

금쪽상담소3

Beauty vs Bio



김후정 Fund Analyst
02 3770 3605
hujung.kim@yuantakorea.com

하현수 제약/바이오
02 3770 2688
hyunsoo.ha@yuantakorea.com

이승은 화장품/유통
02 3770 5588
seungeun.lee@yuantakorea.com

금쪽상담소3

Beauty vs Bio



김후정

Fund Analyst

02 3770 3605

hujung.kim@yuantakorea.com



하현수

제약/바이오

02 3770 2688

hyunsoo.ha@yuantakorea.com



이승은

화장품/유통

02 3770 5588

seungeun.lee@yuantakorea.com

CONTENTS

1. 헬스케어에서 Wellness로

Wellness 부상과 투자자 대응	07
기대수명 연장과 삶의 질	08
국내외 투자자의 Wellness 투자	14
Appendix	19

2. 주요 시장이 된 비만

높았던 미충족 수요	25
비만 이후 주목할 질환은?	30
Novo Nordisk(NVO)	38
디앤디파마텍(347850)	41
에이비엘바이오(298380)	44

3. 웰니스 트렌드와 K-Beauty

웰니스 뷰티(Wellness Beauty) 투자 기회	47
아모레퍼시픽(090430)	61
L'Oréal(OR FP)	65

SUMMARY

헬스케어에서 Wellness로

전세계적으로 출생률이 낮아지고 기대 수명이 늘어나면서, 삶의 질을 높일 수 있는 방안들이 여러 분야에서 나오고 있다. 고령자 증가로 만성질환 치료와 외모 관리에 대한 관련 시장이 주목을 받고 있다. 금융시장에서도 만성 질환의 주 원인이 비만과 피부 관리를 주축으로 하는 Wellness 컨셉의 금융 상품이 성장을 하고 있다. 주요 글로벌 기관투자자의 포트폴리오에서도 Wellness 강화가 나타나고 있으며, 테마펀드에서도 관련 종목만 주로 편입하는 테마 펀드가 부상하고 있다.

비만 인구가 늘어나면서 비만 치료제에 대한 관심이 높았으나 효과적이고 장기 투약시 안전한 치료제의 부재로 미충족 수요가 높았다. 높은 미충족 수요가 있던 상황에서 우수한 체중 감량과 안전성을 보유한 GLP-1 기전의 비만 치료제가 등장하며 비만 시장은 빠르게 증가하고 있다. 비만 치료제는 경구용 제형으로 확대되며 추가적인 시장 성장이 예상된다. 연초 J&J는 Intra-cellular를 인수하며 CNS 파이프라인을 강화했으며, 23년말 BMS와 Abbvie도 대형 M&A를 통해 CNS 파이프라인을 확보하는 등 빅파마들의 CNS 질환에 대한 관심도는 높아지고 있다. 이는 우울증, 조현병 등 정신 질환에서 여전히 효과적인 약물의 필요성이 높으며 고령화 인구가 늘어나며 퇴행성 뇌질환 치료제에 대한 필요성도 커지고 있기 때문으로 보여 치료제 등장에 따라 가파른 성장이 예상된다.

글로벌 신약 출시에 가까이 다가가는 중

제약/바이오 섹터는 21년 이후 시장 수익률을 하회하는 부진한 모습을 보여왔으며 시장 수익률을 상회한 기간인 15년, 17년, 20년은 모두 글로벌 신약 개발에 대한 기대감이 높았던 시기로 15년에는 한미약품이 대규모 L/O를 연달아 성공했으며 17년에는 셀트리온의 램시마가 16년 11월 미국 시장에 출시하며 글로벌 판매에 대한 기대가 반영된 시기였다. 마지막 시기인 20년은 COVID-19 팬데믹 영향으로 COVID-19 백신과 치료제 개발 경쟁 시기로 개발 성공시 단숨에 블록버스터 의약품이 유력한 시기였다.

그 이후 기술 반환 등을 겪으면서 섹터 전반적으로 블록버스터 의약품 개발 가능성에 대한 회의감이 높아진 시기였으며 이는 섹터 전반적인センチ멘탈을 악화시키는 가장 주된 요인이었다.

그러나 10월 ESMO에서 유한양행이 얀센에 L/O한 레이저티닙 임상 중 타그리소를 대조군으로 하는 MARIPOSA 임상 결과 공개가 예상되며 현재 타그리소는 EGFR 양성 NSCLC의 표준 치료법이자 블록버스터 약물의 지위를 가지고 있다. 따라서 직접 비교 임상에서 유의미한 차이를 확인할 수 있다면 레이저티닙/아미반타맵이 새로운 표준 요법의 지위가 유력할 것으로 예상하며 단기간에 블록버스터가 될 것으로 예상된다.

레이저티닙 성공과 함께 섹터 내 신약 개발 기대감이 다시 회복 될 것으로 기대하며, 하반기 주목할 만한 신약 파이프라인 및 모달리티에 대한 자료를 작성하였다.

SUMMARY

웰니스 트렌드와 K-Beauty: 웰니스 뷰티(Wellness Beauty) 투자 기회

화장품 산업의 투자 전략은 포트폴리오 다각화와 신흥 시장 확대를 중심으로 진행되고 있으며, 특히 중국 및 면세 시장 의존도를 낮추는 것이 중요한 과제로 부각되고 있다. 로레알과 아모레퍼시픽은 비중국 시장에서의 성장과 제품 다각화를 통해 안정적인 성과를 기록하고 있으며, 반면 시세이도와 에스티 로더는 중국 및 면세 매출 의존도가 높아 주가 변동성이 큰 상황이다.

로레알이 닥터G를 인수한 사례는 글로벌 기업들의 K-뷰티 신뢰도를 높이고, K-더마코스메틱 시장의 가치를 더욱 상승시키는 계기가 되었다. 글로벌 대기업이 K-뷰티 브랜드를 인수하면 웰니스 펀드를 포함한 해외 투자자들의 관심이 증가하며, K-뷰티 브랜드의 성장 가능성이 더욱 높게 평가될 것으로 보인다.

특히 닥터G는 더마코스메틱 브랜드로서, 최근 피부 건강과 과학을 결합한 제품에 대한 글로벌 수요 증가에 힘입어 더욱 주목받고 있다. 해외 웰니스 펀드는 건강 중심 브랜드에 투자하는 경향이 있어, K-뷰티 더마 브랜드의 인수는 추가적인 투자 기회를 창출할 가능성이 크다.

또한, 로레알은 글로벌 유통망을 활용해 K-뷰티 브랜드의 시장 확장을 가속화하고 있으며, K-뷰티 브랜드들의 글로벌 진출 가능성이 확대되고 있다. 글로벌 기업들은 성장성이 높은 K-뷰티 브랜드에 적극적으로 투자하며, 향후 더 많은 인수·합병(M&A)이 이루어질 것으로 예상된다.

과거 사례를 보면, 에스티 로더는 닥터자르트(해브앤비), 유니레버는 AHC, 로레알은 스타일난다(3CE)를 인수하며 K-뷰티 브랜드 확장 전략을 적극적으로 추진해 왔다. 특히 로레알은 럭셔리와 더마코스메틱 브랜드를 균형 있게 인수하며 시장 내 입지를 공고히 하고 있다.

K-뷰티 브랜드의 인수는 빠른 트렌드 변화, 혁신적인 포뮬라, 독창적인 패키징을 갖춘 브랜드들의 글로벌 경쟁력을 반영하는 결과이며, 글로벌 기업들은 이를 활용해 아시아 및 신흥 시장 확장을 추진하고 있다.

한국은 우수한 ODM/OEM 제조 역량을 갖추고 있어 글로벌 기업들에게 매력적인 협력 대상이 되고 있으며, 특히 K-뷰티 브랜드는 높은 영업이익률(30~40%)을 기록하는 경우가 많아 투자 가치가 더욱 높아지고 있다.

웰니스와 더마코스메틱의 결합도 중요한 흐름으로, 미국과 유럽 소비자들은 자연 친화적 성분, 피부 재생, 항노화 제품을 선호하는 경향이 증가하고 있다. 이에 따라 K-뷰티 브랜드들은 기존 메이크업 중심에서 더마코스메틱 중심의 시장 확장을 시도하고 있다.

최근 뷰티 업계에서는 스킨케어 기능을 메이크업 및 헤어케어 제품에 적용하는 '스키니피케이션(Skinification)' 트렌드가 확산되며, K-뷰티 브랜드가 이러한 흐름을 선도하고 있다. 대표적인 예로 쿠션 팩트의 혁신이 있으며, 이는 한국에서 시작되어 글로벌 시장으로 확산되었다.

로레알을 비롯한 글로벌 기업들은 신흥 시장 확장과 럭셔리·더마코스메틱 브랜드 강화를 목표로 지속적인 M&A를 추진하고 있으며, 향후 K-뷰티 브랜드의 가치가 더욱 높아질 것으로 전망된다.



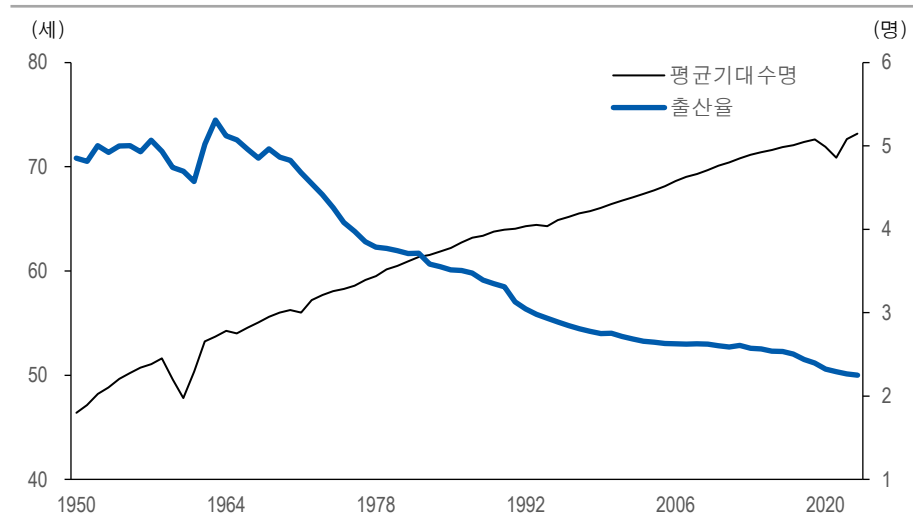
1. 헬스케어에서 Wellness로

Wellness 부상과 투자자 대응

기대수명 연장과 삶의 질

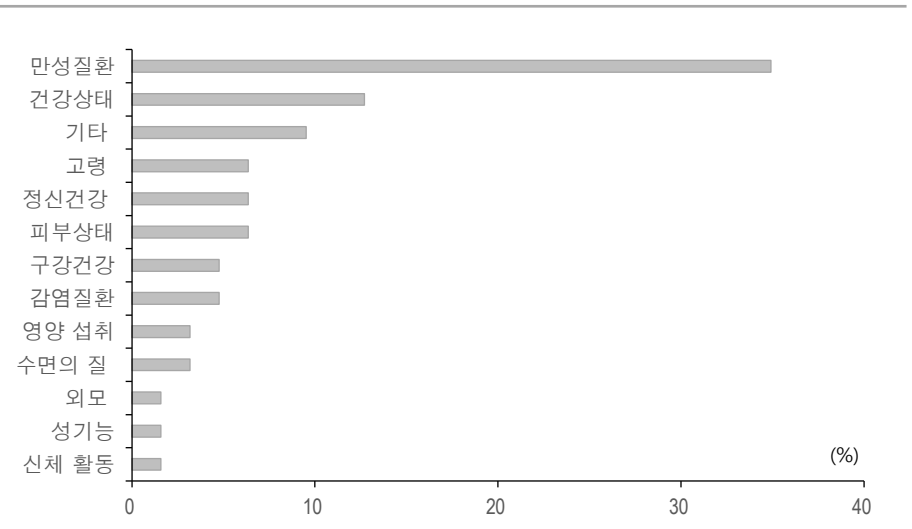
- 20세기 이후 의료기술 발전과 질병 예방 및 생활환경 변화 등으로 기대 수명이 빠르게 늘어나고 있음. 2023년 전세계 평균 기대 수명은 73.2세이며, 2100년에는 80세를 넘을 것으로 예상됨. 반면 출산율은 지속적으로 낮아져서, 1950년 4.9명이었던 전세계 평균 출산율은 2023년 2.3명으로 줄어들었음
- 기대수명이 길어지면서, 건강하게 장수할 수 있는 사회시스템과 개인의 건강관리가 중요해짐
- 기대수명 증가와 생활 수준 향상은 삶의 질에 대한 중요성을 높이고 있음. 삶의 질은 주관적이고 다차원적인 개념이나, 일반적으로 건강 상태가 삶에 미치는 전반적인 영향을 주고 있음. 삶의 질에 영향을 주는 대표적인 요인으로는 만성질환, 건강상태, 정신건강, 피부 상태, 구강건강 등을 들 수 있으며, 고령 인구의 증가로 관련 산업이 꾸준히 성장하고 있음

기대수명 연장과 출산율 저하



자료: 'Quality of Life assessment instruments for adults' (2020), 유안타증권 리서치센터

삶의 질을 결정짓는 것은 만성 질환 관리와 저속노화

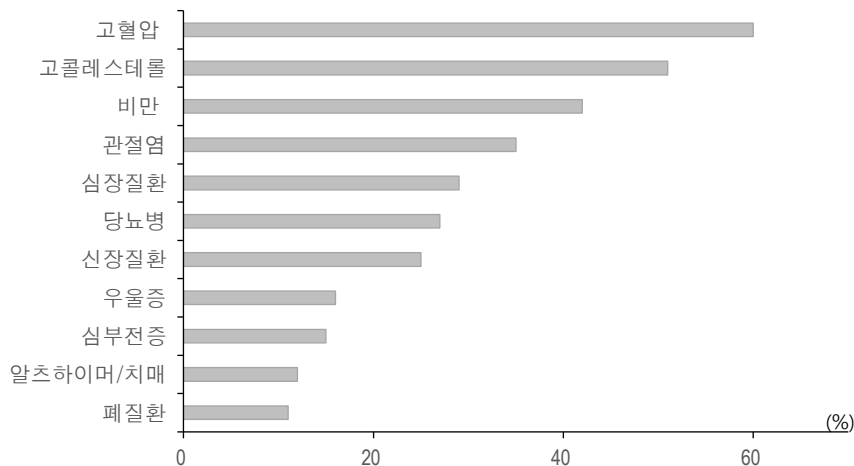


자료: 'Quality of Life assessment instruments for adults' (2020), 유안타증권 리서치센터

고령 인구와 건강·미용

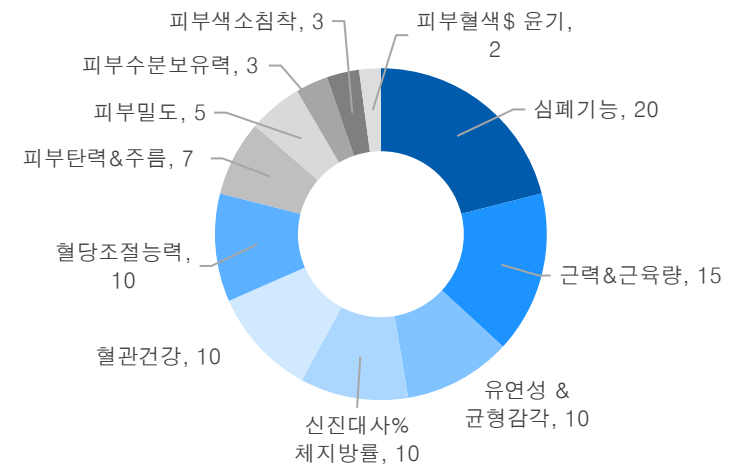
- 60세 이상 인구의 95%는 1개 이상의 만성 질환을 가지고 있으며, 79%는 만성 질환이 2개 이상이라고 추정
- 노인의 만성질환은 고혈압, 고콜레스테롤, 비만, 심장질환, 당뇨병 등 혈관과 순환기 문제의 비중이 가장 높음. 비만은 혈관과 여러 장기 등에 복합적으로 작용하고 있기 때문에, 비만 문제 해결은 만성 질환 예방과 치료에도 긍정적 역할을 줄 것으로 기대
- 신체 나이를 결정 하는 요소 중에는 피부와 관련된 요소도 20%를 차지하고 있음. 최근 노인이 되는 세대는 과거보다 체력도 좋고 교육 수준도 높아서, 젊게 살고 싶은 욕구가 강함. 외모적으로도 젊어보이기 위한 노력과 투자를 아끼지 않기 때문에, 관련 산업에서는 경제력을 가진 노인들에게 많은 관심을 기울이고 있음

60세 이상의 95%가 만성질환을 가지고 있으며, 비만이 큰 요인



자료: Natioinal Caoucil on Aging, 유안타증권 리서치센터

신체 나이 결정 요소 중 피부관련 비중 20%

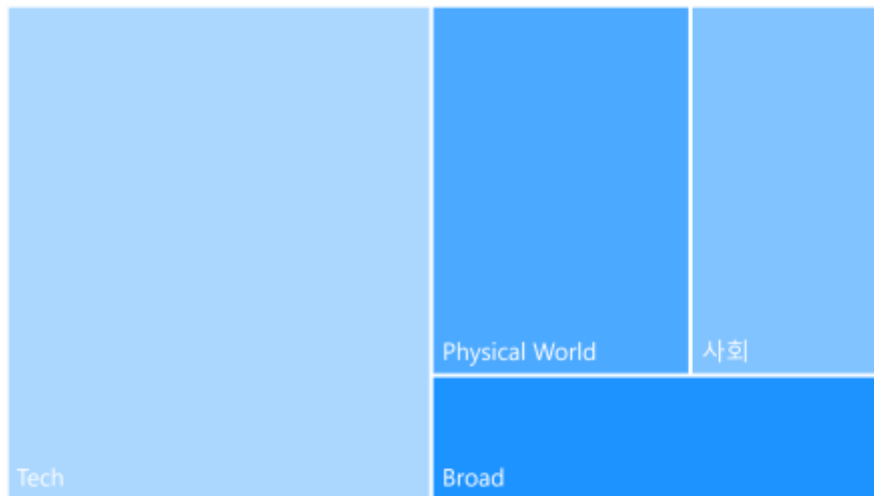


자료: ChatGpt, 유안타증권 리서치센터

글로벌 테마 펀드는 주춤한 상황

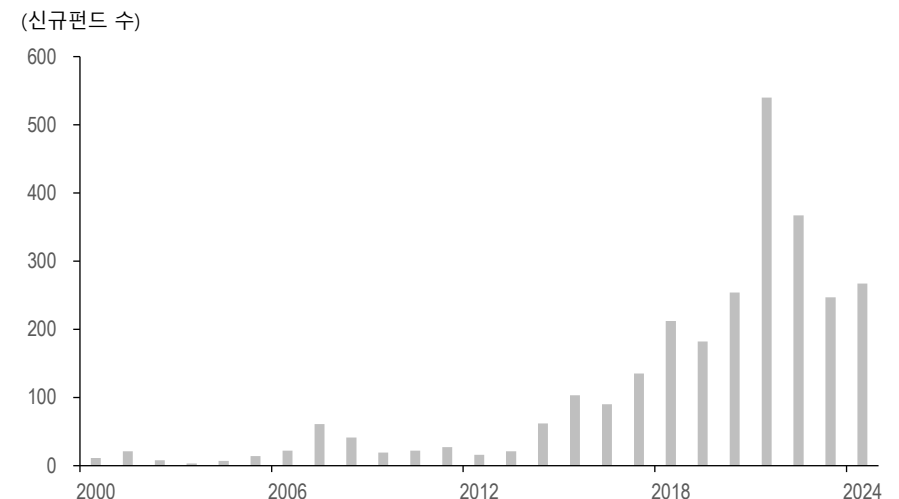
- 글로벌 펀드 시장(ETF포함)은 전통적으로는 미국, 유럽 등 지역 중심으로 주식 펀드 유형이 형성되었음. 하지만 2015년 이후 전통 업종과 성장 스토리가 있는 업종간의 차별화가 진행되면서, 테마펀드 규모가 빠르게 커짐. 2020년 이후 대표펀드였던 ARK Innovation의 부진과 M7에 대한 고평가 부담으로 2021년 이후 테마 펀드는 현상을 유지하고 있음
- 글로벌 펀드평가 회사인 모닝스타는 테마펀드의 범주를 Technology, Physical world, Social, Broad Thematic 으로 분류. Technology는 기술 변화에 중점을 둔 범주이며, Connectivity · 로봇/자동화, AI/빅데이터, 배터리, 핀테크, Health Tech, 미래 운송수단 등으로 구성. Physical World는 농업, 자원관리(셰일, 수자원 관리, 클린에너지, 태양광 발전), 물류 등 실질적인 자원 관리에 대한 테마에 투자. Social은 소비재, 인구변화, 보안, wellness 등 인간 관계에 기반을 둔 테마와 관련된 종목으로 구성. Broad Thematic은 트렌드와 미래상 변화에 대한 범주를 넓게 포함하여 투자

글로벌 테마펀드는 Tech, Physical world순으로 규모가 큼



자료: Morningstar, 유안타증권 리서치센터

글로벌 테마펀드는 2010년대 후반부터 활발하게 신규 펀드 출시

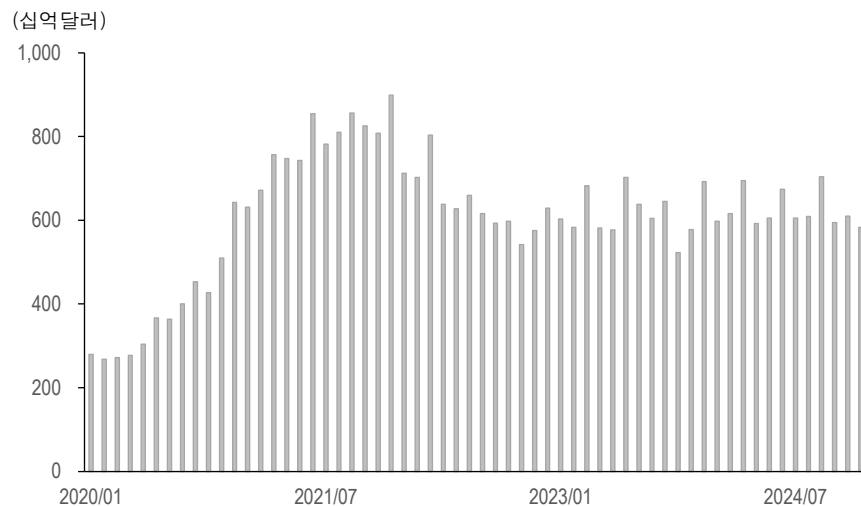


자료: Morningstar, 유안타증권 리서치센터

2024년 테마유형 중 Social 유형으로만 자금 유입

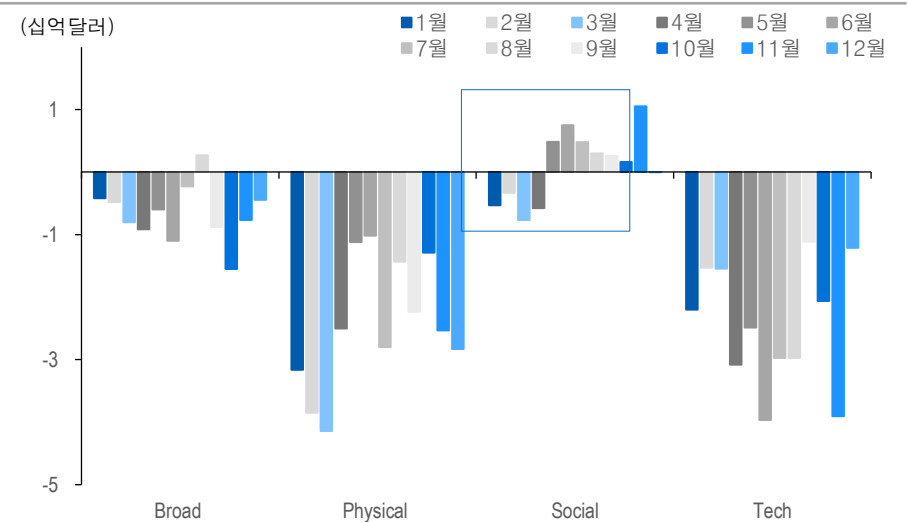
- 테마펀드는 2021년 자금 유입이 크게 늘어난 이후, 2022년 이후 비슷한 운용 규모 유지, 대표펀드의 성과 부진이 큰 영향을 주었으며, 가장 큰 유형인 Tech 섹터에서 이익실현이 이어지는 것도 성장 정체에 영향을 주었음
- 전기 자동차 캐즘으로 Physical World 유형에서 에너지 전환과 배터리 관련 펀드에서 자금 유출도 지속되고 있음
- 테마펀드의 4가지 주요 유형 중에서 Social 유형은 하반기부터 자금 유입이 이어지고 있음. Social 유형은 소비재, 인구변화, 보안, Wellness 등의 테마로 이루어져 있음

2021년 이후 자금 빠져나가면서 글로벌 테마펀드 운용 규모는 정체



자료: Morningstar, 유안타증권 리서치센터

2024년, 글로벌 테마펀드 중 Social 유형만 자금 유입

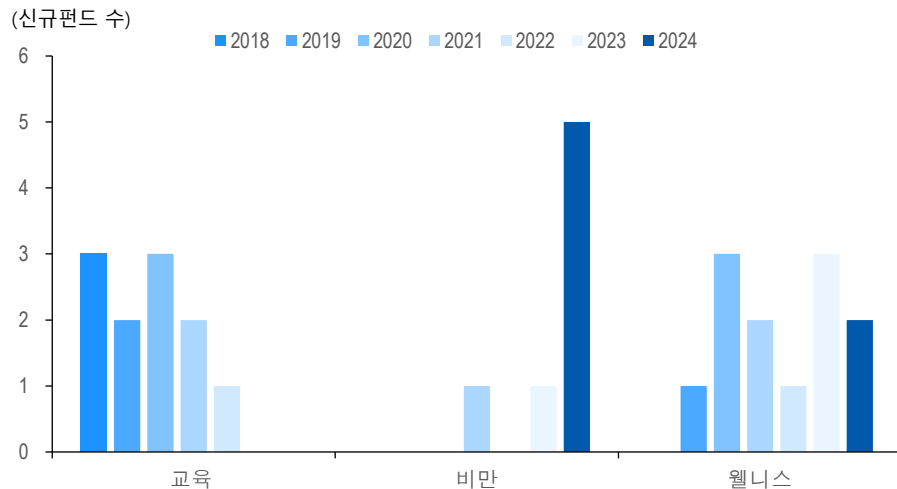


자료: Morningstar, 유안타증권 리서치센터

웰니스 유형 중에서는 비만과 건강관련 테마 부각

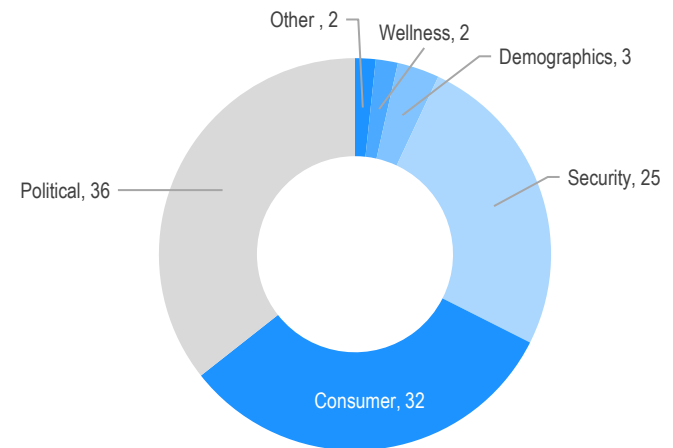
- Social 유형 중에서 'Wellness' 유형은 교육, 비만, Wellness 등의 하위유형으로 구성
- 교육 유형은 2021년 이후 신규 펀드 출시가 줄어들고 있으며, 비만과 헬스케어 등이 주축이 된 Wellness 펀드가 꾸준히 신규 출시되고 있음. 특히 비만은 관련 종목이 시장의 관심을 받으면서 관련 펀드가 활발하게 출시. 향후 Wellness 펀드의 성장이 예상
- Tech 업종의 고평가 부담으로 경기 방어주에 대한 관심이 늘어나면서, 소비재펀드로의 자금 유입도 이어지고 있음

