Daishin
Research
Collaboration

Research Center | 2025.09.16

유통/화장품

어서와~ 한국은 처음이지?

Analyst 유정현
junghyun.yu@daishin.com

Analyst 쟁한솔
hansol.jung@daishin.com

Daishin 증권

Contents

Part.1 [유통] 외국인 관광객 증가와 한국 유통산업의 르네상스

올해 방한 외국인 수 역대 최다 전망 6
외국인 소비도 역대 최대 규모 돌파 8
외국인들의 한국 방문 계기는 역시 한류 컨텐츠 9
외국인 관광객 유입 증가에 따른 일본 유통기업 성장 사례 분석 11
Valuation 및 투자전략 13

Part.2 [화장품] 올리브영은 못참지

방한 외국인 쇼핑목록 1순위: 화장품 16
올리브영으로 이동한 화장품 수요 18
Valuation 및 투자전략 20

Part.3 기업분석

현대백화점 24
신세계 27
호텔신라 30
아모레퍼시픽 33
코스맥스 37
코스메카코리아 41

Summary

PART 1. [유통] 외국인 관광객 증가와 한국 유통산업의 르네상스

- 9월 29일부터 중국 단체 관광객 대상으로 무비자 정책 시행을 앞두고 이와 관련한 기업들에 대한 관심이 높아지고 있다. 한국을 방문하는 외국인 수는 2019년 1,730여만명을 기록하였다가 코로나로 인해 급감한 이후 지난 해 1,500만명까지 회복했다. 그리고 전세계적으로 불어닥친 케데헌(Kpop Demon Hunters) 열풍 등 K-컬쳐 영향으로 올해 입국하는 외국인은 최초로 2,000만명에 달하며 2019년 최고치를 넘어설 전망이다.

- 우리보다 외국인 방문객 회복이 앞서 나타났던 일본의 경우 외국인 방문객수가 증가하면서 일본의 내수 소매 시장 성장률은 GDP 성장률을 상회했으며 일본의 주요 유통사 주가가 크게 상승했다. 이들 기업의 외국인 매출 비중은 코로나 이전인 2019년에 약 5-7% 내외였다가 2024년 12-15%까지 상승했다. 한국도 현재 백화점의 외국인 매출 비중이 5-6%인데 중장기적으로 10% 이상을 넘어설 가능성이 커지고 있다.

- 당사는 유통 Top pick으로 현대백화점(069960, BUY, TP 100,000원)을 제시한다. 한국을 방문하는 글로벌 젊은 소비자들에게 가장 잘 알려진 2개 점포를 운영중이다. 외국인 매출 비중이 아직 5-6% 정도로 낮지만 글로벌 소비자들에게 가장 효과적인 마케팅을 하고 있는 점이 매우 높이 평가할만하다. 유통기업 중 주주가치 제고에 가장 적극적으로 노력하는 점도 투자 매력을 높이고 있으며 내수 소비 심리 회복으로 백화점 자체 실적이 개선되는 점도 긍정적이다. 차선호주로 신세계(004170, BUY, TP 220,000원)와 관심 종목으로 호텔신라(008770, BUY, TP 60,000원)를 제시한다.

PART 2. [화장품] 올리브영은 못참지

- K-뷰티의 글로벌 침투율 확대에 맞춰 화장품은 여전히 방한 외국인이 구매하는 대표 품목이다. 과거 단체관광 중심의 방한 관광객은 면세점 중심으로 화장품 소비가 이뤄졌으나, 최근에는 20~30대 여성 자유 관광객이 증가하며 올리브영, 다이소, 개별 브랜드의 플래그십 매장 등으로 화장품 수요가 이동하고 있다.

- 면세점은 전통적으로 글로벌 럭셔리 브랜드 중심의 한정된 제품군과 상대적으로 접근성이 떨어진다. 반면 올리브영은 명동·홍대·강남 등 관광 동선 속에 위치하고 있으며, 다양한 인디브랜드의 기초와 색조 제품을 합리적인 가격대로 판매중이다. 이는 가성비를 중시하는 20~30대 해외 관광객의 소비 트렌드에 부합한다. 시연존 등 다양한 체험도 소비자를 끌어오는 요소이다. 올리브영 외에도 개별 브랜드 플래그십 스토어 방문 증가는 브랜드를 보다 심층적으로 즐기기 위해 '목적지형 방문'을 한다는 점을 보여준다. K-뷰티가 단순히 "여행 중 들르는 쇼핑 아이템"을 넘어 팬덤 기반의 소비재로 진화하고 있음을 시사한다. 한국에서 구매한 K-뷰티 제품은 귀국 후에도 온라인 역직구몰이나 현지 유통망을 통해 반복적으로 구매될 가능성이 높다. 이러한 해외 현지에서의 재구매로 이어지는 선순환 구조는 중장기적으로 한국 화장품 수요를 뒷받침 할 전망이다.

- 아모레퍼시픽(090430, BUY, TP 160,000원)과 코스맥스(192820, BUY, TP 300,000원)를 화장품 업종 최선호주로 유지한다. 아모레퍼시픽은 프리미엄·인디, 기초·색조를 아우르는 다양한 브랜드 포트폴리오를 기반으로 국내는 H&B 채널, 해외는 서구권을 중심으로 외형 성장을 이어가고 있다. 부진했던 코스알엑스도 하반기 신제품 출시 효과가 반영되며 점진적 회복을 기대한다. 글로벌 1위 ODM사 코스맥스는 인디브랜드의 국내 H&B 채널 성장과 해외 지역 확대에 따른 수출 호조까지 지속되고 있어 한국 법인의 견조한 실적을 예상한다. 또한 실적 부담 요인으로 작용하던 미국 법인도 하반기부터 신규 수주가 반영되며 적자폭 축소를 기대한다.

Part 1. 유통

외국인 관광객 증가와 한국 유통산업의 르네상스

Part 1. 유통

올해 방한 외국인 수 역대 최다 전망

9월 29일부터 중국 단체 관광객 대상 무비자 시행 예정

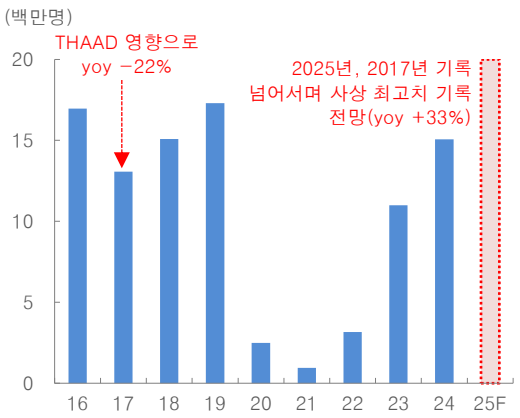
오는 9월 29일부터 2026년 6월 30일까지 9개월간 중국 단체 관광객에 한해 한국 입국 시 별도의 비자 없이 입국할 수 있는 무비자 정책 시행을 앞두고 있다. 이는 외국인 관광객 유치를 통한 지역 경제 활성화를 위해 중국 단체 관광객에 대한 무비자 입국을 한시적으로 허용하기로 한 결정으로 관광산업이 민생 경제에 미치는 긍정적인 파급력을 강화하기 위한 정책의 일환이다.

한국을 방문하는 외국인 수는 코로나 직전인 2019년 약 1,730만명을 기록했다. 2016년 1,696만명이었던 방한 외국인 수는 THAAD 충격으로 중국인 단체 관광이 금지되면서 2017년과 2018년에 각각 약 1,300만명, 1,510만명으로 급감했다가 2019년 다시 회복했다. 중국인 입국자수는 2016년 약 807만명으로 최고치를 기록하며 전체의 절반에 가까운 비중을 차지하였는데 THAAD 영향으로 2017-2018년 중국인 입국자수가 400만명대로 급감하면서 비중은 30%까지 낮아졌다.

코로나 이후 다시 해외 여행이 재개되면서 방한 외국인 수는 2023년 1,000만명대로 회복하였고 지난 해인 2024년에는 1,500만명을 넘어섰다. 그리고 올해 1-7월 누적 방한 외국인 수는 1,070만명으로 이는 전년 같은 기간 대비 22% 증가했다. 통상적으로 외국인 입국자수가 상반기 보다 하반기가 더 많은 점을 고려하면 올해 연간 한국을 입국하는 외국인 수는 전년비 약 500만명이 늘어난 2,000만명에 달하며 사상 최대치를 기록할 전망이다.

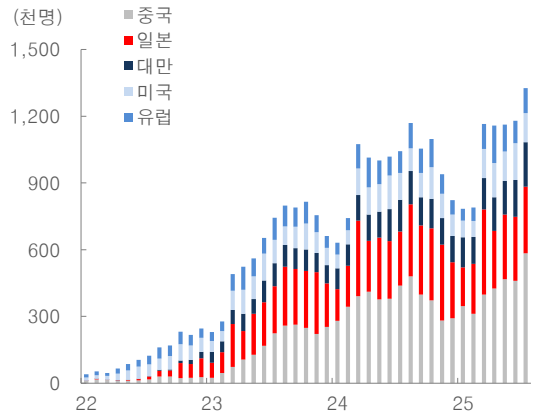
그러나 중국인 입국자수는 아직 2025년 월평균 43만명 정도로 방한 중국인이 최고치를 기록했던 2016년 67만명 대비 64% 수준에 불과하다. 하반기 외국인 방한객수 증가폭이 더 커질 것으로 예상되는 가운데 9월말 중국 무비자 시행은 중국인 방한객 증가에 큰 기여를 할 것으로 보이며 이는 전체 방한 외국인 수 증가에 다시 한번 더 기폭제가 될 가능성이 높다.

그림 1. **방한 외국인 수 추이(연간)**



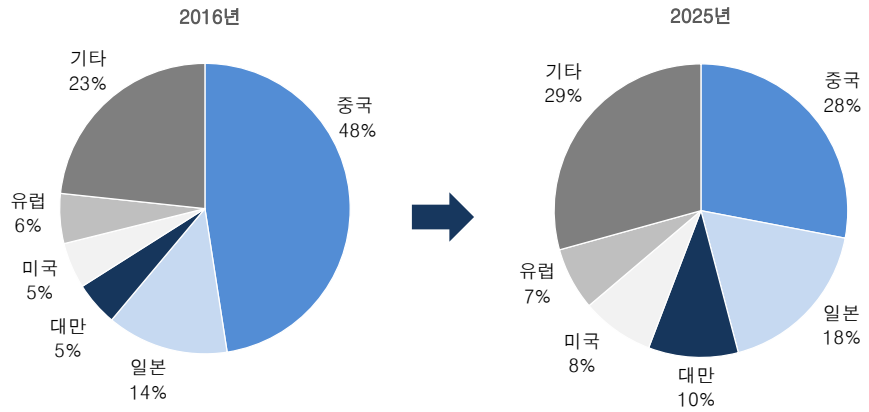
자료: 한국관광공사, 대신증권 Research Center

그림 2. **방한 외국인 수 추이(월간)**



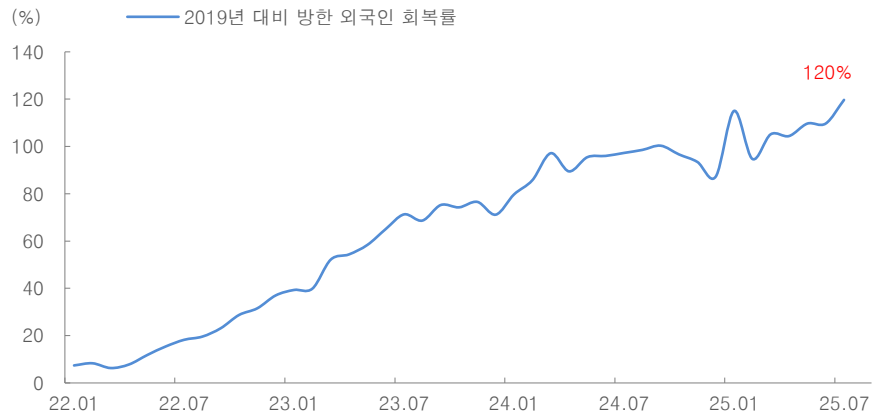
자료: 한국관광공사, 한국은행, 대신증권 Research Center

그림 3. 방한 외국인 국적별 비중



자료: 한국관광공사, 대신증권 Research Center

그림 4. 코로나 이전 2019 년 대비 방한 외국인 회복률



자료: 한국관광공사, 대신증권 Research Center

외국인 소비도 역대 최대 규모 돌파

외국인 지출액 국내 소매 판매액의 3.3% 차지

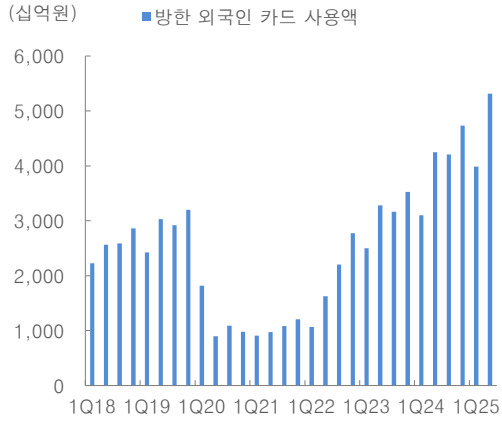
외국인 입국자가 크게 증가하면서 이들의 국내 씀씀이도 커지고 있다. 최근 한국은행 발표에 따르면 지난 2분기 외국인의 국내 신용카드 사용액은 사상 최고치인 38억달러(약 5.3조원)로 집계됐다. 이는 전년동기대비 23% 증가한 것으로 국내 방한 외국인 수가 크게 증가하면서 이들의 신용카드 사용액이 계속 증가하는 것은 충분히 짐작이 가는 상황이다.

지난 2분기 방한 외국인의 신용카드 사용액은 2015년부터 2019년까지 분기당 2-3조원 정도로 큰 변화가 없다가 코로나 시기에 급감한 후 지난해부터 분기당 4조원대로 뛰어올랐다. 그리고 올해 2분기에 5조원대로 진입했다. 이는 2분기 국내 소매 판매액의 3.3%에 해당한다. 카드 사용액만으로 외국인 소비가 내수 소매 판매의 3%를 넘어섰기 때문에 각종 페이, 현금까지 포함하면 실제 외국인들의 소비액은 한국 내수 소비에서 차지하는 비중은 더 클 것으로 추정된다.

이 중 2분기에 외국 관광객이 사용한 금액은 2.5조원으로 집계되었는데 이는 국내 소매 판매액에서 1.6%를 차지하는 규모다. 관광객 소비액도 신용카드 전체 사용액과 마찬가지로 올 들어 사상 최고치를 경신했다. 한국을 방문하는 외국인이 크게 증가함에 따라 올해 하반기 이후 이들의 소비가 국내 내수 시장에 미치는 영향이 더 커지는 가운데 굳이 중국 단체 무비자 여행객 효과를 고려하지 않더라도 방한 외국인 수 2,000만명 시대에 이들의 소비가 내수 시장에 미치는 영향은 더 중요해질 수 밖에 없다.

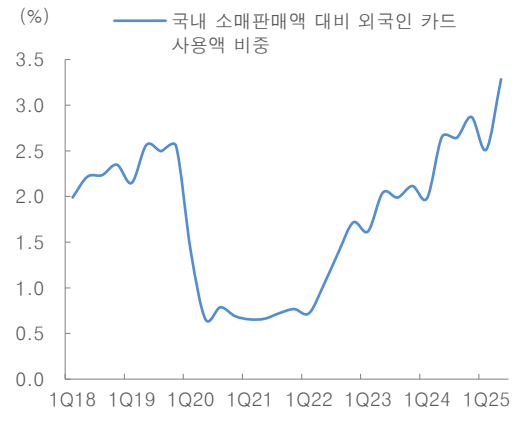
외국인이 국내 소비 시장에 미치는 영향에 대해 잘 알 수 있는 사례가 있는데, 지난 2017년 THAAD 이슈로 중국 정부가 한국 단체 관광을 금지했을 때 한국은행은 THAAD 피해로 국내 GDP 성장률 0.4%p가 영향을 받았다고 언급한 바 있다. 당시 GDP 규모를 고려하면 이는 대략 7.5조원에 해당하며 2017년 440조원의 내수 소매 시장이 1.7%p 추가 성장할 수 있었던 매우 큰 규모이다. 앞서 언급한대로 올해 전년비 500만명 이상 외국인이 추가로 입국할 것으로 보이는데 2017년 THAAD때 사례를 고려했을 때 당시 피해액과 비슷한 수준의 내수 소비 증진 효과를 기대해 볼 수 있다. 이는 국내 소비에 1.0%p 이상의 추가 성장에 기여하며 새로운 활력이 될 것으로 보인다.

그림 5. 방한 외국인 카드 사용액



자료: 한국은행, 대신증권 Research Center

그림 6. 국내 소매 시장 대비 외국인 카드 사용액 비중



자료: 한국은행, 대신증권 Research Center

외국인들의 한국 방문 계기는 역시 한류 컨텐츠

방한 외국인 key word
- 한류 컨텐츠
- 인터넷, SNS
- 개별여행
- 명동(홍대, 성수)
- 화장품

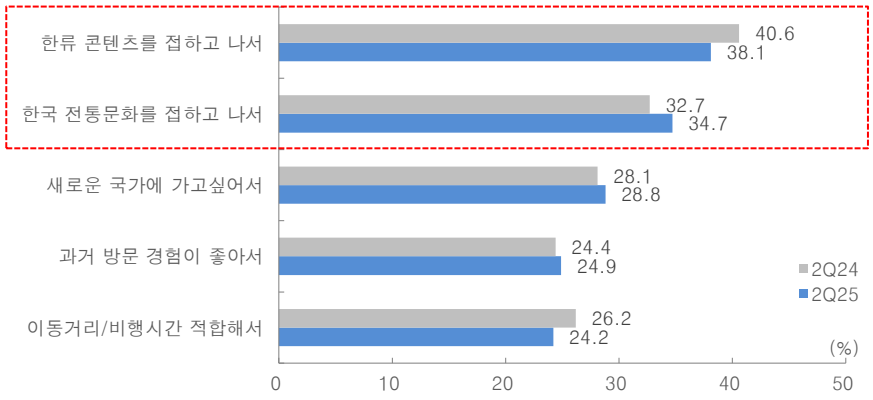
문화체육관광부 산하 한국문화관광연구원 자료에 따르면 외국인이 한국 여행에 관심을 가지게 된 계기로 한류 콘텐츠를 접하고 나서가 가장 많은 응답을 받았고 이어서 한국 전통문화를 접하고 나서라고 답이 많았다.

한국 이외에 방문을 고려한 아시아 국가로는 일본이 36%로 응답률이 가장 높았다. 한국과 일본이 아시아 국가 중 매력적인 여행지로 선택 받고 있음을 알 수 있는 대목인데 현재 글로벌 시장에 불어닥치고 있는 K-컬쳐의 열풍을 고려했을 때 한국이 가장 방문하고 싶은 나라로 매력이 부각되는 현상은 당분간 지속될 가능성이 높다.

