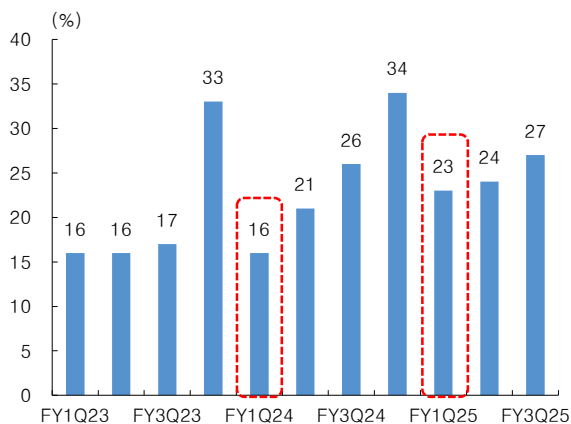
주: 1. HS code 3304 기준  
2. 유럽 5개국은 프랑스, 독일, 영국, 네덜란드, 폴란드임  
자료: ITC, 한국투자증권

[그림 6] 2023년~2025년 6월까지 한국 화장품 수출 물량에서 미국향과 유럽 5개국 향의 비중 비교



주: 1. HS code 3304 기준  
2. 유럽 5개국은 프랑스, 독일, 영국, 네덜란드, 폴란드임  
자료: TRASS, 한국투자증권

[그림 7] 엘프뷰티의 매출액 대비 디지털 투자/프로모션비 비중. 작년 8월 9일에 1QFY25 실적을 발표한 엘프뷰티의 실적에서 미국 시장 내 경쟁 심화에 대한 힌트를 얻을 수 있었음. 1QFY25 매출액대비 디지털투자/프로모션비 비중은 23%였음(+7.0%p YoY)



주: 엘프뷰티는 3월말 결산법인이며 1QFY25는 24년 4~6월  
자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 8] 영국에 상장되어있는 인디브랜드사인 Warpaint London. 지난 달 주가가 급락한 이유는 시장 예상보다 회사의 FY25 상반기 매출 증가율이 부진할 거라고 언급했기 때문. 그 요인 중 하나로 미국의 관세 부과에 따른 미국 사업 부진이라고 언급



주: 1. FY2024 기준 전체 매출에서 미국 매출 비중은 8.6%, 영국 비중은 34.9%, EU 비중은 53.3%  
2. Warpaint London은 12월말 결산법인이며, FY25는 25년 1~12월  
자료: Bloomberg, 한국투자증권

## 당사 커버리지 화장품 기업 실적

<표 2> 아모레퍼시픽 연결 실적 추정

(단위: 십억원, %)

|             | 1Q24  | 2Q24    | 3Q24  | 4Q24  | 1Q25  | 2Q25F   | 3Q25F | 4Q25F | 1Q26F | 2Q26F | 3Q26F | 4Q26F | 2023   | 2024  | 2025F  | 2026F | 2027F |
|-------------|-------|---------|-------|-------|-------|---------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|-------|--------|-------|-------|
| 매출액         | 911   | 905     | 977   | 1,092 | 1,068 | 1,024   | 1,089 | 1,226 | 1,250 | 1,124 | 1,195 | 1,347 | 3,674  | 3,885 | 4,407  | 4,916 | 5,432 |
| 국내          | 564   | 512     | 535   | 547   | 577   | 558     | 602   | 624   | 661   | 589   | 641   | 661   | 2,211  | 2,157 | 2,361  | 2,551 | 2,720 |
| 해외          | 337   | 298     | 289   | 384   | 373   | 343     | 334   | 432   | 459   | 396   | 384   | 499   | 1,392  | 1,308 | 1,482  | 1,737 | 2,020 |
| 코스알엑스       |       | 97      | 136   | 137   | 100   | 110     | 141   | 157   | 118   | 126   | 156   | 174   |        | 369   | 507    | 574   | 640   |
| 매출총이익       | 646   | 638     | 683   | 779   | 769   | 685     | 715   | 823   | 860   | 757   | 787   | 909   | 2,519  | 2,747 | 2,992  | 3,314 | 3,656 |
| 영업이익        | 73    | 4       | 65    | 79    | 118   | 72      | 114   | 118   | 154   | 90    | 131   | 134   | 108    | 221   | 422    | 510   | 597   |
| 국내          | 49    | 15      | 47    | 35    | 49    | 37      | 49    | 45    | 61    | 44    | 53    | 49    | 136    | 146   | 180    | 206   | 233   |
| 해외          | 32    | (23)    | (18)  | 11    | 42    | 13      | 34    | 43    | 67    | 19    | 43    | 51    | (43)   | 2     | 132    | 180   | 226   |
| 코스알엑스       |       | 8       | 43    | 31    | 27    | 30      | 39    | 38    | 35    | 36    | 43    | 42    |        | 83    | 135    | 156   | 171   |
| 세전이익        | 102   | 514     | 54    | (50)  | 141   | 71      | 110   | 115   | 151   | 88    | 128   | 130   | 281    | 621   | 437    | 498   | 585   |
| 순이익         | 79    | 531     | 38    | (55)  | 111   | 45      | 81    | 82    | 113   | 66    | 96    | 98    | 180    | 593   | 319    | 373   | 439   |
| YoY 증가율 (%) |       |         |       |       |       |         |       |       |       |       |       |       |        |       |        |       |       |
| 매출액         | (0.2) | (4.3)   | 9.9   | 17.9  | 17.1  | 13.2    | 11.5  | 12.3  | 17.1  | 9.8   | 9.7   | 9.9   | (11.1) | 5.7   | 13.4   | 11.6  | 10.5  |
| 매출총이익       | 5.2   | (0.9)   | 11.3  | 20.5  | 19.1  | 7.3     | 4.7   | 5.6   | 11.8  | 10.6  | 10.0  | 10.5  | (10.0) | 9.0   | 8.9    | 10.7  | 10.3  |
| 영업이익        | 12.9  | (29.5)  | 277.7 | 279.7 | 62.0  | 1,637.4 | 74.3  | 50.7  | 31.2  | 25.2  | 15.7  | 13.0  | (49.5) | 103.8 | 91.3   | 20.9  | 17.2  |
| 순이익         | (9.9) | 2,304.6 | 34.4  | NM    | 41.0  | (91.5)  | 115.6 | NM    | 2.1   | 47.3  | 18.6  | 18.5  | 33.9   | 229.4 | (46.2) | 16.9  | 17.5  |