글로벌 웰니스펀드, 최근 비만과 웰니스 중심으로 신규 출시



자료: Morningstar, 유안타증권 리서치센터

Social펀드의 세부유형

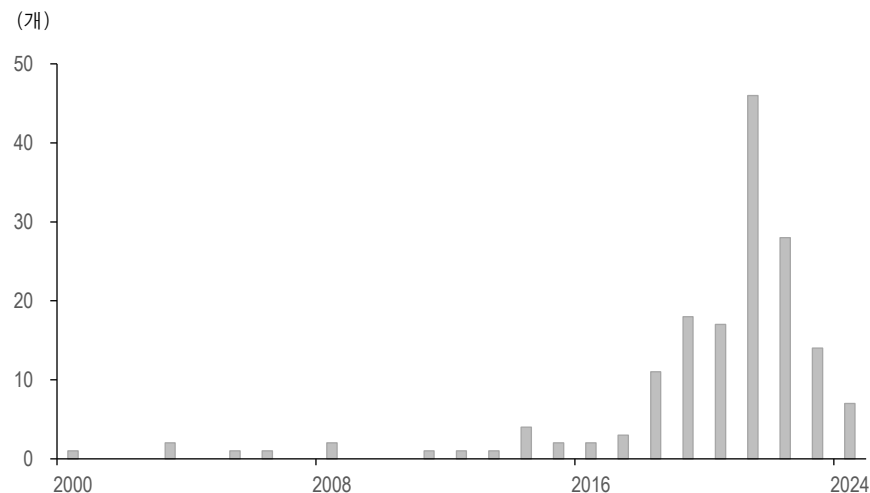


자료: Morningstar, 유안타증권 리서치센터

Life science, 의료기기와 새로운 분야에 집중

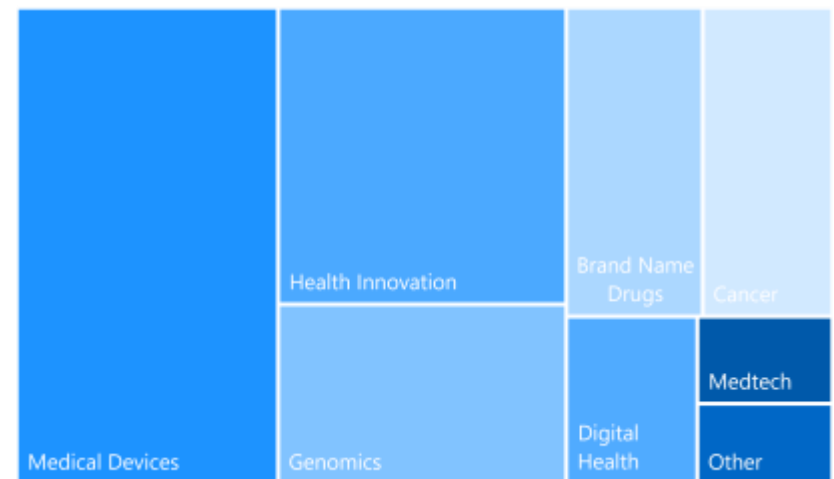
- Tech 유형은 Digital Economy 25%, Multiple Theme 19%, AI 9%, 로봇 9%, Cyber Security 9%, Life Science 8%, Future Mobility 6%, Next Gen Communications 5% 등으로 구성
- ‘Life Science 섹터’는 의료기기, 혁신헬스케어, 게놈, 디지털헬스케어 등으로 구성되어 있음
- ‘Life Science 섹터’도 2021년 신규 출시가 크게 늘어난 이후 신규 출시는 줄어들고 있음. 2024년에는 의료기기, 디지털헬스케어, 게놈 등과 관련된 펀드가 만들어졌음

Life Science 유형, 2021~2022년 신규 출시 집중



자료: Morningstar, 유안타증권 리서치센터

Life Science, 의료기기와 새로운 분야 펀드 중심

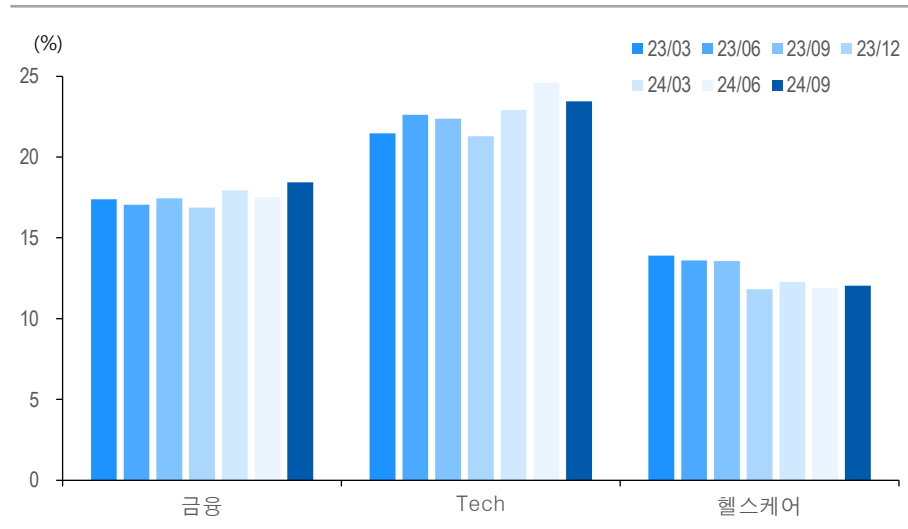


자료: Morningstar, 유안타증권 리서치센터

글로벌 헤지펀드, 헬스케어와 경기 소비재 비중 유지

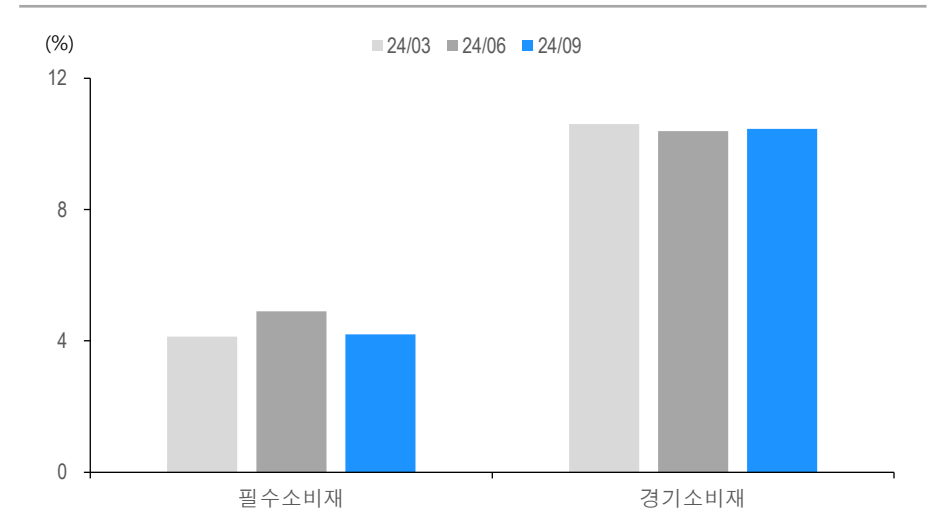
- 헤지펀드 포트폴리오를 살펴보면, 2024년 1분기부터 3분기까지 Tech· 금융· 산업· 부동산· 헬스케어· 유틸리티 업종의 비중은 늘어남. 반면 필수소비재, 에너지 업종의 비중은 줄어듦
- Tech 업종은 M7 등 대표주의 주가 강세가 이어지면서, 일부 이익실현을 하는 경우가 증가. Berkshire Hathaway, Appaloosa, Baille Gifford & Co, Coatue Management, Gilder Gagnon Howe & co 등이 Tech 업종의 비중을 줄였음
- 헬스케어는 고금리에 대한 부담이 이어지면서, 투자 비중이 늘어나지 못하고 있음
- 필수소비재는 투자 비중이 줄어들었으나, 경기소비재는 투자 비중 소폭 증가

글로벌 헤지펀드, 하반기 헬스케어 비중 소폭 증가



자료: Morningstar, 유안타증권 리서치센터

글로벌 헤지펀드, 필수소비재는 줄었으나 경기소비재는 비중 유지

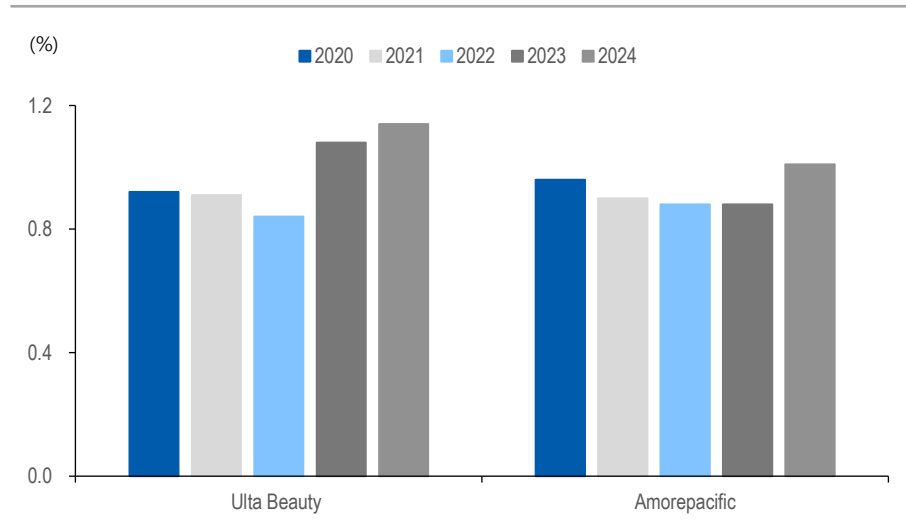


자료: Morningstar, 유안타증권 리서치센터

노르웨이 국부펀드, 범용보다는 특화화장품

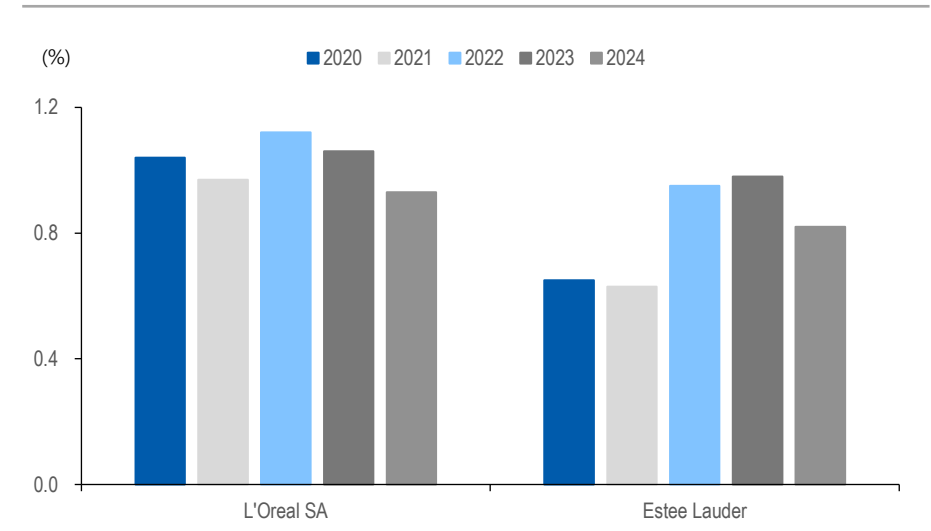
- 세계 최대의 국부펀드인 노르웨이 국부펀드는 화장품 포트폴리오를 찾아오면, 최근 몇 년간 기존의 대형 화장품 회사의 비중은 줄이고 있음. L'oreal은 2022년 이후 보유 지분이 줄어들고 있음. Estee Lauder는 2024년 들어 투자 비중이 0.2% 감소
- 미국에서 화장품, 향수, 미용도구 등을 판매하는 화장품 판매체인인 Ulta Beauty의 노르웨이국부펀드의 투자 비중은 2023년부터 크게 증가. Ulta Beauty는 워렌 버핏의 Berkshire Hathaway도 2024년 신규 편입
- AmorePacific의 투자 비중도 2024년 들어 증가

노르웨이 국부펀드, Ulta Beauty와 아모레퍼시픽 투자 비중 증가



자료: NBIM, 유안타증권 리서치센터

노르웨이 국부펀드, 로레알과 에스티로더 투자 비중 감소

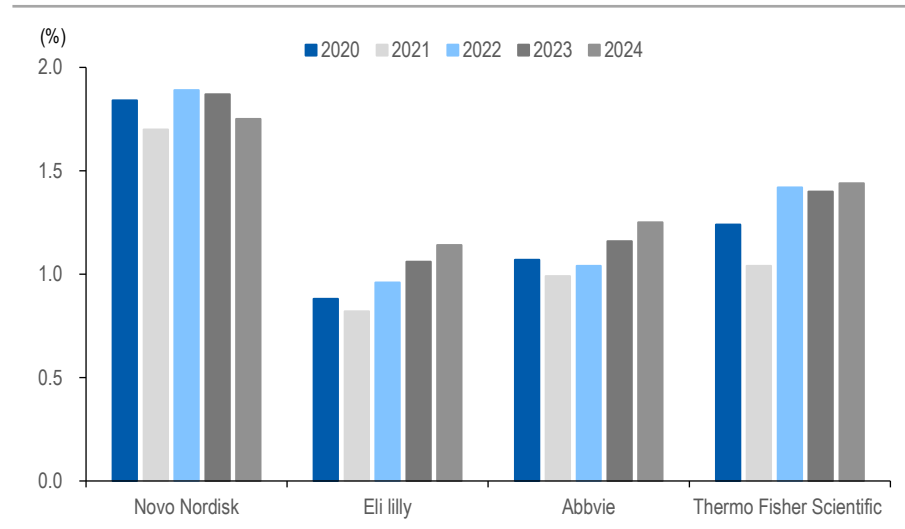


자료: NBIM, 유안타증권 리서치센터

노르웨이국부펀드, 헬스케어 확대

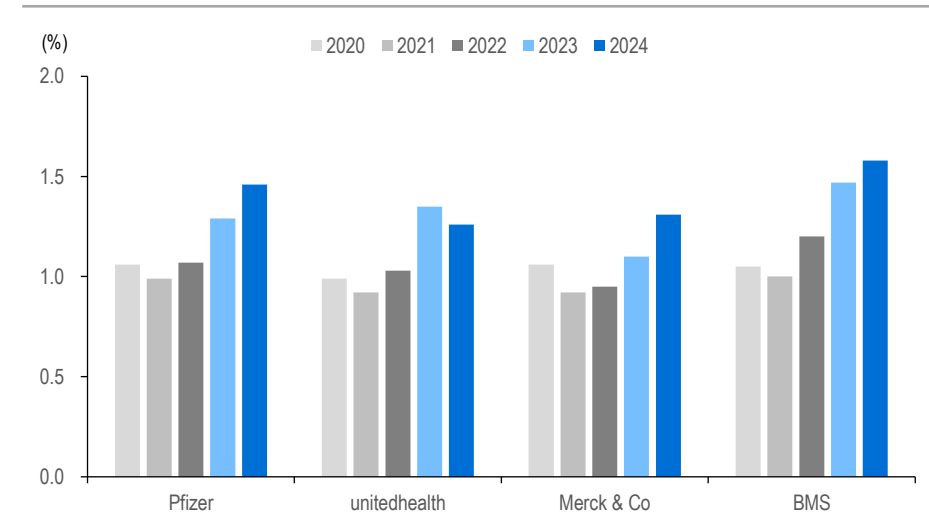
- 노르웨이 국부펀드는 주요 빅파마의 투자 비중을 2022년 이후 늘려나가고 있음
- 비만 관련된 종목 중에서는 Novo Nordisk는 2022년 이후 지분을 줄이면서 이익실현을 하였음. 반면 Eli Lilly는 2021년 이후 투자 비중을 꾸준히 늘려나가고 있음
- 보톡스 생산업체인 Allergan을 보유하고 있는 Abbvie와 생명과학 및 과학 장비 회사인 Thermo Fisher Scientific의 비중도 증가 추세에 있음. 주요 헬스케어 기업에 대해서는 중장기적으로 긍정적인 전망을 가지고 있는 것으로 판단
- Pfizer, UnitedHealth, Merck & Co, BMS 등도 2021년 이후 투자 비중이 늘어나는 추세

노르웨이국부펀드, 비만·의료기기 관련 업종 비중 증가



자료: NBIM, 유안타증권 리서치센터

노르웨이국부펀드, 빅파마 투자 비중 확대

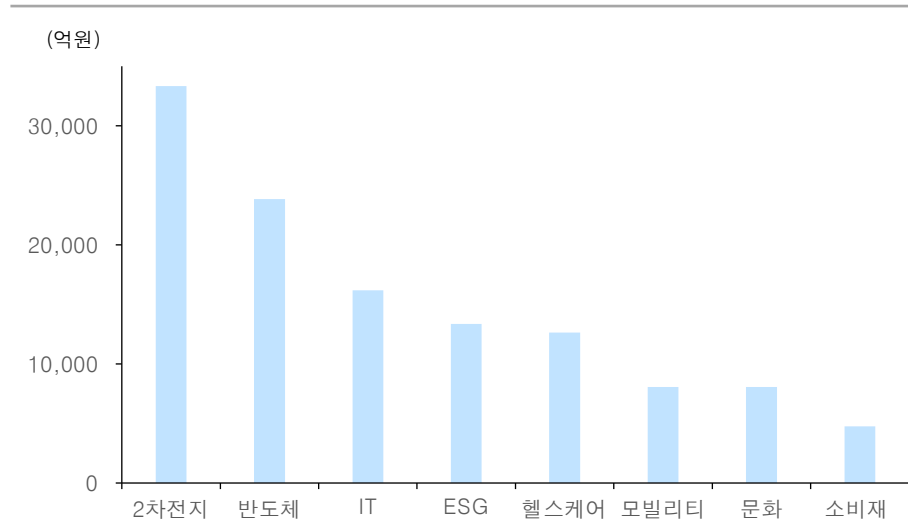


자료: NBIM, 유안타증권 리서치센터

국내 테마펀드는 일반펀드에서 세분화전략으로

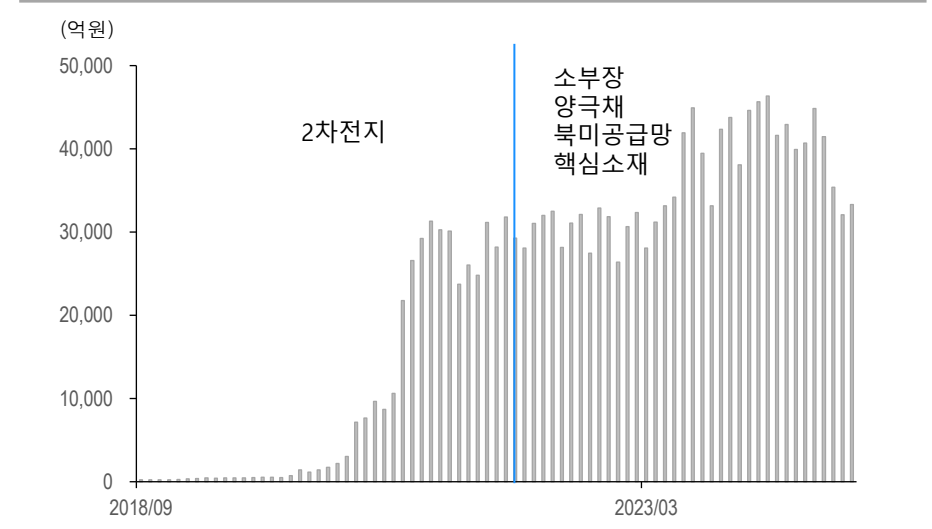
- 우리나라의 테마펀드는 2000년대 초반 삼성그룹주펀드와 사회책임투자펀드를 중심으로 만들어졌음
- 2019년 이후 기후변화와 메타버스 등의 테마 펀드가 ETF로 출시. 코로나19 이후 2차전지와 반도체 펀드를 중심으로 ETF가 많이 출시되었으며, 라인업도 다양화되는 방식으로 발전. 2차전지펀드와 반도체펀드는 테마펀드 중에서 가장 큰 규모로 운용되고 있음
- 2차전지 펀드는 높은 2023년 주가 강세 시기에 펀드가 활발하게 만들어졌으며, 초기에는 관련 종목을 전체적으로 투자하는 펀드가 만들어졌음. 2024년 이후 투자 종목이 집중화되거나 투자 섹터가 세분화된 형식의 펀드 투자

국내테마펀드, 2차전지와 반도체 펀드 규모 가장 큼



자료: FnSpectrum, 유안타증권 리서치센터

2차전지펀드, 소부장·양극재 등으로 세분화

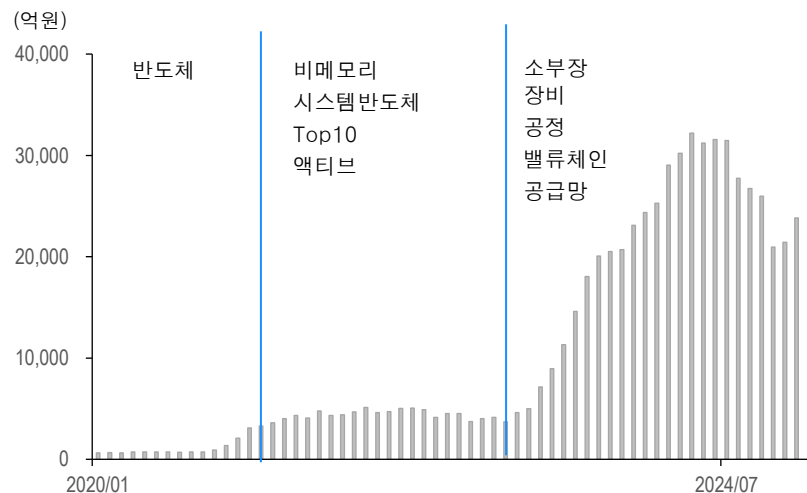


자료: FnSpectrum, 유안타증권 리서치센터

헬스케어펀드, 세분화 초기

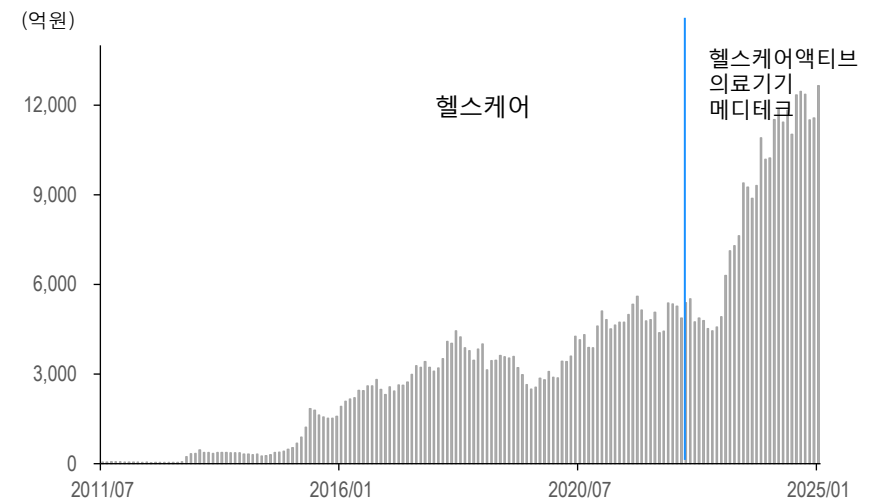
- 반도체 펀드는 2006년 반도체 지수를 기초로 하는 ETF 출시. 2021년 비메모리반도체와 시스템반도체, Top10, 액티브 펀드 등이 출시되면서 라인업 다양화. 반도체 업황에 대한 기대감이 커지고 ETF 투자가 활성화되는 2023년 이후 다양한 테마의 반도체 펀드 출시
- 헬스케어 펀드는 2009년 헬스케어 펀드 출시 이후 1,000억원 미만으로 운용. 2016년까지 헬스케어 지수를 기초로 한 펀드 위주로 운용. 2023년부터 유전자혁신, 액티브펀드, 의료기기, 메디테크 등 다양화된 테마 ETF 출시.
- 화장품 관련 펀드는 화장품과 소비관련 펀드에 포함. 2025년 Top3 종목에 투자하는 펀드 출시되면서 세분화되기 시작

반도체펀드, 2016년과 2023년을 기점으로 라인업 다양화



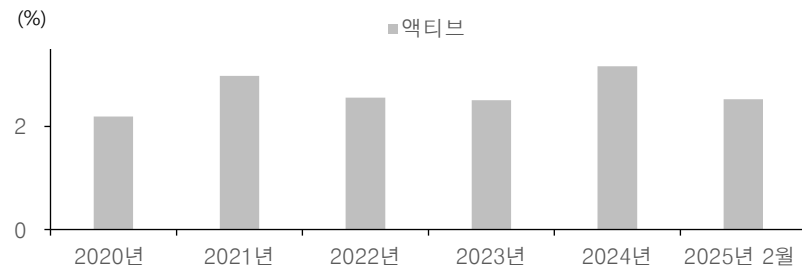
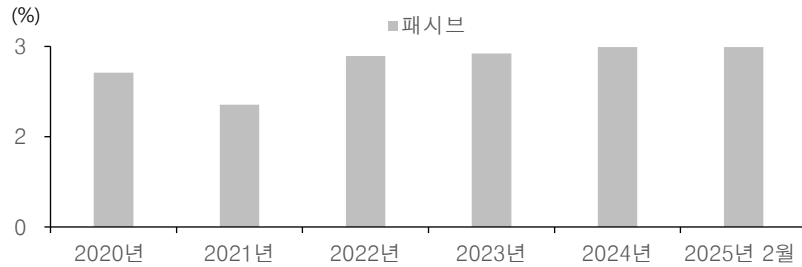
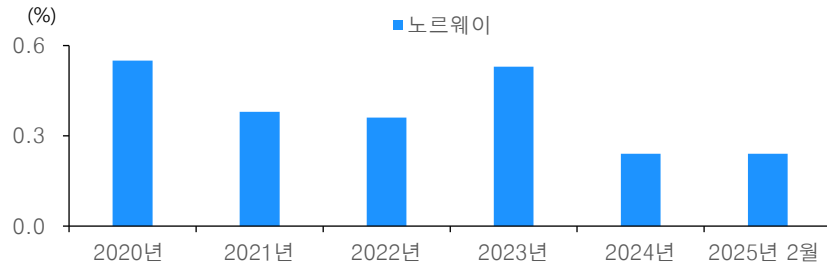
자료: FnSpectrum, 유안타증권 리서치센터

헬스케어 펀드, 2023년부터 라인업 다양화

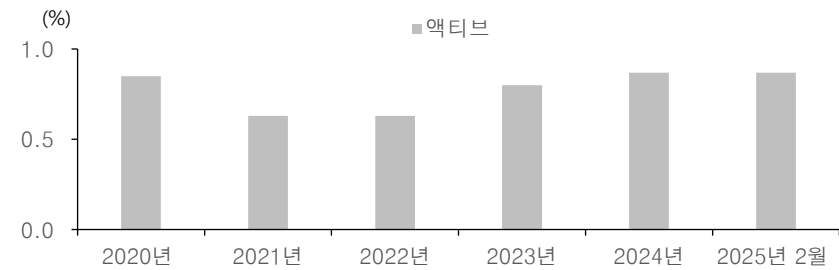
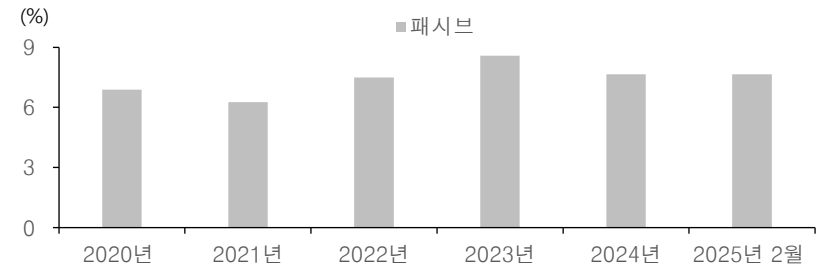
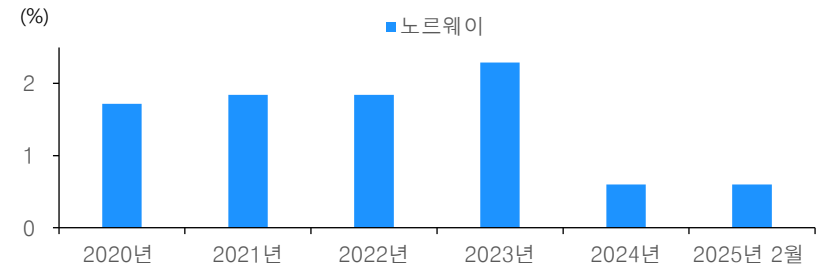


자료: FnSpectrum, 유안타증권 리서치센터

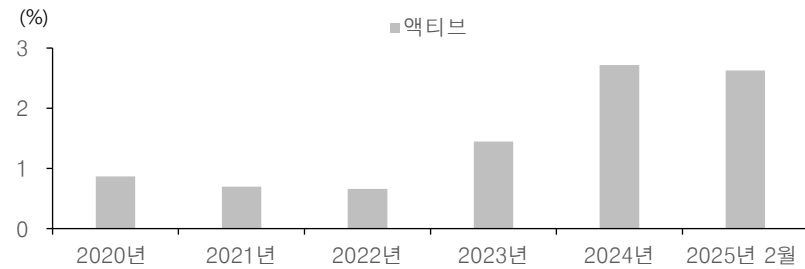
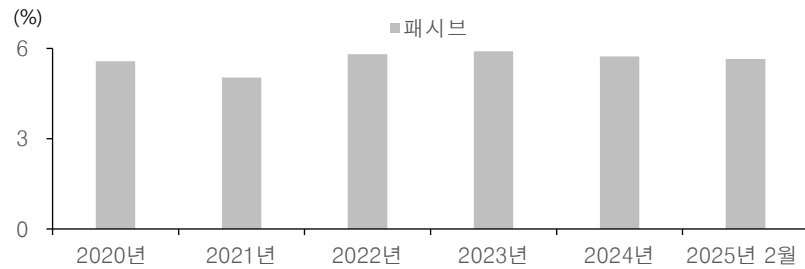
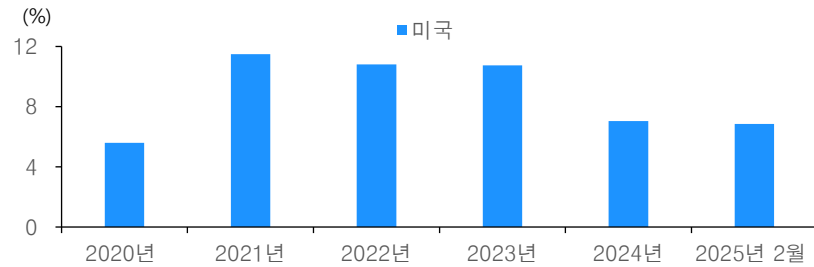
삼성바이오로직스 (207940)