여행 전 한국 정보 접촉 경로로는 짐작대로 인터넷, 앱이 가장 높은 응답률을 기록했는데 각종 여행 정보를 검색 포털을 이용하여 찾는 것 뿐 아니라 MZ 세대 등 상당수의 젊은 여행객들은 인스타그램이나 틱톡 같은 SNS를 통해 주요 정보를 얻고 있다고도 볼 수 있다. 때문에 SNS를 통한 광고, 홍보 등 마케팅 효과 파급력이 어떤 홍보 채널의 효과 보다 막강해졌으며 기업들 입장에서는 이를 활용한 마케팅이 더 절실해지고 있다고 판단된다.

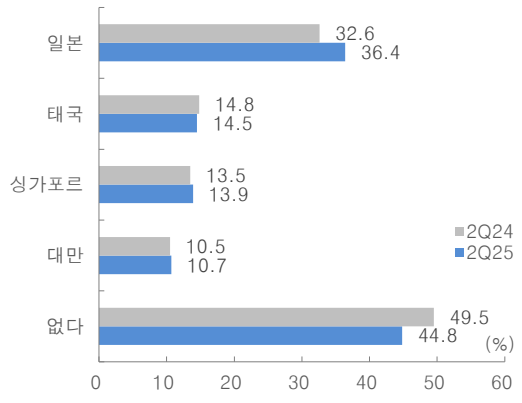
주요 쇼핑 장소로 명동에 이어 홍대, 성수동 상권이 뜨면서 로드샵 비중이 제일 많은 응답률을 기록했고 대형 쇼핑몰과 백화점이 그 뒤를 이어 높은 응답률을 기록했으며 시내 면세점은 상대적으로 낮은 응답률을 기록했다. 이들 여행객의 여행 행태도 단체 여행에 비해 개별 여행이 압도적으로 높은 응답률을 기록했다. 이를 고려할 때 향후 외국인을 대상으로 하는 판매 채널 전략도 면세점 채널을 벗어나서 좀 더 유연한 접근 방법이 요구되는 상황이다.

그림 7. 한국을 방문하게 된 계기



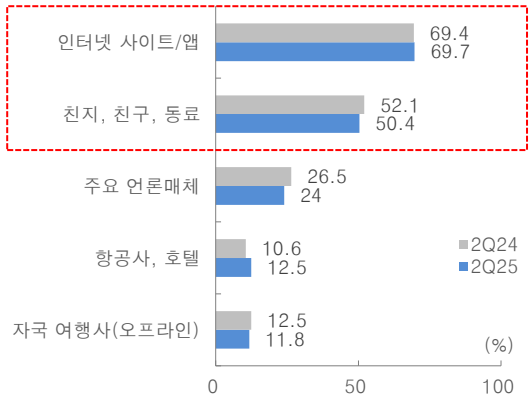
주: 중복 응답
자료: 문화체육관광부, 대신증권 Research Center

그림 8. 한국 외 방문을 고려한 아시아 국가



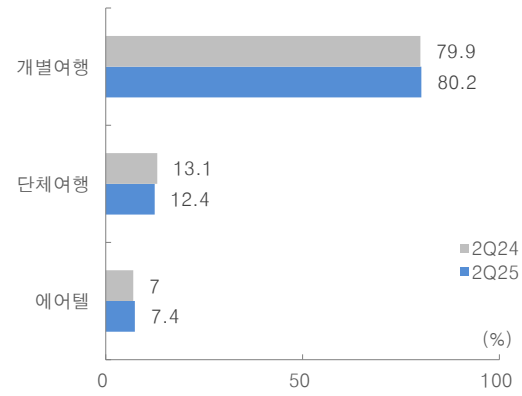
주: 중복 응답
자료: 문화체육관광부, 대신증권 Research Center

그림 9. 여행 전 한국 정보 접촉 경로



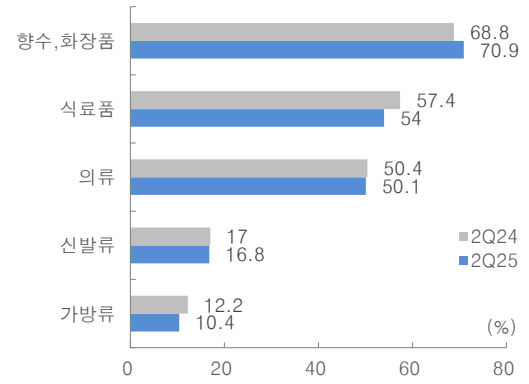
주: 중복 응답
자료: 문화체육관광부, 대신증권 Research Center

그림 10. 한국 여행 형태



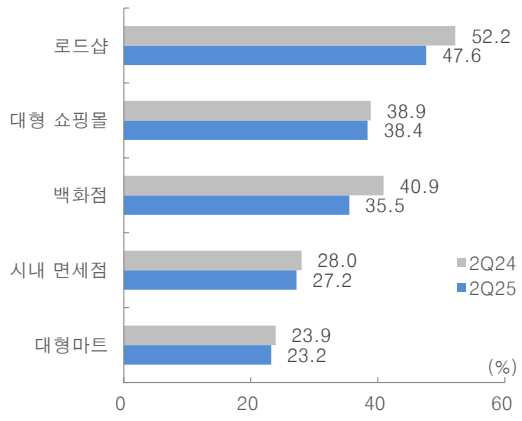
주: 중복 응답
자료: 문화체육관광부, 대신증권 Research Center

그림 11. 한국 여행 시 쇼핑 품목



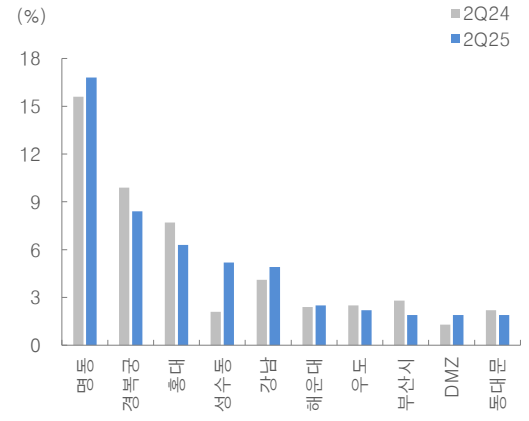
주: 중복 응답
자료: 문화체육관광부, 대신증권 Research Center

그림 12. 한국 여행 시 쇼핑 장소



주: 중복 응답
자료: 문화체육관광부, 대신증권 Research Center

그림 13. 한국 여행 시 가장 좋았던 방문지



주: 중복 응답
자료: 문화체육관광부, 대신증권 Research Center

외국인 관광객 유입 증가에 따른 일본 유통기업 성장 사례 분석

2022-2024년 일본 방문 외국인 수 급증

당시 일본 내수 소매 시장 성장률은 GDP 성장률 상회

일본 주요 유통사의 외국인 매출 비중은 5-7% 수준에서 12% 이상으로 상승하며 주가 급등

방한 외국인 증가로 우리나라 내수 소비 시장의 긍정적인 영향이 예상되는 가운데 2022-2024년 외국인 관광객수가 급증했던 옆나라 일본 사례를 살펴볼 필요가 있다. 2024년 기준 일본을 방문하는 외국인 수는 코로나 이전인 2019년 3,188만여명을 넘는 3,687만명을 기록했다. 올해 2025년에 코로나 이전을 넘어설 것으로 예상되는 우리나라에 비해 일본의 외국인 방문객수 회복이 좀 더 빨랐다.

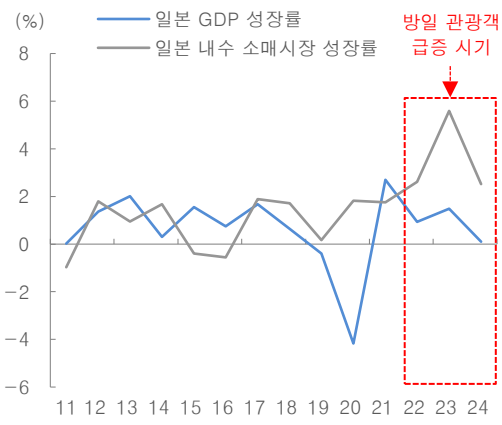
일본의 외국인 방문객수가 증가하면서 일본의 내수 소매 시장 성장률은 GDP 성장률을 상회했다. 22-24년간 일본 소매시장 성장률은 각각 2.6%, 5.6%, 2.5% 성장했는데 같은 기간 일본 GDP 성장률은 각각 0.9%, 1.5%, 0.1% 성장에 그친 것과는 매우 대조적이다 (그림 14번).

외국인 소비 증가가 내수 시장에 긍정적 영향을 미치면서 일본의 주요 유통사인 "이세탄 미츠코시 백화점(Isetan Mitsukoshi Holdings)", "타카시마야 백화점(Takashimaya)", 그리고 소매 할인점인 돈키호테가 소속된 "팬 퍼시픽 인터내셔날 홀딩스(Pan Pacific Int'l Holdings)"의 주가도 함께 크게 상승했다. 이들 기업의 외국인 매출 비중은 코로나 이전인 2019년에 약 5-7% 내외였다가 2024년 12-15%까지 상승했다.

현재 한국 백화점의 외국인 매출액은 대략 5-6% 수준에 불과하다. 외국인 방문객수 회복 속도에 비하면 한국 백화점들의 외국인 매출 비중이 낮다고 볼 수 있는데 이는 집객력 부족에 따른 문제로 보인다. 방한 외국인들이 주로 방문하는 채널이 강북 시내 일부 백화점 매장을 제외하고 대부분 올리브영, 다이소 등에 쏠려 있기 때문이다. 그렇지만 지난 몇 년간 현대백화점의 여의도 더현대점, 삼성동 무역센터점 등 젊은 관광객에게 어필한 주요 백화점 점포들의 경우 외국인 매출액 비중이 20% 수준까지 상승했다. 현재 쏟아져 들어오는 외국인 추세를 고려하면 향후 국내 유통사들의 외국인 매출 비중이 전반적으로 상승할 가능성이 높기 때문에 이제는 국내 유통사들의 해외 관광객 마케팅이 현실성이 있는 전략이 된 셈이다.

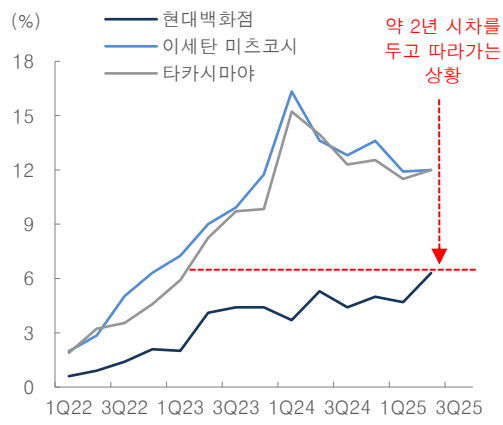
글로벌 시장에서 K-컬쳐의 파워가 커지면서 유통업체들의 외국인 고객들의 트래픽 유치는 지금 보다 좀 더 수월해질 것으로 보이는데 이 경우 어떤 MD 구색과 마케팅으로 유입되는 트래픽을 끌어올릴 수 있을지에 대한 전략을 심도 깊게 고민해야할 때이다.

그림 14. 일본 내수 소매 시장 증가율 vs. GDP 성장률



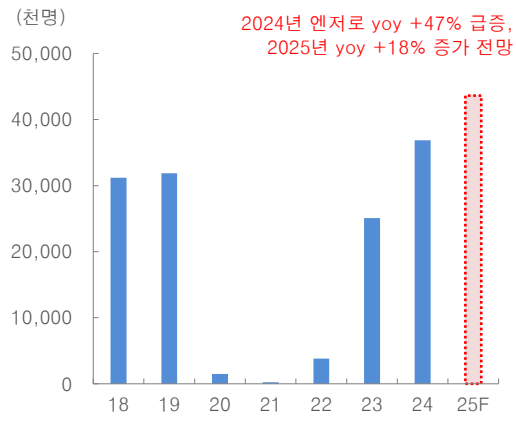
자료: 일본 통계국, 대신증권 Research Center

그림 15. 한국 & 일본 주요 백화점 외국인 매출 비중



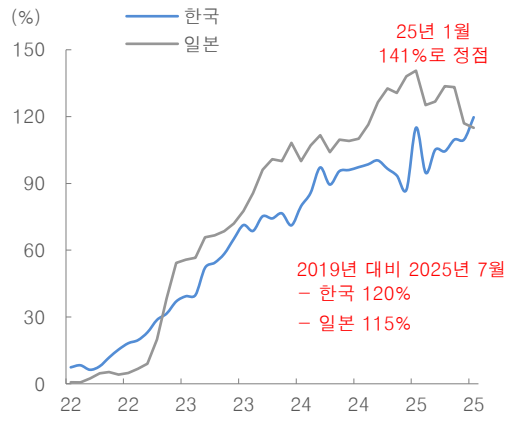
자료: 각사, 대신증권 Research Center

그림 16. 방일 외국인 수 추이(연간)



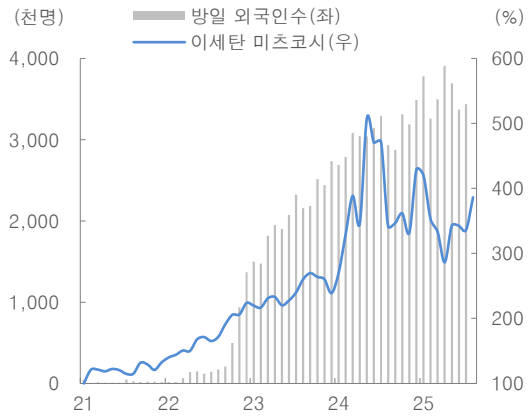
자료: 일본 통계국, 대신증권 Research Center

그림 17. 2019년 대비 방일 외국인 비중(vs. 한국)



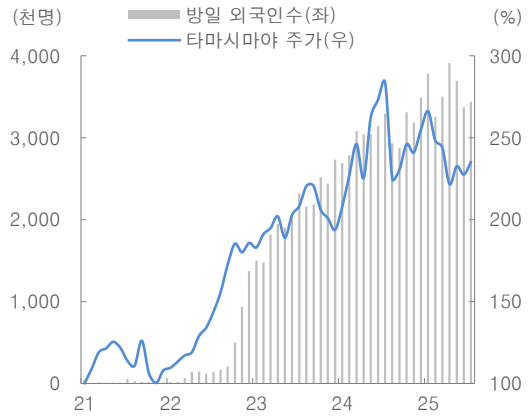
자료: 한국관광공사, 일본 통계국, 대신증권 Research Center

그림 18. 방일 외국인 수 & 이세탄 미츠코시 주가



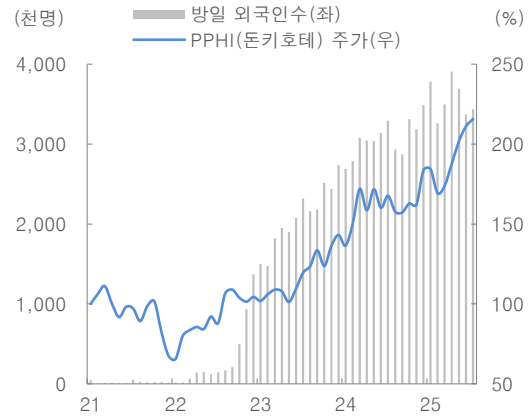
주: 2021.1=100
자료: 일본 통계국, Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 19. 방일 외국인 수 & 타카시마야 백화점 주가



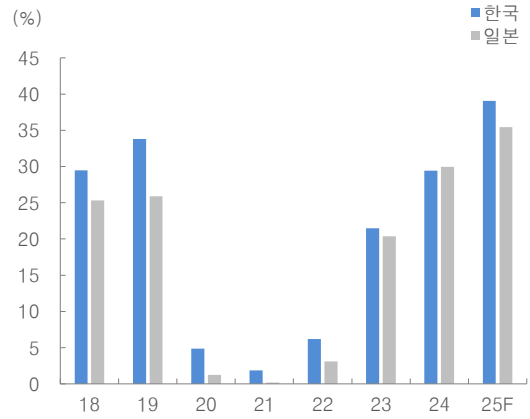
주: 2021.1=100
자료: 일본 통계국, Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 20. 방일 외국인 수 & PPIH(돈키호테) 주가



주: 2021.1=100
자료: 일본 통계국, Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 21. 한국과 일본의 방문 외국인 비중(인구 대비)



자료: 한국관광공사, 일본 통계국, 대신증권 Research Center

Valuation 및 투자전략

유통 Top pick : 현대백화점

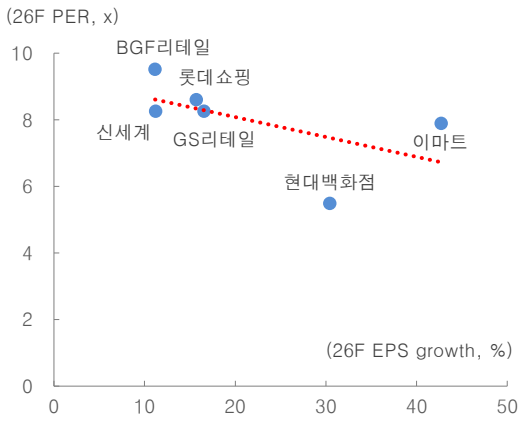
관심 종목 : 신세계, 호텔신라

국내 유통기업은 상반기 대선, 새정부 출범이라는 대형 이벤트를 지나며 소비심리가 개선됨에 따라 실적도 점진적으로 개선되고 있다. 다만 구조적 성장의 한계에 대한 우려가 여전히 주가 상승에 부정적인 영향을 미치고 있다. 그러나 전세계에 불어닥친 K-컬쳐 열풍과 9월말부터 중국 단체 관광객 무비자 정책 시행으로 한국을 방문하는 외국인 수가 2025년 최초로 2,000만명 수준까지 증가하며 국내 유통기업들에게도 새로운 성장원으로 기여할 것으로 전망되는 가운데 구조적 성장 한계의 해소에 대한 기대감을 가져야 할 때가 도래했다.

하반기 국내 소비 본격 회복과 해외에서 유입되는 외국인 방문객수 급증 영향으로 주요 유통기업들의 실적 개선 속도가 빨라질 것으로 전망되는 가운데, 오프라인 채널의 수혜가 예상된다. 당사는 일본이 지난 23-24년 방일 외국인 수가 급증하면서 소매 채널의 주가 re-rating을 경험한 것처럼 국내 유통기업들에게도 valuation re-rating의 기회가 발생할 것으로 예상하는데, 커버리지 유통사 중 현대백화점이 가장 가능성 높은 기업으로 예상되어 Top pick으로 제시한다.