주: 1. 코스알엑스는 2024년 5월 1일부터 연결 반영. 이에 따라 2024년 2분기에 관련된 일회성 손익이 영업외손익에 반영

2. 아모레퍼시픽은 코스알엑스의 분기 실적을 공개하지 않으며, 상위 실적은 당사 추정

3. 순이익은 지배주주순이익임

자료: 아모레퍼시픽, 한국투자증권

<표 3> 달바글로벌 실적 추정

(단위: 십억원, %)

|       | 1Q24 | 2Q24 | 3Q24 | 4Q24 | 1Q25  | 2Q25F | 3Q25F | 4Q25F | 1Q26F | 2Q26F | 3Q26F | 4Q26F | 2023 | 2024 | 2025F | 2026F | 2027F |
|-------|------|------|------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|------|------|-------|-------|-------|
| 매출    | 66   | 74   | 74   | 95   | 114   | 131   | 154   | 163   | 163   | 179   | 208   | 226   | 201  | 309  | 562   | 776   | 1,012 |
| 해외    |      |      |      |      | 64    | 75    | 96    | 101   | 109   | 119   | 146   | 159   | 45   | 141  | 336   | 533   | 802   |
| 러시아   |      |      |      |      | 11    | 16    | 26    | 26    | 28    | 31    | 42    | 42    | 17   | 40   | 79    | 143   | 243   |
| 일본    |      |      |      |      | 22    | 25    | 25    | 27    | 30    | 32    | 32    | 38    | 10   | 32   | 99    | 131   | 165   |
| 아세안   |      |      |      |      | 13    | 14    | 19    | 20    | 22    | 23    | 31    | 34    | 6    | 26   | 66    | 111   | 171   |
| 북미    |      |      |      |      | 8     | 9     | 12    | 12    | 11    | 12    | 15    | 15    | 10   | 25   | 41    | 52    | 79    |
| 중화권   |      |      |      |      | 4     | 6     | 7     | 9     | 8     | 11    | 12    | 15    | 0    | 9    | 27    | 46    | 69    |
| 국내    |      |      |      |      | 50    | 55    | 58    | 62    | 53    | 59    | 63    | 67    |      | 168  | 184   | 243   | 210   |
| 매출총이익 | 49   | 57   | 57   | 71   | 86    | 99    | 117   | 122   | 123   | 135   | 158   | 169   | 147  | 234  | 423   | 585   | 764   |
| 영업이익  | 15   | 18   | 14   | 13   | 30    | 38    | 44    | 42    | 47    | 54    | 63    | 60    | 32   | 60   | 155   | 224   | 299   |
| 순이익   | (21) | 14   | 10   | 13   | 25    | 31    | 35    | 33    | 37    | 42    | 50    | 47    | 14   | 15   | 123   | 177   | 235   |
| YoY   |      |      |      |      |       |       |       |       |       |       |       |       |      |      |       |       |       |
| 매출    |      |      |      |      | 71.9  | 76.9  | 109.4 | 71.3  | 42.9  | 36.8  | 35.1  | 38.5  |      | 53.9 | 81.9  | 38.1  | 30.4  |
| 매출총이익 |      |      |      |      | 73.5  | 73.5  | 105.7 | 71.3  | 43.1  | 37.0  | 35.3  | 38.7  |      | 59.6 | 80.6  | 38.3  | 30.5  |
| 영업이익  |      |      |      |      | 104.3 | 117.6 | 214.6 | 211.6 | 56.5  | 39.9  | 43.6  | 43.3  |      | 84.4 | 158.3 | 45.1  | 33.2  |
| 순이익   |      |      |      |      | NM    | 122.1 | 259.6 | 151.5 | 50.3  | 38.5  | 44.2  | 45.0  |      | 13.3 | 695.2 | 44.2  | 32.8  |