셀트리온(068270)

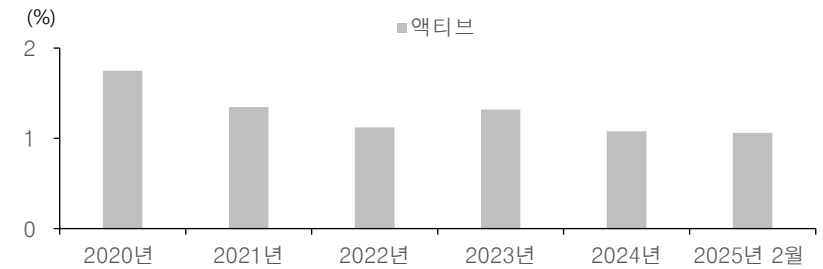
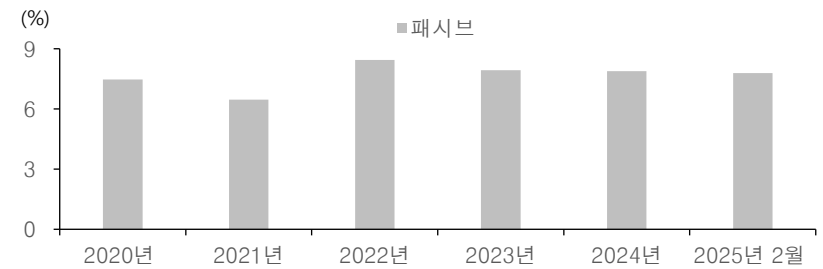
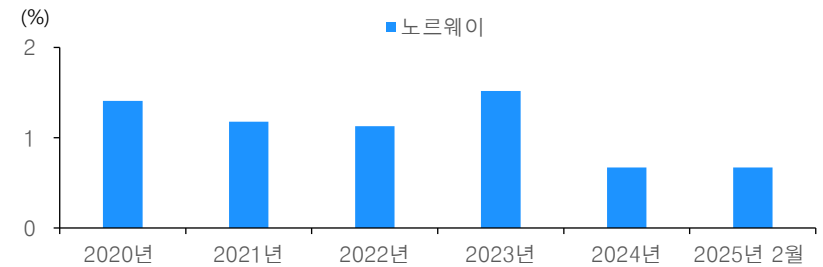


한미약품 (128940)



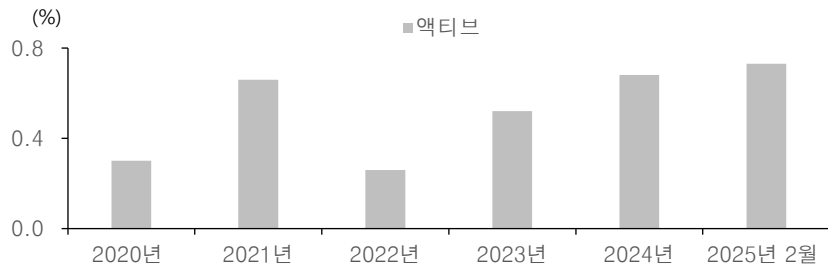
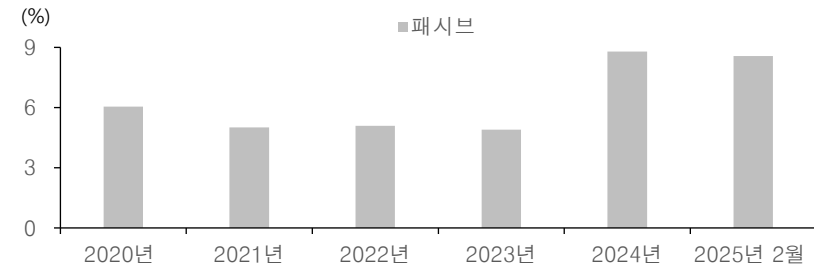
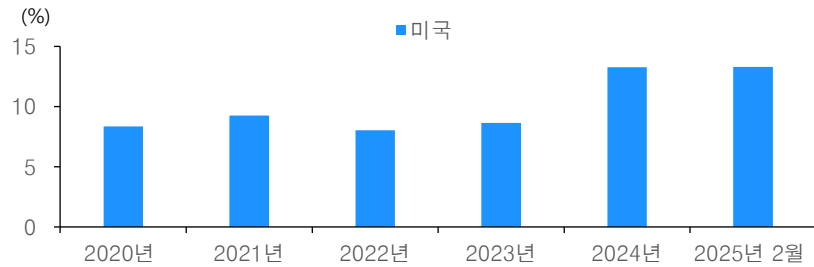
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

유한양행 (000100)



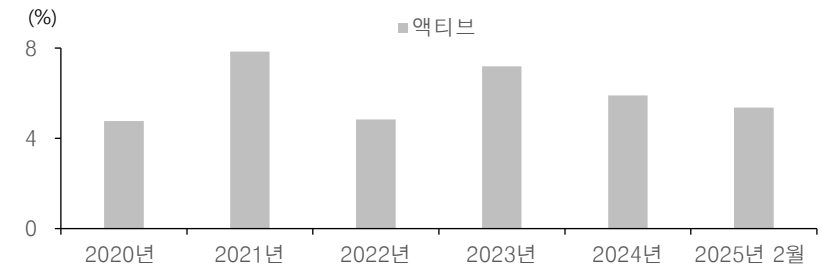
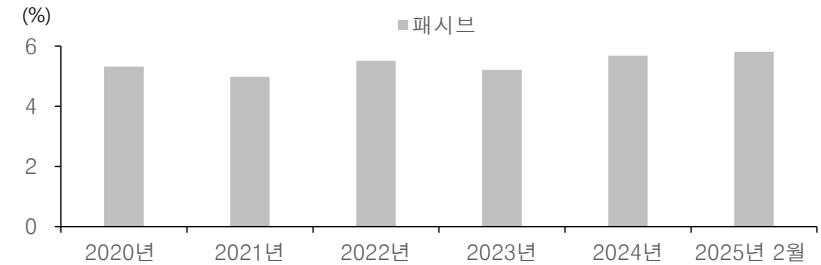
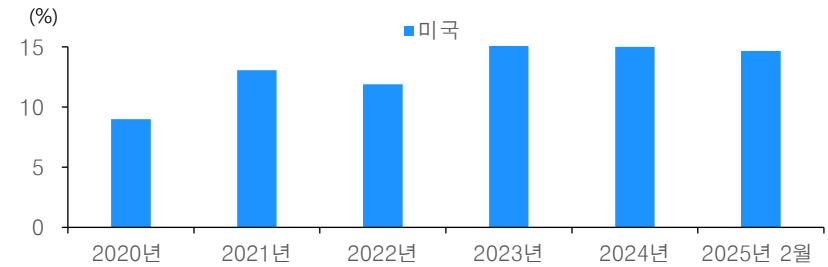
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

알테오젠 (196170)



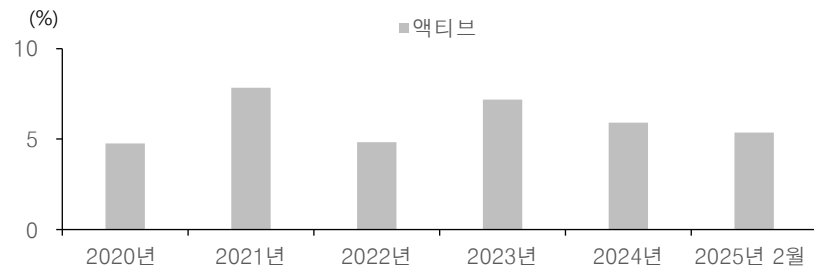
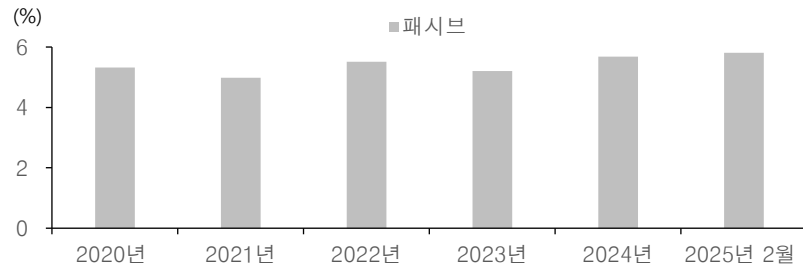
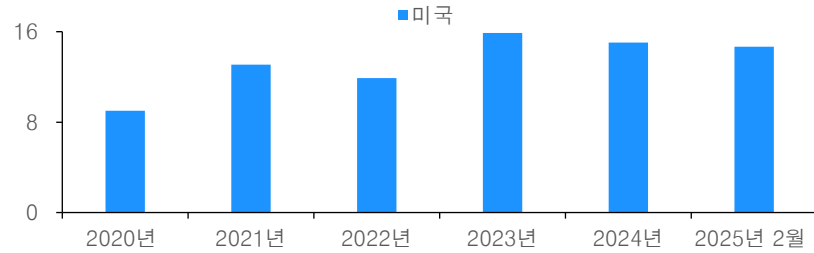
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

디앤디파마텍 (347850)



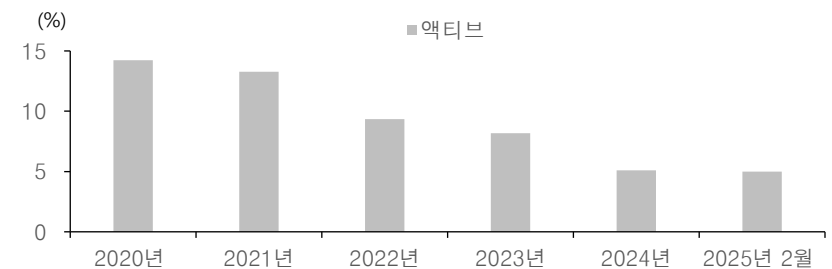
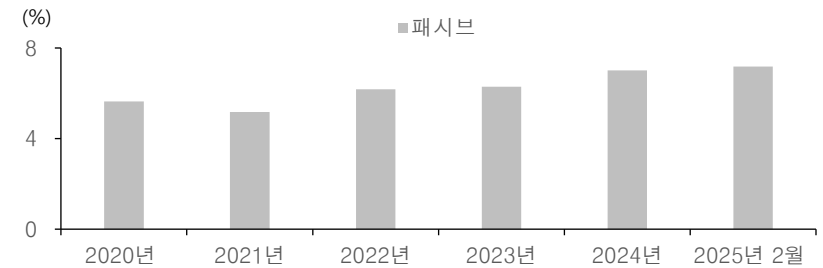
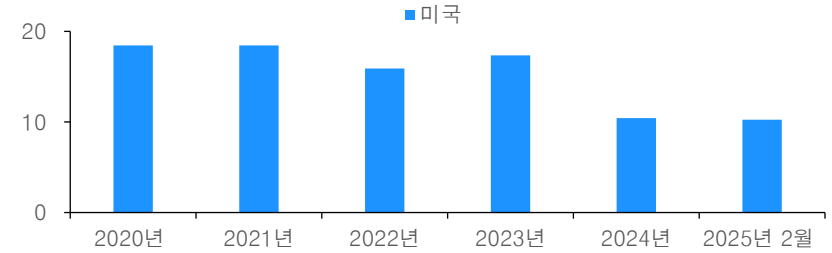
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

아모레퍼시픽 (090430)



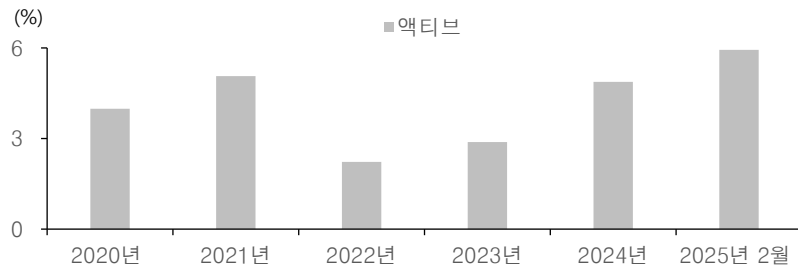
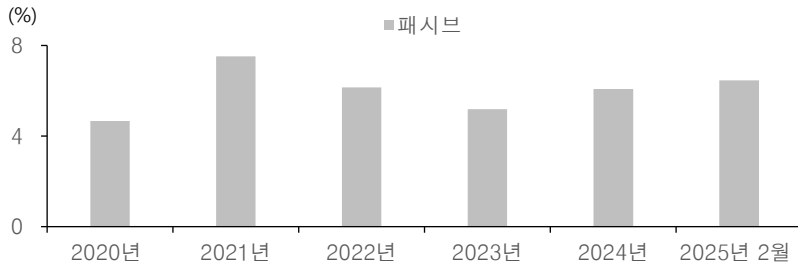
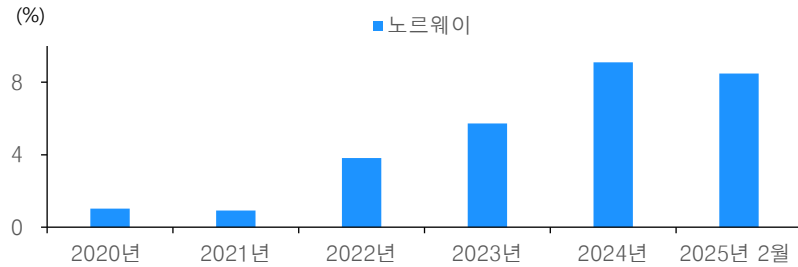
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

LG생활건강 (051900)



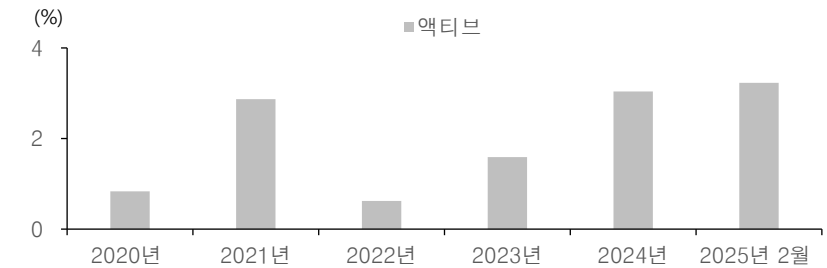
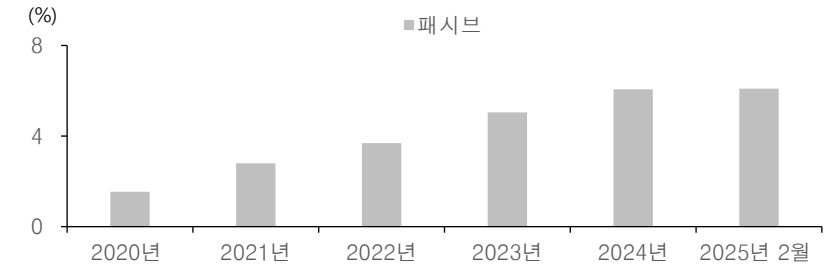
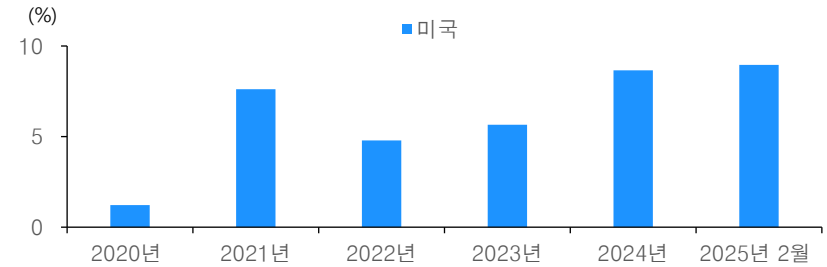
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

코스맥스 (192820)



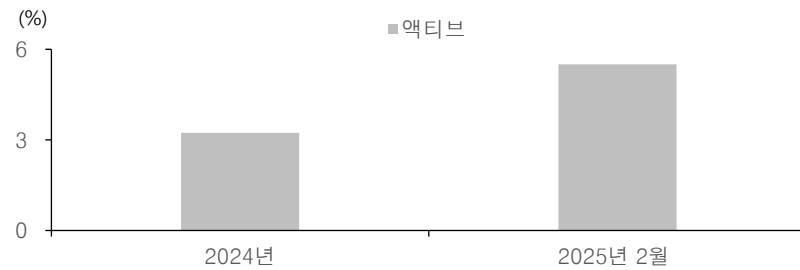
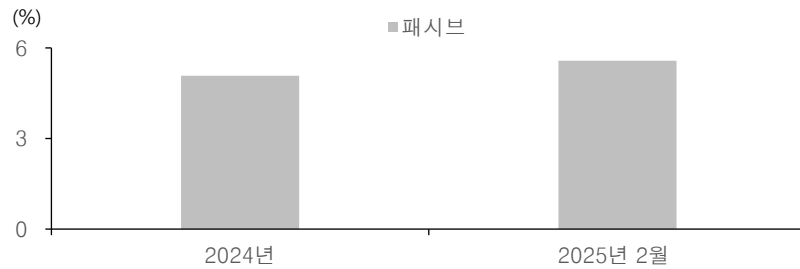
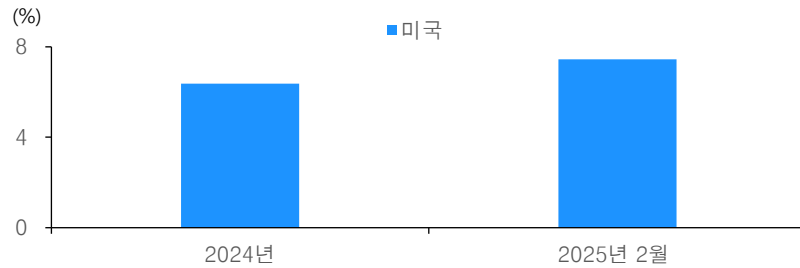
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

파마리서치(214450)

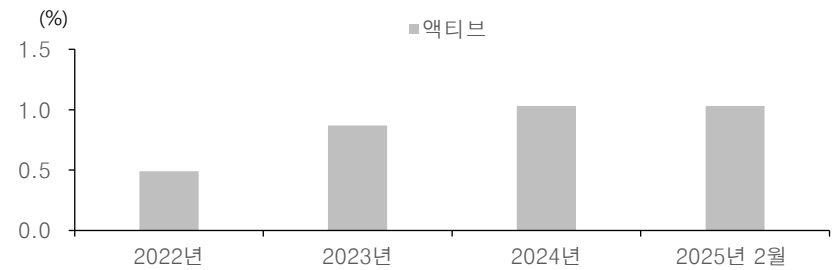
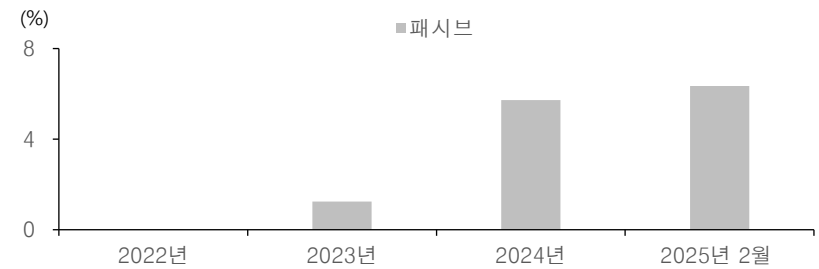
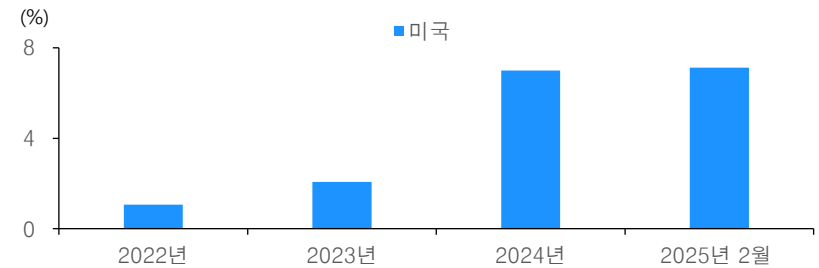


자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

에이피알 (278470)



브이티 (018290)





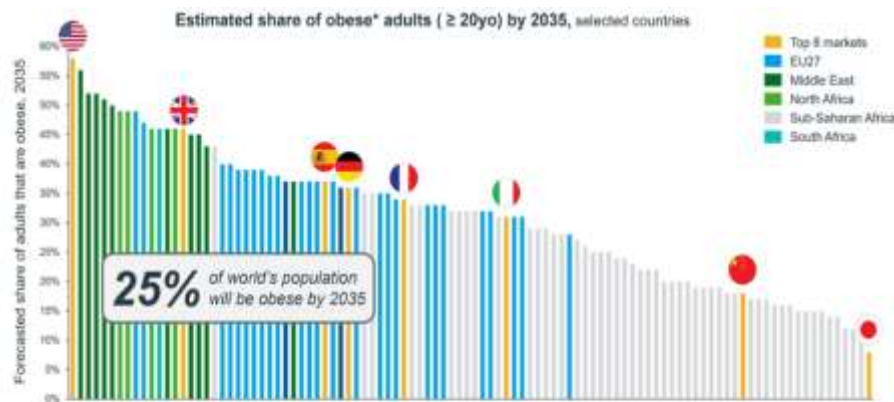
2-1. 주요 시장이 된 비만

높았던 미충족 수요

비만, 높은 미충족 수요 존재

- IQVIA에 따르면 35년까지 거의 비만 유병율은 지속적으로 증가, 전 세계 인구의 ¼는 비만일 정도로 비만 인구는 빠르게 증가할 것으로 예상. 비만 유병율이 가장 높은 미국의 경우 현재 성인 인구의 약 40% 이상이 비만이며, 중증 비만 유병율도 증가 추세.
- 비만은 암 발생 위험, 심혈관계 질환 위험 등을 높일 뿐만 아니라 체중 증가로 인한 무릎 관절 등의 손상, 피부 트러블 등 삶의 질에도 영향을 주는 등 체중 감량에 대한 필요성과 비만 치료제에 대한 높은 잠재 수요가 존재해 왔던 것으로 판단.
- 비만 치료제에 대한 잠재적 수요가 높고 Xenical(Orlistat), Reductil(Sibutramine) 등 여러 비만 치료제가 출시 되었음에도 불구하고 부족한 효능, 낮은 안전성 등으로 사용이 제한적이었음. 따라서 장기간 안전하게 사용 가능하면서도 우수한 체중 감량 효과를 가진 치료제에 대한 높은 미충족 수요가 지속

국가별 비만 유병율(35년 예상)



*Obesity defined as $\geq 30\text{kg/m}^2$

Sources: IQVIA Thought Leadership; World Obesity Federation; World Obesity Atlas 2023

자료: IQVIA, 유안타증권 리서치센터

비만 관련 질환들

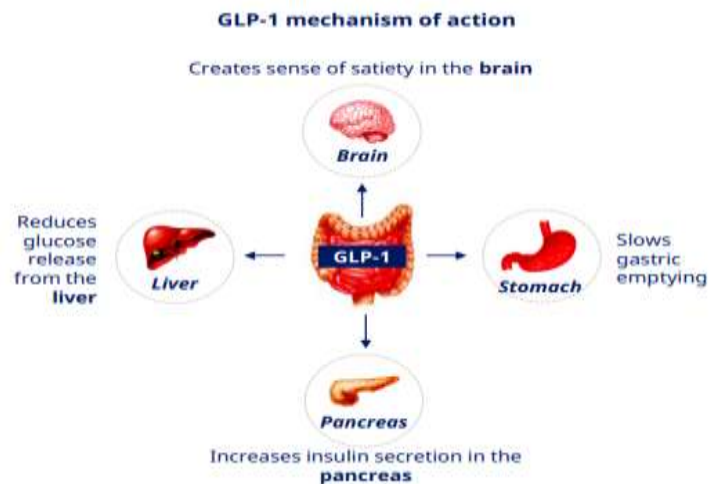


자료: ERX Pharmaceuticals, 유안타증권 리서치센터

안전하면서도 효과적인 GLP-1 비만 치료제

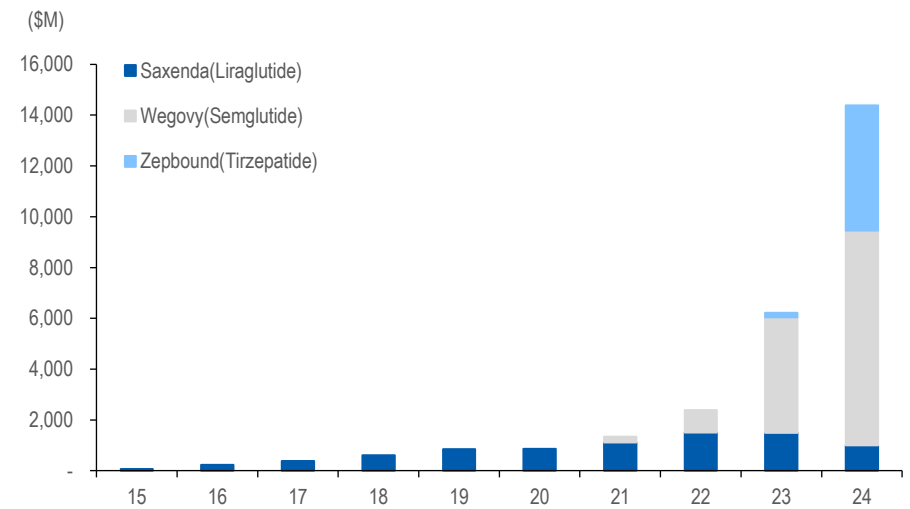
- GLP-1(Glucagon like peptide-1)은 혈당 의존적 Insulin 분비를 유도해 2형 당뇨 치료제로 개발되었으며, 이후 Novo Nordisk는 14년 GLP-1의 체중 감량 효과를 활용한 Saxenda(Liraglutide, QD)의 FDA 허가를 획득
- GLP-1 기전 비만 치료제는 이미 당뇨 치료제로 장기간 사용이 되어 오며 안전성이 확인되었으며, 비만 치료제로 사용되어온 Saxenda도 이미 10여년 이상 임상에서 사용되어 오고 있는 약물. 주요 부작용인 오심, 구토 등 위장관계 부작용도 투약 후 일정 기간 이후에는 낮아지는 특징을 보임
- Wegovy(Semaglutide, QW), Zepbound(Tirzepatide, QW)가 20% 내외의 높은 체중 감량 효과를 임상에서 보여주었으며, 주 1회 투약을 통해 복용 편의성을 높임에 따라 비만 치료제에 대한 미충족 수요를 해소하며 가파른 매출 성장

GLP-1 작용 기전



자료:Novo Nordisk, 유안타증권 리서치센터

비만 치료제 매출 추이



자료:Global data, 유안타증권 리서치센터

시작된 비만 시장 경쟁, 가격 경쟁력 중요해질 것

- 비만 시장이 빠르게 커지면서 치료제를 보유한 Novo, Lilly는 공격적인 Capa 증설로 공급을 늘리고 있으며, Amgen, Roche 등 빅파마들 또한 자체 파이프라인 개발 또는 GLP-1 파이프라인을 개발하던 바이오텍을 인수하는 등 비만 치료제 파이프라인을 확보하고 있는 추세.
- Viking Therapeutics, Metsera 등 비만 치료제 개발에 집중하는 바이오텍들도 다수 등장하며 비만 치료제 시장에서의 경쟁은 더욱 심화될 것으로 전망. 20% 이상의 충분한 체중 감량을 보임에 따라 치료제 경쟁에서 감량의 질, 낮은 부작용과 함께 가격 경쟁력의 중요성은 더욱 커질 것으로 예상.
- 목표 감량 체중 등은 개인에 따라 차이가 있을 것으로 보이며, 이는 치료제 선택과 약물 투약 기간 등에 영향을 미칠 것으로 판단.