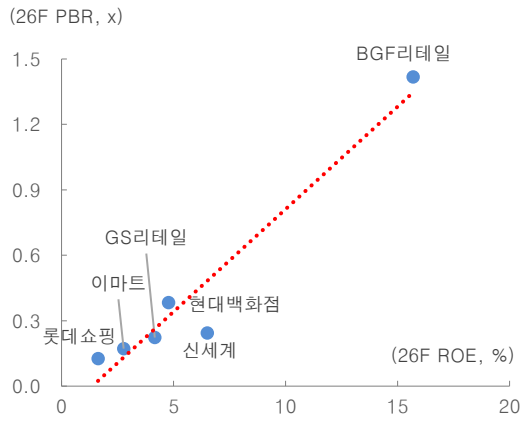
현대백화점(069960, BUY, TP 100,000원)은 한국을 방문하는 글로벌 젊은 소비자들에게 가장 잘 알려진 점포들을 운영중이다. 외국인 매출 비중이 아직 5-6% 정도로 낮지만 글로벌 소비자들에게 가장 효과적인 마케팅을 하고 있는 점이 매우 높이 평가할 만하다. 유통기업 중 주주가치 제고에 가장 적극적으로 노력하는 점도 투자 매력을 높이고 있으며 내수 소비 심리 회복으로 백화점 자체 실적이 개선되는 점도 긍정적이다. 차선호주로 신세계(00470, BUY, TP 220,000원)와 관심 종목으로 호텔신라(008770, BUY, TP 60,000원)를 제시한다.

그림 22. 유통 EPSG-PER



자료: 대신증권 Research Center

그림 23. 유통 ROE-PBR



자료: 대신증권 Research Center

표1. 커버리지 유통업체 Valuation 비교 (단위: 십억원, 원, %, 배)

		신세계 004170	롯데쇼핑 023530	현대백화점 069960	이마트 139480	GS 리테일 007070	BGF 리테일 282330	호텔신라 008770
목표주가		220,000	90,000	100,000	105,000	20,000	150,000	60,000
주가		176,600	68,300	79,900	76,900	16,660	108,900	50,900
시가총액		1,703	1,932	1,808	2,122	1,393	1,882	1,998
매출액	24A	6,570	13,987	4,188	29,021	11,627	8,699	3,948
	25F	6,934	14,466	4,717	30,198	11,908	8,979	4,131
	26F	7,658	15,285	4,952	30,979	12,330	9,422	4,483
영업이익	24A	477	473	284	47	239	252	-5
	25F	470	536	410	503	265	256	59
	26F	522	620	485	621	290	284	133
EPS	24A	10,948	-34,219	-1,543	-21,166	25	11,295	-1,538
	25F	15,564	6,130	10,516	7,431	1,725	11,262	446
	26F	20,022	9,057	13,717	10,606	2,011	12,518	1,602
OPM	24A	7.3	3.4	6.8	0.2	2.1	2.9	-0.1
	25F	6.8	3.7	8.7	1.7	2.2	2.9	1.4
	26F	6.8	4.1	9.8	2.0	2.4	3.0	3.0
PER (X)	24A	12.1	N/A	N/A	N/A	666.9	9.1	N/A
	25F	11.3	11.1	7.6	10.3	9.7	9.7	114.2
	26F	8.8	7.5	5.8	7.3	8.3	8.7	31.8
PBR (X)	24A	0.2	0.1	0.2	0.1	0.5	1.5	1.1
	25F	0.4	0.1	0.4	0.2	0.4	1.4	1.6
	26F	0.4	0.1	0.4	0.2	0.4	1.3	1.5
EV/EBITDA	24A	8.3	9.4	6.0	8.8	4.0	3.2	21.3
	25F	8.7	10.1	5.8	7.8	4.2	3.5	19.9
	26F	8.6	9.7	5.0	7.4	4.0	3.7	13.5
ROE (%)	24A	2.5	-7.7	-0.8	-5.4	0.1	17.3	-6.5
	25F	3.4	1.1	5.3	2.0	4.4	15.6	1.4
	26F	4.2	1.6	6.5	2.8	4.8	15.7	4.8
ROA (%)	24A	3.2	1.4	2.5	0.1	2.7	7.6	-0.2
	25F	3.0	1.4	3.6	1.5	3.5	7.6	1.6
	26F	3.1	1.6	4.3	1.9	3.9	8.3	3.5

주: 2025.09.12 기준
자료: Fnguide, 대신증권 Research Center

Part 2. 화장품

올리브영은 못참지

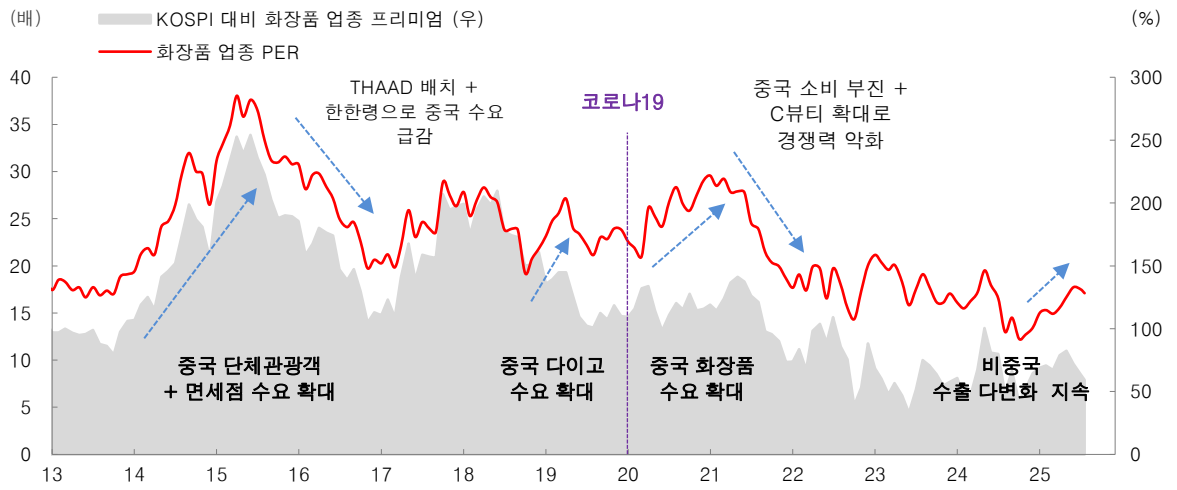
Part II. 화장품

방한외국인 쇼핑목록 1 순위: 화장품

방한외국인 쇼핑 목록 1순위: 화장품

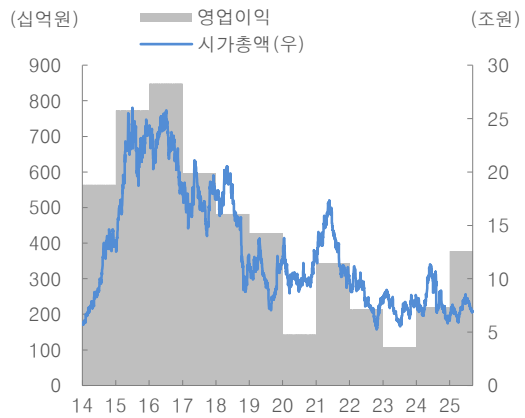
방한 외국인이 최대치를 기록하며 내수 소비 진작이 기대되는 가운데 그들의 소비 품목을 살펴볼 필요가 있다. 과거부터 방한 외국인의 쇼핑 목록에서 화장품은 항상 최상위권에 자리해왔다. 2016~2018년 중국 단체관광객 효과로 폭발적으로 증가한 방한 중국인 관광객들의 필수 쇼핑리스트에 한국 화장품이 자리잡고, 중국향 수출까지 돋보이면서 아모레퍼시픽·LG생활건강 등 화장품 기업 실적이 가파르게 개선되며 화장품 업종의 리레이팅을 이끈 바 있다.

그림 24. 화장품 업종 밸류에이션 추이



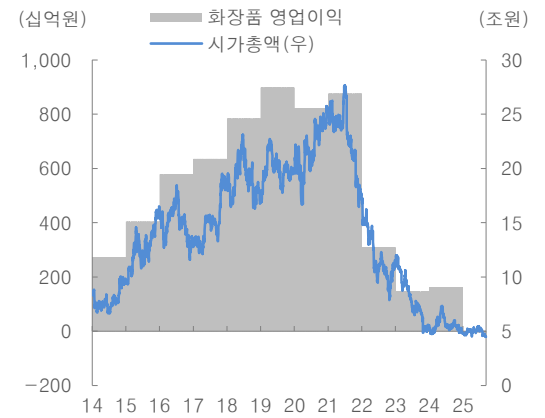
자료: Quantiwise, 대신증권 Research Center

그림 25. 아모레퍼시픽 영업이익 및 시가총액 추이



주: 2025년은 대신증권 추정치 기준
자료: 아모레퍼시픽, 대신증권 Research Center

그림 26. LG 생활건강 영업이익 및 시가총액 추이



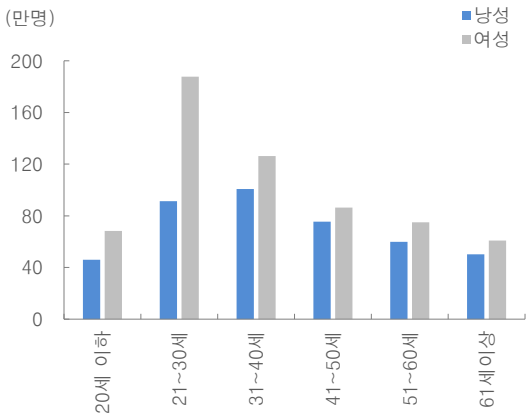
주: 화장품 사업부 기준, 2025년은 대신증권 추정치 기준
자료: LG생활건강, 대신증권 Research Center

구매채널의 변화: 면세점 → 로드샵

K-뷰티의 글로벌 침투율이 높아지고 있는 트렌드에 맞춰 화장품은 여전히 방한 외국인이 구매하는 대표 품목으로 자리하고 있다. 다만 외국인의 쇼핑 코스가 변화 중이다. 과거 단체관광이 중심이던 중국·동남아 관광객은 관광 일정 속에 시내면세점이 포함되며 면세점 중심 화장품 소비가 이뤄졌다. 최근에는 높은 화장품 소비를 보이는 20~30대 여성 자유관광객이 증가하고 K-뷰티 트렌드를 이끌고 있는 인디브랜드에 대한 선호도 증가로 올리브영, 다이소, 개별 브랜드의 플래그십 매장 등으로 화장품 수요가 이동하고 있다.

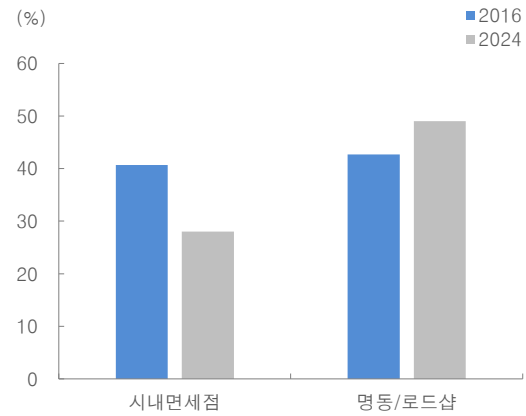
이들은 '개인화·디지털화·합리화'를 중시하며 관광 명소보다는 현지인과 유사한 생활 체험에 가치를 두고 있다. 한국관광공사와 카드사 데이터랩 분석 결과 최근 방한 외국인의 소비 패턴은 내국인의 여행 소비와 90% 이상 유사한 것으로 나타났다. 외국인 소비가 더 이상 단순한 면세점 쇼핑에 국한되지 않고 내국인처럼 H&B스토어를 찾는 방향으로 변하고 있다는 판단이다.

그림 27. 방한 관광객 특성



자료: 한국관광통계, 대신증권 Research Center

그림 28. 관광객 주요 쇼핑 장소



자료: 문화체육관광부, 대신증권 Research Center

표2. 방한 외국인 주요 쇼핑 품목 (단위: %)

	2015	2016	2017	2018	2019	2023	2024	1Q25	2Q25
향수/화장품	61.4	64.3	56.7	61.8	69.7	61.6	68.3	70.9	70.9
식료품	38.0	41.6	41.3	55.5	58.4	54.1	58.0	57.3	54.0
의류	41.4	40.7	40.4	43.8	47.4	51.0	51.0	50.9	50.1
신발류	14.6	16	15.3	15.5	16.8	11.5	16.0	16.7	16.8
보석/악세서리	7.5	8.8	9.2	7.7	9.1	11.5	12.8	13.6	10.4

주1: 2020년-2022년은 팬데믹 기간으로 데이터 단절
주2: 쇼핑비 지출 방한 외국인 대상 설문, 중복응답 가능
자료: 문화체육관광부, 대신증권 Research Center

올리브영으로 이동한 화장품 수요

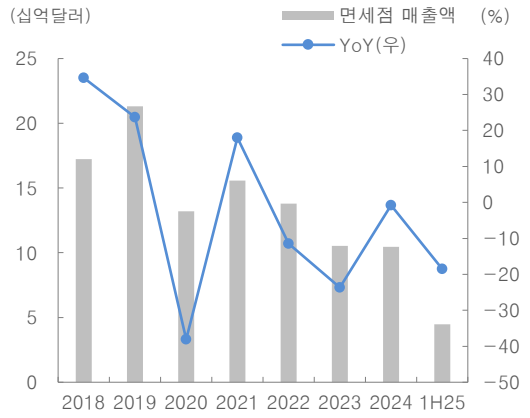
올리브영의 차별화: 다양한 제품 외에도 뛰어난 접근성과 편의성

면세점과 올리브영의 가장 큰 차이는 구매 경험과 상품 구색에서 드러난다. 면세점은 전통적으로 글로벌 럭셔리 브랜드 중심의 한정된 제품군과 상대적으로 접근성이 떨어진다. 반면 올리브영은 명동·홍대·강남 등 관광 동선 속에 위치해 접근성과 편의성이 뛰어나며 다양한 인디브랜드의 기초와 색조 제품을 합리적인 가격대로 판매하고 있다. 1+1 행사, 세트 기획 등은 가성비를 중시하는 20~30대 해외 관광객의 소비 트렌드에 부합하고 시연존과 랭킹존, 즉시 환급 서비스 등 체험 기반 요소를 강화하면서 체험과 소비를 동시에 가능케하고 있다.

대표적으로 '올리브영N 성수'는 글로벌 전략 거점으로 개점 4개월 만에 누적 방문객 100만 명을 돌파하며 일평균 8,000명이 찾는 매장으로 자리매김했다. 'K뷰티 나우', '글로벌 핫이슈' 존을 별도로 마련하고, 대량 구매 관광객을 위한 캐리어 보관 서비스까지 제공하는 등 외국인 맞춤형 서비스를 강화하며 매출의 70%가 외국인에게서 발생하고 있다. 또한 체험 이용자 중 약 60%가 외국인일 만큼 차별화된 경험은 외국인 관광객의 쇼핑 행태를 구조적으로 변화시키고 있다는 판단이다.

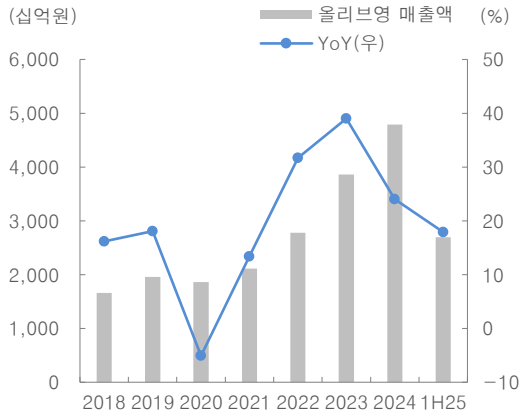
결과적으로 2024년 외국인 관광객이 방문한 올리브영 매장 수는 1,264개로 전체 매장의 92%에 달했으며, 같은 해 외국인 매출은 전년 대비 140% 증가했다. 2025년 상반기 올리브영의 오프라인 외국인 매출 비중은 26.4%까지 확대됐고, 2분기에는 30%를 돌파하며 면세점 대비 가파른 성장세를 기록하고 있다.

그림 29. **면세점 매출액 추이**



자료: 면세점협회, 대신증권 Research Center

그림 30. **올리브영 매출액 추이**



자료: CJ, 대신증권 Research Center

재구매 · 팬덤 형성으로 이어지는 선순환 구조 기대

이와 함께 개별 브랜드 플래그십 스토어로의 이동도 주목할 필요가 있다. 언론보도에 따르면 아이패밀리에스씨가 전개하는 색조브랜드 롬앤(rom&)의 성수동 플래그십 매장은 외국인 결제 건수가 월 평균 2만 건에 달하고, 매출의 약 60%가 면세 환급으로 이어졌다. 이는 외국인 고객들이 올리브영에서 경험한 브랜드를 보다 심층적으로 즐기기 위해 '목적지형 방문'을 한다는 점을 보여준다. K-뷰티가 단순히 "여행 중 들르는 쇼핑 아이템"을 넘어 팬덤 기반의 글로벌 소비재로 진화하고 있음을 시사한다.

한국에서 구매한 K-뷰티 제품은 귀국 후에도 온라인 역직구몰이나 현지 유통망을 통해 반복적으로 구매될 가능성이 높다. 올리브영 글로벌몰 회원 수는 335만 명을 돌파하며 전년 대비 70% 성장했다. 글로벌몰 신규 회원의 약 30%는 오프라인 매장 내 벤딩머신을 통해 유입되는 것으로 나타났다. 한국 내 체험 구매가 해외 현지에서의 재구매·팬덤 형성으로 이어지는 선순환 구조는 중장기적으로 한국 화장품 수요를 뒷받침 할 전망이다.

그림 31. **성수동 롬앤 플래그십스토어**

자료: 언론보도, 대신증권 Research Center

그림 32. **올리브영 N 성수**

자료: CJ, 대신증권 Research Center

Valuation 및 투자전략

화장품 Top pick :
아모레퍼시픽,
코스맥스

관심 종목 :
코스메카코리아

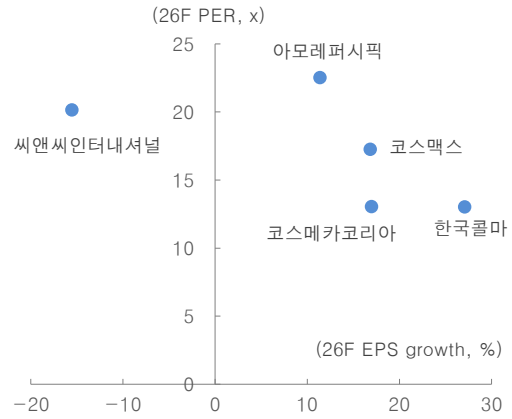
상반기 화장품 업종은 서구권 확장으로 양호한 주가를 시현했으나 2Q25 에이피알 제외 높아진 눈높이를 하회하는 실적과 수출데이터 둔화가 겹치며 주가 조정이 나타났다. 하반기 일본 메가와리, 미국 블랙프라이데이 등 하반기 대형 쇼핑 이벤트가 집중되어 있고 지역과 채널 다변화를 통해 K뷰티의 글로벌 확장은 지속될 전망이다. 최근 주가 조정으로 밸류에이션 매력도 확대된 상황으로 화장품 업종 비중확대 의견을 유지한다.