주: 1. 순이익은 지배주주순이익임

2. 2023과 2024년 RCPS가 보통주로 전환되면서 영업외에서 금융손실이 발생함. 모두 전환되었기 때문에 향후에는 관련 비용이 발생하지 않음

자료: 달바글로벌, 한국투자증권

<표 4> 코스맥스 실적 추정

(단위: 십억원, %)

|         | 1Q24  | 2Q24 | 3Q24 | 4Q24  | 1Q25   | 2Q25F  | 3Q25F | 4Q25F | 1Q26F | 2Q26F | 3Q26F | 4Q26F | 2023  | 2024  | 2025F | 2026F | 2027F |
|---------|-------|------|------|-------|--------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액     | 527   | 551  | 530  | 558   | 589    | 645    | 620   | 652   | 675   | 759   | 732   | 765   | 1,777 | 2,166 | 2,505 | 2,930 | 3,419 |
| 한국      | 315   | 348  | 348  | 346   | 363    | 427    | 424   | 419   | 416   | 498   | 495   | 492   | 1,058 | 1,358 | 1,633 | 1,902 | 2,195 |
| 중국      | 157   | 148  | 114  | 155   | 158    | 155    | 121   | 154   | 175   | 177   | 141   | 177   | 547   | 574   | 588   | 670   | 772   |
| 기타      | 54    | 56   | 68   | 57    | 68     | 63     | 75    | 79    | 84    | 83    | 96    | 96    | 172   | 234   | 285   | 358   | 452   |
| 매출총이익   | 101   | 112  | 98   | 108   | 105    | 131    | 114   | 126   | 120   | 154   | 135   | 148   | 294   | 418   | 476   | 557   | 650   |
| 영업이익    | 45    | 47   | 43   | 40    | 51     | 62     | 62    | 58    | 61    | 75    | 74    | 69    | 116   | 175   | 234   | 279   | 332   |
| 국내      | 30    | 35   | 40   | 35    | 34     | 49     | 48    | 42    | 41    | 57    | 57    | 50    | 87    | 139   | 173   | 204   | 236   |
| 중국      | 10    | 3    | (4)  | 3     | 10     | 7      | 6     | 8     | 11    | 8     | 8     | 10    | 29    | 11    | 31    | 38    | 47    |
| 기타      | 5     | 10   | 8    | 3     | 7      | 7      | 8     | 8     | 9     | 9     | 10    | 10    | (0)   | 25    | 30    | 37    | 49    |
| 세전이익    | 34    | 52   | 23   | 29    | 25     | 44     | 50    | 45    | 48    | 61    | 61    | 56    | 84    | 138   | 164   | 226   | 276   |
| 순이익     | 19    | 34   | 21   | 12    | 8      | 29     | 42    | 40    | 43    | 53    | 53    | 50    | 57    | 86    | 120   | 199   | 237   |
| YoY 증가율 |       |      |      |       |        |        |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| 매출액     | 30.6  | 15.1 | 15.6 | 27.8  | 11.7   | 17.0   | 17.0  | 16.8  | 14.6  | 17.6  | 18.0  | 17.4  | 11.1  | 21.9  | 15.7  | 16.9  | 16.7  |
| 매출총이익   | 81.2  | 35.0 | 24.9 | 40.2  | 4.2    | 17.0   | 17.0  | 16.8  | 14.6  | 17.6  | 18.0  | 17.4  | 43.1  | 42.4  | 13.9  | 17.0  | 16.7  |
| 영업이익    | 229.1 | 1.4  | 30.4 | 76.8  | 13.0   | 32.9   | 43.4  | 45.5  | 17.8  | 20.1  | 19.5  | 19.9  | 117.9 | 51.6  | 33.2  | 19.4  | 19.2  |
| 순이익     | 187.0 | 10.5 | 38.2 | 149.9 | (57.7) | (12.6) | 100.2 | 240.0 | 429.6 | 81.5  | 26.1  | 22.9  | 174.1 | 50.2  | 39.9  | 65.9  | 18.8  |

주: 1. 순이익은 지배주주순이익임

2. 코스맥스가 보유하고 있는 코스맥스 웨스트 지분율이 23년 3분기 기준 50%에서 23년 4분기 96.67%로 높아짐

자료: 코스맥스, 한국투자증권

<표 5> 한국콜마 실적 추정

(단위: 십억원, %)