주요 GLP-1 비만 치료제 개발 현황

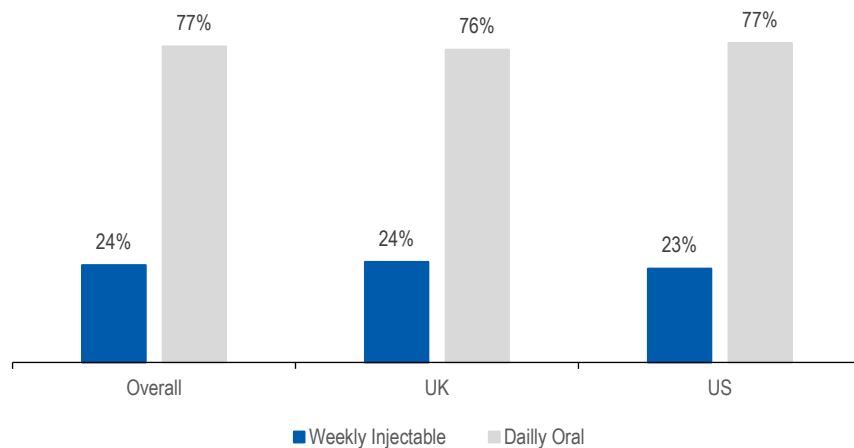
	CagriSema	MariTide	Oral Semaglutide	Semaglutide (7.2mg)	Orfoglipron	Retatrutide	Mazdutide	Survodutide	VK2735	Amycretin	MET-097i	CT-388	CT-996
Mechanism of Action	GLP-1/Amylin	GLP-1/GIP	GLP-1	GLP-1	GLP-1	GLP-1/GIP/GCG	GLP-1/GCG	GLP-1/GCG	GLP-1/	GLP-1/Amylin	GLP-1	GLP-1/GIP	GLP-1
Route	SC	SC	PO	SC	PO	SC	SC	SC	SC, PO	SC, PO	SC	SC	PO
Company	Novo Nordisk	Amgen	Novo Nordisk	Novo Nordisk	Eli Lilly	Eli Lilly	Eli Lilly /Innovent	Boehringer Ingelheim	Viking Therapeutics	Novo Nordisk	Metsera	Roche	Roche
Weigh Loss	-22.7%	~ -20%	-17.4%	-20.7%	-14.7%	-24.2%	-15.4%	-18.7%	-14.7%	-22.0%	-10.3%	-18.8%	-6.1%
Timepoint	68w	52w	68w	72w	48w	48w	24w	46w	13w	36w	12w	24w	4w

자료:각사, 유안타증권 리서치센터

경구용 치료제에 주목해야

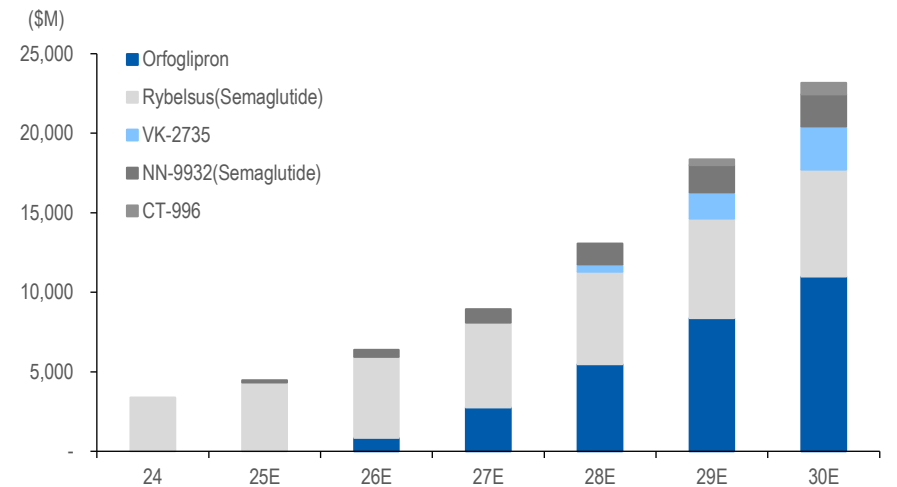
- 2형 당뇨 환자를 대상으로 한 선호 제형에 대한 설문 조사에서 ¼의 환자들은 주사 제형보다 경구 제형을 선호하는 것으로 응답. 따라서 경구용 비만 치료제는 기존 비만 치료제 시장에서의 경쟁 뿐만 아니라 주사 투약으로 인해 비만 치료제 사용을 꺼리던 신규 환자들의 유입으로 이어질 수 있을 것으로 예상.
- 경구 제형 개발에서 가장 앞서있는 Novo는 경구용 Semaglutide 25mg의 허가를 1H25에 신청할 예정이며, Lilly는 Orfoglipron의 당뇨, 비만 임상 3상 결과를 2Q25~3Q25에 걸쳐 발표할 계획으로 연내 비만 치료제 허가 신청을 목표.
- 펩타이드 약물의 경구화와 저분자 화합물로 경구 제형이 개발 중에 있으며 각각 낮은 흡수율과 높은 임상 중단을 등의 개선이 경쟁에서 중요할 것으로 판단

선호 제형에 대한 설문 조사



자료: Diabetes Obesity Metabolism, 유안타증권 리서치센터

주요 경구용 GLP-1 작용제 파이프라인 매출 전망



자료: Global data, 유안타증권 리서치센터



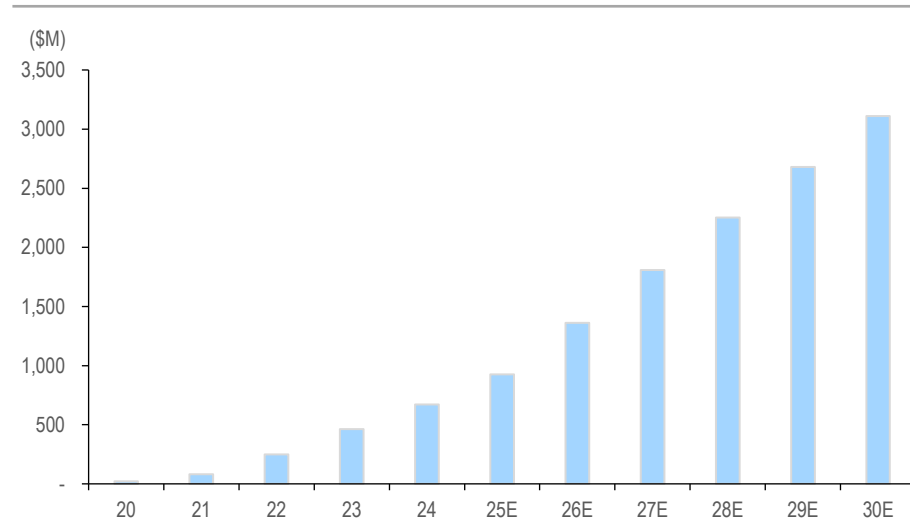
2-2. 비만 이후 주목할 질환은?

CNS로 돌아오는 관심

25년 첫 대형 M&A는 Intra-Cellular Therapies

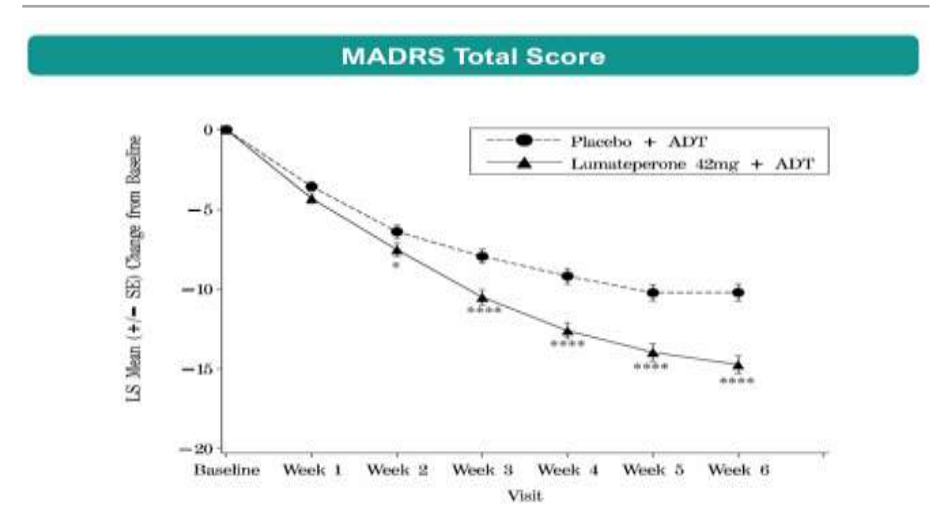
- 1월 초 J&J는 Intra-Cellular therapies(ITC)를 146억 달러(전일 종가 기준 +39% 프리미엄)를 인수하며 25년 첫 대형 M&A 계약.
- Intra-Cellular는 조현병, 양극성 장애 치료제인 Caplyta(Lumateperone)를 판매 중에 있으며, 우울증으로 적응증 확대를 진행 중에 있어 향후 매출액은 30억 달러 이상까지 확대될 것으로 전망.
- 23년 말에도 BMS와 Abbvie는 각각 Karuna therapeutics(120억 달러), Cerevel therapeutics(87억 달러)에 인수하며 CNS 파이프라인을 강화. Karuna와 Cerevel의 주요 파이프라인인 KarXT와 Emraclidine은 Muscarinic 수용체를 타겟으로 하는 신규 기전 약물.

Caplyta 매출 전망



자료:Global data, 유안타증권 리서치센터

Caplyta 우울증 임상 결과

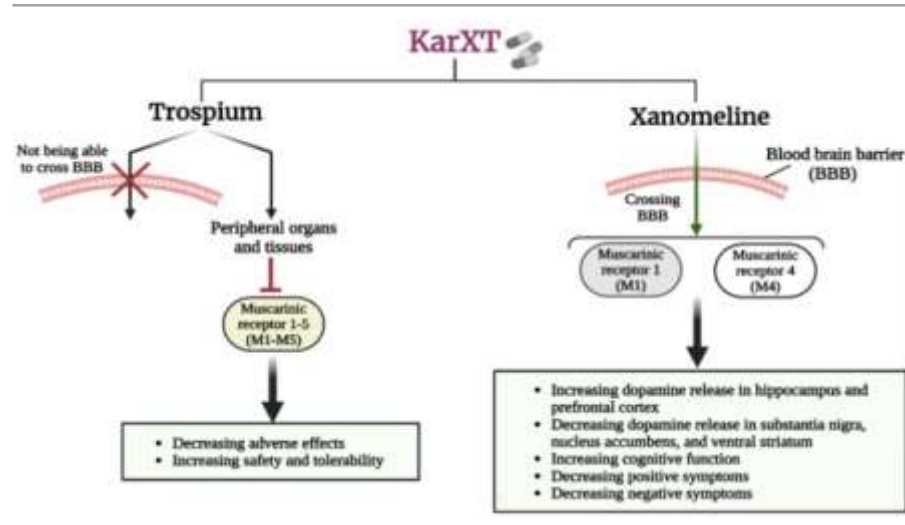


자료:Intra-cellular therapies, 유안타증권 리서치센터

BMS 웃고, Abbvie는 울고

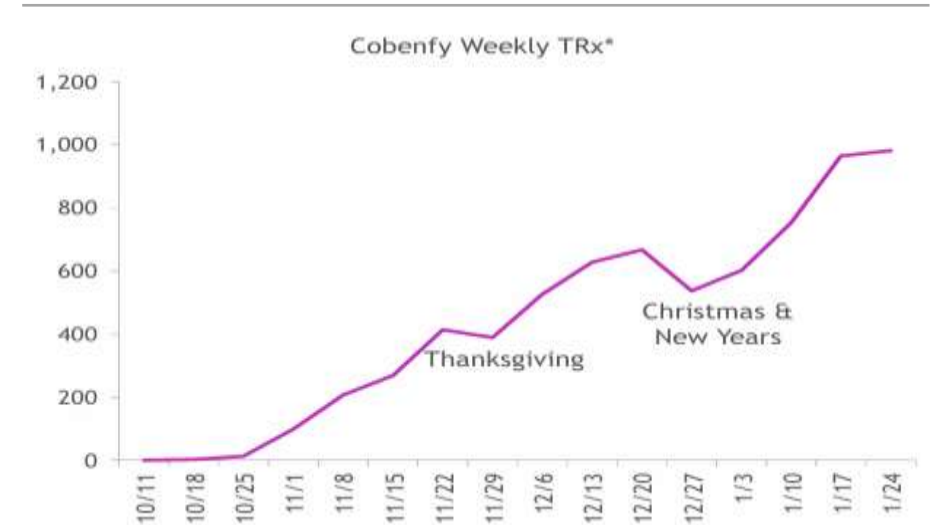
- KarXT는 Xanomeline(M1/M4 Stimulator)와 Trospium(M1~M5 inhibitor) 복합제로 Xanomeline은 중추 뿐 아니라 말초 신경에도 작용해 위장관이나 방광에 영향을 미치는 등 부작용을 나타내며, BBB 투과가 불가능한 Trospium을 같이 투약함으로써 말초 신경에서의 Xanomeline 부작용을 억제.
- BMS는 지난해 9월 KarXT(상품명 Cobenfy)의 FDA 허가를 획득했으며, 현재 진행 중인 알츠하이머 정신병, 조현병 보조 요법 등 뿐 아니라 양극성 장애, 알츠하이머성 인지 능력 저하 등으로 개발 적응증을 확대할 계획.
- Cobenfy는 기존 치료제에 비해 체중 증가 등을 보이지 않으며 우수한 내약성 등을 보이며 10월 출시 이후 4분기 10M\$의 매출과 견조한 처방 수 증가를 기록.

KarXT 약물 개요



자료: Clinical drug investigation, 유안타증권 리서치센터

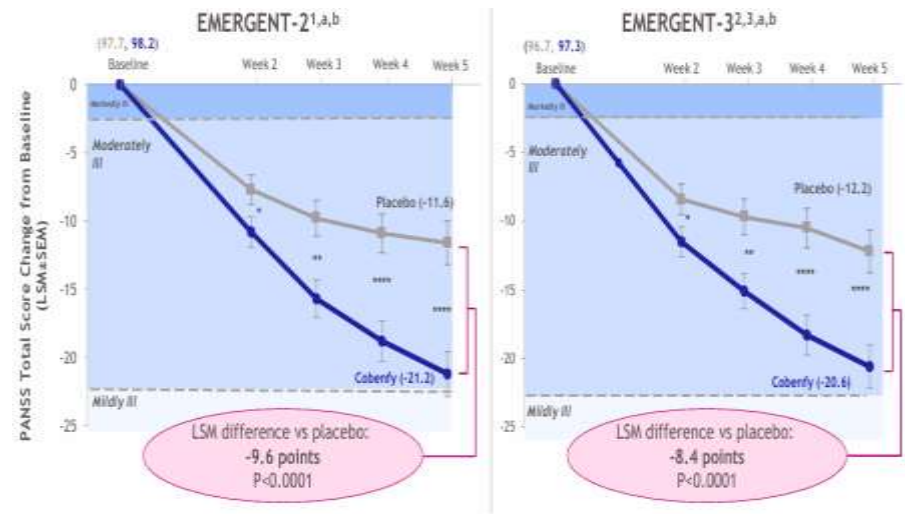
Cobenfy 처방 추이



자료:BMS, 유안타증권 리서치센터

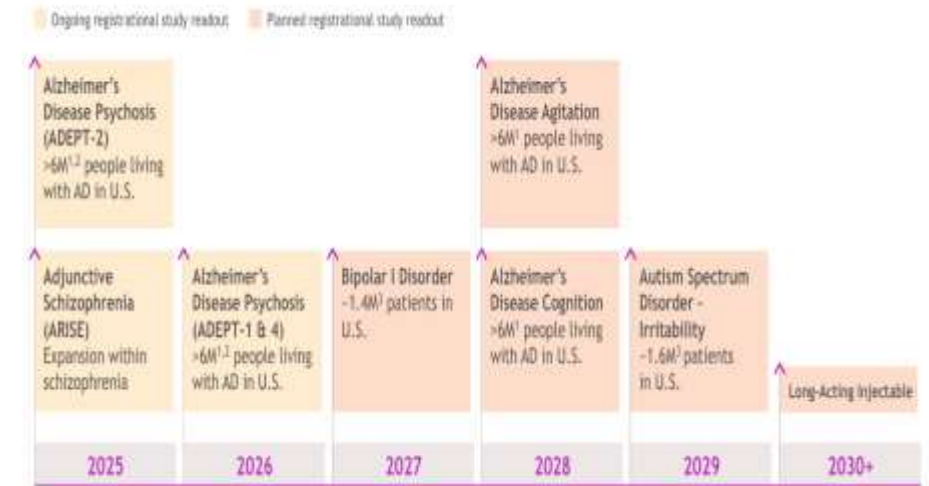
BMS 웃고, Abbvie는 울고

KarXT 임상 결과



자료: BMS, 유안타증권 리서치센터

Cobenfy 적응증 확대 계획

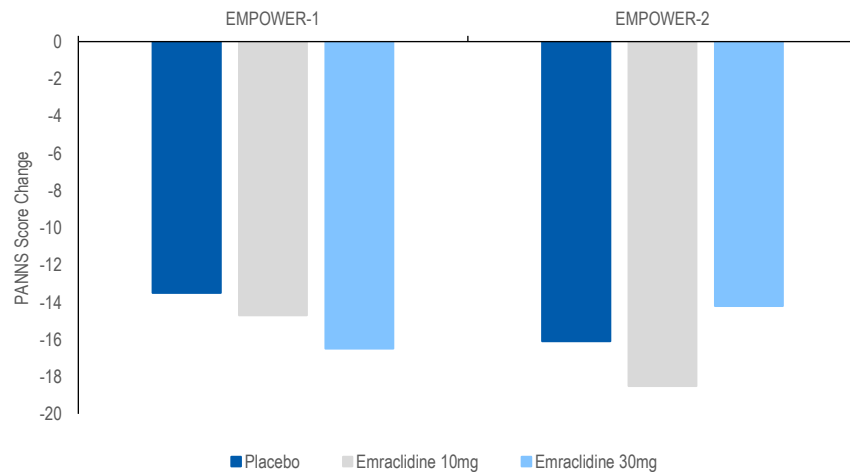


자료: BMS, 유안타증권 리서치센터

BMS 웃고, Abbvie는 울고

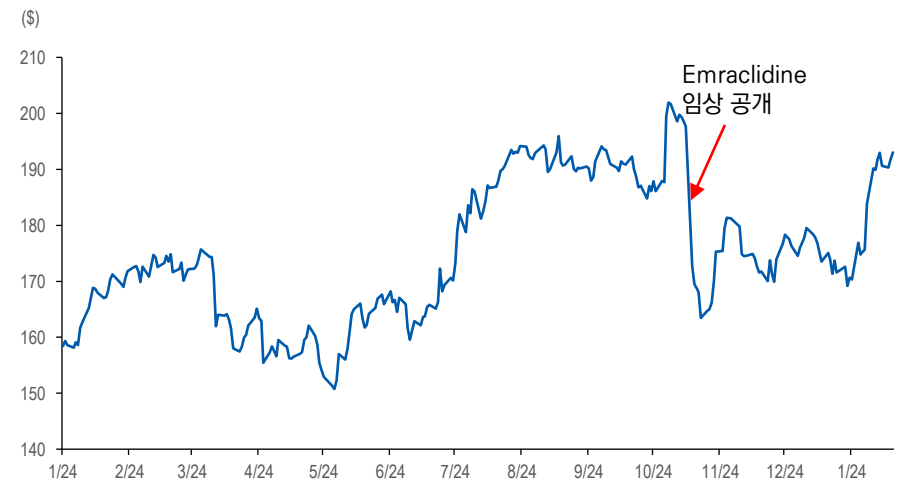
- 반면 Abbvie는 Cerevel 인수로 확보한 Emraclidine의 임상 2상을 24년 2건 발표했으나 2개의 임상에서 모두 1차 평가 지표인 PANSS 총점에서 플라스비 대비 유의미한 차이를 보이는데 실패. 발표 당일 Abbvie 주가는 약 12% 하락 마감.
- Emraclidine은 Cobenfy와 마찬가지로 muscarinic 수용체에 작용하는 약물로 Cobenfy가 1일 2회 투약하는데 반해 1일 1회 투약이 가능해 편의성이 높으면서도 낮은 위장관 부작용 등으로 Abbvie는 Best in class 약물로 기대했으나 임상에서 실패하며 향후 개발 일정 불확실.
- CNS 질환은 복잡한 질환 기전과 평가 지표 등으로 인해 임상 시험에서 유의성을 확보한 이후 개발 파이프라인 가치 증가 폭은 타 질환 대비 더욱 클 것으로 판단.

Emraclidine 임상 2상 결과



자료: Abbvie, 유안타증권 리서치센터

Abbvie(ABBV) 주가 추이

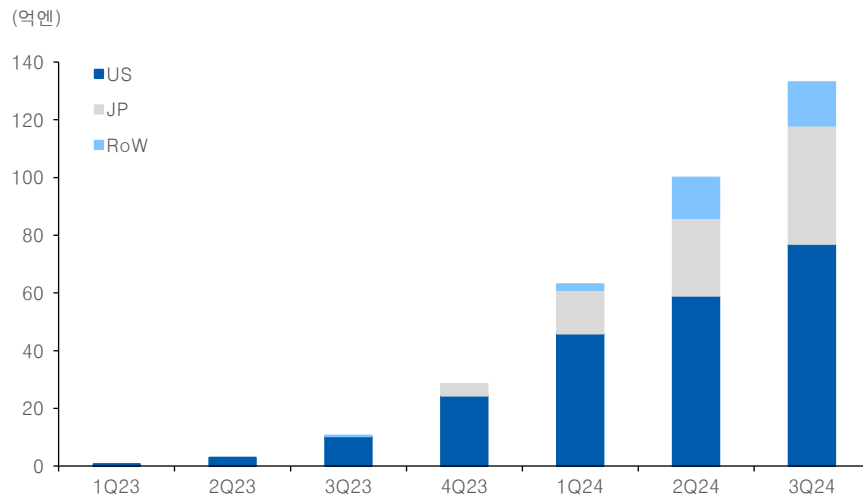


자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

퇴행성 뇌질환, 초기에 치료 시작할수록 유리할 것

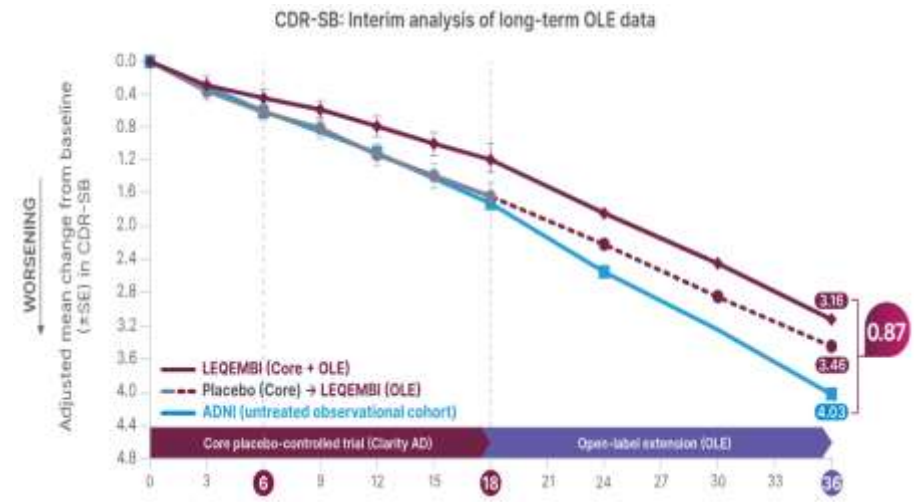
- 고령 인구가 늘어나면서 알츠하이머병(AD), 파킨슨병(PD) 환자들은 증가하고 있으며, 효과적인 치료제의 부재로 미충족 수요는 높은 질환.
- 23년 승인된 Leqembi(Lecanemab)은 FY3Q24 133억엔의 매출을 기록. 전분기 대비 33% 증가하며 초기 더딘 성장세를 벗어날 것으로 판단.
- Leqembi, Kisunla(Donanemab)은 아밀로이드 플라크를 감소 시킴으로써 신경 손상을 줄여줘 인지 능력 저하 속도를 둔화. 다만, 손상된 신경의 회복을 시키지 않기 때문에 질병 초기에 사용할수록 인지 능력 보존 효과가 클 것. Leqembi는 현재 증상이 없는 잠복기 AD 환자들을 대상으로 한 AHEAD 3-45 임상을 진행 중으로 잠복기 환자의 예방적 사용으로 확대 기대.
- 초기 환자들의 경우 견고한 뇌-혈관 장벽(Brain-Blood Barrier, BBB)을 유지하는 경우가 많을 것으로 보이며 BBB 서들의 필요성도 커질 것으로 예상.

Leqembi 매출 추이



자료:Eisai, 유안타증권 리서치센터

Clarity OLE 임상 결과

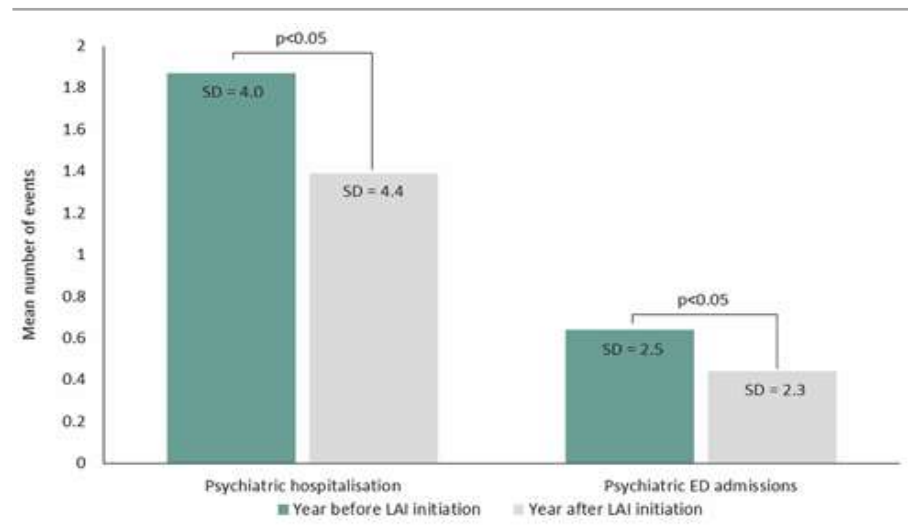


자료:Eisai, 유안타증권 리서치센터

CNS 시장 성장, 장기 지속형 주사 기술 수혜 전망

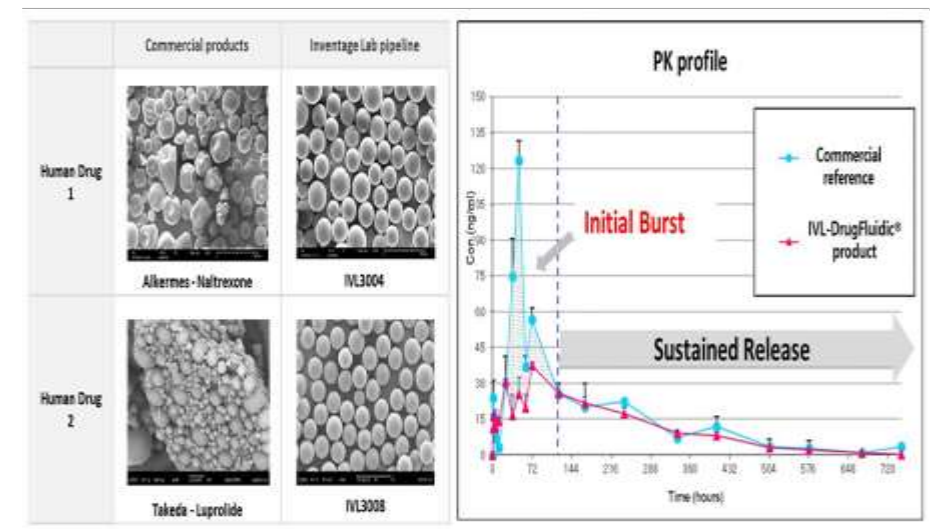
- 조현병, 양극성 장애 등 CNS 질환에서 신규 기전 치료제들이 등장으로 미충족 수요를 충족하며 CNS 시장은 견조한 성장을 이어갈 것으로 전망.
- 정신 질환은 환자들의 우울감, 피해 망상 등의 증상과 약물 투약에 따른 부작용 등으로 인해 환자들의 복약 순응도가 낮은 문제가 있으며, 이로 인해 장기 지속형 주사가 효과적인 질환. 정신 질환 외에도 퇴행성 뇌질환(알츠하이머, 파킨슨 등)의 경우 인지 능력이나 운동 능력 등의 저하로 인해 복약 순응도를 높일 수 있는 장기 지속 주사제의 경쟁력이 클 것으로 판단.
- Invega(Paliperidone), Abilify(Aripiprazole) 등이 이미 장기 지속형 주사 제형을 판매 중에 있으며 Cobenfy, Caplyta 등도 주사 제형 개발 계획으로 CNS에서 주사 제형 선호 확인. 장기 지속형 주사제는 혈중 농도가 빠르게 증가할 경우 부작용을 유발할 수 있어 균일한 혈중 농도 확보가 중요할 것.

장기 지속형 주사제형(LAI) 전환 후 사건 발생 감소



자료: Global data, 유안타증권 리서치센터

장기 지속형 제형에서 혈중 농도 추이



자료: Invega Labs, 유안타증권 리서치센터



기업분석

제약/바이오



하현수 제약/바이오
hyunsoo.ha@yuantakorea.com

투자의견	Not Rated (I)
목표주가	- (I)
현재주가 (2/13)	78.83달러
상승여력	-

상장거래소	NYSE
시가총액	3,520 억달러
총발행주식수	3,390,128,000 주
90일 평균 거래대금	741,953,344 달러
90일 평균 거래량	8,201,847 주
52주 고	78.17 달러
52주 저	148.15 달러
주요주주	JENNISON ASSOCIATES LLC

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(-2.9)	(-25.2)	(-36.1)

Novo Nordisk(NVO): 지켜봐야 할 CagriSema

기대에 미치지 못한 CagriSema 결과

- 12월 말 Novo는 CagriSema(Semaglutide+Cagrilintide)의 첫번째 임상 3상인 REDEFINE 1의 결과를 공개했으며 기대했던 25% 이상 체중 감량에 다소 못 미치는 22.7%의 체중 감량을 공개하며 동사 주가 급락. CagriSema 투약 군에서 최고 용량을 투약한 환자 비율은 57%에 불과해 부작용 등의 우려가 있었으나 2월 공개된 임상 결과에서 위장관 부작용으로 인한 중단율은 3.6%로 우수한 내약성을 확인. 또한 최고 용량 투약에 도달하지 못한 환자군에 25.2%로 더 우수한 체중 감량효과를 보임에 따라 1H25에 공개될 또 다른 비만 임상3상인 REDEFINE 2의 결과에 주목할 필요가 있다고 판단. 2H25에는 Zepbound(Tirzepatide)와 H2H로 진행 중인 REDEFIEN 4의 데이터 공개가 예정되어 있으며 Zepbound와의 비교 결과에 따라 큰 폭의 주가 상승 예상.