브랜드사는 안정적인 내수 성장과 미국 오프라인을 포함하여 신규 채널 및 신규 지역 진출이 본격화되고 있는 기업 중심 투자매력도 확대를 예상한다. 인바운드 회복은 국내 매출을 안정적으로 뒷받침 할 것이다. 아모레퍼시픽(090430, BUY, TP 160,000원)과 코스맥스(192820, BUY, TP 300,000원)를 화장품 업종 최선호주로 유지한다.

아모레퍼시픽은 프리미엄·인디, 기초·색조를 아우르는 다양한 브랜드 포트폴리오를 기반으로 국내는 H&B 채널, 해외는 서구권을 중심으로 외형 성장을 이어가고 있다. 부진했던 코스알엑스도 하반기 신제품 출시 효과가 반영되며 점진적 회복을 기대한다.

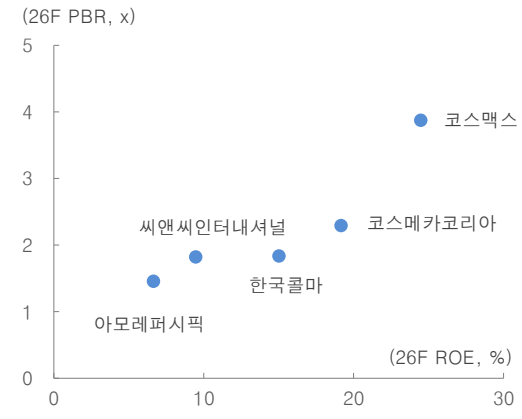
글로벌 1위 ODM사 코스맥스는 인디브랜드 호황 속에서 국내 수주가 견조하게 유지되고 있으나, 해외 실적의 불확실성은 경계 요인이다. 다만 실적 부담 요인으로 작용하던 미국법인이 하반기 신규 수주가 반영되며 적자폭 축소 기대감은 유효하다는 판단이다.

그림 33. **화장품 EPSG-PER**



자료: 대신증권 Research Center

그림 34. **화장품 ROE-PBR**



자료: 대신증권 Research Center

표3. 커버리지 화장품기업 Valuation 비교 (단위: 십억원, 원, %, 배)

		브랜드사		ODM			
		아모레퍼시픽	LG 생활건강	코스맥스	한국콜마	코스메카코리아	씨앤씨인터내셔널
		A090430	A051900	A192820	A161890	A241710	A352480
목표주가		160,000	290,000	300,000	130,000	90,000	39,000
주가		122,100	294,000	219,500	79,100	66,200	42,700
시가총액		7,142	4,499	2,491	1,867	707	428
매출액	24A	3,885	6,812	2,166	2,452	524	283
	25F	4,275	6,632	2,451	2,755	570	288
	26F	4,517	6,813	2,628	2,898	630	310
영업이익	24A	220	459	175	194	60	29
	25F	378	277	224	255	74	33
	26F	421	386	262	276	82	41
EPS	24A	8,591	10,675	7,560	3,830	4,007	3,240
	25F	4,592	7,062	8,813	4,778	4,335	2,509
	26F	5,422	11,883	12,931	6,072	5,073	2,120
OPM	24A	5.7	6.7	8.1	7.9	11.5	10.2
	25F	8.8	4.2	9.1	9.3	13.0	11.5
	26F	9.3	5.7	10.0	9.5	13.1	13.2
PER (X)	24A	12.2	28.6	19.7	14.4	13.8	14.1
	25F	26.6	41.6	24.9	16.6	15.3	17.0
	26F	22.5	24.7	17.0	13.0	13.1	20.1
PBR (X)	24A	3.3	0.9	1.0	1.9	1.4	2.2
	25F	1.5	0.9	4.8	2.1	2.7	1.4
	26F	1.5	0.9	3.9	1.8	2.3	1.8
EV/EBITDA	24A	13.0	6.3	9.5	10.3	9.4	11.1
	25F	10.8	8.0	10.8	10.8	8.5	5.7
	26F	8.7	6.4	9.3	9.8	7.5	4.3
ROE (%)	24A	11.7	3.4	20.4	12.5	22.1	17.1
	25F	5.9	2.2	19.7	13.4	19.4	10.6
	26F	6.7	3.6	24.5	15.0	19.2	9.5
ROA (%)	24A	3.5	6.3	10.0	6.3	12.7	10.5
	25F	5.3	3.7	11.2	7.9	13.3	8.7
	26F	5.3	5.2	12.1	8.0	12.8	8.2

주: 2025.09.12 기준
자료: Fnguide, 대신증권 Research Center

Part 3.
기업분석

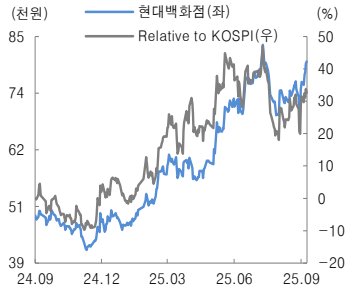
현대백화점 (069960)

유정현
junghyun.yu@daishin.com

투자의견	BUY 매수, 유지
6개월 목표주가	100,000 유지
현재주가 (25.09.12)	79,900 유통업종

KOSPI	3,395.54
시가총액	1,808십억원
시가총액비중	0.08%
자본금(보통주)	117십억원
52주 최고/최저	83,300원 / 41,650원
120일 평균거래대금	51억원
외국인지분율	22.92%
주요주주	현대지에프홀딩스 외 2 인 39.71% 국민연금공단 13.13%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	11.6	10.7	34.1	63.4
상대수익률	4.8	-4.8	1.7	23.8



기업분석

글로벌 MZ들에게 인기 많은 한국 백화점

- 글로벌 MZ들에게 인기 많은 한국 백화점
- 면세점도 구조조정 효과로 하반기부터 손익 개선에 크게 기여
- 주주가치 제고에 가장 적극적

글로벌 MZ들에게 인기 많은 한국 백화점

동사의 주요 점포 중 더현대서울점과 무역센터점이 방한 외국인이 꼭 방문하는 점포로 크게 어필하는 중. 더현대서울점과 무역센터점은 입지 상 기존에 외국인 방문객이 많지 않은 점포였지만 국내 젊은 소비자들을 위한 pop-up 스토어(더현대서울), 코엑스 별마당 도서관(무역센터점) 등으로 젊은 고객들의 트래픽이 급증하면서 글로벌 SNS 바이럴 마케팅에 성공한 점포로 자리잡음. 젊은 외국인 관광객들에게 홍대~여의도, 성수동~삼성동 여행 코스에서 들려야 하는 점포가 되면서 양 점포의 외국인 매출 비중은 20%까지 상승

면세점의 경우 점포 구조조정 효과가 이미 2분기부터 나타나기 시작. 2분기에 동대문점 철수로 인건비 등 일회성 비용이 약 35억원 반영되었음에도 공항점 MD 개편 효과로 매출이 증가하였고 시내점 경쟁 완화로 분기 영업적자가 크게 개선된 -13억원 기록. 동대문 철수 비용을 제외하면 실질 영업이익은 흑자 전환. 동대문점 철수와 인바운드 관광객 증가로 3분기부터 본격적인 흑자 기조로 손익 개선에 크게 기여할 수 있을 것으로 전망

내수 소비 전망의 척도가 되는 백화점 국내 패션 카테고리 매출액이 7월부터 회복. 1-2분기 마이너스 성장률에서 3분기 MSD% 성장률 전망. 백화점 전체 기존점 성장률도 7월 +6%, 8월에 MSD% 수준의 성장을 보이는 등 새 정부의 추경 효과가 백화점 부문 실적 개선에 기여 중

투자의견 BUY, 목표주가 100,000원 유지

투자의견 BUY와 목표주가 100,000원(12MF P/E 6.5배) 유지

동사의 사업 포트폴리오가 고르게 실적이 개선되는 것 이외에도 동사는지난 2분기 실적 발표에서 1분기에 발표한 자사주 매입 계획 이외에 자사주 추가 매입 계획을 언급. 실적 개선 요인 외에도 동사의 주주가치 제고를 위한 노력이 주가에 반영될 것으로 판단됨. 이는 중장기적으로 valuation re-rating의 요인으로 작용할 것으로 전망

영업실적 및 주요 투자지표 (단위: 십억원, 원, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
순매출액	4,207	4,188	4,717	4,952	5,022
영업이익	303	284	410	485	516
세전순이익	42	6	391	469	543
총당기순이익	-40	-1	297	356	413
지배지분순이익	-80	-36	238	310	359
EPS	-3,409	-1,543	10,516	13,717	15,883
PER	NA	NA	7.6	5.8	5.0
BPS	190,900	188,635	204,189	217,581	233,851
PBR	0.3	0.3	0.4	0.4	0.3
ROE	-1.8	-0.8	5.3	6.5	7.0

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출, 자료: 현대백화점, 대신증권 Research Center

표4. 연간 실적 추정 변경 (단위: 십억원, 원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F
순매출액	4,717	4,952	4,717	4,952	0.0	0.0
영업이익	410	485	410	485	0.0	0.0
지배지분순이익	238	310	238	310	0.0	0.0
영업이익률	8.7	9.8	8.7	9.8		
순이익률	6.3	7.2	6.3	7.2		

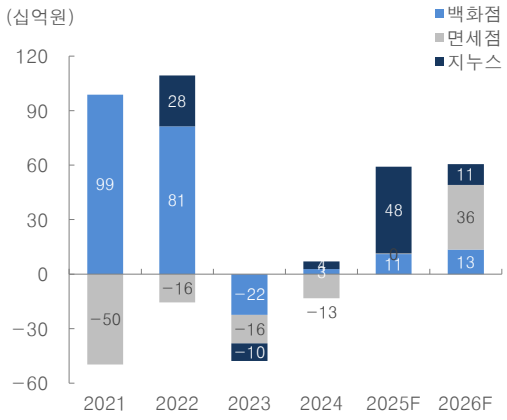
자료: 현대백화점, 대신증권 Research Center

표5. 현대백화점 연결 실적 추이 및 전망 (단위: 십억원, %)

	2024				2025F				2024	2025F	2026F
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q			
총매출액	2,432	2,477	2,431	2,720	2,555	2,474	2,544	2,868	10,061	10,440	10,809
백화점	1,770	1,832	1,694	2,015	1,716	1,681	1,727	1,975	7,268	7,099	7,370
면세점	510	481	465	526	589	564	530	590	1,982	2,272	2,316
지누스	152	206	273	289	250	230	287	303	920	1,069	1,123
영업이익	69	43	65	108	112	87	78	132	284	410	485
백화점	103	71	71	114	97	71	75	122	359	365	379
면세점	-5	-4	-8	-12	-2	-1	2	4	-29	3	29
지누스	-19	-14	12	16	28	29	7	10	-5	74	66
영업이익률	2.8	1.7	2.7	4.0	4.4	3.5	3.1	4.6	2.8	3.9	4.5
YoY (%)											
총매출액	2.8	-0.6	-4.2	-0.6	5.0	-0.1	4.6	5.4	-0.7	3.8	3.5
영업이익	-11.5	-23.1	-12.7	12.4	63.3	102.8	21.4	22.4	-6.4	44.2	18.5

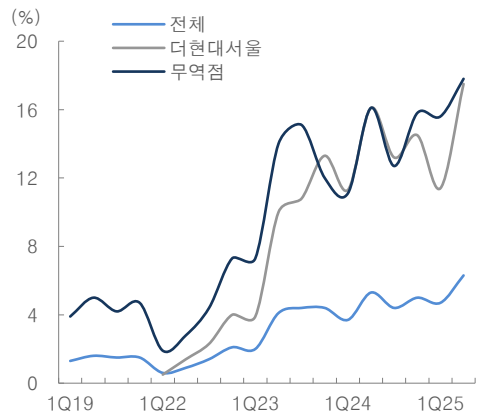
주: K-IFRS 연결기준,
자료: 현대백화점, 대신증권 Research Center

그림 35. 현대백화점 사업부별 영업이익 증감 추이



자료: 현대백화점, 대신증권 Research Center

그림 36. 현대백화점 외국인 매출 비중



자료: 현대백화점, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서 (단위: 십억원)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
순매출액	4,207	4,188	4,711	4,775	4,841
매출원가	1,715	1,722	2,125	2,137	2,149
매출총이익	2,493	2,465	2,586	2,638	2,692
판매비와관리비	2,189	2,181	2,216	2,227	2,243
영업이익	303	284	370	411	449
영업이익률	7.2	6.8	7.9	8.6	9.3
EBITDA	727	712	788	834	876
영업외손익	-262	-278	-45	-33	10
관계기업손익	26	25	25	25	25
금융수익	61	63	33	33	10
외환관련이익	43	68	36	36	36
금융비용	-116	-110	-76	-74	-8
외환관련손실	0	0	0	0	0
기타	-232	-256	-27	-17	-17
법인세비용차감전순손익	42	6	325	377	459
법인세비용	-81	-7	-78	-91	-110
계속사업순손익	-40	-1	247	287	349
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	-40	-1	247	287	349
당기순이익률	-0.9	0.0	5.2	6.0	7.2
비지배지분순이익	40	35	49	37	45
지배지분순이익	-80	-36	197	250	304
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-1	2	2	2	2
포괄순이익	-48	22	270	310	372
비지배지분포괄이익	42	71	54	40	48
지배지분포괄이익	-90	-48	216	270	324

재무상태표 (단위: 십억원)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	3,118	3,046	3,206	3,257	3,311
현금및현금성자산	164	126	114	180	242
매출채권 및 기타채권	1,133	1,113	1,219	1,220	1,223
재고자산	613	617	694	703	713
기타유동자산	1,208	1,191	1,180	1,154	1,133
비유동자산	8,595	8,172	8,078	7,985	7,891
유형자산	5,607	5,790	5,868	5,938	6,002
관계기업투자금	593	86	19	-48	-115
기타비유동자산	2,395	2,296	2,191	2,094	2,004
자산총계	11,713	11,218	11,284	11,242	11,202
유동부채	3,447	3,288	3,038	2,748	2,603
매입채무 및 기타채무	1,336	1,355	1,371	1,372	1,374
차입금	924	559	359	189	139
유동성채무	410	556	562	568	573
기타유동부채	776	818	747	619	516
비유동부채	1,987	1,695	1,750	1,655	1,318
차입금	887	730	880	980	638
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	1,100	965	870	675	680
부채총계	5,433	4,983	4,788	4,403	3,921
지배지분	4,468	4,395	4,580	4,822	5,134
자본금	117	117	117	117	117
자본잉여금	612	612	612	612	612
이익잉여금	3,908	3,754	3,920	4,132	4,392
기타자본변동	-169	-87	-70	-39	13
비지배지분	1,812	1,839	1,916	2,018	2,148
자본총계	6,279	6,234	6,496	6,839	7,282
순차입금	1,541	1,349	1,228	899	650

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	-3,409	-1,543	8,721	11,037	13,421
PER	NA	NA	7.6	5.8	5.0
BPS	190,900	188,635	202,394	213,083	226,865
PBR	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
EBITDAPS	31,085	30,575	34,833	36,840	38,693
EV/EBITDA	6.3	6.0	5.7	5.1	4.5
SPS	179,787	179,718	208,194	211,003	213,925
PSR	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
CFPS	33,584	33,844	48,596	51,044	52,897
DPS	1,300	1,400	1,750	2,000	2,250

재무비율 (단위: 원, 배, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
성장성					
매출액 증가율	-16.1	-0.5	12.5	1.3	1.4
영업이익 증가율	-5.4	-6.4	30.2	11.1	9.3
순이익 증가율	적전	적지	흑전	16.3	21.6
수익성					
ROIC	-3.6	-0.4	3.5	3.7	4.0
ROA	2.6	2.5	3.3	3.6	4.0
ROE	-1.8	-0.8	4.4	5.3	6.1
안정성					
부채비율	86.5	79.9	73.7	64.4	53.8
순차입금비율	24.5	21.6	18.9	13.1	6.2
이자보상배율	2.7	2.8	5.4	6.2	6.0

현금흐름표 (단위: 십억원)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	758	734	824	1,029	1,094
당기순이익	-40	-1	247	287	349
비현금항목의 가감	826	789	853	868	848
감가상각비	424	428	418	423	427
외환손익	4	-15	-9	-9	-9
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	398	376	444	454	430
자산부채의 증감	131	90	-157	4	3
기타현금흐름	-159	-145	-119	-130	-106
투자활동 현금흐름	-595	-193	-365	-376	-378
투자자산	-167	193	58	57	57
유형자산	-355	-434	-434	-434	-434
기타	-74	48	11	1	-1
재무활동 현금흐름	-195	-586	-215	-242	-570
단기차입금	-129	-387	-200	-170	-50
사채	499	200	150	100	-300
장기차입금	0	190	0	0	-42
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-41	-38	-31	-38	-44
기타	-523	-550	-134	-134	-134
현금의 증감	-31	-38	-12	67	62
기초 현금	195	164	126	114	180
기말 현금	164	126	114	180	242
NOPLAT	-290	-35	281	312	341
FCF	-236	-85	225	260	293

자료: 현대백화점, 대신증권 Research Center

기업분석

신세계 (004170)

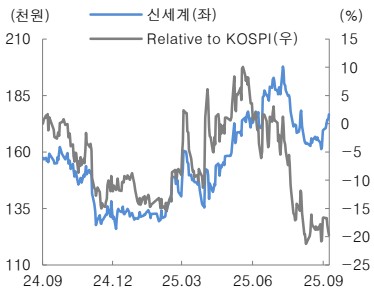
면세점도 회복하고, 백화점 소비도 살아나고

유정현
junghyun.yu@daishin.com

투자의견	BUY 매수, 유지
6개월 목표주가	220,000 유지
현재주가 (25.09.12)	176,600 유통업종

KOSPI	3,395.54
시가총액	1,703십억원
시가총액비중	0.08%
자본금(보통주)	48십억원
52주 최고/최저	197,800원 / 125,900원
120일 평균거래대금	61억원
외국인지분율	13.07%
주요주주	정유경 외 2 인 29.17% 국민연금공단 13.52%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	7.6	-0.6	13.6	13.6
상대수익률	1.0	-14.5	-13.8	-14.0



- 상반기 적자였던 면세점 하반기부터 흑자 전환
- 백화점 주요 점포 단체 관광객 유입에 유리한 입지
- 국내 소비 경기 회복 기조에서 백화점과 면세점 모두 개선 전망