|         | 1Q24  | 2Q24 | 3Q24  | 4Q24  | 1Q25 | 2Q25F | 3Q25F | 4Q25F | 1Q26F | 2Q26F | 3Q26F | 4Q26F | 2023    | 2024    | 2025F | 2026F | 2027F |
|---------|-------|------|-------|-------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|---------|---------|-------|-------|-------|
| 매출액     | 575   | 660  | 627   | 590   | 649  | 735   | 738   | 684   | 750   | 828   | 870   | 777   | 2,156   | 2,452   | 2,805 | 3,226 | 3,644 |
| 한국      | 248   | 297  | 274   | 241   | 274  | 338   | 335   | 294   | 325   | 393   | 430   | 356   | 857     | 1,060   | 1,241 | 1,504 | 1,791 |
| 중국      | 39    | 53   | 37    | 30    | 42   | 57    | 42    | 34    | 46    | 64    | 47    | 39    | 177     | 159     | 175   | 196   | 223   |
| 미국      | 7     | 13   | 18    | 20    | 22   | 23    | 24    | 25    | 27    | 27    | 32    | 31    | 37      | 58      | 94    | 117   | 144   |
| 캐나다     | 9     | 13   | 9     | 9     | 9    | 9     | 10    | 9     | 9     | 9     | 10    | 10    | 46      | 40      | 36    | 38    | 42    |
| 연우      | 67    | 74   | 73    | 62    | 64   | 64    | 77    | 67    | 71    | 67    | 85    | 71    | 236     | 276     | 271   | 294   | 305   |
| 이노엔     | 213   | 219  | 229   | 236   | 247  | 253   | 260   | 264   | 281   | 277   | 275   | 281   | 829     | 897     | 1,025 | 1,114 | 1,180 |
| 매출총이익   | 161   | 194  | 177   | 168   | 186  | 213   | 211   | 195   | 214   | 238   | 250   | 222   | 578     | 699     | 805   | 925   | 1,044 |
| 영업이익    | 32    | 72   | 55    | 35    | 60   | 83    | 79    | 57    | 79    | 100   | 96    | 63    | 136     | 194     | 279   | 338   | 399   |
| 한국      | 23    | 44   | 37    | 18    | 34   | 53    | 51    | 28    | 41    | 66    | 66    | 34    | 80      | 122     | 165   | 207   | 248   |
| 중국      | 2     | 7    | 1     | (2)   | 3    | 8     | 3     | 1     | 3     | 8     | 2     | (0)   | 10      | 8       | 15    | 14    | 15    |
| 미국      | (3)   | (1)  | (3)   | 1     | 2    | (0)   | (1)   | 0     | 0     | 1     | 1     | 1     | (10)    | (6)     | 1     | 3     | 8     |
| 캐나다     | (2)   | (1)  | (2)   | (2)   | (1)  | (1)   | (1)   | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | (2)     | (7)     | (4)   | 0     | 0     |
| 연우      | 0     | 1    | 1     | (1)   | (1)  | (1)   | 0     | 0     | 0     | 0     | 1     | 0     | (0)     | 1       | (1)   | 2     | 3     |
| 이노엔     | 17    | 24   | 22    | 24    | 25   | 25    | 27    | 27    | 34    | 25    | 26    | 27    | 66      | 88      | 105   | 112   | 125   |
| 세전이익    | 20    | 59   | 35    | 25    | 32   | 64    | 65    | 54    | 72    | 93    | 84    | 55    | 34      | 140     | 215   | 304   | 368   |
| 순이익     | 6     | 35   | 15    | 34    | 13   | 43    | 43    | 36    | 46    | 60    | 54    | 36    | 5       | 90      | 135   | 195   | 236   |
| YoY (%) |       |      |       |       |      |       |       |       |       |       |       |       |         |         |       |       |       |
| 매출액     | 17.9  | 10.1 | 21.3  | 7.0   | 12.9 | 11.3  | 17.7  | 15.8  | 15.6  | 12.7  | 17.9  | 13.6  | 15.5    | 13.7    | 14.4  | 15.0  | 13.0  |
| 매출이이익   | 37.5  | 18.7 | 25.2  | 7.0   | 15.7 | 10.0  | 19.3  | 16.3  | 15.4  | 11.9  | 18.3  | 14.0  | 23.3    | 20.9    | 15.2  | 14.9  | 12.9  |
| 영업이익    | 168.9 | 28.9 | 75.7  | (6.0) | 84.8 | 16.3  | 44.4  | 61.0  | 31.4  | 20.3  | 21.8  | 10.7  | 85.8    | 42.4    | 43.8  | 21.2  | 18.1  |
| 순이익     | 68.6  | 27.6 | 185.0 | (1.6) | 48.3 | 20.0  | 36.0  | 52.8  | 20.3  | 24.5  | 30.8  | 22.5  | (123.6) | 1,634.9 | 50.1  | 44.5  | 20.8  |

주: 순이익은 지배주주 순이익

자료: 한국콜마, 한국투자증권

&lt;표 6&gt; 에이피알 실적 추정

(단위: 십억원, %)