다수 비만 치료제 파이프라인 보유

- CagriSema의 아쉬운 임상 결과에도 불구하고 Novo는 GLP-1/Amylin 이중 작용제인 Amycretin에서는 36주차에 22%의 체중 감량이라는 고무적인 결과를 보여줬으며, GLP-1/GIP, GLP-1/GIP/GCG 작용제와 Amylin 작용제 등 다양한 비만 파이프라인을 보유. 또한 제형적으로도 피하 주사 뿐 아니라 경구용 약물 개발 등을 이어가며 체중 감량 목적에 맞는 다양한 약물 선택지 제공을 통해 비만 시장 내에서 높은 지배력을 이어갈 것으로 판단.

Forecasts and Valuation (GAAP 연결)

(백만달러, %, 배)

결산(12월)	2020	2021	2022	2023	2024
매출액	19,445	22,393	25,053	33,714	42,118
매출액증가율	4.0	10.9	25.7	31.3	25.0
영업이익	8,291	9,327	10,591	14,889	18,614
영업이익률	42.6	41.7	42.3	44.2	44.2
지배주주귀속순이익	6,454	7,595	7,861	12,147	14,647
지배주주 귀속 EPS	1.4	1.7	1.7	2.7	3.3
EPS증가율	10.5	17.7	3.5	54.5	20.6
PER	23.6	35.4	38.3	37.4	27.5
PBR	15.6	23.5	25.3	29.2	19.3
EV/EBITDA	16.6	26.2	26.0	28.3	20.8
ROA	31.2	28.1	25.5	30.1	25.9
ROE	69.7	71.2	72.0	88.1	80.8

자료: 유안타증권 리서치센터

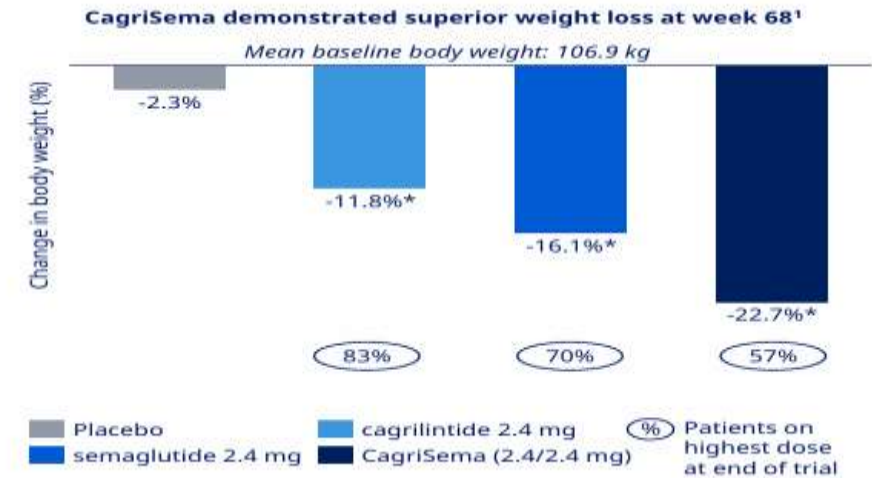
Novo Nordisk(NVO):

[그림1] 비만 시장 성장 및 Novo 점유율



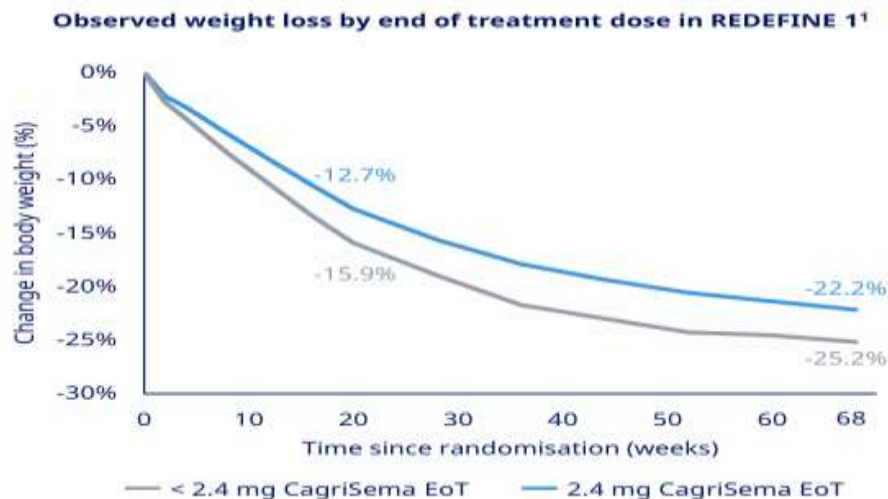
자료: Novo Nordisk, 유안타증권 리서치센터

[그림2] REDEFINE 1 임상 결과



자료: Novo Nordisk, 유안타증권 리서치센터

[그림3] REDEFINE 1 하위 분석



자료: Novo Nordisk, 유안타증권 리서치센터

[그림4] 주요 R&D 이벤트

		Clinical milestones ¹			Regulatory milestones ²		
Project		Q4 2024			H1 2025		
Diabetes care	FLOW (CVD, Sema 1.0 mg)	✓ EU positive opinion	✓ US approval				
	CagriSema (2.4 mg/2.4 mg)						Phase 3 results
	SOUL (CVOT, Oral sema 14 mg)	✓ US submission	✓ EU submission				
	Sc. amycretin						Phase 2 results
Obesity care	OW GIP/GLP-1						Phase 2 results
	STEP HFpEF (Sema 2.4 mg)				✓ US resubmission		
	OASIS (Oral sema 25 mg)				US submission		
	STEP UP Int. T2D (Sema 7.2 mg)				✓ Phase 3 results		
	CagriSema (2.4 mg/2.4 mg)	✓ Phase 3 results (REDEFINE 1)	Phase 3 results (REDEFINE 2)	Phase 3 initiation (REDEFINE 11)			Phase 3 results (REDEFINE 4)
	OW GIP/GLP-1				Phase 2 results		
	Triple (tri-agonist)	✓ Phase 1 initiation					
Rare Disease	Sc. amycretin				✓ Phase 1b/2a results		
	MimB						EU/US submission
	Evoke (AD, Sema 14 mg)						Phase 3 results
	Coramitug (ATTR CM)						Phase 2 results
	Zalfermin (FGF21)				Phase 2 results		

자료: Novo Nordisk, 유안타증권 리서치센터

노보 노디스크(NVO US Equity) 추정재무제표 (GAAP 연결)

손익계산서 (단위: 백만달러)					
결산	2020	2021	2022	2023	2024
매출액	19,445	22,393	25,053	33,714	42,118
매출액 증가율 (%)	4.0	10.9	25.7	31.3	25.0
매출원가	3,206	3,763	4,028	5,191	6,457
매출총이익	16,238	18,630	21,026	28,522	35,661
판매비	5,514	6,395	7,051	8,809	9,618
영업이익	8,291	9,327	10,591	14,889	18,614
영업이익 증가율 (%)	5.4	12.5	13.6	40.6	25.0
EBITDA	9,099	10,171	11,519	15,947	19,853
영업외손익	153	-69	814	-305	166
외환관련손익	0	259	408	-45	780
이자손익	8	9	20	-76	-29
관계기업관련손익	0	-	-	-	-
기타	144	-337	386	-184	-585
법인세비용차감전순이익	8,138	9,396	9,778	15,194	18,447
법인세비용	1,684	1,801	1,917	3,047	3,800
계속사업순이익	6,454	7,595	7,861	12,147	14,647
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	6,454	7,595	7,861	12,147	14,647
지배순이익 증가율 (%)	10.5	17.7	3.5	54.5	20.6

현금흐름표 (단위: 백만달러)					
결산	2020	2021	2022	2023	2024
영업활동 현금흐름	7,960	8,748	11,169	15,808	17,544
당기순이익	6,454	7,595	7,861	12,147	14,647
유무형자산상각비	808	845	928	1,058	1,239
기타비현금손익 조정	1,364	1,685	3,135	4,381	3,398
매출채권증감	-432	-2,053	-1,404	-2,063	-1,041
재고자산증감	-137	-173	-675	-1,077	-1,311
매입채무증감	-98	501	951	1,454	470
투자활동 현금흐름	-3,439	-5,027	-3,528	-6,371	-18,694
인수 및 사업	-60	-2,908	-1,002	0	-11,916
유형자산 증가 (CAPEX)	-892	-1,008	-1,720	-3,746	-6,840
유형자산 감소	1	0	0	0	0
기타현금흐름	0	0	0	0	0
재무활동 현금흐름	-4,939	-4,054	-7,333	-9,168	1,267
차입금 증감	725	2,460	-341	-213	10,596
자본금 증감	-2,582	-3,093	-3,410	-4,344	-2,927
현금배당	-3,082	-3,422	-3,582	-4,611	-6,402
기타현금흐름	0	0	0	0	0
현금의 증감	-488	-240	274	252	183
기초 현금	2,532	1,872	1,544	1,878	1,997
기말 현금	2,009	1,641	1,823	2,136	2,172
NOPAT	6,575	7,539	8,515	11,903	14,779
FCF (Free Cash Flow)	7,068	7,740	9,449	12,063	10,704

자료: Bloomberg, 유인타증권

재무상태표 (단위: 백만달러)					
결산	2020	2021	2022	2023	2024
유동자산	10,811	13,105	15,584	20,727	22,328
현금및현금성자산	2,096	1,641	1,823	2,136	2,172
매출채권 및 기타채권	4,556	6,223	7,283	9,614	9,985
재고자산	3,045	3,004	3,513	4,722	5,669
비유동자산	12,997	16,676	19,166	25,951	42,312
유형자산	8,258	8,476	9,603	13,501	22,549
관계기업등 자본관련자산	96	80	47	61	56
기타투자자산	0	0	0	0	0
자산총계	23,808	29,781	34,750	46,678	64,640
유동부채	11,545	15,237	17,420	25,181	30,187
매입채무 및 기타채무	1,582	1,918	3,266	4,857	5,351
단기차입금	1,098	1,969	69	787	1,634
유동성장기부채	-	-	-	-	-
비유동부채	1,860	3,712	5,305	5,680	14,541
장기차입금	0	1,478	2,992	2,371	11,691
부채총계	13,405	18,949	22,725	30,862	44,728
자본금	76	69	32	66	62
자본잉여금	-	-	-	-	-
이익잉여금	10,477	11,024	11,608	15,561	20,046
비지배자본	-	0	0	0	0
자본총계	10,403	10,832	12,025	15,817	19,912
순차입금	-394	1,402	318	-479	10,613
총차입금	1,701	4,080	3,714	4,008	14,264

재무비율 및 Valuation 지표 (단위: 달러, 배, %)					
결산	2020	2021	2022	2023	2024
EPS	1.4	1.7	1.7	2.7	3.3
BPS	2.2	2.4	2.7	3.5	4.5
EBITDAPS	1.7	1.9	2.5	3.5	3.9
SPS	4.2	4.9	5.5	7.5	9.5
DPS	0.7	0.8	0.9	1.4	1.7
PER	23.6	35.4	38.3	37.4	27.5
PBR	15.6	23.5	25.3	29.2	19.3
EV/EBITDA	16.6	26.2	26.0	28.3	20.8
PSR	7.8	12.0	12.0	13.5	9.6
ROIC	69.7	71.2	72.0	88.1	80.8
ROA	61.6	54.3	57.2	67.4	54.9
ROE	31.2	28.1	25.5	30.1	25.9
부채비율 (%)	16.4	37.7	30.9	25.3	71.6
순차입금/자기자본 (%)	-3.8	12.9	2.6	-3.0	53.3
매출총이익률 (%)	83.5	83.2	83.9	84.6	84.7
영업이익률 (%)	42.6	41.7	42.3	44.2	44.2
매출순이익률 (%)	33.2	33.9	31.4	36.0	34.8
EBITDA 마진 (%)	46.8	45.4	46.0	47.3	47.1

제약/바이오



하현수 제약/바이오
hyunsoo.ha@yuantakorea.com

투자의견	Not Rated (M)
목표주가	- (M)
현재주가 (2/14)	51,600원
상승여력	-

시가총액	5,453억원
총발행주식수	10,568,069주
60일 평균 거래대금	180억원
60일 평균 거래량	356,190주
52주 고	60,000원 / 25,700원
52주 저	0.00%
외인지분율	0.00%
주요주주	이슬기 외 10 인

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(7.4)	42.1	0.0
상대	(12.0)	28.1	0.0
절대(달러환산)	(6.1)	38.4	0.0

디앤디파마텍(347850): 곧 확인할 ORALINK 경쟁력

확인을 앞 둔 ORALINK 흡수율

- ORALINK는 동사의 펩타이드 경구화 플랫폼으로 투과 촉진제, 안정화제 등 부형제와 함께 펩타이드에 Biotin을 결합함으로써 펩타이드의 흡수율을 높여주는 기술. 동사 파트너사인 Metsera의 자료에 따르면 ORALINK는 Novo의 Rybelsus(Semglutide) 대비 최대 6배까지 생체 이용율을 높일 수 있을 것으로 기대. 또한 Metsera의 장기 지속형 기술인 HALO로 인한 반감기 연장까지 고려할 경우 Rybelsus 대비 90% 이상의 낮은 용량에서도 동등한 효력을 나타낼 수 있을 것으로 기대. MET-002o(DD002)는 현재 임상 1상을 진행 중으로 200명 이상 환자군을 모집, 다양한 제형군을 평가 중에 있으며 인간 대상 결과는 2H25 확인 가능할 것으로 기대. MET-002o에서 확인한 제형별 데이터를 기반으로 MET-224o의 임상을 개시, 상업화를 진행할 계획. MET-224o는 동물 실험에서 리드 파이프라인인 MET-097i와 유사한 체중 감량과 혈중 농도를 보였으며, MET-097i는 사람에서 12주차에 고용량 기준 10.3%의 체중 감량을 확인.

커지는 펩타이드 영역, 경구용 기술 주목 받을 것

- MET-002o 임상 1상 결과에서 ORALINK를 통한 생체 이용률 증가를 확인할 경우, 경구용 기술에 대한 관심 커질 것으로 판단. J&J, MSD 등은 JNJ-2113(oral IL-23 antagonist), MK-0616(oral PCSK9 inhibitor)와 같은 경구용 펩타이드 약물을 개발 중. 다만 이들 약물들도 흡수율이 높지 않다는 점에서 PK 데이터 확인 이후 기술 이전 가능성 커질 것으로 기대.

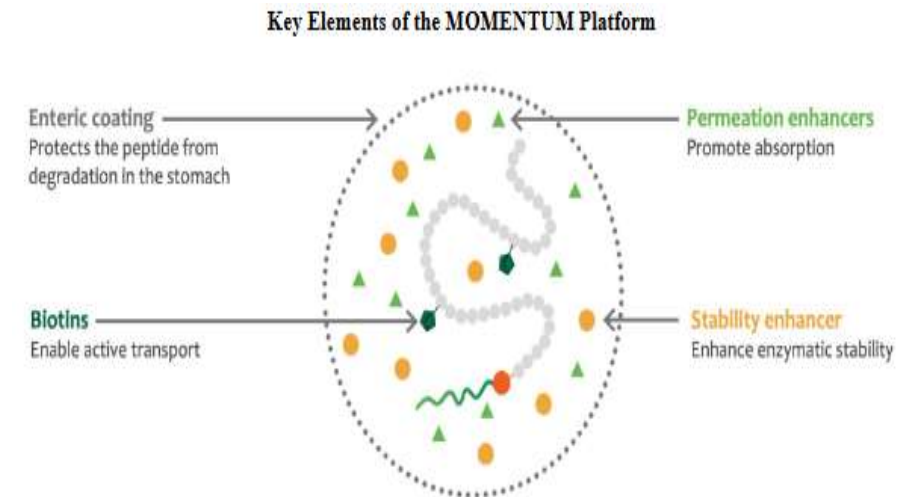
Forecasts and Valuation (K-IFRS 연결)

	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A
결산(12월)					
매출액	0	0	1	1	19
매출액증가율	-	-	-	0.0	1,800.0
영업이익	-31	-69	-76	-69	-13
영업이익률	-	-	-7,600.0	-6,900.0	-68.4
지배주주귀속순이익	-6	-63	-68	-136	4
지배주주 귀속 EPS	-9,097	-8,483	-16,881	441	0
EPS증가율	379.0	-6.7	99.0	-102.6	-100.0
PER	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
PBR	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EV/EBITDA	4.7	1.0	0.4	-0.2	0.1
ROA	-4.1	-24.3	-28.4	-78.9	4.6
ROE	-158.3	-61.3	-43.6	-192.3	14.0

자료: 유안타증권 리서치센터

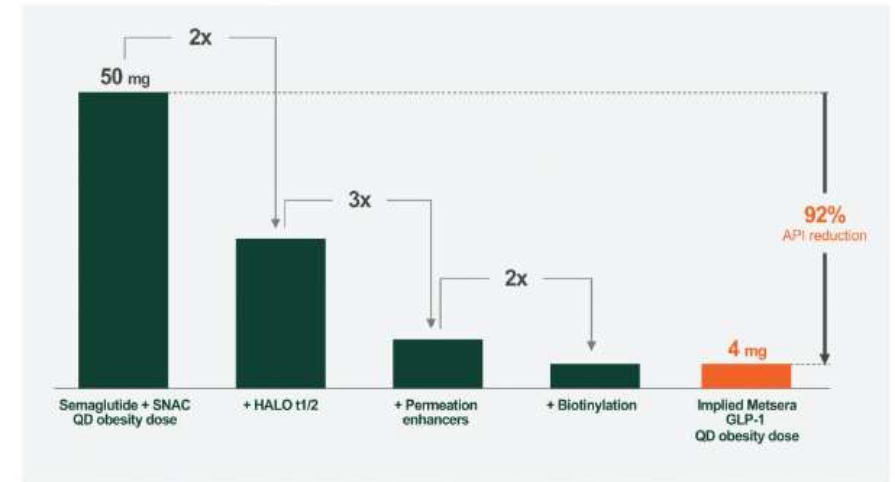
디앤디파마텍(347850)

[그림1] ORALKINK(MOMENTUM) 개요



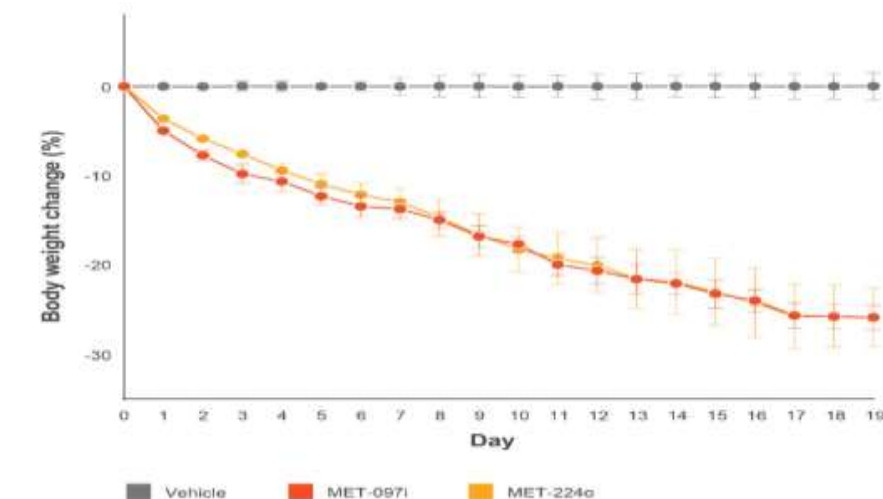
자료: Metsera, 유안타증권 리서치센터

[그림2] 생체이용률, 반감기 연장에 따른 원가 절감 추정



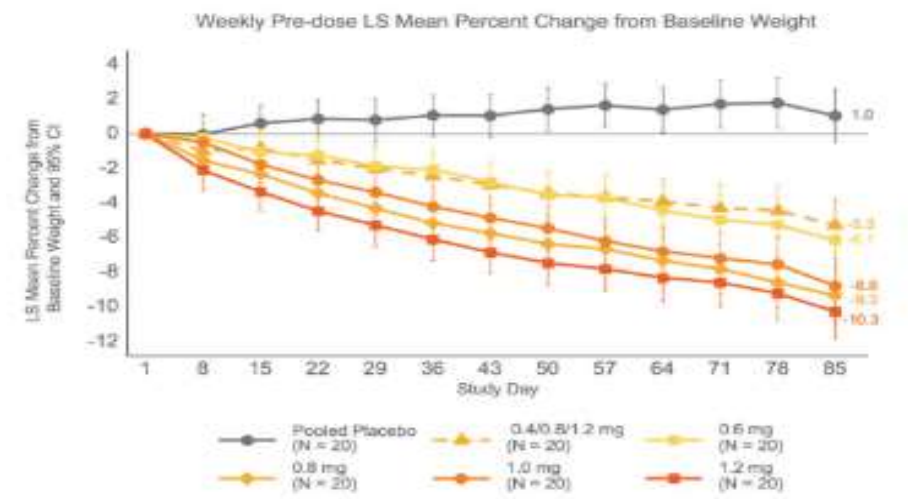
자료: Metsera, 유안타증권 리서치센터

[그림3] MET-224o, MET-097i 동물 실험 결과



자료: Metsera, 유안타증권 리서치센터

[그림4] MET-097i 체중 감량 추이(12주)



자료: Metsera, 유안타증권 리서치센터

디앤디파마텍 (347850) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서						(단위: 십억원)
결산 (12월)	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	
매출액	0	0	1	1	19	
매출원가	0	0	0	0	0	
매출총이익	0	0	1	1	19	
판매비	31	69	77	69	32	
영업이익	-31	-69	-76	-69	-13	
EBITDA	-23	-58	-64	-55	-9	
영업외손익	23	2	4	-95	18	
외환관련손익	0	0	0	-1	0	
이자손익	-13	-5	-1	-2	-1	
관계기업관련손익	-3	0	0	-9	-2	
기타	38	7	4	-83	20	
법인세비용차감전순손익	-8	-67	-72	-164	4	
법인세비용	-2	-3	-2	-26	1	
계속사업순손익	-6	-64	-70	-137	3	
중단사업순손익	0	0	0	0	0	
당기순이익	-6	-64	-70	-137	3	
지배지분순이익	-6	-63	-68	-136	4	
포괄순이익	-7	-71	-58	-127	5	
지배지분포괄이익	-7	-70	-56	-127	5	

주:영업이익산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일함, 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표						(단위: 십억원)
결산 (12월)	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	
영업활동 현금흐름	-22	-49	-52	-53	-9	
당기순이익	-6	-64	-70	-137	3	
감가상각비	1	1	2	3	1	
외환손익	0	0	0	0	0	
종속,관계기업관련손익	3	0	0	9	2	
자산부채의 증감	-2	3	6	-3	-3	
기타현금흐름	-16	12	10	75	-13	
투자활동 현금흐름	-25	-3	-2	0	0	
투자자산	-5	0	0	0	0	
유형자산 증가 (CAPEX)	-2	-3	-2	-1	0	
유형자산 감소	0	0	0	0	0	
기타현금흐름	-19	-1	0	0	0	
재무활동 현금흐름	157	0	68	2	-1	
단기차입금	0	0	0	0	0	
사채 및 장기차입금	0	1	6	3	1	
자본	17	0	3	0	0	
현금배당	0	0	0	0	0	
기타현금흐름	141	-1	59	-1	-2	
연결법위변동 등 기타	0	-1	2	1	0	
현금의 증감	110	-52	15	-50	-10	
기초 현금	3	113	61	76	26	
기말 현금	113	61	76	26	16	
NOPLAT	-31	-69	-76	-69	-13	
FCF	-27	-58	-59	-58	-12	

자료: 유안타증권 주:1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임 2. PER등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표						(단위: 십억원)
결산 (12월)	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	
유동자산	117	67	82	33	20	
현금및현금성자산	113	61	76	26	16	
매출채권 및 기타채권	0	0	0	0	1	
재고자산	0	0	0	0	0	
비유동자산	176	163	169	60	60	
유형자산	4	8	11	3	6	
관계기업등 지분관련자산	0	0	0	12	11	
기타투자자산	1	1	1	1	1	
자산총계	294	229	251	94	79	
유동부채	227	9	67	55	7	
매입채무 및 기타채무	5	8	8	8	3	
단기차입금	0	0	35	19	2	
유동성장기부채	0	0	0	0	0	
비유동부채	39	39	46	20	16	
장기차입금	0	1	0	0	0	
사채	0	0	0	0	0	
부채총계	267	48	113	75	24	
지배지분	26	181	132	9	47	
자본금	2	4	4	4	5	
자본잉여금	48	266	269	269	298	
이익잉여금	-26	-89	-158	-294	-290	
비지배지분	1	0	6	9	9	
자본총계	27	181	138	19	55	
순차입금	-111	-56	-34	0	-9	
총차입금	2	5	42	26	7	

Valuation 지표						(단위: 원, 배, %)
결산 (12월)	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	
EPS	-1,899	-9,097	-8,483	-16,881	441	
BPS	3,219	22,498	14,936	1,066	5,017	
EBITDAPS	-3,553	-7,187	-7,753	-6,206	-989	
SPS	0	0	166	69	2,039	
DPS	0	0	0	0	0	
PER	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
PBR	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
EV/EBITDA	4.7	1.0	0.4	-0.2	0.1	
PSR	NA	NA	0.0	0.0	0.0	

재무비율						(단위: 배, %)
결산 (12월)	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	
매출액 증가율 (%)	-100.0	0.0	0.0	-55.2	2,959.0	
영업이익 증가율 (%)	적지	적지	적지	적지	적지	
지배순이익 증가율 (%)	적지	적지	적지	적지	흑전	
매출총이익률 (%)	0.0	0.0	100.0	100.0	100.0	
영업이익률 (%)	0.0	0.0	-5,547.7	-11,244.2	-72.2	
지배순이익률 (%)	0.0	0.0	-5,001.4	-22,285.3	21.1	
EBITDA 마진 (%)	0.0	0.0	-4,675.3	-8,994.0	-48.5	
ROIC	-35.4	-41.4	-46.7	-65.2	-29.0	
ROA	-4.1	-24.3	-28.4	-78.9	4.6	
ROE	-158.3	-61.3	-43.6	-192.3	14.0	
부채비율 (%)	989.2	26.4	81.5	405.7	43.4	
순차입금/자기자본 (%)	-412.2	-30.6	-24.3	0.8	-16.7	
영업이익/금융비용 (배)	-2.3	-12.1	-74.8	-23.2	-9.5	

제약/바이오



하현수 제약/바이오
hyunsoo.ha@yuantakorea.com

투자의견	BUY (M)
목표주가	60,000원 (M)
현재주가 (7/5)	39,500원
상승여력	52%

시가총액	19,071억원
총발행주식수	54,060,138주
60일 평균 거래대금	352억원
60일 평균 거래량	1,095,633주
52주 고	41,350원 / 20,300원
52주 저	9.65%
외인지분율	0.00%
주요주주	이상훈 외 13 인

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	27.8	19.7	93.2
상대	21.4	7.9	117.9
절대(달러환산)	29.6	16.5	78.7

에이비엘바이오(298380): 퇴행성 질환에서 강한 Grabody-B

IGF1R 기반 BBB 셔틀 효과, 나이에 상관 없이 비슷

- 주요 임상 단계 BBB 셔틀이 TfR을 전달 수용체로 사용하는 것과 달리 동사 Grabody-B는 IGF1R을 전달 수용체로 사용. TfR 기반 BBB 셔틀이 빈혈 등의 부작용을 보이는 것과 달리 Grabody-B는 빈혈 등 부작용 가능성은 높지 않으며, IGF1R을 이용한다는 점에서 향후 임상 시험에서 혈당 관련 부작용 확인이 필요. 다만, 지난해 Sanofi가 임상 2상 진행을 위한 제조기술 이전을 완료했다는 점에서 유의미한 부작용은 없었을 것으로 추정. TfR 기반 셔틀이 Clathrin endocytosis(CME)만을 전달 경로로 사용하는 반면 IGF1R은 CME 뿐 아니라 Caveolar endocytosis, Endophilin endocytosis(FEME)까지 다중 경로를 사용. CME는 노화에 따라 경로 활성이 감소하는 반면 Caveolae는 노화에 따라 경로 활성이 증가하는 특성. 따라서 TfR 기반 BBB 셔틀은 고령 환자군에서 효과가 낮아지는 반면 Grabody-B는 노화의 영향이 크지 않을 것으로 판단. 이는 고령 환자가 많은 퇴행성 뇌질환 치료제에서 높은 경쟁력이 될 것으로 판단.