면세점 구조조정 효과와 관광객 증가로 하반기 수익 개선

동사의 면세점 사업부는 FIT 매출 증가와 공항점 정규 매장 면적 확대로 매출액은 고정장 중이나 상반기까지 적자를 면치 못하였음. 그러나 올 연말까지 공항점 임차료 감면 효과가 지속되고, 부산점 구조조정 효과와 시내점 경쟁 완화로 영업이익은 하반기 개선세 뚜렷할 전망. 지난해 면세점 영업이익은 상반기 +160억원에서 하반기에 -500억원으로 대폭 감소하는 상황이었지만 올해는 반대로 영업이익이 상반기 -38억원에서 하반기 흑자 전환이 예상되는 상황. 하반기 면세점 실적 회복이 전사 실적에 크게 기여할 수 있을 것으로 전망

백화점 사업부의 경우 주요 점포인 본점의 입지가 관광 인프라가 잘 갖춰진 명동에 입지해 있다는 점에서 유리한 점이 많음. 외국인 관광객 매출 비중은 명동 본점의 경우 20%(공사 기간 제외)이며 전사 기준으로 4-5%에 불과. 아직 외국인 매출 비중이 낮아 향후 동사의 백화점 점포별 전략에 따라 높아질 가능성 큼

투자의견 BUY, 목표주가 220,000원 유지

투자의견 BUY와 목표주가 220,000원(12개월 Forward P/E 10배) 유지

7-8월 국내 소비 심리 회복으로 백화점 사업부의 고마진 패션 카테고리의 회복세는 매우 고무적임. 다만 하반기에도 본점 리뉴얼 영향으로 감가상각비 증가 부담은 단기적으로 백화점 마진 하락 요소

그러나 앞서 언급한대로 면세점의 경우 하반기로 갈수록 손익 개선 예상되고 이외 기타 자회사 중 신세계인터의 경우 패션 소비 경기 회복에 따라 하반기에 점진적인 손익 개선 흐름 전망. 전반적으로 실적 개선 강도가 연초 예상 대비 다소 완만할 것으로 전망되나 방향성은 뚜렷하다는 점에서 투자 매력 여전

영업실적 및 주요 투자지표 (단위: 십억원, 원, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
순매출액	6,357	6,570	6,934	7,658	8,317
영업이익	640	477	470	522	560
세전순이익	453	195	268	343	355
총당기순이익	312	187	201	257	267
지배지분순이익	225	108	151	193	213
EPS	22,865	10,948	15,564	20,022	22,106
PER	7.7	12.1	11.3	8.8	8.0
BPS	427,477	433,221	463,626	496,890	537,504
PBR	0.4	0.3	0.4	0.4	0.3
ROE	5.4	2.5	3.4	4.2	4.3

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출, 자료: 신세계, 대신증권 Research Center

표6. 연간 실적 추정 변경 (단위: 십억원, 원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F
순매출액	7,080	7,658	6,934	7,658	-2.1	0.0
영업이익	484	522	470	522	-2.9	0.0
지배지분순이익	158	193	151	193	-5.0	0.0
영업이익률	6.8	6.8	6.8	6.8		
순이익률	3.0	3.4	2.9	3.4		

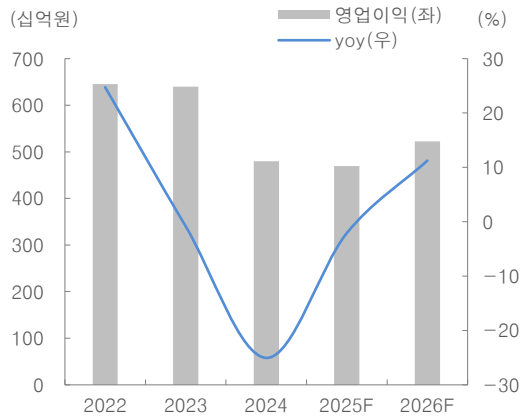
자료:신세계, 대신증권 Research Center

표7. 신세계 연결 실적 추이 및 전망 (단위: 십억원, %)

	2024				2025F				2024	2025F	2026F
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q			
총매출액	2,819	2,782	2,709	3,187	2,912	3,329	2,838	3,417	11,497	12,461	13,132
신세계	1,801	1,746	1,688	2,008	1,842	2,338	1,798	2,165	7,243	8,749	9,020
신세계DF	561	563	570	555	562	562	562	562	2,256	2,414	2,583
신세계인터	309	321	296	382	316	309	302	394	1,309	1,308	1,374
센트럴시티	89	95	94	97	93	96	99	102	375	386	405
영업이익	163	118	93	106	140	75	101	161	480	470	522
신세계	114	82	88	122	107	79	87	133	255	407	449
신세계DF	7	9	-16	-36	-13	-2	-2	3	-36	-3	12
신세계인터	11	13	2	0	6	-2	1	10	27	13	19
센트럴시티	26	11	26	23	20	10	25	25	86	82	85
영업이익률	5.8	4.2	3.4	3.3	4.8	2.3	3.6	4.7	4.2	3.8	4.0
YoY											
총매출액	5.4	1.8	4.0	2.1	3.3	19.6	4.8	7.2	3.3	8.4	5.4
영업이익	7.0	-21.5	-29.4	-48.5	-14.3	-35.9	8.6	51.7	-25.0	-2.1	11.2

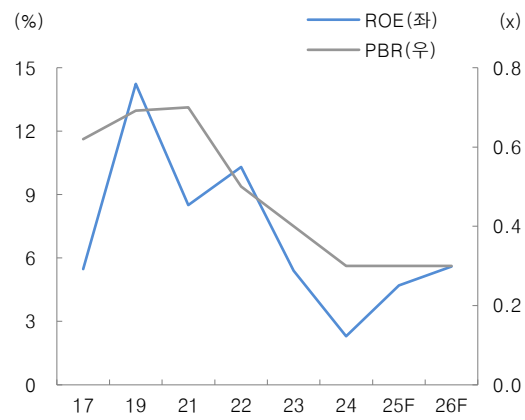
주: K-IFRS 연결기준
자료: 신세계, 대신증권 Research Center

그림 37. 신세계 영업이익(증가율)



자료: 신세계, 대신증권 Research Center

그림 38. 신세계 PBR - ROE



자료: 신세계, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서 (단위: 십억원)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
순매출액	6,357	6,570	6,970	7,522	8,171
매출원가	2,502	2,518	2,667	2,915	3,173
매출총이익	3,855	4,053	4,303	4,607	4,998
판매비와관리비	3,215	3,576	3,815	3,995	4,372
영업이익	640	477	488	612	626
영업이익률	10.1	7.3	7.0	8.1	7.7
EBITDA	1,137	958	963	1,087	1,087
영업외손익	-187	-282	-182	-179	-205
관계기업손익	-7	-12	-12	-12	-12
금융수익	140	143	136	133	136
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	-231	-301	-246	-249	-274
외환관련손실	27	56	16	16	16
기타	-88	-113	-60	-50	-55
법인세비용차감전순손익	453	195	306	433	421
법인세비용	-141	-8	-76	-108	-105
계속사업순손익	312	187	229	324	316
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	312	187	229	324	316
당기순이익률	4.9	2.8	3.3	4.3	3.9
비지배지분순이익	87	79	69	81	32
지배지분순이익	225	108	161	243	284
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-2	7	7	4	6
포괄순이익	289	255	302	364	376
비지배지분포괄이익	84	76	91	91	38
지배지분포괄이익	205	180	211	273	339

재무상태표 (단위: 십억원)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	2,674	2,343	3,395	3,528	3,865
현금및현금성자산	802	582	1,908	1,982	2,235
매출채권 및 기타채권	716	597	614	639	667
재고자산	891	979	734	792	860
기타유동자산	264	184	139	116	103
비유동자산	12,078	12,729	13,069	13,354	13,690
유형자산	7,280	7,795	8,264	8,743	9,249
관계기업투자금	935	930	942	953	965
기타비유동자산	3,863	4,003	3,863	3,658	3,476
자산총계	14,752	15,072	16,464	16,881	17,555
유동부채	4,944	4,947	4,861	4,539	4,297
매입채무 및 기타채무	1,787	1,803	1,779	1,787	1,796
차입금	1,125	885	930	976	1,025
유동성채무	1,001	1,072	1,147	918	734
기타유동부채	1,030	1,187	1,004	858	741
비유동부채	3,468	3,750	4,883	5,089	5,313
차입금	1,892	2,213	3,248	3,550	3,852
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	1,577	1,537	1,635	1,539	1,461
부채총계	8,412	8,697	9,744	9,628	9,610
지배지분	4,209	4,265	4,496	4,853	5,316
자본금	49	49	48	48	48
자본잉여금	403	424	424	424	424
이익잉여금	3,655	3,718	3,839	4,038	4,279
기타자본변동	101	74	185	342	565
비지배지분	2,131	2,110	2,224	2,400	2,629
자본총계	6,340	6,375	6,720	7,253	7,945
순차입금	3,874	4,518	4,411	4,470	4,397

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	22,865	10,948	16,597	25,232	29,480
PER	7.7	12.1	11.3	8.8	8.0
BPS	427,477	433,221	464,659	503,136	551,124
PBR	0.4	0.3	0.3	0.3	0.2
EBITDAPS	115,513	97,292	99,525	112,749	112,653
EV/EBITDA	6.8	8.3	8.2	7.5	7.7
SPS	645,706	667,373	720,324	779,869	847,160
PSR	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2
CFPS	120,245	105,774	113,319	127,625	127,010
DPS	4,000	4,500	5,000	5,000	5,000

재무비율 (단위: 원, 배, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
성장성					
매출액 증가율	-18.6	3.4	6.1	7.9	8.6
영업이익 증가율	-0.9	-25.4	2.3	25.4	2.4
순이익 증가율	-43.0	-40.2	22.9	41.4	-2.6
수익성					
ROIC	5.5	5.4	4.1	4.9	4.6
ROA	4.4	3.2	3.1	3.7	3.6
ROE	5.4	2.5	3.7	5.2	5.6
안정성					
부채비율	132.7	136.4	145.0	132.7	121.0
순차입금비율	61.1	70.9	65.6	61.6	55.3
이자보상배율	3.8	2.4	2.6	3.2	2.9

현금흐름표 (단위: 십억원)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	791	776	1,001	818	781
당기순이익	312	187	229	324	316
비현금항목의 가감	872	855	867	906	909
감가상각비	497	481	475	476	460
외환손익	-1	35	-4	-4	-4
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	375	339	396	435	453
자산부채의 증감	-121	-41	110	-168	-181
기타현금흐름	-272	-224	-206	-244	-262
투자활동 현금흐름	-912	-981	-947	-901	-937
투자자산	-8	95	-31	55	48
유형자산	-596	-885	-903	-922	-941
기타	-308	-192	-13	-34	-45
재무활동 현금흐름	-16	-17	1,066	27	75
단기차입금	226	-128	44	46	49
사채	0	173	832	100	100
장기차입금	157	202	202	202	202
유상증자	0	0	-1	0	0
현금배당	-79	-82	-39	-44	-44
기타	-319	-183	27	-278	-232
현금의 증감	-136	-220	1,326	74	253
기초 현금	938	802	582	1,908	1,982
기말 현금	802	582	1,908	1,982	2,235
NOPLAT	440	457	366	459	470
FCF	324	30	-73	2	-21

자료: 신세계, 대신증권 Research Center

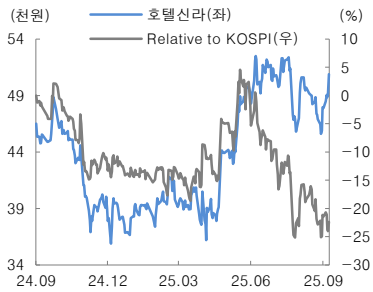
호텔신라 (008770)

유정현
junghyun.yu@daishin.com

투자의견	BUY 매수, 유지
6개월 목표주가	60,000 유지
현재주가 (25.09.12)	50,900 유통업종

KOSPI	3395.54
시가총액	2,030십억원
시가총액비중	0.09%
자본금(보통주)	196십억원
52주 최고/최저	52,500원 / 35,900원
120일 평균거래대금	104억원
외국인지분율	13.38%
주요주주	삼성생명보험 외 5 인 17.34% 국민연금공단 7.02%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	2.5	-2.5	30.2	11.7
상대수익률	-3.7	-16.1	-1.3	-15.4



기업분석

면세업황 개선 가능성 주가에 미반영

- TR 부문 시내점 객수 및 객단가 상승 중
- 호텔 부문 안정적이고 훌륭한 수익원
- 면세점 업황 개선 기대감 아직 주가에 미반영 상태

TR 부문 시내점 객수 및 객단가 상승 중

TR 부문은 시내점이 1분기 yoy 20%대 감소를 보이다가 객수 및 객단가 회복으로 2분기에 감소폭이 3%까지 개선되었는데 하반기에도 성장률 회복이 점진적으로 나타나고 있는 것으로 파악됨

면세점 손익 부진은 방한 외국인 수 증가에도 면세점 채널 회복이 매우 더디기 때문인데 매출 회복에 시간이 걸리더라도 더 이상 경쟁이 격화될 가능성이 낮고, 2분기에 있었던 재고 처분 손실과 환율 상승 악영향은 3분기에 없을 것으로 보여 업황의 추가 악화 가능성은 매우 낮을 것으로 전망

TR 부문의 고질적인 영업적자는 국내외 공항 임차료 부담이 줄지 않기 때문인데 동 사업부가 당장 흑자 전환은 어렵더라도 2분기부터 홍콩 공항 임차료가 한시적으로 감면되고 있고, 시내점 수익성 회복으로 하반기는 상반기 대비 적자폭이 줄어들 것으로 전망

한편 호텔사업부는 제주 호텔 투숙은 낮아지고 있지만 전반적으로 국내 객실수 부족에 따른 ADR 상승 지속으로 동사의 안정적인 수익원으로서의 역할이 충분해 보임

투자의견 BUY, 목표주가 60,000원 유지

투자의견 BUY와 목표주가 60,000원(25년 EV/EBITDA 15배) 유지

시내점 수익성이 다소 아쉽지만 객수뿐 아니라 객단가가 상승하고 있는 점이 향후 실적 개선에 긍정적. 인바운드 관광객 수가 유의미하게 증가하고 있고, 중국 단체 무비자 시행으로 면세점 시장 회복력에 대한 기대감 유효. 면세점 업황에 대한 기대감이 주가에 아직 반영되지 않은 상태라는 점이 가장 큰 투자 포인트

영업실적 및 주요 투자지표 (단위: 십억원, 원, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	3,568	3,948	4,131	4,483	4,792
영업이익	91	-5	59	133	170
세전순이익	107	-47	22	80	172
총당기순이익	86	-62	18	64	137
지배지분순이익	86	-62	18	64	137
EPS	2,149	-1,538	446	1,602	3,434
PER	30.4	NA	114.2	31.8	14.8
BPS	15,212	32,108	32,743	34,537	38,164
PBR	4.3	1.1	1.6	1.5	1.3
ROE	15.0	-6.5	1.4	4.8	9.4

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출, 자료: 호텔신라, 대신증권 Research Center

표8. 연간 실적 추정 변경 (단위: 십억원, 원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F
매출액	4,131	4,483	4,131	4,483	0.0	0.0
영업이익	55	133	59	133	6.9	0.0
지배지분순이익	17	64	18	64	6.6	0.0
영업이익률	1.3	3.0	1.4	3.0		
순이익률	0.4	1.4	0.4	1.4		

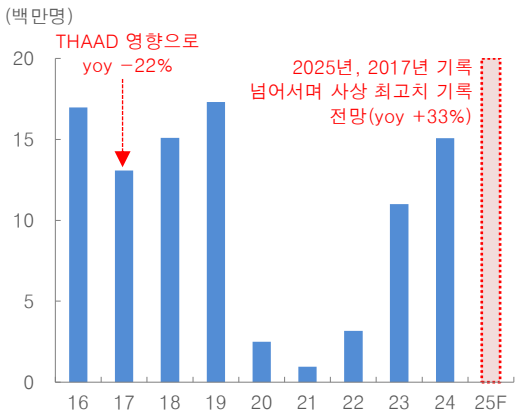
자료:신세계, 대신증권 Research Center

표9. 호텔신라 실적 추이 및 전망 (단위: 십억원, %)

	2024				2025F				2024	2025F	2026F
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q			
매출액	980	1,003	1,016	948	972	1,025	1,116	1,017	3,948	4,131	4,483
TR	831	833	845	774	827	850	936	833	3,282	3,447	,3761
호텔& 레저	150	170	171	174	145	175	180	184	666	684	722
영업이익	12	28	-17	-28	-3	9	21	32	-5	59	133
TR	6	7	-39	-52	-5	-11	1	15	-78	0	55
호텔& 레저	6	21	22	24	3	20	20	17	73	60	78
영업이익률	1.2	2.8	-1.7	-2.9	-0.3	0.8	1.9	3.1	-0.1	1.4	3.0
TR	0.7	0.8	-4.6	-6.7	-0.6	-1.3	0.1	1.8	-2.4	0.0	1.5
호텔& 레저	4.1	12.1	12.7	13.8	1.7	11.4	11.1	9.2	10.9	8.7	10.8
yoy											
매출액	30.3	15.7	0.4	1.1	-0.8	2.3	9.8	7.4	10.6	4.7	8.5
TR	36.5	17.6	0.0	0.2	-0.4	2.1	10.8	7.7	11.9	5.0	9.3
호텔& 레저	4.5	6.9	2.8	5.3	-3.5	3.2	5.1	5.7	11.9	5.0	9.1
영업이익	-65.0	-58.9	적전	적확	적전	-68.5	흑전	흑전	125.0	흑전	125.0

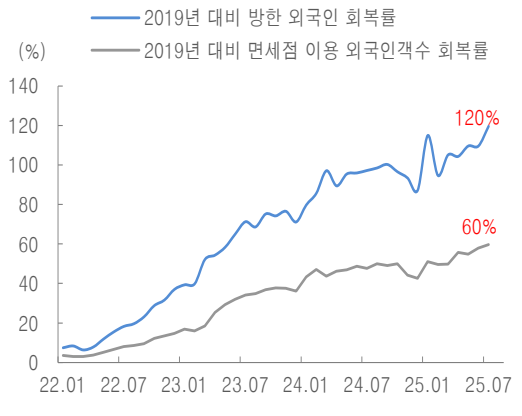
주: K-IFRS 연결기준
자료: 호텔신라, 대신증권 Research Center