|                | 1Q24       | 2Q24       | 3Q24       | 4Q24       | 1Q25       | 2Q25F      | 3Q25F      | 4Q25F      | 1Q26F      | 2Q26F      | 3Q26F      | 4Q26F      | 2023       | 2024       | 2025F        | 2026F        | 2027F        |
|----------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>매출</b>      | <b>149</b> | <b>155</b> | <b>174</b> | <b>244</b> | <b>266</b> | <b>291</b> | <b>300</b> | <b>339</b> | <b>311</b> | <b>349</b> | <b>353</b> | <b>398</b> | <b>524</b> | <b>723</b> | <b>1,196</b> | <b>1,410</b> | <b>1,638</b> |
| 국내             | 83         | 78         | 73         | 88         | 77         | 76         | 74         | 90         | 83         | 82         | 80         | 96         | 293        | 322        | 317          | 341          | 377          |
| 해외             | 66         | 77         | 101        | 156        | 189        | 215        | 225        | 249        | 228        | 267        | 272        | 302        | 230        | 401        | 878          | 1,069        | 1,261        |
| 미국             | 25         | 25         | 40         | 69         | 71         | 73         | 88         | 115        | 93         | 96         | 106        | 138        | 68         | 158        | 346          | 433          | 506          |
| 일본             | 10         | 9          | 15         | 18         | 29         | 38         | 30         | 33         | 40         | 40         | 32         | 39         | 33         | 52         | 130          | 151          | 177          |
| 기타국가           | 11         | 20         | 25         | 44         | 61         | 73         | 80         | 69         | 76         | 93         | 101        | 86         | 35         | 100        | 283          | 356          | 420          |
| <b>영업이익</b>    | <b>28</b>  | <b>28</b>  | <b>27</b>  | <b>40</b>  | <b>55</b>  | <b>62</b>  | <b>57</b>  | <b>58</b>  | <b>68</b>  | <b>79</b>  | <b>72</b>  | <b>72</b>  | <b>104</b> | <b>123</b> | <b>232</b>   | <b>291</b>   | <b>346</b>   |
| <b>지배주주순이익</b> | <b>24</b>  | <b>24</b>  | <b>16</b>  | <b>43</b>  | <b>50</b>  | <b>54</b>  | <b>49</b>  | <b>51</b>  | <b>59</b>  | <b>67</b>  | <b>62</b>  | <b>63</b>  | <b>82</b>  | <b>108</b> | <b>204</b>   | <b>251</b>   | <b>298</b>   |
| <b>YoY 증가율</b> |            |            |            |            |            |            |            |            |            |            |            |            |            |            |              |              |              |
| 매출             | 21.9       | 21.8       | 42.8       | 60.6       | 78.6       | 87.0       | 72.2       | 38.9       | 16.9       | 20.0       | 17.6       | 17.3       | 31.7       | 38.0       | 65.5         | 17.9         | 16.1         |
| 영업이익           | 19.7       | 13.0       | 24.6       | 15.5       | 96.5       | 121.9      | 109.8      | 46.3       | 24.3       | 27.0       | 26.8       | 23.4       | 165.6      | 17.8       | 89.0         | 25.4         | 19.0         |
| 지배주주순이익        | 18.7       | 28.4       | (12.9)     | 80.0       | 107.3      | 123.8      | 204.5      | 18.0       | 17.6       | 24.4       | 27.9       | 22.4       | 172.2      | 31.9       | 89.4         | 23.1         | 18.6         |

주: 1. 기타국가는 에이피알의 비주력 해외국가(미국, 일본, 중화권 외)를 의미. 2025년 1분기 기준 기타국가 매출 중 약 80~90%는 B2B 매출