투자의견 유지 및 목표주가 유지

- 동사에 대한 투자의견 Buy, 목표주가 60,000원 유지. Roche가 Trontinemab의 임상 결과에서 고무적인 데이터를 공개함에 따라 BBB 셔틀에 대한 관심은 높아지는 추세. 지난해 Eisai, BMS는 BioArctic으로 부터 BBB 셔틀 파이프라인 권리를 확보했으며, Abbvie는 Aliada를 인수하며 BBB 셔틀 플랫폼 및 파이프라인을 확보. Grabody-B는 연내 임상 데이터를 확인할 수 있을 예정으로 플랫폼 가치 상승 전망.

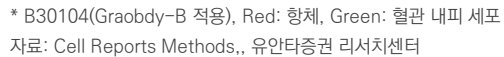
Forecasts and Valuation (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	67	66	34	77	50
매출액증가율	-	-1.5	-48.5	126.5	-35.1
영업이익	1	-3	-53	-33	-56
영업이익률	1.5	-4.5	-155.9	-42.9	-112.0
지배주주귀속순이익	3	-3	-47	-29	-52
지배주주 귀속 EPS	67	-55	-980	-601	-1,074
EPS증가율	-	-182.1	1,681.8	-38.7	78.7
PER	353.4	-369.4	-30.5	-65.8	-36.8
PBR	16.4	13.2	9.5	15.1	24.0
EV/EBITDA	339.3	-34,773.3	-26.9	-58.2	-34.1
ROA	1.7	-1.5	-24.3	-13.1	-24.3
ROE	4.6	-3.7	-38.5	-18.6	-45.1

자료: 유안타증권 리서치센터

[그림1] Grabody-B 적용 유무에 따른 뇌혈관 투과



Antibody	ARIA-E (%)	ARIA-H (%)
Lecanemab	12.6%	17.3%
Aducanumab	35.2%	19.1%
Donanemab	36.8%	31.4%
Trontinemab	1.9%	4.5%

[그림2] 노화에 따른 투과도 변화 비교



Trontinemab clears amyloid more rapidly than conventional mAbs

For reference – based on published data

Amyloid PET (Percent body)

Time (Months)

Legend:

- GRADUATE I
- GRADUATE II
- Lecanemab CLARITY AD
- Donanemab TRAILBLAZER ALZ-2
- Trontinemab 3.6 mg/kg q4w (SCoRT 4 preliminary data)

Amyloid PET positivity threshold (24 CL)

Time (Months)	GRADUATE I	GRADUATE II	Lecanemab CLARITY AD	Donanemab TRAILBLAZER ALZ-2	Trontinemab 3.6 mg/kg q4w (SCoRT 4 preliminary data)
0	100	100	100	100	100
3	95	95	95	95	30
6	90	90	90	90	60
12	85	85	85	85	30
18	80	80	80	80	25

유안타증권 | 45

에이비엘바이오 (298380) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서						(단위: 십억원)
결산 (12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F	
매출액	67	66	34	77	50	
매출원가	0	0	0	0	0	
매출총이익	67	66	34	77	50	
판매비	66	68	86	110	106	
영업이익	1	-3	-53	-33	-56	
EBITDA	3	0	-50	-31	-55	
영업외손익	2	0	6	4	4	
외환관련손익	2	1	2	0	0	
이자손익	-1	-1	2	2	2	
관계기업관련손익	0	0	0	0	0	
기타	2	0	2	2	2	
법인세비용차감전순손익	3	-3	-47	-29	-52	
법인세비용	0	0	0	0	0	
계속사업순손익	3	-3	-47	-29	-52	
중단사업순손익	0	0	0	0	0	
당기순이익	3	-3	-47	-29	-52	
지배지분순이익	3	-3	-47	-29	-52	
포괄순이익	3	-3	-47	-29	-52	
지배지분포괄이익	3	-3	-47	-29	-52	

주: 영업이익산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일함, 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표						(단위: 십억원)
결산 (12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F	
영업활동 현금흐름	72	-28	-79	-63	-87	
당기순이익	3	-3	-47	-29	-52	
감가상각비	2	2	2	1	1	
외환손익	2	0	-1	0	0	
종속, 관계기업관련손익	0	0	0	0	0	
자산부채의 증감	60	-33	-37	-39	-39	
기타현금흐름	4	5	3	3	3	
투자활동 현금흐름	-71	30	37	33	33	
투자자산	-38	37	1	0	0	
유형자산 증가 (CAPEX)	-3	-6	-5	0	0	
유형자산 감소	0	0	0	0	0	
기타현금흐름	-30	-1	42	33	33	
재무활동 현금흐름	5	1	140	-1	27	
단기차입금	2	-1	0	1	-1	
사채 및 장기차입금	41	2	0	0	30	
자본	385	3	143	0	0	
현금배당	0	0	0	0	0	
기타현금흐름	-423	-3	-3	-3	-3	
연결법위변동 등 기타	-2	0	6	16	28	
현금의 증감	4	3	104	-15	2	
기초 현금	22	25	28	132	117	
기말 현금	25	28	132	117	118	
NOPLAT	1	-3	-53	-33	-56	
FCF	69	-34	-84	-63	-87	

자료: 유안타증권 주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임 2. PER등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표						(단위: 십억원)
결산 (12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F	
유동자산	81	76	140	131	125	
현금및현금성자산	25	28	132	117	118	
매출채권 및 기타채권	0	0	0	0	0	
재고자산	0	0	0	0	0	
비유동자산	105	85	87	86	85	
유형자산	7	76	83	81	80	
관계기업등 지분관련자산	0	0	0	0	0	
기타투자자산	28	4	2	2	2	
자산총계	185	160	227	217	210	
유동부채	72	42	13	29	46	
매입채무 및 기타채무	7	9	3	6	4	
단기차입금	0	0	0	0	0	
유동성장기부채	0	0	0	0	0	
비유동부채	43	44	44	46	75	
장기차입금	40	43	43	43	73	
사채	0	0	0	0	0	
부채총계	116	86	57	76	121	
자배지분	70	74	170	141	89	
자본금	24	24	27	27	27	
자본잉여금	361	364	504	504	504	
이익잉여금	-339	-342	-389	-418	-470	
비지배지분	0	0	0	0	0	
자본총계	70	74	170	141	89	
순차입금	-36	-27	-91	-75	-44	
총차입금	42	44	44	45	74	

Valuation 지표						(단위: 원, 배, %)
결산 (12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F	
EPS	67	-55	-980	-601	-1,074	
BPS	1,455	1,547	3,146	2,609	1,648	
EBITDAPS	68	-1	-991	-582	-1,011	
SPS	1,415	1,370	660	1,421	923	
DPS	0	0	0	0	0	
PER	353.4	-369.4	-30.5	-65.8	-36.8	
PBR	16.4	13.2	9.5	15.1	24.0	
EV/EBITDA	339.3	-34,773.3	-26.9	-58.2	-34.1	
PSR	16.8	14.9	45.3	27.8	42.8	

재무비율						(단위: 배, %)
결산 (12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F	
매출액 증가율 (%)	0.0	-2.6	-48.9	129.1	-35.0	
영업이익 증가율 (%)	-	적전	적지	적지	적지	
지배순이익 증가율 (%)	-	적전	적지	적지	적지	
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	
영업이익률 (%)	1.3	-4.0	-157.0	-43.0	-111.7	
지배순이익률 (%)	4.8	-4.0	-140.4	-37.8	-103.9	
EBITDA 마진 (%)	4.8	0.0	-150.0	-41.0	-109.5	
ROIC	-1.5	30.3	-87.9	-45.5	-99.1	
ROA	1.7	-1.5	-24.3	-13.1	-24.3	
ROE	4.6	-3.7	-38.5	-18.6	-45.1	
부채비율 (%)	166.4	116.2	33.6	53.6	135.5	
순차입금/자기자본 (%)	-51.8	-37.0	-53.7	-53.1	-49.2	
영업이익/금융비용 (배)	0.7	-1.2	-1,433.9	-888.8	-1,117.1	



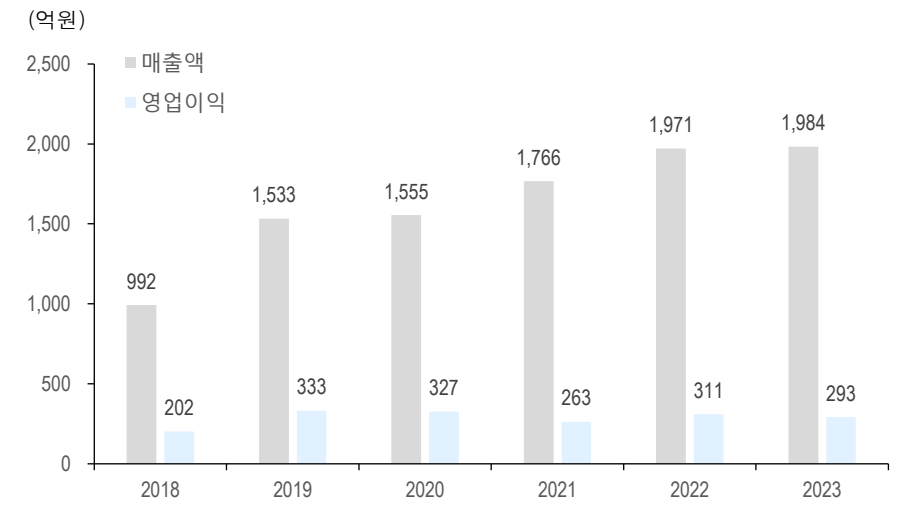
3. 웰니스 트렌드와 K-Beauty

웰니스 뷰티(Wellness Beauty) 투자 기회

로레알의 ‘닥터G’ 인수로 웰니스 펀드의 K-Beauty 기업 투자 가능성 증가

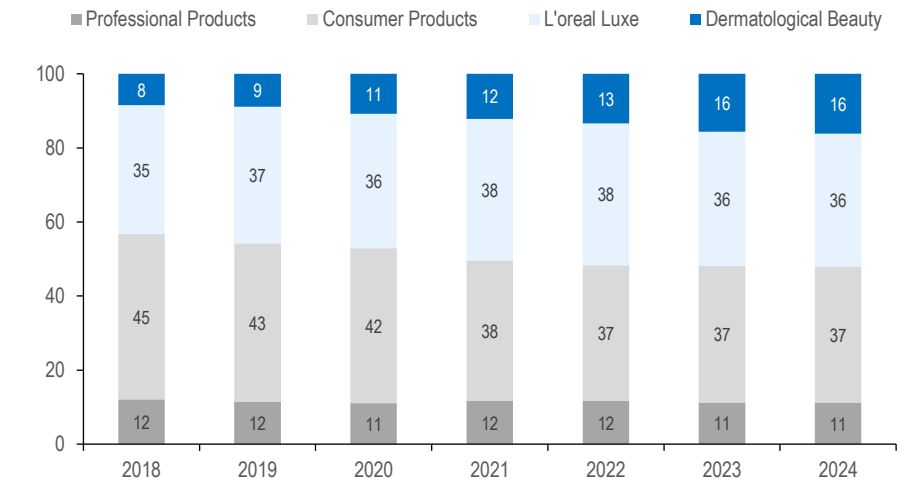
- **글로벌 뷰티 대기업들의 K-뷰티 인수 & 투자 증가 → 시장 신뢰 상승:** 로레알(L'Oréal)은 세계 최대 화장품 기업 중 하나이며, 닥터G 브랜드 인수는 글로벌 기업이 K-뷰티의 가치를 인정했다는 신호다. 글로벌 대기업이 K-뷰티 브랜드를 인수하면, 다른 투자자(특히 웰니스 펀드)들도 K-뷰티 기업의 성장 가능성을 높게 평가한다. 이는 K-뷰티 기업들이 글로벌 시장에서 더 높은 평가를 받을 수 있는 계기가 될 것이다.
- **K-더마코스메틱 가치 상승:** 닥터G는 더마코스메틱(Dermacosmetics, 피부 건강과 과학을 중심으로 한 기능성 화장품) 브랜드로, 최근 글로벌 시장에서 더마 화장품에 대한 수요가 급증하는 추세다. 해외 웰니스 펀드는 건강과 피부 과학에 초점을 둔 브랜드에 더 관심을 가지는 경향이 있다. 글로벌 기업이 K-뷰티 더마 브랜드를 인수했다는 점은, 다른 더마 브랜드(K-뷰티 포함)도 투자 가치가 높다는 신호를 줄 수 있다.
- **K-뷰티의 글로벌화 & 시장 확장 가능성 증가:** 로레알은 글로벌 유통망을 보유한 기업으로, 닥터G를 인수함으로써 K-뷰티 브랜드가 글로벌 시장에서 더 큰 성장 가능성을 갖게 된다. 해외 웰니스 펀드들은 글로벌 확장이 가능한 브랜드를 선호하며, K-뷰티 브랜드들이 글로벌 기업에 인수되거나 성장할 가능성이 커졌다는 점에서 더 많은 투자가 이루어질 수 있다.
- **K-뷰티 브랜드의 높은 수익성 & 인수 가치 증가:** 웰니스 펀드는 높은 영업이익률을 가진 뷰티 & 헬스 브랜드에 투자하는 경향이 있으며, K-뷰티 브랜드들은 상대적으로 운영 비용이 적고 영업이익률이 높아 매력적인 투자처이다.

고운세상코스메틱 연간 실적 추이



자료: DART, 유안타증권 리서치센터

로레알(L'Oréal) 사업부별 매출 비중 (%)



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

국내 및 해외 화장품 회사 주요 M&A

- K-Beauty에 대한 해외 기업의 투자는 국내 화장품 시장이 중국에서 고성장하던 시기에 본격적으로 이루어졌다.
- **에스티 로더의 해브앤비(닥터자르트) 인수:** 2015년 10월, 에스티 로더는 한국의 더마코스메틱 브랜드인 해브앤비(Dr.Jart+)에 대한 투자를 시작했으며, 이후 2019년 11월 잔여 지분 67%를 인수하며 완전한 자회사로 편입했다.
- **유니레버의 카버코리아(AHC) 인수:** 2017년 9월, 유니레버는 고기능성 스킨케어 화장품 브랜드 AHC를 약 3조 937억 원에 인수하며 글로벌 시장에서도 주목받았다.
- **로레알의 스타일난다(3CE) 인수:** 2018년 1월, 로레알은 패션 및 뷰티 브랜드 스타일난다의 화장품 사업부를 약 6천억 원에 인수했다. 이 결정은 아시아, 특히 중국 시장에서의 성장 가능성과 K-Beauty 트렌드를 활용하기 위한 것이었다.

주요 국내 및 해외 화장품 기업 M&A 현황

시기	인수 기업명	파인수 기업명	인수 (매각) 금액
2015년 10월 26일	에스티 로더	해브앤비 (Dr. Jart+)	지분 약 33% 투자 (금액 미공개)
2017년 06월 16일	에스티 로더	DECIEM(디오디너리)	지분 약 29% 투자 (금액 미공개)
2017년 09월 25일	유니레버	카버코리아 (AHC)	27억 달러 (약 3조 937억 원)
2018년 01월 22일	로레알	스타일난다	약 6,000억 원
2019년 11월 18일	에스티 로더	해브앤비 (Dr. Jart+)	잔여 지분 약 67% 인수 (총 인수 금액 17억 달러)
2021년 02월 23일	에스티 로더	DECIEM(디오디너리)	1차 인수, 7억 9,300만 달러(지분 76%)
2021년 09월 17일	아모레퍼시픽	코스알엑스(CosRx)	1,800억 원 (38.4%)
2022년 11월 15일	에스티 로더	톰 포드 뷰티(Tom Ford Beauty)	22억 5천만 달러
2023년 09월 25일	LG생활건강	비바웨이브 (힌스)	425억 원 (지분 75%)
2024년 04월	구다이글로벌	티르티르	1,500억 원
2024년 04월 30일	아모레퍼시픽	코스알엑스(CosRx)	6,080억 원(지분 84.8%)
2024년 05월 02일	모건스탠리PE	스킨이데아 (메디필)	1,000억 원 (지분 67%)
2024년 05월 31일	에스티 로더	DECIEM(디오디너리)	완전 소유, 8억 6천만 달러(지분 100%)
2024년 06월 17일	구다이글로벌	라카코스메틱 (라카)	425억 원 (지분 88%)
2024년 08월 02일	신세계인터내셔널	어뮤즈	713억 원 (지분 100%)
2024년 09월 28일	구다이글로벌	크레이버코퍼레이션 (스킨1004)	2,456억 원 (지분 85%)
2024년 12월 17일	CVC캐피탈	서린컴퍼니 (라운드랩)	8,000억 원
2024년 12월 23일	로레알	고운세상 코스메틱 (Dr.G)	2,550억 원
2025년 01월 03일	케이엘애파트너스	마녀공장	1,900억 원 (지분 51.87%)
2025년 04월 30일	아모레퍼시픽	코스알엑스(CosRx)	1,471억 원(지분 93.2%)

- 로레알이 발표한 Annual Report에 따르면, 2015년부터 현재까지 진행된 20건의 인수(Acquisition)회사 중에서 L'Oréal Luxe 사업부가 차지하는 비중은 10건(50%)으로 가장 높았으며, Dermatological Beauty 부문이 5건(25%), Consumer Products 부문이 4건(20%), Professional Products 부문이 1건(5%)을 차지했다.
- 이를 통해 로레알의 M&A 전략이 럭셔리 브랜드(50%)와 비(非)럭셔리 브랜드(50%) 간 균형을 유지하는 방향으로 진행되었음을 확인할 수 있다. 특히 Dermatological Beauty 부문의 인수 비율(25%)은 눈에 띄는 부분이다.
- 에스티 로더는 최근 3년간 인수회사가 2건에 불과했다. 그 중 하나가 2024년 캐나다 더마코스메틱 회사인 데시엠(DECIEM)이었다. 최근 대형 해외 화장품 회사는 더마코스메틱 부문을 강조하고 있다.

그들은 왜 K-Beauty를 인수하였는가?

- **아시아 및 글로벌 시장 확장:** 일본과 동남아시아 시장에서 K-뷰티 브랜드가 강세를 보이자, 글로벌 기업들은 이를 발판으로 삼아 아시아 및 글로벌 시장을 공략하려 한다.
- **K-뷰티의 혁신성과 빠른 트렌드 변화:** 한국 화장품 기업들은 빠른 트렌드 변화, 혁신적인 포뮬라, 독창적인 패키징 등에서 글로벌 시장을 선도하고 있다.
- **R&D 및 제조 역량 확보(ODM/OEM 산업 발달):** 한국은 세계적인 ODM/OEM 기업을 보유하고 있다. 해외 기업들은 K-뷰티의 혁신적인 제형, 원료 개발, 빠른 제품 출시 시스템을 활용하려 한다.
- **K-뷰티 브랜드의 높은 영업이익률:** K-인디 브랜드(소규모 K-뷰티 브랜드)들은 글로벌 대형 브랜드보다 훨씬 높은 영업이익률(평균 30~40%)을 기록하는 경우가 많다. 일반적인 글로벌 뷰티 브랜드의 영업이익률이 15~20% 수준인 것과 비교하면 상당히 높은 수치다. K-인디 브랜드는 마케팅 & 운영 비용을 최소화하고, 유통 전략을 최적화하면서 높은 영업이익률을 유지할 수 있다. 성공적인 히트 제품(토너, 세럼 등)이 나오면 영업이익률이 더욱 상승하는 구조다.

국내 및 해외 화장품 ODM 회사

회사명	소재지	매출액 (억 원)	기준년도	연간 생산 CAPA (억 개, 추정치는 추정 근거)		주요 특징
1 KDC/One	미국	24,681	2021	25.0	생산 시설 1개당 1억 개 추정	북미 최대 ODM 기업, 프레스티지 브랜드 주력, 유럽, 아시아 확장 중
2 COSMAX	한국	17,775	2023	22.8		
3 BPI	프랑스	12,829	2019	16.0		유럽, 아시아, 북미에 스킨케어 제조 시설
4 Intercos	이탈리아	13,964	2023	16.0	생산 시설 1개당 1억 개 추정	색조화장품 특화 럭셔리 브랜드 파트너십 강점, 첨단 R&D 센터 보유, 지속 가능한 소재 개발 선도
5 Nox Bellcow Cosmetics	중국	3,633	2023	9.0	분야당 3억 개 추정	중국 화장품 ODM 시장 1위 기업
6 Cosmecca	한국	4,707	2023	7.8		
7 Kolmar Korea	한국	10,983	2023	7.6	HK이노엔, 연우 제외	기초화장품 기술력 우수 기술 특화, 중국, 북미 생산기지 확보
8 Chromavis	이탈리아	898	2021	4.0	생산시설 1개당 0.5억 개 추정	색조화장품 유럽 럭셔리 브랜드 파트너
9 B.Kolor	이탈리아	1,196	2022	3.0		트렌디 컬러 개발 유럽 인증 보유, 소량 프리미엄 생산 커스텀 패키징
10 C&C International	한국	2,203	2023	3.0		
11 Bawei	중국	865	2023	2.0	각 분야당 0.3억 개 추정	바이오 기술 결합 첨단 R&D 센터, 중국 인증 다수 보유 스마트 공장 운영
12 Cohere Beauty	미국	-	-	2.0		천연 원료 전문성 유기농 인증 다수, 친환경 생산 시설, 소량 생산 가능
13 Jiangsu Meiaisi Cosme	중국	-	-	2.0		마스크팩 전문 대량생산 시스템
14 Mana Products	미국	-	-	2.0	생산 시설 개당 1억 개 추정	프리미엄 메이크업 특화, 친환경 개발 유기농 인증 획득, 클린뷰티 선도
15 Oxygen Development	미국	2,000	2023	2.0		스킨케어 전문, 유기농 제품 특화
16 Ancorotti	이탈리아	1,631	2023	1.5		메이크업 특화 이탈리아 명품 브랜드 공급, 혁신적 제형 개발 맞춤형 솔루션 제공

주: 한국콜마 매출액은 연우, HK이노엔 제외 매출액, 자료: DART, Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

국내 중소형 브랜드 2023년 실적

	회사명	대표 브랜드	매출액 (억 원)	영업이익 (억 원)	OPM (%)	비고
A090430	아모레퍼시픽	CosRX	4,862	1,612	33	
A018290	브이티	VT cosmetics	2,955	456	15	
A278470	에이피알	메디큐브, 에이프릴 스킨	5,238	1,042	20	
A483650	달바 글로벌	d'Alba	2,008	345	17	IPO 예정
	고운세상코스메틱	Dr.G	1,984	293	15	2024.12.23 로레알 인수
A114840	아이패밀리에스씨	rom&nd, nuse	1,442	248	17	
	더 파운더즈	ANUA	1,432	400	28	
	구다이글로벌	조선미녀	1,396	689	49	
	IICOMBINED	탬버린즈(TAMBURINS), 썸바이미(SOME BY ME)	6,083/1,174*	1,511/ *	25	*전체/화장품 매출액
	서린컴퍼니	라운드 랩(ROUND LAB)	1,156	553	48	
	비나우	퓌(fwee), 넘버즈인(numbez:n) 등	1,145	271	24	
A439090	마녀공장	마녀공장	1,050	159	15	2025.01.03 케이엘파트너스 지분 51.9%, 3,700억 원에 인수
	구다이글로벌	스킨천사	798	107	13	2024.11.28 크레이버코퍼레이션 지분 85%, 2,456억 원에 인수
	스킨이데아	메디필	741	194	26	2024.02.01 모건스탠리 PE 지분 67% 인수(1,500억 원 수준)
	와이어트	닥터포헤어, 어노브	740	82	11	
	정생물뷰티	정생물뷰티	707	153	22	
	토리든	토리든	673	99	15	
	포컴퍼니	아비브	602	83	14	
A214450	파마리서치	리쥬란	2,610/600	923/*	35	*전체/화장품 매출액
	메디테라피	메디테라피	589	45	8	
	올리브인터내셔널	밀크터치, 성분에디터	487	10	2	
	뷰티셀렉션	바이오던스	416	-47	-11	
A031430	신세계인터내셔널	어뮤즈	368	18	5	
	브랜드501	닥터멜락신	287	6	2	
	랩앤컴퍼니	스킨앤랩	273	27	10	
	아시마마스터트레이드	엑시스와이	232	135	58	
	세모컴퍼니	힙드	174	37	21	
	원앤드	헤이미쉬	142	24	17	
	픽톤	토코보	117	13	11	

주: 2024.11.18 발간 자료, 매출액 1천 억이 넘는 메가브랜드는 2024년 10월 16일에 열린 2024 Yuanta K-Beauty Forum에서 안지영 연사가 발표한 [K-Beauty's third wave, What's next?] 강의 내용을 일부 인용함, 자료: DART, 유안타증권 리서치센터

웰니스란 무엇인가? 미국·유럽 소비자의 K-Beauty 피부 건강 제품 주목

- 웰니스(Wellness)와 더마코스메틱(Dermacosmetics)은 밀접한 연관성을 가지고 발전하고 있다. 웰니스는 몸과 마음의 건강한 상태를 유지하는 것이고, 더마코스메틱은 피부 건강을 중심으로 한 기능성 화장품이다.
- 미국 Amazon 상위권에 랭크되어 있는 K-Beauty 제품은 자연 친화적 성분, 피부 재생, 항노화(안티에이징)를 강조하는 제품 위주로 선호도가 높다. 서구권 소비자들은 기존 메이크업 중심에서 피부 건강을 위한 더마코스메틱 위주의 화장품으로 소비 패턴이 변화하는 중이다.
- CosRX 어드밴스드 스네일 96 뮤신 파워 에센스: 민감성 피부를 위한 저자극 제품을 제공하는 브랜드로 주목받고 있다.
- 라네즈 립 슬리핑 마스크: 수분 공급에 특화된 제품으로 유명하며 해외 셀럽도 좋아하는 제품이다.

미국 Amazon 상위권에 랭크되어 있는 K-Beauty 제품



자료: 미국 Amazon, 유안타증권 리서치센터

British Vogue Gisele Bündchen: In The Bag 편에 나온 라네즈 제품

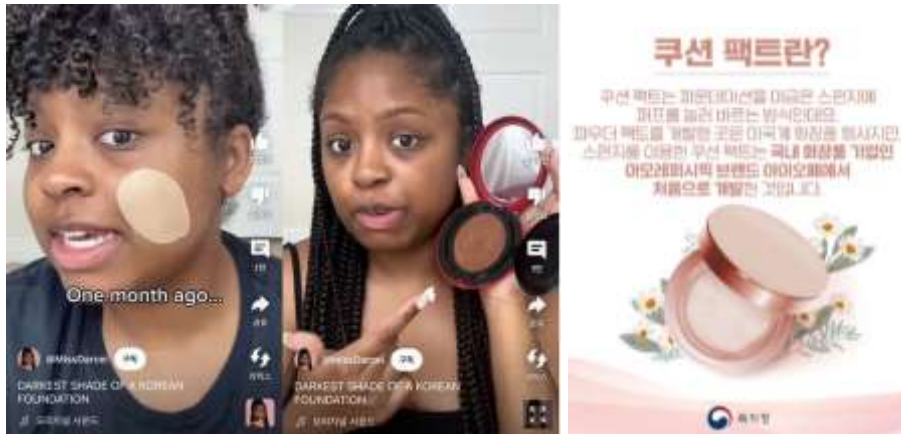


자료: British Vogue Youtube, 유안타증권 리서치센터

K-Beauty가 바꿔 놓은 스킨피케이션(Skinification) 트렌드

- 최근 뷰티 업계에서는 스킨케어 기능을 메이크업 및 헤어케어 제품에 접목하는 스킨피케이션(Skinification, 스킨케어[Skincare]와 -fication[무언가로 만드는 과정]의 합성어로, 뷰티 제품이나 카테고리가 점차 스킨케어의 기능을 채택하는 현상) 트렌드가 빠르게 확산되고 있다. 한국 시장에서는 이러한 변화가 자연스러운 흐름으로 받아들여지고 있다.
- 2008년, 아모레퍼시픽의 아이오페(IOPE) 브랜드에서 개발한 쿠션 팩트는 메이크업 베이스와 파운데이션에 스킨케어 기능을 결합한 혁신적인 제품이다. 이 제품은 자외선 차단, 미백, 주름 개선의 3중 기능성을 갖춘 올인원(All-in-One) 포뮬라로, 한국 여성들의 평균 화장 시간을 기존 13분에서 7분으로 단축시키며 뷰티 시장에 새로운 변화를 가져왔다. 이후, 쿠션 기술은 아시아와 서구권 시장으로 확산되었으며, 현재는 미국 아마존(Amazon)에서 상위권을 차지하는 대표적인 K-뷰티 아이템으로 자리 잡았다. 이와 함께, 하이드로겔, 바이오셀룰로오스, 달팽이(Snail) 성분, 한방 원료 등 다양한 기능성 성분이 결합된 제품이 등장하며, 메이크업과 스킨케어의 경계를 허물고 있다. 이러한 기술적 진화는 통합적인 뷰티 솔루션으로 발전하고 있다. 이는 해외 소비자들의 만족도를 높이며 K-뷰티의 경쟁력을 더욱 강화하고 있다.