그림 39. 방한 외국인 수 추이



자료: 한국관광공사, 대신증권 Research Center

그림 40. 방한 외국인 수 & 면세점 이용객수 회복률



자료: 면세점협회, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서 (단위: 십억원)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	3,568	3,948	4,131	4,483	4,792
매출원가	2,150	2,260	2,446	2,842	3,033
매출총이익	1,419	1,687	1,685	1,641	1,759
판매비와관리비	1,327	1,692	1,626	1,508	1,589
영업이익	91	-5	59	133	170
영업이익률	2.6	-0.1	1.4	3.0	3.5
EBITDA	219	127	154	224	256
영업외손익	16	-42	-37	-53	2
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	42	27	28	28	30
외환관련이익	31	39	21	21	21
금융비용	-52	-62	-50	-56	-2
외환관련손실	0	0	0	0	0
기타	25	-7	-15	-25	-25
법인세비용차감전순손익	107	-47	22	80	172
법인세비용	-21	-14	-4	-16	-34
계속사업순손익	86	-62	18	64	137
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	86	-62	18	64	137
당기순이익률	2.4	-1.6	0.4	1.4	2.9
비지배지분순이익	0	0	0	0	0
지배지분순이익	86	-62	18	64	137
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-1	74	74	74	74
포괄순이익	76	674	753	799	873
비지배지분포괄이익	0	0	0	0	0
지배지분포괄이익	76	674	753	799	873

재무상태표 (단위: 십억원)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	1,380	1,411	1,443	1,546	1,631
현금및현금성자산	412	370	402	437	461
매출채권 및 기타채권	270	336	294	300	306
재고자산	630	623	652	707	756
기타유동자산	69	82	95	101	108
비유동자산	1,626	2,403	2,356	2,316	2,282
유형자산	573	1,536	1,521	1,508	1,499
관계기업투자금	35	22	43	64	85
기타비유동자산	1,018	846	792	743	698
자산총계	3,007	3,814	3,799	3,861	3,913
유동부채	1,188	1,150	1,102	1,093	983
매입채무 및 기타채무	677	609	619	637	653
차입금	150	11	61	51	41
유동성채무	190	320	220	210	100
기타유동부채	172	210	202	195	189
비유동부채	1,210	1,380	1,388	1,387	1,403
차입금	749	729	761	792	823
전환증권	0	125	125	125	125
기타비유동부채	461	525	502	470	454
부채총계	2,398	2,530	2,489	2,480	2,386
지배지분	608	1,284	1,310	1,381	1,527
자본금	200	200	200	200	200
자본잉여금	197	206	206	206	206
이익잉여금	304	223	241	305	443
기타자본변동	-92	655	662	670	678
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	608	1,284	1,310	1,382	1,527
순차입금	1,152	1,241	1,173	1,128	1,008

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	2,149	-1,538	446	1,602	3,434
PER	30.4	NA	114.2	31.8	14.8
BPS	15,212	32,108	32,743	34,537	38,164
PBR	4.3	1.1	1.6	1.5	1.3
EBITDAPS	5,472	3,177	3,851	5,588	6,410
EV/EBITDA	17.2	21.3	20.8	14.1	11.8
SPS	89,212	98,689	103,269	112,084	119,788
PSR	0.7	0.4	0.5	0.5	0.4
CFPS	5,323	3,912	4,910	6,397	7,219
DPS	200	0	0	0	0

현금흐름표 (단위: 십억원)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	243	69	200	176	251
당기순이익	86	-62	18	64	137
비현금항목의 가감	127	218	179	192	151
감가상각비	128	132	95	90	87
외환손익	-3	-10	12	12	12
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	3	96	72	89	53
자산부채의 증감	12	-98	27	-38	-33
기타현금흐름	18	11	-24	-41	-4
투자활동 현금흐름	-231	-95	-92	-86	-87
투자자산	-126	-27	-5	-6	-7
유형자산	-53	-74	-74	-74	-74
기타	-52	6	-13	-6	-7
재무활동 현금흐름	-138	-30	-142	-112	-212
단기차입금	-50	-140	50	-10	-10
사채	299	431	31	31	31
장기차입금	0	0	0	0	0
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-8	-8	0	0	0
기타	-380	-314	-223	-134	-234
현금의 증감	-122	-41	32	35	24
기초 현금	534	412	370	402	437
기말 현금	412	370	402	437	461
NOPLAT	73	-7	47	107	136
FCF	146	52	68	123	149

재무비율 (단위: 원, 배, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
성장성					
매출액 증가율	-27.5	10.6	4.6	8.5	6.9
영업이익 증가율	16.4	적전	흑전	125.0	27.3
순이익 증가율	흑전	적전	흑전	259.5	114.3
수익성					
ROIC	7.4	-0.5	2.4	5.5	6.8
ROA	3.1	-0.2	1.6	3.5	4.4
ROE	15.0	-6.5	1.4	4.8	9.4
안정성					
부채비율	394.1	197.0	190.0	179.5	156.3
순차입금비율	189.4	96.7	89.5	81.6	66.1
이자보상배율	1.8	-0.1	1.3	2.5	0.0

자료: 호텔신라, 대신증권 Research Center

기업분석

아모레퍼시픽 (090430)

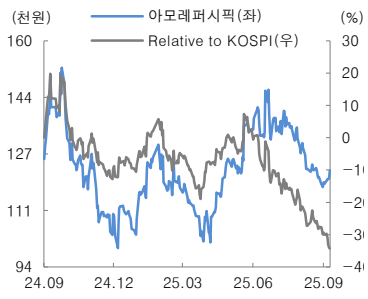
취향대로 골라 쓰는 브랜드 부자

정한솔 hansol.jung@daishin.com

투자의견	BUY 매수, 유지
6개월 목표주가	160,000 유지
현재주가 (25.09.12)	122,100
	화장품업종

KOSPI	3395.54
시가총액	7,589십억원
시가총액비중	0.34%
자본금(보통주)	29십억원
52주 최고/최저	152,200원 / 99,500원
120일 평균거래대금	378억원
외국인지분율	22.66%
주요주주	아모레퍼시픽그룹 외 17 인 50.15% 국민연금공단 7.42%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-0.4	-10.0	7.6	-18.5
상대수익률	-6.4	-22.6	-18.4	-38.3



- 다양한 브랜드 포트폴리오를 기반으로 글로벌 확장 가속화
- 인바운드 회복으로 국내 면세 반등과 H&B 고성장 지속 예상
- 실적 부담 요인의 중국과 코스알엑스 하반기 개선 기대

선택지가 다양한 브랜드사

다양한 브랜드 조합을 기반으로 소비자 니즈 변화와 트렌드 전환에 유연하게 대응할 수 있다는 점은 동사의 가장 큰 경쟁력. 프리미엄부터 인디브랜드를 모두 보유하면서 스킨케어와 색조 라인업이 고르게 갖춰져 있음. 설화수는 프리미엄 브랜드로 고급 스킨케어 수요를 흡수하고 있고, 중저가 가격대의 라네즈·이니스프리는 K-뷰티 글로벌 침투율 확대에 맞춰 북미·유럽을 중심으로 성장세 지속. 최근 더마 브랜드에 대한 소비자 선호도가 높아지며 동사의 더마브랜드 에스트라가 글로벌 시장에서 긍정적인 초기 성과를 보이고 있어 신규 성장 동력으로 자리 잡을 것으로 기대

투자의견 BUY, 목표주가 160,000원 유지

기저효과와 인바운드 회복으로 국내 면세 매출은 반등을 보이고 있고, 올리브영 등 H&B 채널은 인디브랜드 수요 확대에 힘입어 고성장세. 글로벌 리밸런싱 전략에 따라 라네즈·이니스프리·에스트라 등 주요 브랜드가 서구권 중심으로 성장하며 해외 매출 확대도 긍정적

실적 부담 요인의 중국도 고강도 구조조정 이후 1H25 영업흑자 기록. 설화수·려 중심으로 중화권 매출 회복으로 하반기도 흑자 기조 유지 전망. 코스알엑스도 지난해 하반기부터 미국 온라인 채널 가격 안정화와 재고 조정으로 부진했으나 중장기 성장을 위한 유통채널 건전화와 가격 재정비는 불가피했던 부분이라 판단. 채널/가격 재정비가 마무리 단계이며, 최근 헤어케어 등 신제품 출시를 통해 점진적 회복 예상

실적 부담 요인이 완화되고 브랜드와 지역 포트폴리오 다변화를 기반으로 글로벌 브랜드사로 도약하고 있어 실적 안정성과 성장성 감안 시 긍정적인 주가 흐름 예상

영업실적 및 주요 투자지표 (단위: 십억원, 원, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	3,674	3,885	4,275	4,517	4,714
영업이익	108	220	378	421	457
세전순이익	281	621	402	444	480
총당기순이익	174	602	322	355	384
지배지분순이익	180	593	317	374	405
EPS	2,608	8,591	4,592	5,422	5,863
PER	55.6	12.2	26.6	22.5	20.3
BPS	70,933	76,066	79,248	83,729	88,349
PBR	2.0	1.4	1.5	1.5	1.3
ROE	3.7	11.7	5.9	6.7	6.8

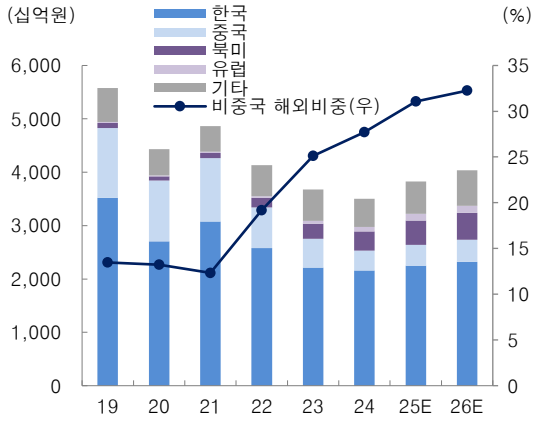
주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
자료: 아모레퍼시픽, 대신증권 Research Center

표10. 아모레퍼시픽 목표주가 산출 (단위: 원, 배, %)

구분		비고
12MF EPS(원)	5,215	자사주 포함
Target PER	30	글로벌 화장품 브랜드사 Peer 12MF 평균 PER (Estee Lauder, L'Oreal, LVMH, Beiersdorf)
목표주가(원)	**160,000**	
현재주가(원)	122,100	25.09.12 기준
상승여력(%)	31.0	

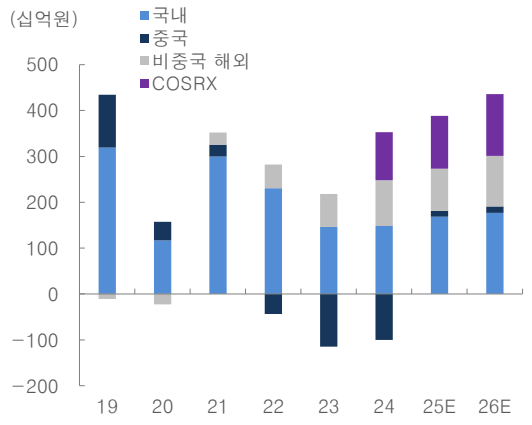
자료: 대신증권 Research Center

그림 41. COSRX 제외 지역별 매출액 추이



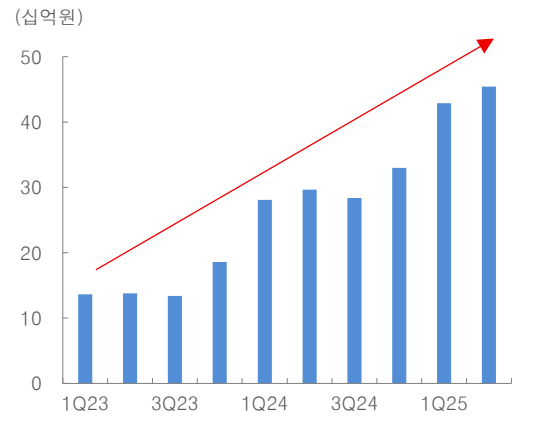
주: 대신증권 추정치 기준
자료: 아모레퍼시픽, 대신증권 Research Center

그림 42. 사업부별 영업이익 추이



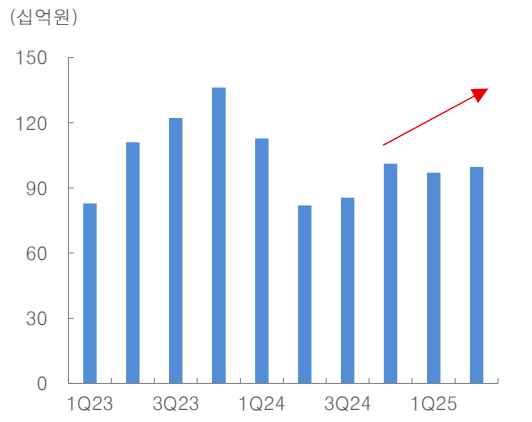
주: 대신증권 추정치 기준
자료: 아모레퍼시픽, 대신증권 Research Center

그림 43. 국내 H&B 매출 추이



주: 대신증권 추정치 기준
자료: 아모레퍼시픽, 대신증권 Research Center

그림 44. 면세점 매출 추이



주: 대신증권 추정치 기준
자료: 아모레퍼시픽, 대신증권 Research Center

표11. 아모레퍼시픽 분기/연간 실적 추정 (단위: 십억원, %)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	2023	2024	2025E
매출액	**911**	**905**	**977**	**1,092**	**1,068**	**1,005**	**1,041**	**1,162**	**3,674**	**3,885**	**4,275**
국내	564	512	535	547	577	554	553	565	2,211	2,157	2,249
화장품	468	423	436	440	477	454	452	457	1,825	1,768	1,840
Daily Beauty	95	89	98	107	101	99	101	107	386	389	409
해외	337	381	431	529	473	436	472	580	1,392	1,679	1,962
중국	114	71	67	121	97	96	74	122	540	374	390
북미	88	122	147	168	157	134	161	194	287	525	647
COSRX 제외	88	85	83	106	116	95	111	138	287	363	459
유럽	17	37	55	61	55	44	60	70	52	170	230
COSRX 제외	17	18	21	27	30	23	30	38	52	83	121
COSRX	-	90	151	143	102	97	120	129	-	382	448
YoY (%)	-0.2	-4.3	9.9	17.9	17.1	11.1	6.5	6.4	-11.1	5.7	10.0
국내	2.1	-7.8	-1.6	-2.4	2.4	8.1	3.5	3.3	-14.4	-2.4	4.3
화장품	2.9	-7.8	-2.1	-5.4	1.8	7.3	3.6	4.0	-15.4	-3.1	4.1
Daily Beauty	-2.0	-7.7	0.5	12.2	5.8	12.3	3.0	0.0	-9.1	0.8	5.0
해외	-2.3	2.4	35.8	48.3	40.4	14.4	9.5	9.6	-6.8	20.6	16.9
중국	-21.0	-50.0	-43.0	-10.4	-14.9	34.7	10.7	0.9	-29.0	-30.8	4.3
북미	39.8	64.8	107.4	112.1	79.0	10.3	10.0	15.0	58.2	82.9	23.2
COSRX 제외	39.8	15.5	17.9	33.6	31.6	10.9	32.8	30.3	58.2	26.7	26.6
유럽	51.8	182.6	339.5	312.8	219.7	18.2	10.0	15.0	72.1	228.6	34.9
COSRX 제외	51.8	36.0	69.9	80.5	72.8	29.5	41.6	42.3	72.1	61.1	45.7
COSRX	-	-	-	-	-	7.8	-20.0	-10.0	-	-	-39.0
영업이익	**73**	**4**	**65**	**79**	**118**	**74**	**87**	**99**	**108**	**221**	**378**
국내	49	15	48	36	49	40	39	40	152	148	169
화장품	47	21	44	31	48	39	38	39	136	143	165
Daily Beauty	2	-5	4	5	1	1	1	1	10	5	4
해외	32	5	25	43	70	36	52	62	-43	104	220
중국	-9	-45	-30	-17	0	8	1	2	-115	-100	12
COSRX	-	27	46	32	27	24	31	33	161	102	115
YoY (%)	12.9	-29.5	277.7	279.7	62.0	1,674.2	33.2	26.6	-49.5	103.9	71.2
국내	11.8	-58.7	151.3	-30.8	0.6	164.5	-19.2	12.2	-30.4	-2.3	13.8
화장품	35.8	-34.4	101.8	-34.7	2.1	90.3	-14.2	25.6	-39.0	5.4	14.9
Daily Beauty	-51.4	적전	흑전	14.6	-40.8	흑전	-74.7	-77.1	33.8	-51.5	-18.3
해외	0.0	흑전	흑전	흑전	120.3	605.9	110.4	44.4	적전	흑전	110.5
중국	적전	적지	적지	적지	흑전	흑전	흑전	흑전	적지	적지	흑전
COSRX	-	-	-	-	-	7.8	-20.0	-10.0	-	-	9.6
영업이익률 (%)	8.0	0.5	6.7	7.2	11.0	7.3	8.3	8.6	2.9	5.7	8.8
국내	8.7	3.0	9.0	6.6	8.6	7.3	7.0	7.2	6.9	6.9	7.5
화장품	10.1	4.9	10.1	7.1	10.2	8.6	8.4	8.6	7.5	8.1	8.9
Daily Beauty	1.8	-6.1	4.1	4.4	1.0	1.0	1.0	1.0	2.7	1.3	1.0
해외	9.4	1.3	5.7	8.1	14.7	8.2	11.0	10.7	-3.1	6.2	11.2
중국	-7.4	-63.1	-44.9	-14.0	0.5	8.0	2.0	2.0	-21.3	-26.9	3.1
COSRX	-	30.0	30.5	22.5	27.0	25.0	25.5	25.5	-	26.8	25.7

자료: 아모레퍼시픽, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서 (단위: 십억원)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	3,674	3,885	4,275	4,517	4,714
매출원가	1,155	1,138	1,193	1,345	1,377
매출총이익	2,519	2,747	3,082	3,171	3,337
판매비와관리비	2,411	2,526	2,704	2,751	2,879
영업이익	108	220	378	421	457
영업이익률	2.9	5.7	8.8	9.3	9.7
EBITDA	360	478	602	629	653
영업외손익	172	400	24	24	23
관계기업손익	42	16	0	0	0
금융수익	162	124	31	31	30
외환관련이익	31	56	31	31	31
금융비용	-19	-43	-29	-29	-29
외환관련손실	0	0	0	0	0
기타	-12	302	22	22	22
법인세비용차감전순손익	281	621	402	444	480
법인세비용	-107	-19	-80	-89	-96
계속사업순손익	174	602	322	355	384
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	174	602	322	355	384
당기순이익률	4.7	15.5	7.5	7.9	8.2
비지배지분순이익	-6	8	5	-19	-21
지배지분순이익	180	593	317	374	405
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-4	0	0	0	0
포괄순이익	133	600	320	354	383
비지배지분포괄이익	-6	8	5	-19	-20
지배지분포괄이익	139	593	316	373	404