2. PDRN/PN 관련한 사업은 회사가 달성 가능한 실적 등을 추정하기 어렵기 때문에 실적에 반영하지 않았음

자료: 에이피알, 한국투자증권

<표 7> 커버리지 valuation

| 투자의견 및 목표주가        |               |         |       | 실적 및 Valuation |               |              |            |            |            |            |            |                  |           |
|--------------------|---------------|---------|-------|----------------|---------------|--------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------------|-----------|
| 종목                 |               |         |       | 매출액<br>(십억원)   | 영업이익<br>(십억원) | 순이익<br>(십억원) | EPS<br>(원) | BPS<br>(원) | PER<br>(배) | PBR<br>(배) | ROE<br>(%) | EV/EBITDA<br>(배) | DY<br>(%) |
| 아모레퍼시픽<br>(090430) | 투자의견          | 매수      | 2023A | 3,674          | 108           | 180          | 2,609      | 70,987     | 55.6       | 2.04       | 3.7        | 22.2             | 0.6       |
|                    | 목표주가(원)       | 180,000 | 2024A | 3,885          | 220           | 593          | 8,601      | 76,206     | 12.2       | 1.38       | 11.7       | 13.0             | 1.1       |
|                    | 현재가 (7/18, 원) | 135,600 | 2025F | 4,407          | 422           | 319          | 4,629      | 79,265     | 29.3       | 1.71       | 6.0        | 11.7             | 1.1       |
|                    | 시가총액(십억원)     | 7,931   | 2026F | 4,916          | 510           | 373          | 5,411      | 82,753     | 25.1       | 1.64       | 6.7        | 10.1             | 1.4       |
|                    |               |         | 2027F | 5,432          | 597           | 439          | 6,359      | 87,190     | 21.3       | 1.56       | 7.5        | 9.1              | 1.4       |
| 에이피알<br>(278470)   | 투자의견          | 매수      | 2023A | 524            | 104           | 82           | 450        | 5,414      | 0.0        | 0.00       | 54.9       | (0.9)            | NM        |
|                    | 목표주가(원)       | 115,000 | 2024A | 723            | 123           | 108          | 2,875      | 10,058     | 17.4       | 4.97       | 41.3       | 12.7             | 0.0       |
|                    | 현재가 (7/18, 원) | 170,000 | 2025F | 1,196          | 232           | 204          | 5,478      | 15,103     | 31.0       | 11.26      | 48.6       | 24.6             | 0.0       |
|                    | 시가총액(십억원)     | 6,467   | 2026F | 1,410          | 291           | 251          | 6,700      | 21,695     | 25.4       | 7.84       | 39.2       | 19.8             | 0.0       |
|                    |               |         | 2027F | 1,638          | 346           | 298          | 7,949      | 29,516     | 21.4       | 5.76       | 32.5       | 16.8             | 0.0       |
| 코스맥스<br>(192820)   | 투자의견          | 매수      | 2023A | 1,777          | 116           | 57           | 5,036      | 31,968     | 25.1       | 3.95       | 12.1       | 10.5             | 0.4       |
|                    | 목표주가(원)       | 300,000 | 2024A | 2,166          | 175           | 86           | 7,562      | 41,737     | 19.7       | 3.57       | 20.5       | 9.5              | 1.5       |
|                    | 현재가 (7/18, 원) | 243,000 | 2025F | 2,505          | 234           | 120          | 10,580     | 45,431     | 23.0       | 5.35       | 24.3       | 10.7             | 1.3       |
|                    | 시가총액(십억원)     | 2,757   | 2026F | 2,930          | 279           | 199          | 17,550     | 63,617     | 13.8       | 3.82       | 32.2       | 8.8              | 1.6       |
|                    |               |         | 2027F | 3,419          | 332           | 237          | 20,858     | 80,343     | 11.7       | 3.02       | 29.0       | 7.2              | 1.8       |
| 달바글로벌<br>(483650)  | 투자의견          | 매수      | 2023A | 201            | 32            | 14           | 1,542      | 1,658      | 0.0        | 0.00       | 87.7       | 0.0              | NM        |
|                    | 목표주가(원)       | 230,000 | 2024A | 309            | 60            | 15           | 1,445      | 8,902      | 0.0        | 0.00       | 26.2       | (0.8)            | NM        |
|                    | 현재가 (7/18, 원) | 211,000 | 2025F | 562            | 155           | 123          | 10,340     | 15,885     | 20.4       | 13.28      | 83.4       | 15.9             | 1.2       |
|                    | 시가총액(십억원)     | 2,553   | 2026F | 776            | 224           | 177          | 14,641     | 26,866     | 14.4       | 7.85       | 68.5       | 10.6             | 1.7       |
|                    |               |         | 2027F | 1,012          | 299           | 235          | 19,439     | 41,445     | 10.9       | 5.09       | 56.9       | 7.6              | 2.3       |
| 한국콜마<br>(161890)   | 투자의견          | 매수      | 2023A | 2,156          | 136           | 5            | 227        | 28,347     | 236.1      | 1.89       | 0.8        | 12.3             | 1.1       |
|                    | 목표주가(원)       | 120,000 | 2024A | 2,452          | 194           | 90           | 3,830      | 33,579     | 14.4       | 1.64       | 12.5       | 10.3             | 1.3       |
|                    | 현재가 (7/18, 원) | 98,300  | 2025F | 2,805          | 279           | 135          | 5,723      | 38,438     | 17.2       | 2.56       | 15.9       | 10.4             | 0.9       |
|                    | 시가총액(십억원)     | 2,320   | 2026F | 3,226          | 338           | 195          | 8,277      | 45,678     | 11.9       | 2.15       | 19.7       | 8.9              | 1.1       |
|                    |               |         | 2027F | 3,644          | 399           | 236          | 10,000     | 54,434     | 9.8        | 1.81       | 20.0       | 7.8              | 1.3       |

자료: 각 사, 한국투자증권

기업개요 및 용어해설

아모레퍼시픽은 2006년 아모레퍼시픽그룹을 인적분할하여 설립, 코스피에 상장하였음. 2023년 기준 판매 경로 별 매출 비중은 순수 국내 42%, 면세 20%와 해외법인 및 수출 38%임. 주요 라인업으로 럭셔리 브랜드 설화수와 프리미엄 브랜드 라네즈가 있으며, 생활용품 브랜드로 러, 미쟈센 등이 있음

달바글로벌은 2016년 설립된 화장품 브랜드 기업으로 화장품, 건강기능식품, 홈뷰티기기 판매를 주요 사업으로 운영. 프 프리미엄 스킨케어를 지향하는 달바 브랜드 매출 비중이 99%로 가장 큼(2024년 기준). 최근에는 일본, 러시아 등을 넘어 미국과 유럽 시장으로 진출 영역을 확대 중. 2024년 3분기에는 신규 라인인 d'Alba Signature를 런칭하여 뷰티 디바이스의 판매를 개시함

코스맥스는 2013년 인적분할 형태로 코스맥스비티아이와 분할되어 2014년 설립되었고, 당해 코스피에 상장됨. 화장품 ODM 전문 기업으로 자체 개발한 제품을 고객사에 제안한 후 주문 받아 완제품을 공급함. 전체 매출의 98% 이상이 ODM 제품이며 연구개발능력을 인정받아 국내는 물론 주요 글로벌 화장품 그룹에 제품을 공급하고 있음. 주요 자회사로는 중국 현지 및 다국적 화장품 기업에 제품을 공급하는 코스맥스 차이나와 광저우가 있음