글로벌 인종 다변화에 맞게 개발된 한국 쿠션 팩트 제품



자료: 유튜브 채널 미스달시(MissDarcei), 특허청, 유안타증권 리서치센터

고급 스킨케어 성분이 합쳐진 파운데이션

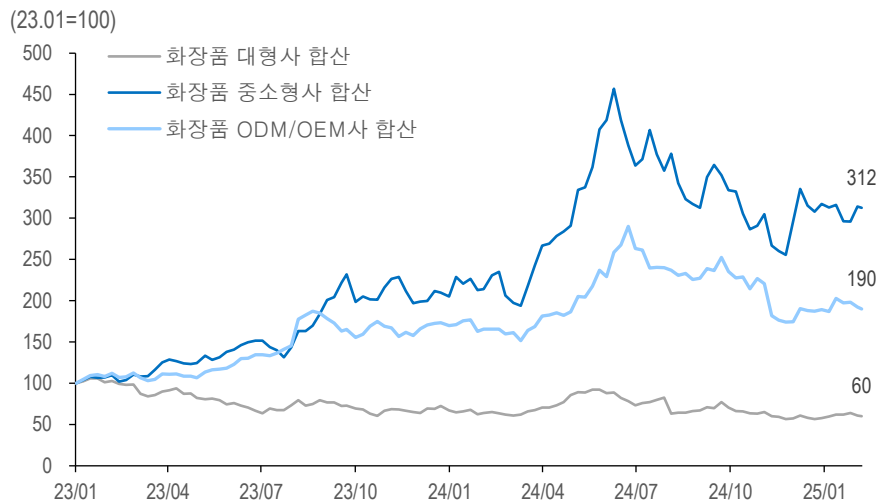


자료: 에스티 로더, 골레드보 보떼, 라프레리 홈페이지, 유안타증권 리서치센터

국내 및 해외 화장품 기업 투자전략

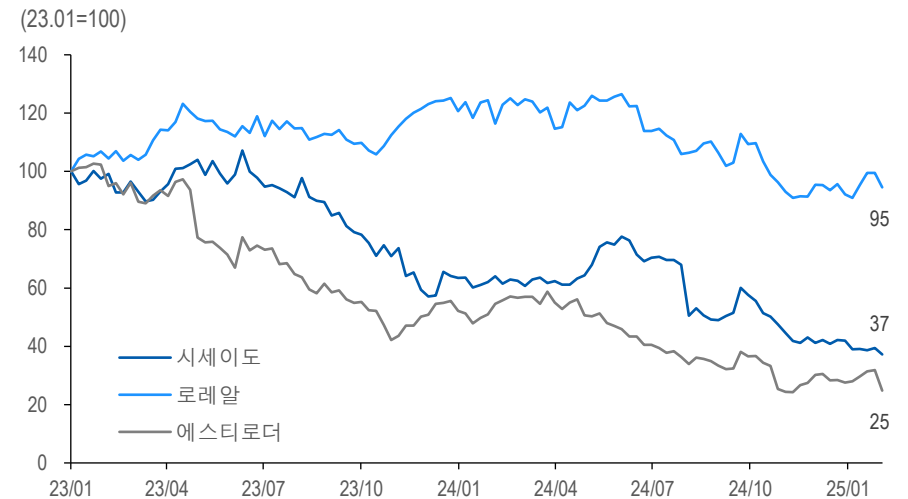
- 화장품 주식 투자 전략은 **글로벌 포트폴리오 다각화와 신흥 시장 확대에 중점**을 두되, 중국 및 면세 의존도를 낮추는 방향으로 접근하는 것이 좋다. 로레알과 아모레퍼시픽은 이러한 전략을 잘 실행하고 있기 때문에 상대적으로 유망한 투자처로 보이며, 시세이도와 에스티 로더는 의존도가 높은 시장에 대한 리스크를 고려할 필요가 있다.
- 2023년 1월 6일부터 지수화하여 국내 화장품 대형주인 아모레퍼시픽, LG생활건강, 그리고 해외 화장품주인 로레알, 에스티 로더, 시세이도의 주가 수익률을 비교한 결과, 로레알이 95%, 아모레퍼시픽이 86%, LG생활건강이 43%, 시세이도가 37%, 에스티 로더가 25% 순으로 기록하였다.
- 전반적으로 화장품 대형주의 부진 속에서도 로레알과 아모레퍼시픽의 주가 수익률이 상대적으로 선방한 주요 요인은 포트폴리오 다각화와 신흥국 시장의 성장에 기인한다고 분석된다.
- 아모레퍼시픽은 중국 시장에 대한 의존도를 낮추고 미국과 일본 등 비중국 시장에서의 성장에 집중해왔다. 특히, 코스알엑스(CosRx)의 인수는 포트폴리오 다각화뿐만 아니라 수익성 향상에 중요한 기여를 하였으며, 이는 아모레퍼시픽 주가 상승의 중요한 요인으로 작용했다고 평가된다.

국내 화장품 코스피/대형사/중소형사/ODM사 시가총액 비교



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

글로벌 화장품사 시가총액 비교



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

국내 및 해외 화장품 기업 투자전략

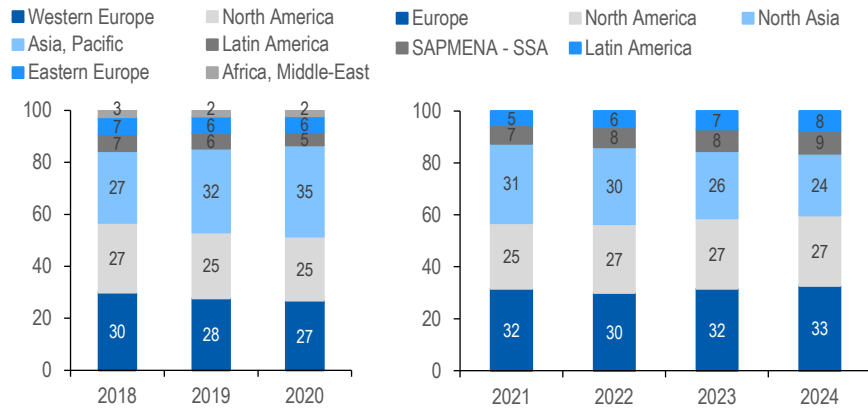
- LG생활건강은 2019년 기준, 가장 높은 영업이익률을 기록한 화장품 사업부가 전체 매출의 62%를 차지하였으나, 2024년에는 이 비중이 42%로 20%p 하락하였다. 이러한 매출 비중 감소는 회사 전체 수익성에 중요한 영향을 미치며, 특히 중국 시장에서의 성장이 둔화되고, 북미 및 일본 등 신흥 시장에서 유의미한 실적을 기록하지 못한 점이 주가 하락의 주요 원인으로 작용한 것으로 분석된다.
- 로레알은 아프리카 시장에서 향수, 라틴아메리카에서 스킨케어 및 메이크업 제품의 판매 증가가 두드러지고 있으며, Professional Products 부문에서는 인도 시장에서 긍정적인 실적을 기록하였다. 또한, L'Oréal Luxe 부문은 멕시코, 브라질, 인도 등 신흥시장에서 좋은 반응을 얻고 있다. 이와 같은 포트폴리오 다각화 전략은 로레알의 성과에 긍정적인 영향을 미쳤다. 반면, 에스티 로더와 시세이도의 주가는 여전히 높은 중국 및 면세 의존도가 부진의 주요 원인으로 지목된다.
- 에스티 로더는 일반적으로 고가의 럭셔리 브랜드가 많다는 평가를 받고 있으며, 아시아 시장에 대한 높은 의존도가 주가에 부정적인 영향을 미쳤다는 분석이 있다. FY 2025년 2분기(CY 2024년 4분기) 매출 가운데 아시아/태평양 지역의 비중은 약 32%로, 이 비중은 에스티 로더의 전략에 따라 꾸준히 증가해왔다.
- 시세이도의 경우, 2024년 중국 매출 비중은 25%로, 코로나 이전인 2019년의 19%에서 6%p 증가하였고, Travel Retail 매출 비중도 2019년 9%에서 2024년 11%로 증가하였다. 다만, 2024년 신흥 시장인 EMEA 지역에서 매출 비중은 2019년 대비 3%p 상승했으나, 중국과 Travel Retail 매출 의존도를 합치면 여전히 36%에 달하는 높은 수준으로, 이는 시세이도의 성과에 부담을 주고 있는 요소로 작용하고 있다.

해외 기업 2025년 가이드스

회사명	2025년 가이드스	상세 내용	주력 브랜드	주력 국가	주력 카테고리	구조조정 계획
로레알 (L'Oréal)	- 시장 성장률 +4~4.5% YoY 초과 목표 25년 1분기 실적 부진 예상, 이후 점진적 성장 예상	- Luxe: Miu Miu·Jacquemus 신규 라인 출시 - Consumer: Gen Z 타겟 제품 출시 - Professional: 헤어케어 혁신 제품 확대 - Dermatological: 선케어·프리미엄 에스테틱 제품 강화	- Vichy - La Roche-Posay - SkinCeuticals	- 신흥 시장 - 미국	Dermatological	
에스티 로더 (Estée Lauder)	FY 25년 3Q 매출액 -8~10% YoY	- FY 25년 3분기 전망: 중국·한국 소비 심리 위축 및 아시아 여행 소매 부문 부진으로 실적 어려움 예상 - 환율 영향: 매출액 2%p 감소 전망	- La Mer - The Ordinary	- 미국 - 영국 - 신흥 시장	- 새로운 카테고리 - 다양한 가격대 제품 출시 예정	- 인력 조정: 직원 5,800~7,000명 감원 - 운영 최적화: 조달 방식 개선, 공급망 효율화 - 핵심 역량 강화: 주요 업무 집중, 아웃소싱 확대 - 기술 혁신: AI 도입 및 활용 확대
엘프 뷰티 (e.l.f. Beauty)	- 매출액: +27~28% YoY (기존 전망 +28~30%) - 매출총이익: +40bp YoY (기존 전망 +30bp) - 마케팅 및 디지털 투자: 순매출의 24~26% - 조정 EBITDA: 2억 8,900만~2억 9,300만 달러 (기존 전망 3억 400만~3억 800만 달러)	- FY25년 4분기 매출액 전망 -1%~2%로 하향 조정 2025년 1월 뷰티 시장 예상보다 약세: 매출 감소와 낮은 소셜 미디어 관심도 확인 [주요인] - Glow Reviver Lip Oil 출시 효과 약화 - 봄 신제품 초기 부진 - 소비 위축: 12월 프로모션 이후 수요 감소 [시장 동향 및 대응] - 미국 시장: 3분기 두 자릿수 성장 후 1월 감소 - 신제품 판매: 마케팅 및 매장 진열 개선으로 회복 기대 - Naturium 도매 확장: 매출 총이익률 소폭 하락, 성장 전망은 유지 [외부 영향] - 소비 둔화, 소셜 미디어 관심 감소 - TikTok 불확실성 - FY24년 4분기 기저효과	Naturium	해외 사업	- 색조 화장품 - 스킨케어	
시세이도 (Shiseido)	- 매출액 9,950억 엔 예상 (+4% YoY) - 영업이익 365억 엔 예상 (전년 수준 유지, 추가 증가 목표) - Free Cash Flow 흑자 전환 예상	- 매출 전망: 상반기 감소 예상, 하반기 일본 성장·미국 시장 회복으로 반등 전망 2026년 목표: 핵심 영업이익률 7% 달성 - 일본: 신제품 출시, 가격 인상, 제품 믹스 개선으로 500억 엔 이익 목표 - 미국: Drunk Elephant 회복, Shiseido·Dr. Dennis Gross Skincare 성장 촉진, 비용 최적화 - 중국 및 면세 시장: 매출 및 이익 감소 예상	- 시세이도 - Cle de Peau Beauté - NARS	- 일본 - 미국	- 신제품 - 베이스메이크업	- 구조조정 비용: 230억 엔 예상 - 조직 개혁: 생산성 향상 및 운영 효율화 - 브랜드 관리: SKU 최적화 집중
고세 (KOSÉ)	- 연결 매출액 3,360억 엔 예상(전년 대비 4.1% 증가) - 영업 이익 200억 엔 예상(전년 대비 15.2% 증가) - 순이익 큰 폭 증가 예상 (중국 구조조정 관련 특별 손실 감소) - 판매 비용 증가 예상 (일본 및 타르트 마케팅 활동 강화) - 배당금 140엔 유지 예상(증익 시 증액 가능성 검토)	- 일본·북미 시장: 건조한 실적 유지, 중국 사업 감소분 만회 전망 - 중국 시장: 2025년 흑자 전환 목표, 구조조정·비용 절감으로 달성 가능성 높음 - 중국 본토 및 TR 매출: 2025년 저점 후 회복 예상 - 퓨리(Pure) 인수: 매출 60억 엔 반영, 이익은 상각비용으로 상쇄 전망 - 설비 투자 255억 엔 계획 (납 알프스 공장 착공, 정보 시스템 투자 등) - 장기 목표: 2030년까지 연평균 5% 이상 안정적 매출 성장	- Sekkisei - DECORTE - Pure	- 일본 - 동남아 - 인도	- 프리미엄 뷰티 (High Prestige) - 스킨케어 - 헤어케어	코세 브랜드 수익성 개선: 경비 절감 및 구조 개선으로 수십억 엔 규모 비용 절감 예상

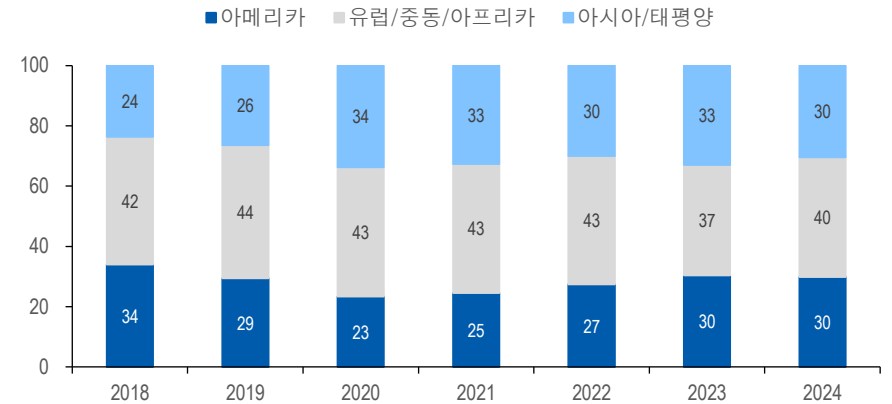
국내 및 해외 화장품 기업 지역별 매출 비중

로레알(L'Oréal)지역별 매출 비중 (%)



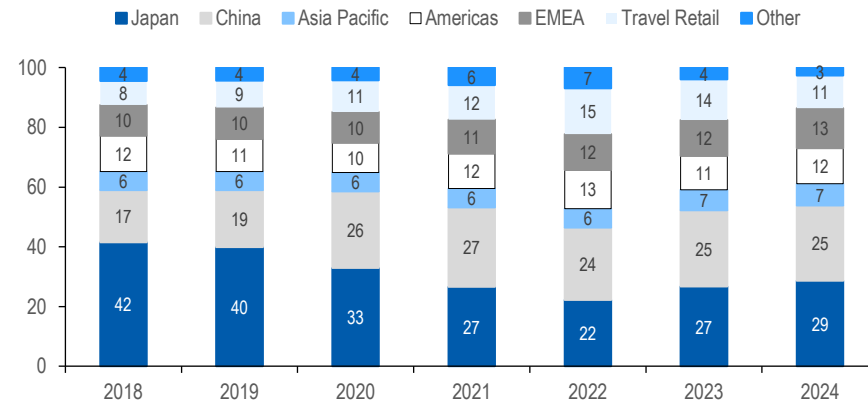
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

에스티 로더(Estée Lauder) 매출 비중 (%)



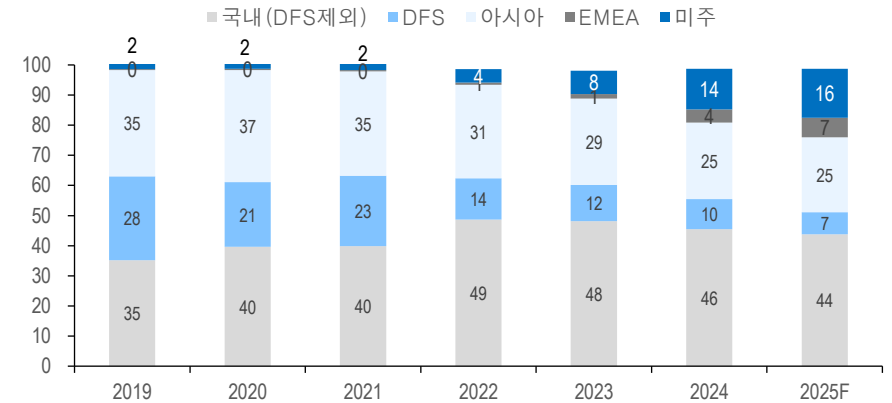
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

시세이도(Shiseido) 지역별 매출 비중 (%)



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

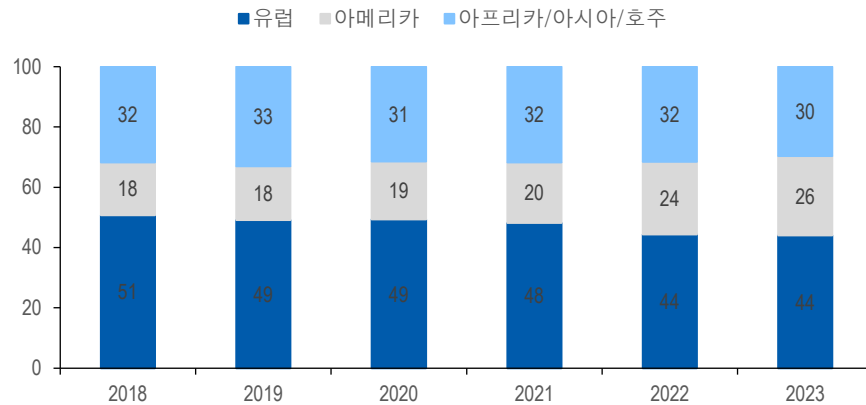
아모레퍼시픽 지역별 매출 비중 (%)



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

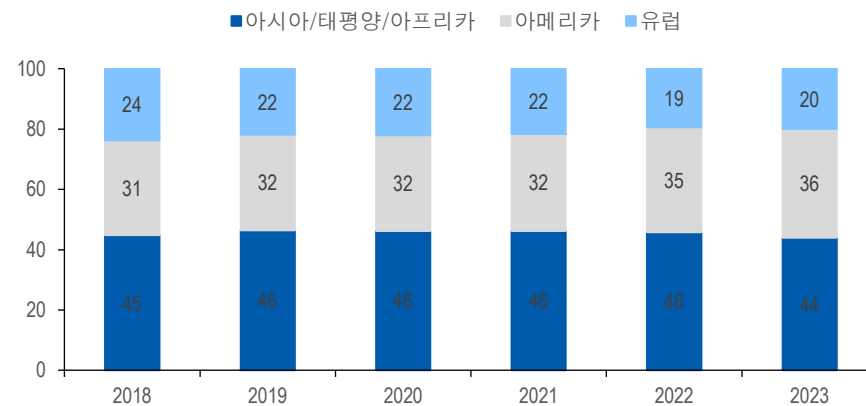
해외 기업 지역별 매출 비중

바이어스도르프(Beiersdorf) 지역별 매출 비중 (%)



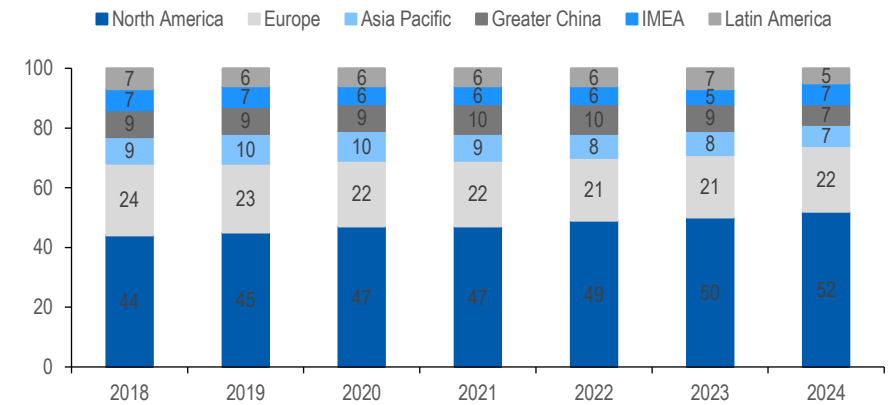
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

유니레버(Unilever) 지역별 매출 비중 (%)



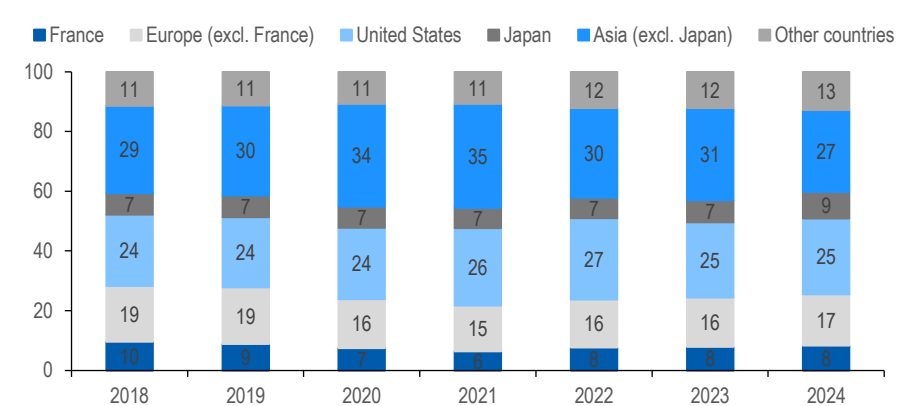
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

프록터 앤드 갬블(Procter & Gamble, P&G) 지역별 매출 비중 (%)



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

LVMH(Louis Vuitton Moët Hennessy) 지역별 매출 비중 (%)



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

국내외 화장품 기업 Peer Valuation

		국내					해외				
		아모레P	LG생활건강	에이피알	코스맥스	실리콘투	L'Oréal	Estée Lauder	e.l.f. Beauty	Ulta Beauty	YesAsia
Ticker		090430 KS	051900 KS	278470 KS	192820 KS	257720 KQ	OR FP	EL US	ELF US	ULTA US	2209 HK
시가총액		69,665	48,260	20,036	17,297	18,933	191,500	25,061	4,227	16,715	151
매출액	2023	36,740	68,048	5,238	17,775	3,429	44,540	15,910	579	10,209	201
	2024F	38,851	68,119	7,228	21,264	7,156	47,043	15,608	1,024	11,207	346
	2025F	43,422	69,589	8,904	24,588	10,227	47,573	14,491	1,309	11,256	475
영업이익	2023	1,082	4,870	1,042	1,157	478	8,408	1,509	68	1,639	11
	2024F	2,205	4,590	1,227	1,740	1,526	8,924	970	150	1,678	25
	2025F	4,217	4,885	1,583	2,152	2,280	9,570	1,049	249	1,484	41
순이익	2023	1,801	1,428	815	571	380	6,688	1,006	62	1,242	8
	2024F	5,932	1,891	1,062	935	1,209	6,933	390	128	1,291	19
	2025F	3,305	2,969	1,268	1,236	1,784	7,399	501	195	1,138	32
PER	2023	56	42	-	25	12	39	57	74	21	3
	2024F	10	25	18	18	15	29	41	83	19	8
	2025F	23	17	16	14	10	26	49	22	15	4

주1: 국내 단위는 억원, 해외 단위는 백만달러, 주2: 아모레P, LG생활건강, 에이피알, L'Oréal, Estée Lauder, e.l.f. Beauty, Ulta Beauty는 2024년 실적 반영, 주3: 종가 기준일은 2025.02.13., 자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터



기업분석

화장품/유통



이승은 화장품/유통
seungeun.lee@yuantakorea.com

투자 의견	BUY (M)
목표주가	160,000원 (M)
현재주가 (2/14)	119,100원
상승여력	34%

시가총액	69,665억원
총발행주식수	69,050,589주
60일 평균 거래대금	305억원
60일 평균 거래량	267,439주
52주 고	194,200원
52주 저	99,500원
외인지분율	26.39%
주요주주	아모레퍼시픽그룹 외 16 인

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	3.3	11.3	(3.6)
상대	(0.4)	3.9	(2.5)
절대(달러환산)	4.7	8.3	(10.8)

아모레퍼시픽(090430): 코로나 이래 가장 완벽한 턴어라운드

국내, 해외 모두 턴어라운드 전망

- 동사에 대한 투자 의견 Buy, 목표주가 160,000원을 유지한다. 2025년 국내외 영업이익 성장이 본격화되며, 4,000억 원대 영업이익 진입이 예상된다. 국내에서는 이커머스 및 MBS 채널이 20% 이상 성장하며 실적 개선을 견인할 전망이다. 면세 채널은 10% 역성장이 예상되나, 비용 효율화 및 수익성 중심 운영을 통해 손익이 개선될 것으로 기대된다.
- 해외 시장에서는 미주 지역이 핵심 성장 동력으로 전년 대비 32% 성장이 전망된다. 에스트라 론칭 및 신규 브랜드 출시로 포트폴리오를 확장하며, 라네즈·이니스프리는 세포라에서의 성장을 지속할 전망이다. 코스알엑스는 2024년 1분기까지 가격 정상화 및 유통 재고 조정을 마무리한 후, 2분기부터 스킨케어 및 프리미엄 RX 라인 중심으로 반등을 기대한다.
- 중국 사업은 구조조정이 마무리 단계에 있으며, 위탁 판매(컨사인먼트) 방식 전환이 완료되었다. 2025년 2분기까지 설화수 매장을 100개 이하로 축소하며 운영 효율성을 높이고, 2025년 BEP(손익분기점) 달성 목표를 설정했으며, 2024년 하반기부터 적자 폭 축소 및 손익 개선을 추진해왔다. EMEA 지역은 유럽 주요 시장(영국, 프랑스, 독일 등)에서 신규 브랜드 및 리테일 파트너십 확대를 통해 시장 확장을 가속화할 예정이다. 2025년 EMEA 매출은 전년 대비 64% 성장이 전망되며, 라네즈와 코스알엑스의 견조한 성장이 지속될 것으로 예상된다. 코스알엑스는 RX 라인의 높은 ASP(평균판매단가)와 얼타(ULTA) 등 주요 유통 채널 마케팅 강화를 통해 연간 10% 이상의 성장이 기대된다.