재무상태표 (단위: 십억원)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	1,952	1,735	2,503	3,613	5,239
현금및현금성자산	506	452	1,172	2,241	3,828
매출채권 및 기타채권	324	418	458	483	503
재고자산	394	498	548	579	604
기타유동자산	727	367	326	310	304
비유동자산	3,934	5,049	4,905	4,794	4,709
유형자산	2,442	2,296	2,171	2,072	1,996
관계기업투자금	287	6	8	10	12
기타비유동자산	1,206	2,746	2,727	2,712	2,702
자산총계	5,887	6,784	7,408	8,407	9,948
유동부채	813	1,096	1,228	1,392	1,605
매입채무 및 기타채무	374	530	540	546	551
차입금	244	306	340	374	408
유동성채무	0	0	0	0	0
기타유동부채	195	259	348	472	646
비유동부채	201	362	631	1,152	2,157
차입금	0	0	0	0	0
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	201	362	631	1,152	2,157
부채총계	1,014	1,457	1,860	2,544	3,762
지배지분	4,898	5,252	5,472	5,782	6,101
자본금	35	35	35	35	35
자본잉여금	794	623	623	623	623
이익잉여금	4,101	4,601	4,840	5,137	5,464
기타자본변동	-32	-6	-26	-13	-21
비지배지분	-25	74	77	81	86
자본총계	4,873	5,326	5,549	5,863	6,186
순차입금	-842	-335	-973	-1,986	-3,524

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	2,608	8,591	4,592	5,422	5,863
PER	55.6	12.2	26.6	22.5	20.3
BPS	70,933	76,066	79,248	83,729	88,349
PBR	2.0	1.4	1.5	1.5	1.4
EBITDAPS	5,214	6,921	8,722	9,106	9,451
EV/EBITDA	22.2	13.0	11.1	9.0	6.4
SPS	53,207	56,265	61,916	65,410	68,265
PSR	2.7	1.9	2.0	1.9	1.8
CFPS	6,391	8,304	4,962	5,346	5,691
DPS	910	1,125	1,125	1,125	1,125

재무비율 (단위: 원, 배, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
성장성					
매출액 증가율	-11.1	5.7	10.0	5.6	4.4
영업이익 증가율	-49.5	103.8	71.3	11.4	8.7
순이익 증가율	34.5	246.0	-46.6	10.5	8.1
수익성					
ROIC	2.0	5.3	6.5	7.5	8.5
ROA	1.9	3.5	5.3	5.3	5.0
ROE	3.7	11.7	5.9	6.7	6.8
안정성					
부채비율	20.8	27.4	33.5	43.4	60.8
순차입금비율	-17.3	-6.3	-17.5	-33.9	-57.0
이자보상배율	6.6	7.8	13.2	14.6	16.0

현금흐름표 (단위: 십억원)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	348	335	96	143	168
당기순이익	174	602	322	355	384
비현금항목의 가감	267	-28	21	14	9
감가상각비	252	257	225	208	195
외환손익	3	-14	-13	-13	-13
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	12	-272	-190	-181	-174
자산부채의 증감	-36	-192	-149	-119	-110
기타현금흐름	-57	-47	-98	-107	-114
투자활동 현금흐름	-186	-312	-533	-573	-597
투자자산	-96	264	15	9	6
유형자산	-108	-80	-99	-109	-119
기타	17	-496	-448	-474	-483
재무활동 현금흐름	-99	-99	-102	-102	-102
단기차입금	21	34	34	34	34
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-47	-63	-78	-78	-78
기타	-72	-70	-59	-59	-59
현금의 증감	57	-55	720	1,070	1,587
기초 현금	450	506	452	1,172	2,241
기말 현금	506	452	1,172	2,241	3,828
NOPLAT	67	214	302	336	366
FCF	145	370	428	435	442

자료: 아모레퍼시픽, 대신증권 Research Center

기업분석

코스맥스 (192820)

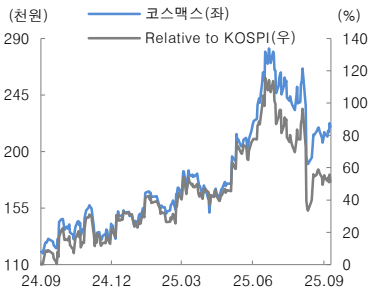
여전히 글로벌 No. 1

정한솔 hansoljung@daishin.com

투자의견	BUY 매수, 신규
6개월 목표주가	300,000 유지
현재주가 (25.09.12)	219,500
	화장품업종

KOSPI	3395.54
시가총액	2,491십억원
시가총액비중	0.11%
자본금(보통주)	6십억원
52주 최고/최저	282,000원 / 122,900원
120일 평균거래대금	228억원
외국인지분율	33.27%
주요주주	코스맥스비티아이 외 10 인 27.51% 국민연금공단 13.29%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	11.9	-9.5	22.8	69.9
상대수익률	5.2	-22.2	-6.9	28.7



- 법인간 공동 영업과 생산 이관을 진행하며 고객사 대응력 강화
- 국내외 인디브랜드 선호도 확대 → 견조한 국내법인
- 부진했던 중국과 미국법인 하반기 턴어라운드 기대

글로벌 1위 ODM사: 왕관의 무게를 버텨야 한다

올해부터 추진 중인 '글로벌 원 코스맥스' 전략을 통해 법인간 공동 영업과 생산 이관을 진행하며 고객사 대응력이 강화되고 있고, 제품 믹스도 기초 비중이 확대되며 추가 수익성 개선 기대. 인도네시아/태국 CAPA 증설도 진행중이며, 유럽 진출도 고려하고 있어 추가 성장 모멘텀은 충분한 상황

견조한 한국 법인, 미국·중국 법인의 턴어라운드, 중장기적으로 추가 지역 확대 및 제품 믹스 개선을 통해 견조한 실적 지속될 전망. 현재 주가는 12MF PER 18배로 업종 평균 수준. K-뷰티 글로벌 침투율 확대 수혜 및 ODM 1위 업체의 지위를 감안하면 여전히 매력적인 밸류에이션

투자의견 BUY, 목표주가 300,000원 유지

인바운드 확대로 H&B채널 중심 인디브랜드의 내수 수요가 견조하게 뒷받침되고 해외 지역 확대로 수출 호조까지 지속되고 있어 한국 법인의 견조한 실적은 당분간 유지될 전망. 실제로 동사 내수/간접수출/직수출이 모두 고르게 성장하고 있으며 한국 전체 화장품 수출액 중 코스맥스 기여도는 25% 내외로 파악

그동안 부진했던 중국과 미국법인 하반기 턴어라운드 기대. 중국 화장품 소비 회복은 예상보다 더딘 상황이나 상해 법인 중심으로 대형 오프라인 고객사 주문이 증가하고 있고 3, 4선 도시로 진출하는 로컬 브랜드사와 거래선을 구축하며 점진적으로 매출 회복 예상. 미국도 지난해 영업을 시작한 서부사무소 효과가 본격화되며 하반기부터 신규 수주가 매출 반영되며 영업적자 축소 예상. 참고로 회사는 4분기 BEP 목표

영업실적 및 주요 투자지표 (단위: 십억원, 원, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	1,777	2,166	2,451	2,628	2,788
영업이익	116	175	224	262	287
세전순이익	84	138	162	233	265
총당기순이익	38	88	105	151	173
지배지분순이익	57	86	100	147	167
EPS	5,034	7,560	8,813	12,931	14,749
PER	25.1	19.7	24.9	17.0	14.9
BPS	31,941	41,711	46,022	56,654	69,104
PBR	4.0	3.6	4.8	3.9	3.2
ROE	12.1	20.5	20.1	25.2	23.5

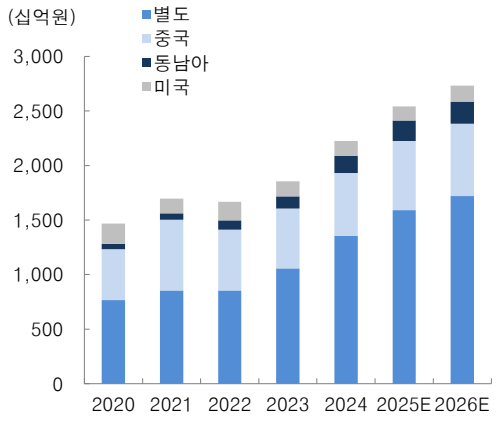
주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
자료: 코스맥스, 대신증권 Research Center

표12. 코스맥스 목표주가 산출 (단위: 원, 배, %)

구분		비고
12MF EPS(원)	11,902	
Target PER	24	화장품 ODM 사 Intercos 23-24년 평균 12MF P/E 22x 10% 할증
목표주가(원)	**300,000**	
현재주가(원)	219,500	25.09.12 기준
상승여력(%)	36.7	

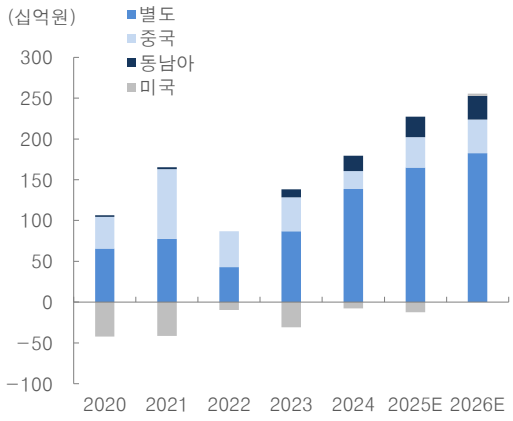
자료: 대신증권 Research Center

그림 45. 법인별 매출액 추이 및 전망



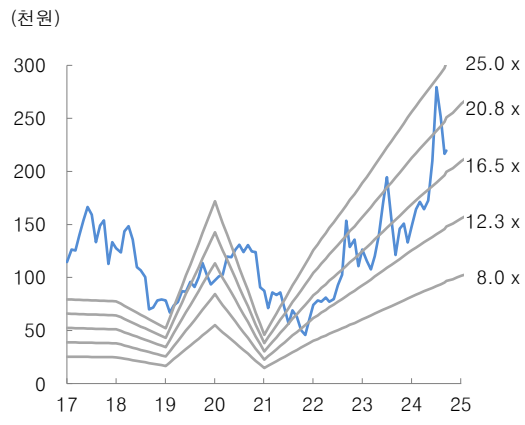
자료: 코스맥스, 대신증권 Research Center

그림 46. 법인별 영업이익 추이 및 전망



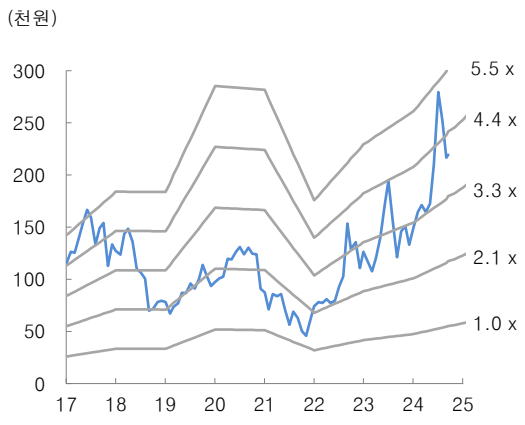
주: 대신증권 추정치
자료: 코스맥스, 대신증권 Research Center

그림 47. 코스맥스 PER Band Chart



자료: Valuewise, 대신증권 Research Center

그림 48. 코스맥스 PBR Band Chart



자료: Valuewise, 대신증권 Research Center

표13. 코스맥스 분기/연간 실적 추정 (단위: 십억원, %)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	2023	2024	2025E
매출액	**527**	**552**	**530**	**558**	**589**	**624**	**633**	**606**	**1,777**	**2,166**	**2,451**
별도법인	315	348	348	346	363	421	410	398	1,058	1,358	1,592
해외	230	219	190	229	245	223	244	239	798	868	950
중국	157	148	114	155	163	149	164	158	547	574	633
상해	108	98	72	95	109	109	115	105	400	372	438
광저우	47	50	40	49	49	41	43	48	141	185	181
동남아	33	36	43	44	54	44	45	45	111	156	187
인도네시아	24	25	32	31	30	21	29	28	85	113	108
태국	9	10	11	13	24	23	16	16	26	43	79
미국	39	36	33	30	29	30	36	36	140	137	130
YoY	30.6	15.1	15.6	27.8	11.7	13.1	19.4	8.7	11.1	21.9	13.2
별도법인	29.6	25.1	20.8	39.7	15.0	20.8	18.0	15.0	23.8	28.4	17.3
해외	32.2	0.0	-0.1	6.6	6.7	1.5	28.2	4.3	-1.9	8.8	9.5
중국	28.6	-4.0	-7.5	5.1	3.4	0.7	43.0	2.2	-1.7	4.9	10.2
상해	17.5	-12.8	-15.8	-14.0	1.3	11.4	60.0	10.0	18.0	-6.8	17.5
광저우	57.7	23.7	7.6	43.2	3.6	-17.0	8.8	-0.8	55.0	31.4	-1.9
동남아	38.0	30.2	45.4	49.9	60.2	23.2	2.8	1.5	41.2	19.3	9.4
인도네시아	25.3	23.1	38.8	41.1	23.8	-17.7	-10.0	-10.0	27.3	32.6	-4.6
태국	85.8	51.8	69.1	77.6	152.2	124.3	40.0	30.0	31.4	70.2	81.5
미국	43.2	-5.6	-11.8	-21.3	-26.0	-16.7	10.0	20.0	-17.6	-2.0	-5.0
영업이익	**45**	**47**	**43**	**40**	**51**	**61**	**60**	**52**	**116**	**175**	**224**
별도법인	30	35	40	35	34	50	45	36	87	139	165
연결법인	15	12	4	5	17	11	15	16	29	37	59
YoY	229.1	1.4	30.3	76.7	12.9	30.2	37.6	30.3	119.4	51.6	27.6
별도법인	130.9	13.5	52.9	97.6	14.0	44.6	14.3	3.1	102.5	59.8	19.0
연결법인	1,874.7	-22.1	-47.7	3.7	10.7	-10.7	273.7	211.7	192.6	26.8	60.1
영업이익률	8.6	8.5	8.2	7.1	8.7	9.7	9.4	8.6	6.5	8.1	9.1
별도법인	9.5	9.9	11.4	10.0	9.5	11.9	11.0	9.0	8.2	10.2	10.4
연결법인	7.3	6.0	2.1	2.5	7.5	5.4	6.6	7.8	4.0	4.5	6.8

자료: 코스맥스, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서 (단위: 십억원)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	1,777	2,166	2,451	2,628	2,788
매출원가	1,484	1,748	2,007	2,144	2,266
매출총이익	294	418	444	483	521
판매비와관리비	178	243	220	222	234
영업이익	116	175	224	262	287
영업이익률	6.5	8.1	9.1	10.0	10.3
EBITDA	175	244	294	338	369
영업외손익	-31	-38	-62	-29	-22
관계기업손익	-2	0	0	0	0
금융수익	21	47	22	22	18
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	-44	-68	-63	-42	-35
외환관련손실	10	9	5	5	5
기타	-6	-17	-21	-9	-5
법인세비용차감전순손익	84	138	162	233	265
법인세비용	-46	-49	-57	-81	-93
계속사업순손익	38	88	105	151	173
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	38	88	105	151	173
당기순이익률	2.1	4.1	4.3	5.8	6.2
비지배지분순이익	-19	3	5	4	5
지배지분순이익	57	86	100	147	167
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-1	3	3	3	3
포괄순이익	29	120	137	183	204
비지배지분포괄이익	-22	4	7	5	6
지배지분포괄이익	51	117	130	178	198

재무상태표 (단위: 십억원)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	822	943	988	1,097	1,237
현금및현금성자산	257	256	216	266	361
매출채권 및 기타채권	283	357	403	433	458
재고자산	218	257	291	312	331
기타유동자산	64	72	78	86	86
비유동자산	735	991	1,082	1,160	1,236
유형자산	547	778	863	930	991
관계기업투자금	36	1	1	1	1
기타비유동자산	152	212	219	229	243
자산총계	1,557	1,934	2,070	2,257	2,473
유동부채	989	1,114	1,202	1,268	1,343
매입채무 및 기타채무	365	368	398	417	434
차입금	403	464	464	464	464
유동성채무	35	45	59	76	99
기타유동부채	187	237	281	311	345
비유동부채	209	311	310	310	310
차입금	106	188	187	187	187
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	103	123	123	123	123
부채총계	1,199	1,425	1,512	1,578	1,653
지배지분	363	473	522	643	784
자본금	6	6	6	6	6
자본잉여금	29	28	28	28	28
이익잉여금	313	384	458	578	719
기타자본변동	15	56	31	31	31
비지배지분	-4	35	35	35	35
자본총계	359	509	558	678	820
순차입금	415	583	646	619	552

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	5,034	7,560	8,813	12,931	14,749
PER	25.1	19.7	24.9	17.0	14.9
BPS	31,941	41,711	46,022	56,654	69,104
PBR	4.0	3.6	4.8	3.9	3.2
EBITDAPS	15,430	21,517	25,930	29,802	32,548
EV/EBITDA	10.5	9.5	10.8	9.3	8.3
SPS	156,614	190,853	215,969	231,522	245,607
PSR	0.8	0.8	1.0	0.9	0.9
CFPS	17,550	24,144	26,013	32,552	35,621
DPS	500	2,300	2,300	2,300	2,300

현금흐름표 (단위: 십억원)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	231	73	158	229	262
당기순이익	38	88	105	151	173
비현금항목의 가감	161	186	190	218	232
감가상각비	59	69	71	77	82
외환손익	2	-13	-6	-6	-3
지분법평가손익	2	0	0	0	0
기타	98	130	125	147	152
자산부채의 증감	79	-127	-50	-31	-28
기타현금흐름	-47	-74	-87	-109	-114
투자활동 현금흐름	-105	-160	-161	-153	-157
투자자산	-34	-1	-11	-14	-18
유형자산	-81	-161	-151	-141	-141
기타	10	2	2	2	2
재무활동 현금흐름	-39	68	-30	-26	-20
단기차입금	-34	36	0	0	0
사채	28	18	0	0	0
장기차입금	39	74	0	0	0
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	0	-6	-26	-26	-26
기타	-72	-55	-3	1	6
현금의 증감	88	-1	-41	50	95
기초 현금	169	257	256	216	266
기말 현금	257	256	216	266	361
NOPLAT	52	113	145	170	187
FCF	21	13	61	102	124

재무비율

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
성장성					
매출액 증가율	11.1	21.9	13.2	7.2	6.1
영업이익 증가율	117.9	51.6	27.6	16.9	9.8
순이익 증가율	흑전	133.9	19.1	43.7	14.1
수익성					
ROIC	6.2	11.4	12.0	13.1	13.6
ROA	7.8	10.0	11.2	12.1	12.1
ROE	12.1	20.5	20.1	25.2	23.5
안정성					
부채비율	334.3	280.0	271.2	232.7	201.6
순차입금비율	115.8	114.6	115.9	91.2	67.4
이자보상배율	3.6	3.9	6.0	7.6	10.5

자료: 코스맥스, 대신증권 Research Center

Initiation

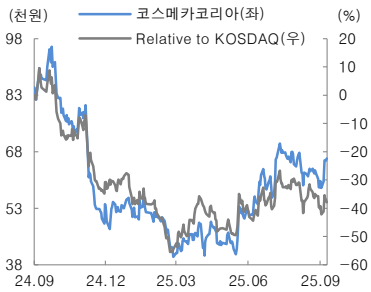
코스메카코리아 (241710)