한국콜마는 2012년 10월 코스피에 상장한 국내 최초 화장품·제약·건강기능식품 ODM 전문기업. 중국 및 북미에 진출해 글로벌 생산 네트워크 구축하며 지속적인 투자와 기술개발로 업계 선두 지위를 유지하고 있음. 자회사 에이치케이이노엔(주)을 통해 전문의약품 및 H&B 사업과 자회사 ㈜연우를 통해 화장품용기제조업을 영위. 2025년 1분기 기준, 화장품 매출 비중은 53.9%, 전문의약품 34.6%, 패키징 9.8%임

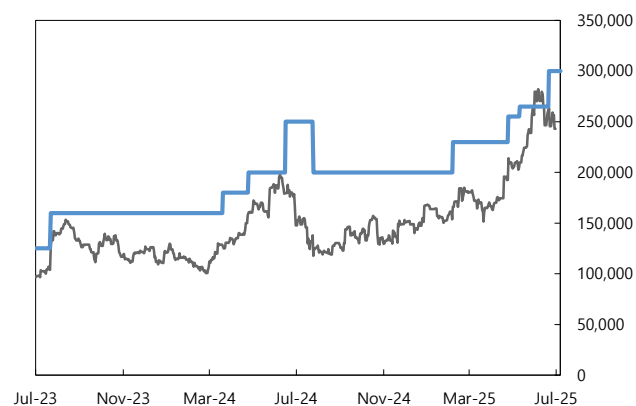
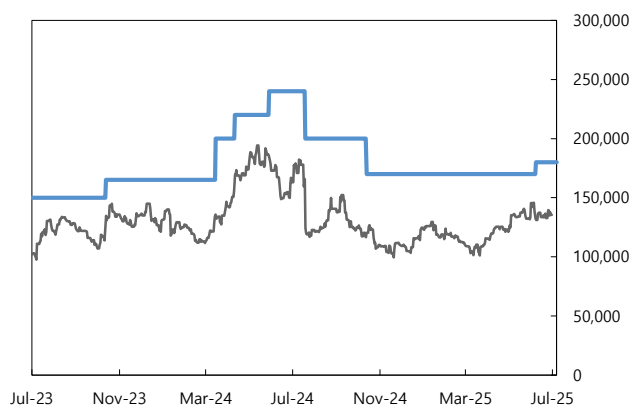
에이피알은 홈뷰티 디바이스 브랜드인 ‘메디큐브(에이지알)’, 화장품 브랜드인 ‘메디큐브’ 등을 보유하고 있는 뷰티테크 기업. 회사는 기술 개발 능력을 내재화하고, 자체 공장을 활용해 원가를 절감하여 경쟁사 대비 합리적인 가격대에 상품을 판매할 수 있음. 또한, 홈뷰티 디바이스와 화장품의 결합 판매를 통해 매출 규모를 확장. 2023년 기준 홈뷰티 디바이스 매출 비중은 42%, ‘메디큐브’를 포함한 화장품 매출 비중은 40%이며 패션 브랜드인 ‘널다’ 등 기타 매출 비중은 18% 수준. 회사는 해외 확장도 활발히 진행하고 있으며, 2023년 기준 내수 매출 비중은 61%, 수출 비중은 39%임. 전체 매출 중 미국 매출 비중은 13%, 중국은 7%, 일본은 6% 수준

투자의견 및 목표주가 변경내역

| 종목(코드번호)        | 제시일자       | 투자의견 | 목표주가     | 과리율     |              | 종목(코드번호)       | 제시일자       | 투자의견 | 목표주가     | 과리율     |              |
|-----------------|------------|------|----------|---------|--------------|----------------|------------|------|----------|---------|--------------|
|                 |            |      |          | 평균주가 대비 | 최고(최저) 주가 대비 |                |            |      |          | 평균주가 대비 | 최고(최저) 주가 대비 |
| 아모레퍼시픽 (090430) | 2023.07.10 | 매수   | 150,000원 | -20.8   | -10.7        |                | 2025.02.25 | 매수   | 230,000원 | -24.5   | -14.7        |
|                 | 2023.11.01 | 매수   | 165,000원 | -22.3   | -12.1        |                | 2025.05.14 | 매수   | 255,000원 | -19.0   | -17.3        |
|                 | 2024.04.03 | 매수   | 200,000원 | -30.1   | -22.1        |                | 2025.05.30 | 매수   | 265,000원 | -3.6    | 6.4          |
|                 | 2024.04.30 | 매수   | 220,000원 | -18.5   | -11.7        |                | 2025.07.10 | 매수   | 300,000원 | -       | -            |
|                 | 2024.06.17 | 매수   | 240,000원 | -30.4   | -24.0        | 에이퍼알 (278470)  | 2024.02.02 | NR   | -        | -       | -            |
|                 | 2024.08.07 | 매수   | 200,000원 | -35.8   | -23.9        |                | 2024.05.27 | 매수   | 86,000원  | -21.9   | -6.4         |
|                 | 2024.11.01 | 매수   | 170,000원 | -30.7   | -14.3        |                | 2024.08.01 | 매수   | 76,000원  | -26.4   | 29.5         |
| 코스맥스 (192820)   | 2025.06.27 | 매수   | 180,000원 | -       | -            |                | 2025.05.09 | 매수   | 115,000원 | -       | -            |
|                 | 2023.06.28 | 매수   | 125,000원 | -22.6   | -14.4        | 달바글로벌 (483650) | 2025.05.06 | NR   | -        | -       | -            |
|                 | 2023.08.10 | 매수   | 160,000원 | -22.9   | -4.1         |                | 2025.05.30 | 매수   | 180,000원 | -5.0    | 9.4          |
|                 | 2024.04.08 | 매수   | 180,000원 | -24.6   | -12.4        |                | 2025.07.08 | 매수   | 230,000원 | -       | -            |
|                 | 2024.05.14 | 매수   | 200,000원 | -12.5   | -1.1         | 한국콜마 (161890)  | 2025.05.30 | 매수   | 105,000원 | -13.6   | -4.7         |
|                 | 2024.07.05 | 매수   | 250,000원 | -37.4   | -24.9        |                | 2025.07.04 | 매수   | 120,000원 | -       | -            |
|                 | 2024.08.13 | 매수   | 200,000원 | -29.1   | -15.9        |                |            |      |          |         |              |