Forecasts and Valuation (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

계산(12월)	2022A	2023A	2024P	2025F	2026F
매출액	41,349	36,740	38,851	42,820	45,000
매출액증가율	-15.0	-11.1	5.7	10.2	5.1
영업이익	2,142	1,082	2,205	4,270	5,000
영업이익률	5.2	2.9	5.7	10.0	11.1
지배주주귀속순이익	1,345	1,801	6,025	3,709	4,309
지배주주 귀속 EPS	2,175	2,914	10,136	6,176	7,202
EPS증가율	-30.6	34.0	247.8	-39.1	16.6
PER	64.6	43.2	10.3	19.3	16.5
PBR	2.0	1.8	1.3	1.5	1.4
EV/EBITDA	16.4	19.2	12.4	10.2	8.9
ROA	2.3	3.1	9.8	5.7	6.3
ROE	2.8	3.7	11.7	6.7	7.4

자료: 유안타증권 리서치센터

아모레퍼시픽 실적 추이 및 전망

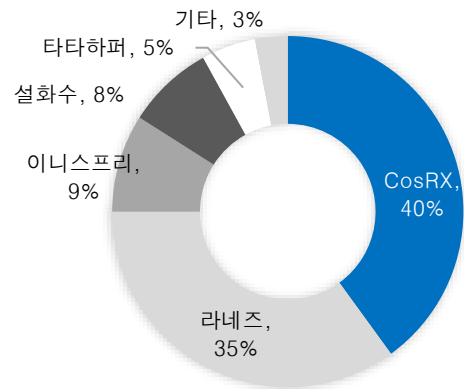
(단위: 억원, %)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24P	2024P	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2025E
매출액	9,115	9,048	9,772	10,917	38,851	10,210	10,060	10,660	11,890	42,820
Korea	5,636	5,119	5,345	5,470	21,570	5,530	5,270	5,480	5,590	21,870
Luxury Brands	3,231	2,811	3,176	3,148	12,367	3,200	3,090	3,230	3,200	12,720
Premium Brands	1,261	1,217	903	1,016	4,396	1,150	1,070	970	1,060	4,250
Daily Beauty	952	885	981	1,074	3,892	980	900	990	1,090	3,960
기타(OEM/임대료 등)	193	206	284	232	915	200	210	290	240	940
Overseas & Export	3,368	3,815	4,313	5,293	16,789	4,550	4,650	5,040	6,150	20,390
Asia	2,316	2,223	2,302	2,998	9,839	2,450	2,400	2,500	3,300	10,650
중화권	1,482	1,077	976	1,565	5,100	1,000	850	900	1,500	4,250
기타 아시아	835	1,146	1,325	1,433	4,739	1,450	1,550	1,600	1,800	6,400
EMEA	173	373	545	611	1,703	600	650	740	800	2,790
North America	878	1,218	1,466	1,684	5,246	1,500	1,600	1,800	2,050	6,950
매출액 YoY	-0	-4	10	18	6	12	11	9	9	10
Korea	2	-8	-2	-2	-2	-2	3	3	2	1
Luxury Brands	4	-7	6	6	2	-1	10	2	2	3
Premium Brands	10	3	-19	-26	-8	-9	-12	7	4	-3
Daily Beauty	-2	-8	0	12	1	3	2	1	1	2
기타	-37	-48	-20	-27	-34	4	2	2	3	3
Overseas & Export	-2	2	36	48	21	35	22	17	16	21
Asia	-14	-22	-2	14	-7	6	8	9	10	8
중화권	-19	-44	-34	-9	-27	-33	-21	-8	-4	-17
기타 아시아	-4	25	52	57	33	74	35	21	26	35
EMEA	52	182	339	314	229	247	74	36	31	64
North America	40	65	108	112	83	71	31	23	22	32
영업이익	727	42	652	785	2,205	1,120	820	1,100	1,230	4,270
Korea	491	152	480	360	1,483	630	470	600	630	2,330
Cosmetics	474	206	440	313	1,433	600	450	550	570	2,170
Daily Beauty	17	-54	40	47	50	30	20	50	60	160
Overseas & Export	316	51	247	429	1,042	590	430	600	700	2,320

주1: 24년 5월 1일부터 코스알엑스 연결 실적 편입, 주2: 24년 3분기부터 브랜드 재분류 (아이오펜, 홀리추얼 럭셔리 부문 이관), 자료: 아모레퍼시픽, 유안타증권 리서치센터

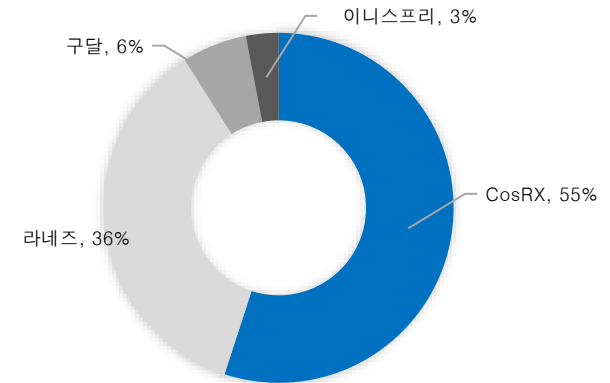
아모레퍼시픽 브랜드별 매출 비중 추정

2025F 미주 브랜드별 매출 비중 전망 (%)



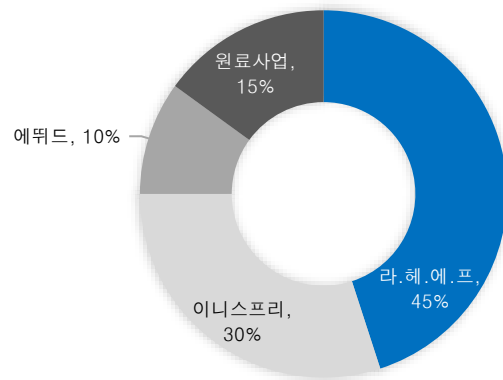
자료: 유안타증권 리서치센터

2025F 유럽 브랜드별 매출 비중 전망 (%)



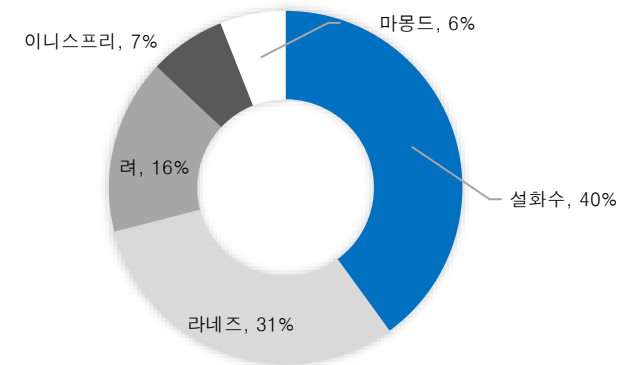
자료: 유안타증권 리서치센터

2025F 일본 브랜드별 매출 비중 전망 (%)



주: 라.헤.에.프는 라네즈, 헤라, 에스트라, 프리메라, 자료: 유안타증권 리서치센터

2025F 중화권 브랜드별 매출 비중 전망 (%)



자료: 유안타증권 리서치센터

아모레퍼시픽(090430) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서						(단위: 억원)
결산 (12월)	2022A	2023A	2024P	2025F	2026F	
매출액	41,349	36,740	38,851	42,820	45,000	
매출원가	13,375	11,551	11,384	11,700	12,200	
매출총이익	27,974	25,189	27,467	31,120	32,800	
판매비	25,832	24,107	25,262	26,850	27,800	
영업이익	2,142	1,082	2,205	4,270	5,000	
EBITDA	5,029	3,600	4,791	6,634	7,453	
영업외손익	103	1,725	4,003	429	498	
외환관련손익	149	64	-220	82	140	
이자손익	-34	-44	-48	-67	-61	
관계기업관련손익	89	417	10	8	7	
기타	-102	1,288	4,261	406	413	
법인세비용차감전순손익	2,245	2,806	6,208	4,699	5,498	
법인세비용	952	1,068	192	1,000	1,199	
계속사업순손익	1,293	1,739	6,016	3,699	4,299	
중단사업순손익	0	0	0	0	0	
당기순이익	1,293	1,739	6,016	3,699	4,299	
지배지분순이익	1,345	1,801	6,025	3,709	4,309	
포괄순이익	1,022	1,334	5,611	3,294	3,894	
지배지분포괄이익	1,086	1,393	5,857	3,439	4,065	

주: 영업이익 산출 기준은 기존 K-GAAP과 동일, 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표						(단위: 억원)
결산 (12월)	2022A	2023A	2024P	2025F	2026F	
영업활동 현금흐름	1,510	3,482	7,381	4,238	5,163	
당기순이익	1,293	1,739	6,016	3,699	4,299	
감가상각비	2,886	2,518	2,586	2,364	2,453	
외환손익	213	33	220	-82	-140	
종속, 관계기업관련손익	0	0	-10	-8	-7	
자산부채의 증감	-3,451	-356	-540	-843	-551	
기타현금흐름	570	-452	-891	-891	-891	
투자활동 현금흐름	-685	-1,862	-9,912	-4,220	-4,245	
투자자산	1,843	-945	-6,290	-2,515	-634	
유형자산 증가 (CAPEX)	-993	-1,345	-4,000	-2,000	-4,000	
유형자산 감소	40	266	55	61	70	
기타현금흐름	-1,576	162	323	234	319	
재무활동 현금흐름	-1,546	-986	-1,128	-1,026	-1,069	
단기차입금	-15	70	32	60	33	
사채 및 장기차입금	-314	-138	46	16	0	
자본	-42	23	0	0	0	
현금배당	-681	-470	-629	-628	-628	
기타현금흐름	-493	-471	-576	-474	-474	
연결범위변동 등 기타	-161	-67	3,504	1,076	1,148	
현금의 증감	-881	568	-154	69	997	
기초 현금	5,377	4,496	5,064	4,909	4,978	
기말 현금	4,496	5,064	4,909	4,978	5,975	
NOPLAT	2,142	1,082	2,205	4,270	5,000	
FCF	517	2,137	3,381	2,238	1,163	

자료: 유안타증권 주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표						(단위: 억원)
결산 (12월)	2022A	2023A	2024P	2025F	2026F	
유동자산	17,350	19,522	16,813	17,983	19,534	
현금및현금성자산	4,496	5,064	4,909	4,978	5,975	
매출채권 및 기타채권	3,175	3,242	3,428	3,779	3,971	
재고자산	4,089	3,943	4,170	4,596	4,830	
비유동자산	40,668	39,343	46,992	49,082	51,193	
유형자산	24,753	24,416	25,775	25,350	26,827	
관계기업등 지분관련자산	2,473	2,871	9,116	11,547	12,135	
기타투자자산	518	928	973	1,057	1,103	
자산총계	58,018	58,865	63,805	67,065	70,727	
유동부채	8,311	8,133	8,460	9,075	9,412	
매입채무 및 기타채무	3,945	3,741	3,956	4,360	4,582	
단기차입금	2,234	2,441	2,441	2,441	2,441	
유동성장기부채	0	0	0	0	0	
비유동부채	1,914	2,005	1,739	1,718	1,776	
장기차입금	0	0	0	0	0	
사채	0	0	0	0	0	
부채총계	10,225	10,138	10,199	10,792	11,189	
지배지분	47,986	48,980	53,869	56,546	59,822	
자본금	345	345	345	345	345	
자본잉여금	7,916	7,939	7,939	7,939	7,939	
이익잉여금	40,101	41,014	46,411	49,492	53,173	
비지배지분	-193	-253	-262	-273	-283	
자본총계	47,793	48,727	53,607	56,273	59,539	
순차입금	-5,916	-8,420	-5,198	-5,471	-6,538	
총차입금	3,572	3,504	3,581	3,657	3,690	

Valuation 지표						(단위: 원, %, %)
결산 (12월)	2022A	2023A	2024P	2025F	2026F	
EPS	2,175	2,914	10,136	6,176	7,202	
BPS	69,550	70,961	78,099	81,979	86,729	
EBITDAPS	7,282	5,214	6,938	9,607	10,793	
SPS	59,883	53,207	56,265	62,013	65,170	
DPS	680	910	910	910	910	
PER	64.6	43.2	10.3	19.3	16.5	
PBR	2.0	1.8	1.3	1.5	1.4	
EV/EBITDA	16.4	19.2	12.4	10.2	8.9	
PSR	2.3	2.4	1.9	1.9	1.8	

재무비율						(단위: %, %, %)
결산 (12월)	2022A	2023A	2024P	2025F	2026F	
매출액 증가율 (%)	-15.0	-11.1	5.7	10.2	5.1	
영업이익 증가율 (%)	-37.6	-49.5	103.8	93.7	17.1	
지배순이익 증가율 (%)	-30.6	33.9	234.6	-38.4	16.2	
매출총이익률 (%)	67.7	68.6	70.7	72.7	72.9	
영업이익률 (%)	5.2	2.9	5.7	10.0	11.1	
지배순이익률 (%)	3.3	4.9	15.5	8.7	9.6	
EBITDA 마진 (%)	12.2	9.8	12.3	15.5	16.6	
ROIC	4.2	2.2	6.1	10.4	12.2	
ROA	2.3	3.1	9.8	5.7	6.3	
ROE	2.8	3.7	11.7	6.7	7.4	
부채비율 (%)	21.4	20.8	19.0	19.2	18.8	
순차입금/자기자본 (%)	-12.3	-17.2	-9.6	-9.7	-10.9	
영업이익/금융비용 (배)	17.5	6.6	13.5	25.6	29.5	

화장품/유통



이승은 화장품/유통
seungeun.lee@yuantakorea.com

투자의견 Not Rated (I)

목표주가 - (I)

현재주가 (2/13) 342.25유로

상승여력 -

상장거래소	EN Paris
시가총액	1,833 억유로
총발행주식수	534,312,021주
90일 평균 거래대금	148,432,400유로
90일 평균 거래량	436,316주
52주 고	316.30유로
52주 저	461.85유로
주요주주	Bettencourt Meyers F

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	5.0	4.0	(20.5)

L'Oréal(OR FP): 더마코스메틱, 프리미엄 포지셔닝을 강화하다

투자포인트 ① 신흥시장, ② 프리미엄 더마코스메틱, ③ BETiq

- 로레알은 2025년 화장품 시장 성장률을 +4~4.5%로 전망하며, 이를 상회하는 성장을 목표로 제시했다. 특히 신흥시장 및 미국 시장이 동사의 성장을 견인할 것으로 예상된다. 신흥시장은 2024년 12% 성장을 기록하며, 그룹 매출의 16% 이상을 차지하는 주요 시장으로 자리 잡았다. 해당 시장은 그룹 전체 성장의 두 배 이상 기여하며, 지속적인 성장 잠재력을 보유하고 있다. 미국 시장에서는 럭셔리 화장품 1위 기업으로 자리 잡으며, 프리미엄 제품 소비 증가를 주도하고 있다. 이러한 소비 트렌드는 로레알의 고급 화장품 및 더마코스메틱 부문의 성장을 더욱 가속화할 것으로 예상된다.
- Bloomberg 컨센서스에 따르면, 2025년 로레알 사업부 중 가장 높은 성장률을 기록할 것으로 예상되는 부문은 Dermatological Beauty이며, 2024년 기준 동사 매출의 16%를 차지했다. 2025년 성장률은 약 5%로 전망된다. 특히, 동사는 프리미엄 더마코스메틱 제품을 중심으로 시장을 확대하고 있다. Dermatological Beauty 사업부는 단순한 기능성 화장품을 넘어, 피부과학적 효능이 입증된 동시에 프리미엄 라인업을 갖춘 고급 더마코스메틱 제품을 출시하며 차별화된 전략을 추진 중인 것으로 파악된다.
- 동사 BETiq는 인공지능(AI)을 활용한 내부 도구로, 광고 및 판촉(A&P) 투자에 대한 수익(Return on Investment, ROI)을 측정하고 개선하기 위해 개발되었다. 이는 A&P 투자 효율성을 높여, 일부 브랜드에서는 생산성이 10%에서 15%까지 향상되는 성과를 보였다. 2024년 6개국에서 먼저 도입하고 2025년에는 8개국으로 확장할 계획이다.

Forecasts and Valuation (K-IFRS 연결)

(백만유로, 유로, %, 배)

결산(12월)	2020	2021	2022	2023	2024
매출액	27,992	32,288	38,261	41,183	43,487
매출액증가율	-6.3	15.3	18.5	7.6	5.6
영업이익	4,494	5,781	7,630	7,774	8,250
영업이익률	16.1	17.9	19.9	18.9	19.0
지배주주귀속순이익	3,563	4,597	5,707	6,184	6,409
지배주주 귀속 EPS	6.4	8.2	10.7	11.6	12.0
EPS증가율	-5.0	29.0	24.1	8.4	3.6
PER	48.8	50.6	31.3	39.0	28.5
PBR	6.0	9.5	6.6	8.3	5.5
EV/EBITDA	26.1	30.0	19.8	25.9	18.5
ROA	8.2	10.6	12.7	12.5	11.8
ROE	12.2	17.5	22.5	22.0	20.6

자료: 유안타증권 리서치센터

로레알(L'Oréal) 실적 추이 및 전망

(단위: 백만유로, %)

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F
매출액	26,937	29,874	27,992	32,288	38,261	41,183	43,487	45,585	48,361
Professional Products	3,263	3,442	3,097	3,784	4,477	4,654	4,886	5,074	5,287
Consumer Products	12,032	12,748	11,704	12,234	14,021	15,173	15,982	16,548	17,296
L'oréal Luxe	9,367	11,020	10,180	12,346	14,638	14,924	15,591	16,476	17,668
Dermatological Beauty	2,276	2,664	3,011	3,924	5,125	6,432	7,027	7,487	8,111
[YoY]									
Professional Products	7.1	8.0	-4.1	16.1	10.9	11.0	5.1	4.7	6.0
Consumer Products	2.0	3.2	-6.4	24.8	10.1	7.6	5.3	4.0	4.0
L'oréal Luxe	2.5	3.3	-4.7	5.6	8.3	12.6	5.4	4.0	4.4
Dermatological Beauty	14.4	13.8	-8.1	20.9	10.2	4.5	2.7	5.0	6.8
영업이익	5,675	6,381	6,012	7,080	8,382	9,123	9,765	10,237	10,994
Professional Products	652	692	582	807	954	1,005	1,086	1,133	1,191
Consumer Products	2,428	2,575	2,388	2,466	2,775	3,115	3,376	3,539	3,734
L'oréal Luxe	2,072	2,494	2,276	2,816	3,350	3,332	3,470	3,612	3,917
Dermatological Beauty	523	621	766	991	1,303	1,671	1,833	1,987	2,178
[영업이익률]	21	21	22	22	22	22	23	22	22
Professional Products	20	20	19	21	21	22	22	22	23
Consumer Products	20	20	20	20	20	21	21	21	21
L'oréal Luxe	22	23	22	23	23	22	22	22	22
Dermatological Beauty	23	23	25	25	25	26	26	27	27

주: 2025F, 2026F 실적은 Bloomberg 컨센서스, 자료: 로레알(L'Oréal), 유안타증권 리서치센터

로레알(L'Oréal) 사업부별 브랜드 포트폴리오

CONSUMER PRODUCTS						LUXE						DERMATOLOGICAL BEAUTY				
L'OREAL	PARODOR	MAYBELLINE	NYX	CE	ESSIE	LANCÔME	YVES ROCHER	ARMANI	Helena	HR	Absop.	LA ROCHE-POSAY	CeraVe	VICHY	BIODERMA	Uriage
Mixa	Qinty	VOGUE	DAVE & JOE	THIERS	Charlotte Tilbury	BIOHERM	VALENTINO	PRADA	SPILLANTINE	IT Cosmetics	HUGO BOSS					

자료: 로레알(L'Oréal), 유안타증권 리서치센터

주력 제품 (Vichy Collagen 16, La Roche-Posay Anthelios UVMune)



자료: 로레알(L'Oréal), 유안타증권 리서치센터

로레알(OR FP Equity) 추정재무제표 (GAAP 연결)

손익계산서 (단위: 백만유로)					
결산 (8월)	2020	2021	2022	2023	2024
매출액	27,992	32,288	38,261	41,183	43,487
매출액 증가율 (%)	-6.3	15.3	18.5	7.6	5.6
매출원가	7,532	8,433	10,577	10,767	11,227
매출총이익	20,460	23,854	27,683	30,416	32,260
판매비	14,286	16,665	19,088	20,983	22,218
영업이익	4,494	5,781	7,630	7,774	8,250
영업이익 증가율 (%)	-15.2	28.7	32.0	1.9	6.1
EBITDA	6,522	7,562	9,166	9,489	10,105
영업외손익	-283	-266	20	-227	-183
외환관련손익	-6	53	415	81	81
이자손익	59	20	1	65	225
관계기업관련손익	-	-	-	-	-
기타	37	40	72	49	37
법인세비용차감전순손익	4,777	6,047	7,611	8,001	8,433
법인세비용	1,210	1,445	1,899	1,811	2,015
계속사업순손익	3,568	4,602	5,713	6,191	6,417
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	3,563	4,597	5,707	6,184	6,409
지배순이익 증가율 (%)	-5.0	29.0	24.1	8.4	3.6

현금흐름표 (단위: 백만유로)					
결산 (8월)	2020	2021	2022	2023	2024
영업활동 현금흐름	6,453	6,728	6,278	7,605	8,286
당기순이익	3,563	4,597	5,707	6,184	6,409
유무형자산상각비	2,028	1,781	1,536	1,715	1,855
기타비현금손익 조정	133	262	47	101	249
매출채권증감	315	-407	-718	-427	-427
재고자산증감	102	-373	-865	-438	-438
매입채무증감	345	1,087	248	139	139
투자활동 현금흐름	-2,639	-1,634	-2,224	-4,144	-3,704
인수 및 사업	-1,627	-456	-747	-2,497	-149
유형자산 증가 (CAPEX)	-	-	-	-	-
유형자산 감소	-	-	-	-	-
기타현금흐름	0	0	0	0	0
재무활동 현금흐름	-2,591	-8,864	-4,080	-1,615	-4,785
차입금 증감	-530	3,543	-991	2,313	-729
자본금 증감	130	-10,055	-399	-502	-428
현금배당	-2,191	-2,352	-2,690	-3,426	-3,615
기타현금흐름	0	0	0	0	-14
현금의 증감	1,120	-3,692	-96	1,670	-236
기초 현금	5,286	6,406	2,714	2,618	4,288
기말 현금	6,406	2,714	2,618	4,288	4,052
NOPAT	3,323	4,374	5,712	6,002	6,277
FCF (Free Cash Flow)	5,481	5,653	4,935	6,116	6,644

자료: Bloomberg, 유인타증권

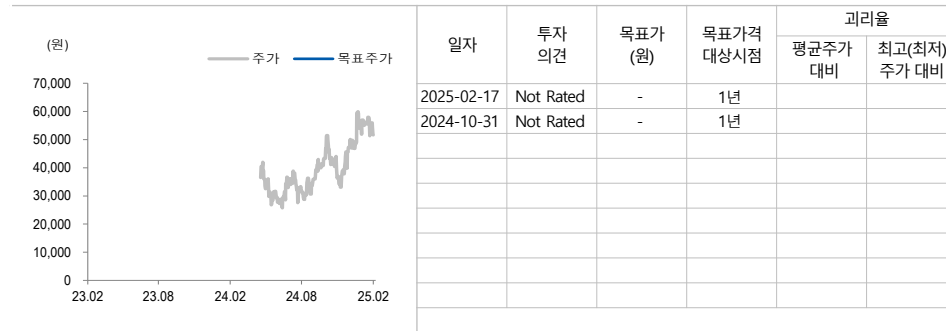
재무상태표 (단위: 백만유로)					
결산 (8월)	2020	2021	2022	2023	2024
유동자산	14,560	12,076	14,050	16,325	16,474
현금및현금성자산	2,666	2,201	1,899	3,664	4,052
매출채권 및 기타채권	3,511	4,021	4,756	5,093	5,602
재고자산	2,676	3,167	4,079	4,482	4,630
비유동자산	29,047	30,938	32,795	35,530	39,880
유형자산	4,751	4,774	4,964	5,560	5,965
관계기업등 자본관련자산	11	10	18	27	126
기타투자자산	0	0	0	0	0
자산총계	43,607	43,013	46,844	51,855	56,353
유동부채	11,130	16,583	13,720	14,900	14,636
매입채무 및 기타채무	4,980	6,337	6,610	6,555	6,744
단기차입금	768	2,626	891	1,872	1,381
유동성장기부채	88	1,994	122	219	219
비유동부채	3,478	2,838	5,938	7,874	8,580
장기차입금	9	11	3,018	4,747	5,187
부채총계	14,608	19,421	19,658	22,774	23,216
자본금	112	107	107	107	107
자본잉여금	3,259	3,266	3,369	3,370	3,444
이익잉여금	22,206	23,689	17,382	19,983	22,554
비지배자본	6	7	8	7	5
자본총계	28,999	23,593	27,187	29,082	33,138
순차입금	-3,866	3,582	3,010	4,371	4,443
총차입금	2,547	6,300	5,651	8,692	8,495

재무비율 및 Valuation 지표 (단위: 유로, 배, %)					
결산 (8월)	2020	2021	2022	2023	2024
EPS	6.4	8.2	10.7	11.6	12.0
BPS	51.8	44.1	50.8	54.4	62.0
EBITDAPS	11.5	12.1	11.7	14.2	15.5
SPS	50.1	57.9	71.4	76.9	81.4
DPS	4.0	4.8	6.0	6.6	7.0
PER	48.8	50.6	31.3	39.0	28.5
PBR	6.0	9.5	6.6	8.3	5.5
EV/EBITDA	26.1	30.0	19.8	25.9	18.5
PSR	6.2	7.2	4.7	5.9	4.2
ROIC	12.2	17.5	22.5	22.0	20.6
ROA	10.3	14.1	18.0	16.9	15.7
ROE	8.2	10.6	12.7	12.5	11.8
부채비율 (%)	8.8	26.7	20.8	29.9	25.6
순차입금/자기자본 (%)	-13.3	15.2	11.1	15.0	13.4
매출총이익률 (%)	73.1	73.9	72.4	73.9	74.2
영업이익률 (%)	16.1	17.9	19.9	18.9	19.0
매출순이익률 (%)	12.7	14.2	14.9	15.0	14.7
EBITDA 마진 (%)	23.3	23.4	24.0	23.0	23.2

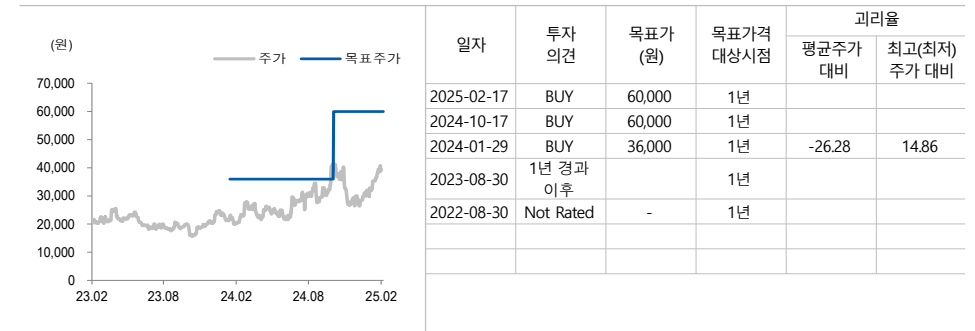


컴플라이언스

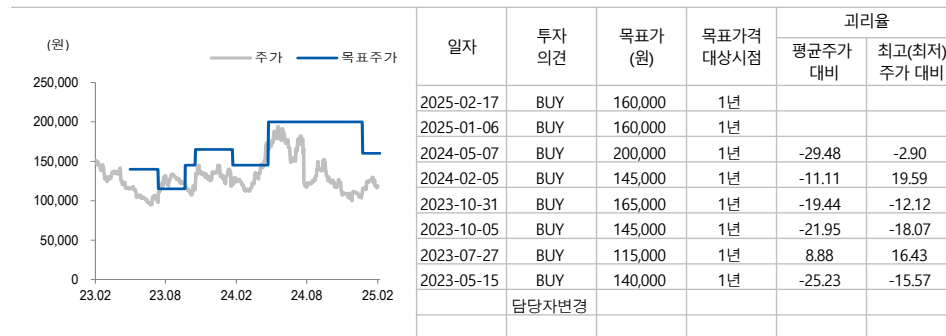
디앤디파마텍(347850) 투자등급 및 목표주가 추이



에이비엘바이오(298380) 투자등급 및 목표주가 추이



아모레퍼시픽(090430) 투자등급 및 목표주가 추이





구분	투자의견 비율 (%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	88.7
Hold(중립)	11.3
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2025-02-14

※해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 김후정, 하현수, 이승은)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 6~12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: +30%이상 Buy: 15%이상, Hold: -15% 미만 ~ +15% 미만, Sell: -15%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 6~12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자이사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.

투자전략				기업분석			
팀장	민병규	3770-3635	byungkyu.min@yuantakorea.com	팀장	이창영	3770-5596	changyoung.lee@yuantakorea.com
Global Strategist	민병규	3635	byungkyu.min@yuantakorea.com	인터넷/SW	이창영	5596	changyoung.lee@yuantakorea.com
Derivatives Analyst	정인지	3528	inji.jung@yuantakorea.com	화학/정유	황규원	5607	kyuwon.hwang@yuantakorea.com
Fund Analyst	김후정	3605	hujung.kim@yuantakorea.com	반도체	백길현	5635	gilhyun.baik@yuantakorea.com
Passive/ETF Analyst	고경범	3625	gyeongbeom.ko@yuantakorea.com	철강/금속/자동차	이현수	5718	hyunsoo.yi@yuantakorea.com
Economist/ESG	김호정	3630	hojung.kim@yuantakorea.com	화장품/유통	이승은	5588	seungeun.lee@yuantakorea.com
Market Analyst	강대석	3631	daesoek.kang@yuantakorea.com	제약/바이오	하현수	2688	hyunsoo.ha@yuantakorea.com
US Market Analyst	황병준	3523	byeongjun.hwang@yuantakorea.com	통신/지주/방산/우주	이승웅	5597	seungwoong.lee@yuantakorea.com
Global Equity/Commodity Analyst	고선영	3525	sunyoung.kou@yuantakorea.com	건설/기계	장윤석	5583	yoonseok.chang@yuantakorea.com
Quant/ETF	신현웅	3634	hyunyong.shin@yuantakorea.com	금융	우도형	5589	dohyeong.woo@yuantakorea.com
Research Assistant	박성철	3632	seongcheol.park@yuantakorea.com	Research Assistant	최지운	3640	jijun.choi@yuantakorea.com
Research Assistant	임지윤	3527	jiyoon.lim@yuantakorea.com	Research Assistant	박현주	2672	hyunjoo.park@yuantakorea.com
Research Assistant	김혜원	3526	hyewon.kim@yuantakorea.com	Research Assistant	김도엽	5580	doyub.kim@yuantakorea.com
				Research Assistant	서석준	5585	seokjun.seo@yuantakorea.com
채권분석				신성장리서치			
팀장	유태인	3770-5571	taein.yoo@yuantakorea.com	팀장	권명준	3770-5587	myoungchun.kwon@yuantakorea.com
Fixed Income Strategist	이재형	5579	jaehyung.lee@yuantakorea.com	스몰캡	권명준	5587	myoungchun.kwon@yuantakorea.com
Credit Analyst	김현수	5582	hyunsoo.kim@yuantakorea.com	음식료/전력기기	손현정	5595	hyunjeong.son @yuantakorea.com
Credit Analyst	신연화	5721	yeonhwa.shin@yuantakorea.com	미디어/엔터	이환욱	5590	hwanwook.lee@yuantakorea.com
Credit Analyst	공문주	5586	moonju.kong@yuantakorea.com	스몰캡	백종민	5598	jongmin.baik@yuantakorea.com
Credit Analyst	이소윤	5572	soyoon.lee@yuantakorea.com	Research Assistant	조혜빈	5594	hevin.cho@yuantakorea.com
Research Assistant	황태웅	5578	taewoong.hwang@yuantakorea.com				
리서치지원							
팀장	조병준	3770-5581	byungjun.cho@yuantakorea.com				

금쪽상담소3

Beauty vs Bio