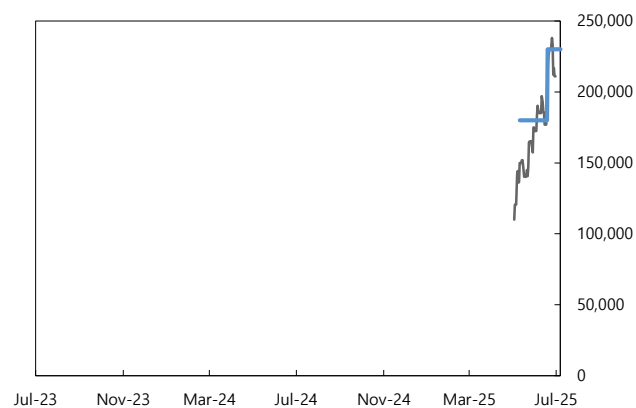
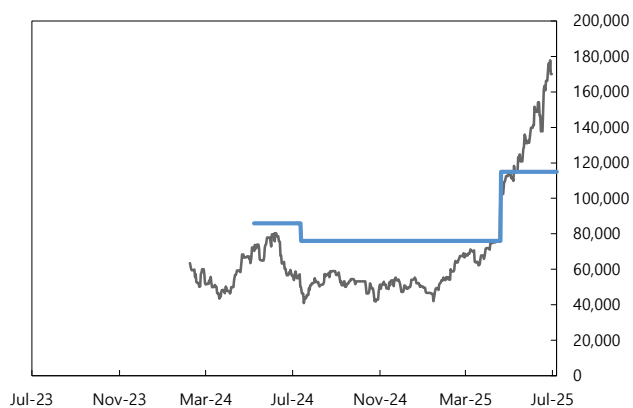
아모레퍼시픽(090430)

코스맥스(192820)

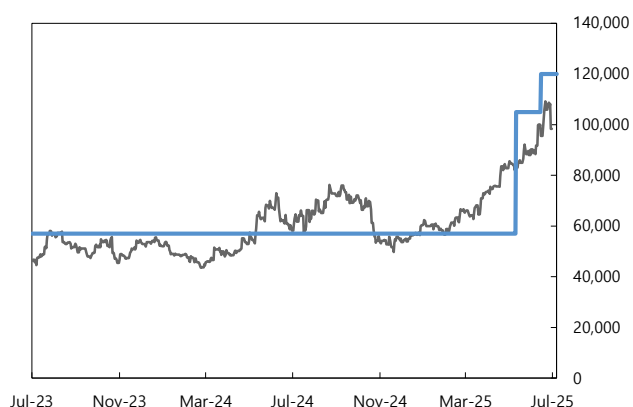


에이피알(278470)

달바글로벌(483650)



한국콜마(161890)



#### ■ Compliance notice

- 당사는 2025년 7월 21일 현재 아모레퍼시픽, 한국콜마, 코스맥스, 에이피알, 달바글로벌 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 리포트의 내용 일부를 기관투자가 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 리포트의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 아모레퍼시픽 발행주식을 기초자산으로 하는 ELW(주식워런트증권)를 발행 중이며, 당해 ELW에 대한 유동성공급자(LP)입니다.

#### ■ 기업 투자 의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가 등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중 립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

#### ■ 투자등급 비율 (2025. 6. 30 기준)

| 매수    | 중립    | 비중축소(매도) |
|-------|-------|----------|
| 77.9% | 22.1% | 0%       |

※ 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

#### ■ 업종 투자 의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중 립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 리포트는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 리포트는 당사 리서치본부에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 리포트로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 리포트는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 본 리포트에 제시된 종목들은 리서치본부에서 수집한 자료 및 정보 또는 계량화된 모델을 기초로 작성된 것이나, 당사의 공식적인 의견과는 다를 수 있습니다.

■ 이 리포트에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.