정한솔
hansoljung@daishin.com

투자의견	BUY 매수, 신규
6개월 목표주가	90,000 신규
현재주가 (25.09.12)	66,200
	화장품업종

KOSDAQ	847.08
시가총액	707십억원
시가총액비중	0.19%
자본금(보통주)	5십억원
52주 최고/최저	95,900원 / 40,100원
120일 평균거래대금	67억원
외국인지분율	16.09%
주요주주	박은희 외 3 인 38.95% 국민연금공단 10.90%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	6.6	18.0	49.4	-25.1
상대수익률	1.6	10.0	28.7	-35.4



실적 안정성 강화

- 투자의견 BUY, 목표주가 90,000원으로 커버리지 개시
- 한국법인 주력고객사/신규고객사/신규SKU 확대로 수주 회복세
- 하반기 잉글우드랩코리아, 26년 잉글우드랩토토와 턴어라운드 기대

투자의견 BUY, 목표주가 90,000원 제시

투자의견 'BUY', 목표주가 90,000원을 제시. 목표주가는 12MF EPS 4,888원에 Target PER 18배를 적용해 산출. Target PER은 국내 화장품 업종 12MF 평균 PER이며, 현재주가는 14배으로 하반기 실적 모멘텀을 감안시 매수 전략 유효

한국법인 수주 회복

한국법인은 지난해 하반기 주요 고객사의 수주 감소로 매출 공백이 나타나며 부진한 실적 기록, 특정 고객사 의존도를 낮추기 위해 고객사 다변화 노력 지속하며 2Q25 신규 브랜드 기여도 확대로 분기 최대 매출 기록. 다변화된 고객 포트폴리오 기반 기초, 색조, 선케어 전 제품군에서 고른 성장 유지될 전망. 기존 주력 고객사 또한 SKU 다변화 및 수출 물량 증가에 따라 수주가 회복되고 있다는 점도 긍정적. 하반기 견조한 수주와 높은 수익성 유지되며 실적 안정성 강화 예상

잉글우드랩 턴어라운드

미국법인(잉글우드랩)의 본격적인 턴어라운드 예상. 지난해 용기수급, 선적, 재고소진 등으로 잉글우드랩코리아의 주력 고객사의 매출이 크게 감소했으나, 고객사 재고 소진과 채널과 지역 확대 전략에 따라 수주 정상화. 대규모 리오더와 자동화 설비 효과가 맞물리면서 영업 레버리지까지 가능할 전망. 잉글우드랩토토와는 2026년 본격적인 실적 기여 예상. 40% 이상의 매출이 OTC 선제품에서 발생하는 만큼 높은 OTC 경쟁력 보유. 미국 관세 부담이 커지는 상황 속에서 국내 인디브랜드사의 OTC 수주 증가와 인근 지역에서 생산하던 미국 브랜드들의 미국 생산 이원화 수요를 흡수하고 있는 것으로 파악. 미국 내 생산 수요가 토토와로 유입되며 내년 본격적으로 신제품 생산을 시작하며 실적 기여도 높아질 전망

영업실적 및 주요 투자지표 (단위: 십억원, 원 , 배, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	471	524	570	630	685
영업이익	49	60	74	82	87
세전순이익	46	68	72	83	87
총당기순이익	34	54	57	65	69
지배지분순이익	22	43	46	54	57
EPS	2,090	4,007	4,335	5,073	5,343
PER	17.4	13.8	15.3	13.1	11.2
BPS	15,874	20,450	24,137	28,835	33,940
PBR	2.3	2.7	2.7	2.3	2.0
ROE	14.1	22.1	19.4	19.2	17.0

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
자료: 코스메카코리아, 대신증권 Research Center

투자의견 'BUY', 목표주가 90,000원 제시

투자의견 'BUY', 목표주가 90,000원을 제시한다. 목표주가는 12MF EPS 4,888원에 Target PER 18배를 적용해 산출했다. Target PER은 국내 화장품 업종 12MF 평균 PER이며, ODM Peer(Intercos, 코스맥스) 평균 P/E 20배 대비 10% 할인된 수준이다.

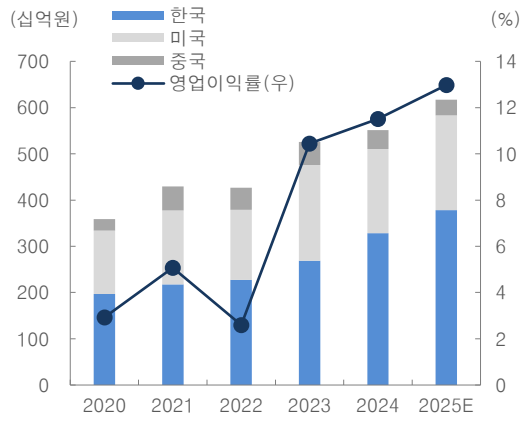
한국법인 수출 확장과 잉글우드랩의 턴어라운드를 기반으로 안정적인 실적 성장이 예상된다. 한국법인은 신규 및 기존 고객사 수주 회복과 신규 SKU 효과가 반영되며 성장세를 이어갈 것이며, 잉글우드랩코리아는 주요 고객사 수주 정상화와 자동화 설비 도입에 따라 높은 수익성이 예상된다. 잉글우드랩토토와는 OTC 선케어 강점과 미국 생산기지를 활용하여 미국 내 생산 이원화 수요를 흡수하며 2026년 실적 기여도가 높아질 전망이다. 또한 11월 판교 R&D 센터 완공 이후 신제품 개발 능력이 강화되며 제품 포트폴리오 다변화를 기대한다. 글로벌 인디브랜드 수주 확대, 신규 고객 유입, R&D 투자 등으로 성장 체력이 강화되고 있다. 현재주가는 14배 수준으로 하반기 실적 모멘텀을 감안할 때 매수 전략이 유효하다는 판단이다.

표14. 코스메카코리아 목표주가 산출 (단위: 원, 배, %)

구분		비고
12MF EPS(원)	4,888	
Target PER	18	국내 화장품 업종 12MF 평균 PER
목표주가(원)	**90,000**	
현재주가(원)	66,200	25.09.12 기준
상승여력(%)	40.0	

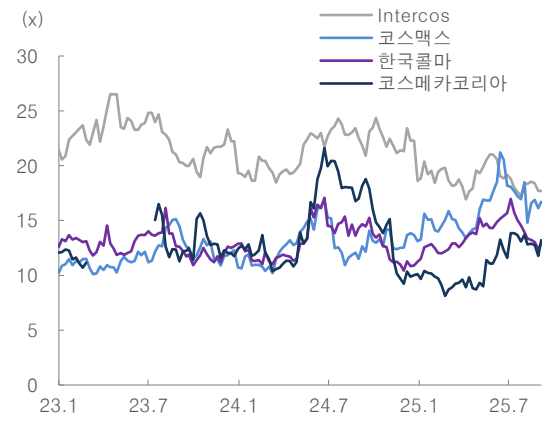
자료: 대신증권 Research Center

그림 49. 사업 부문별 실적 추이 및 전망



자료: CEIC, 대신증권 Research Center

그림 50. ODM Peer 12MF P/E 밸류에이션 추이



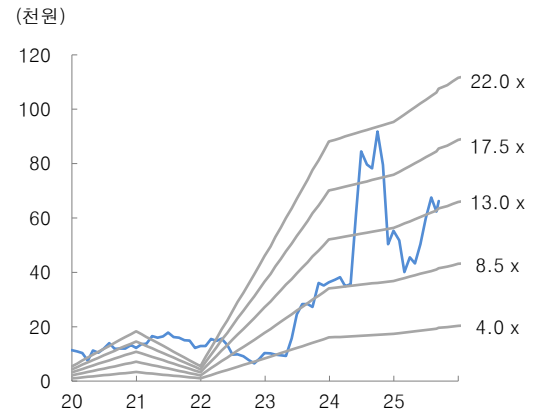
자료: Bloomberg, Quantiwise, 대신증권 Research Center

표15. 코스메카코리아 분기/연간 실적 추정 (단위: 십억원, %)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	2023	2024	2025E
매출액	**126**	**144**	**127**	**128**	**118**	**162**	**147**	**143**	**471**	**524**	**570**
한국	69	95	83	83	74	110	99	95	269	329	379
미국	53	46	41	42	43	57	53	51	207	182	205
중국	12	11	9	8	9	9	8	8	50	40	34
YoY	8.3	24.3	8.8	4.6	-5.8	12.5	15.8	11.3	17.9	11.4	8.6
한국	4.3	41.9	24.3	18.8	8.1	16.2	20.0	15.0	18.1	22.3	15.2
미국	14.2	-6.7	-24.4	-26.3	-19.1	25.0	29.3	22.0	36.3	-12.1	12.5
중국	-5.1	-3.5	-25.5	-41.2	-28.0	-20.0	-10.0	0.0	6.6	-19.8	-16.0
영업이익	**14**	**18**	**15**	**13**	**12**	**23**	**20**	**19**	**49**	**60**	**74**
한국	7	14	12	11	8	14	13	12	23	44	48
미국	7	4	4	4	5	10	8	7	29	19	29
중국	0	0	0	-1	-1	-1	-1	-1	0	-1	-4
YoY	48.4	62.1	11.0	-11.3	-10.5	27.2	32.1	38.9	374.1	22.8	22.4
한국	61.9	126.4	153.3	47.6	8.4	-3.5	11.4	15.6	198.0	94.1	7.1
미국	19.2	-30.8	-55.5	-53.4	-31.0	133.5	89.8	92.3	188.5	-35.2	57.6
중국	흑전	적지	적전	적전	적전	적지	적지	적지	흑전	적전	적지
영업이익률	10.9	12.6	12.0	10.4	10.4	14.2	13.7	13.0	10.4	11.5	13.0
한국	10.8	15.2	14.5	12.9	10.8	12.6	13.5	13.0	8.5	13.5	12.6
미국	12.6	9.4	9.9	8.8	10.8	17.5	14.5	13.8	14.0	10.3	14.4
중국	0.1	-1.0	-2.8	-8.7	-6.8	-13.2	-12.0	-12.0	0.2	-2.6	-10.9

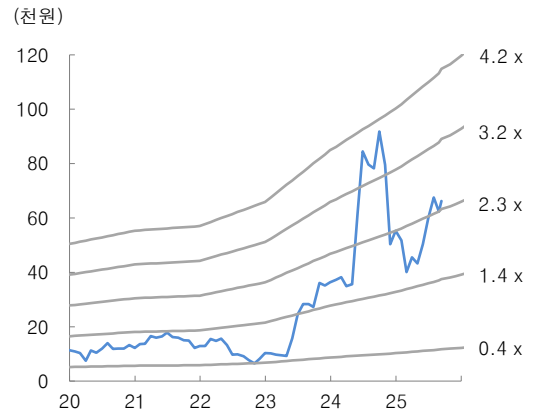
자료: 코스메카코리아, 대신증권 Research Center

그림 51. 코스메카코리아 PER Band Chart



자료: Valuewise, 대신증권 Research Center

그림 52. 코스메카코리아 PBR Band Chart



자료: Valuewise, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서 (단위: 십억원)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	471	524	570	630	685
매출원가	364	400	424	468	510
매출총이익	107	125	145	161	175
판매비와관리비	58	64	71	79	88
영업이익	49	60	74	82	87
영업이익률	10.4	11.5	13.0	13.1	12.8
EBITDA	66	78	90	99	103
영업외손익	-3	7	-2	0	0
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	3	11	6	5	5
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	-7	-4	-7	-5	-6
외환관련손실	3	1	1	1	1
기타	1	0	0	0	0
법인세비용차감전순손익	46	68	72	83	87
법인세비용	-12	-14	-15	-17	-18
계속사업순손익	34	54	57	65	69
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	34	54	57	65	69
당기순이익률	7.2	10.2	10.0	10.4	10.0
비지배지분순이익	12	11	11	11	12
지배지분순이익	22	43	46	54	57
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	1	0	0	0
포괄순이익	35	67	58	66	70
비지배지분포괄이익	12	18	11	11	12
지배지분포괄이익	23	49	47	55	58

재무상태표 (단위: 십억원)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	221	255	319	414	524
현금및현금성자산	33	54	101	176	265
매출채권 및 기타채권	113	117	127	141	153
재고자산	66	67	73	80	87
기타유동자산	10	17	17	18	18
비유동자산	211	262	273	277	273
유형자산	153	196	208	212	208
관계기업투자금	1	1	1	1	1
기타비유동자산	57	65	64	64	64
자산총계	433	518	591	691	797
유동부채	155	171	183	207	230
매입채무 및 기타채무	59	56	59	64	68
차입금	57	78	98	117	136
유동성채무	21	10	0	0	0
기타유동부채	18	27	27	27	27
비유동부채	36	40	45	51	56
차입금	28	26	31	36	41
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	8	14	14	15	15
부채총계	190	210	228	257	286
지배지분	170	218	258	308	362
자본금	5	5	5	5	5
자본잉여금	58	69	69	69	69
이익잉여금	100	132	178	231	287
기타자본변동	6	12	6	3	1
비지배지분	73	89	105	126	148
자본총계	242	308	363	434	511
순차입금	69	58	25	-26	-92

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	2,090	4,007	4,335	5,073	5,343
PER	17.4	13.8	15.3	13.1	11.2
BPS	15,874	20,450	24,137	28,835	33,940
PBR	2.3	2.7	2.7	2.3	2.0
EBITDAPS	6,173	7,318	8,470	9,240	9,632
EV/EBITDA	8.0	9.4	9.3	8.2	7.4
SPS	44,075	49,094	53,332	58,953	64,112
PSR	0.8	1.1	1.2	1.1	1.0
CFPS	6,724	8,280	8,894	9,852	10,244
DPS	0	100	100	100	100

재무비율 (단위: 원, 배, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
성장성					
매출액 증가율	17.9	11.4	8.6	10.5	8.8
영업이익 증가율	374.1	22.8	22.4	11.4	6.2
순이익 증가율	464.5	58.4	6.5	14.2	5.3
수익성					
ROIC	11.8	14.4	15.8	16.7	17.0
ROA	11.9	12.7	13.3	12.8	11.8
ROE	14.1	22.1	19.4	19.2	17.0
안정성					
부채비율	78.6	68.4	62.9	59.4	56.1
순차입금비율	28.5	18.8	6.8	-6.0	-18.0
이자보상배율	12.2	18.9	17.1	19.1	17.6

현금흐름표 (단위: 십억원)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	42	69	62	66	70
당기순이익	34	54	57	65	69
비현금항목의 가감	38	35	38	40	41
감가상각비	17	18	17	16	15
외환손익	0	-6	-4	-4	-4
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	21	22	25	27	29
자산부채의 증감	-22	-3	-14	-18	-17
기타현금흐름	-8	-16	-19	-21	-23
투자활동 현금흐름	-22	-53	-31	-24	-16
투자자산	0	0	0	0	0
유형자산	-17	-49	-27	-20	-11
기타	-5	-4	-4	-4	-4
재무활동 현금흐름	-13	2	-1	9	9
단기차입금	-9	19	19	19	19
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	11	5	5	5	5
유상증자	0	11	0	0	0
현금배당	0	-1	-1	-1	-1
기타	-15	-32	-24	-14	-14
현금의 증감	7	21	47	75	90
기초 현금	26	33	54	101	176
기말 현금	33	54	101	176	265
NOPLAT	36	48	58	65	69
FCF	34	17	48	61	73

자료: 코스메카코리아, 대신증권 Research Center

[Compliance Notice]

금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:유정현, 정한솔)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자등급관련사항]

산업 투자의견

Overweight(비중확대):
:향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상

Neutral(중립):
:향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상

Underweight(비중축소):
:향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

기업 투자의견

Buy(매수):
:향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 상승 예상

Marketperform(시장수익률):
:향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 주가 변동 예상

Underperform(시장수익률 하회):
:향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 하락 예상

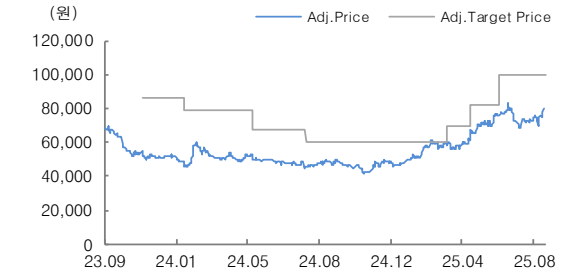
[투자의견 비율공시]

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	89.7%	10.3%	0.0%

(기준일자: 20250913)

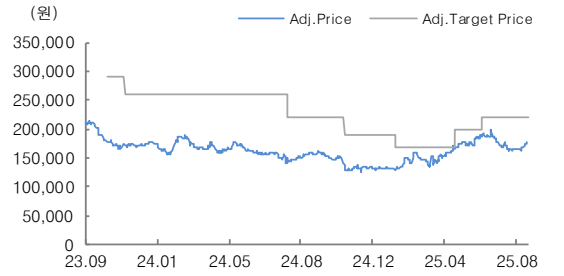
[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

현대백화점(069960) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



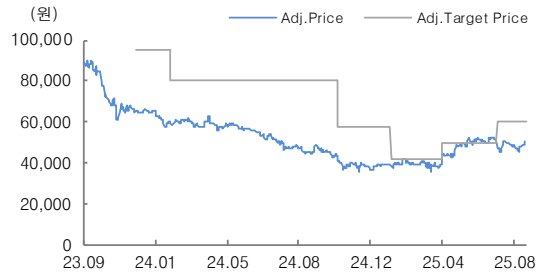
제시일자	25.09.16	25.08.06	25.06.30	25.06.18	25.05.12	25.04.04
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	100,000	100,000	100,000	82,000	82,000	70,000
괴리율(평균,%)		(25.06)	(24.27)	(13.44)	(15.29)	(16.34)
괴리율(최대/최소,%)		(16.70)	(16.70)	(6.34)	(11.71)	(3.43)
제시일자	25.04.02	25.02.12	25.02.08	25.01.14	24.11.20	24.11.16
투자의견	Buy	Buy	6개월 경과	Buy	Buy	Buy
목표주가	70,000	60,000	60,000	60,000	60,000	60,000
괴리율(평균,%)	(15.29)	(4.10)	(14.00)	(21.70)	(22.34)	(22.39)
괴리율(최대/최소,%)	(13.71)	1.67	(13.50)	(11.67)	(17.08)	(17.08)
제시일자	24.11.07	24.10.14	24.08.08	24.07.15	24.05.10	24.04.08
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	60,000	60,000	60,000	67,000	67,000	79,000
괴리율(평균,%)	(22.18)	(21.39)	(20.65)	(27.78)	(26.86)	(34.44)
괴리율(최대/최소,%)	(17.08)	(17.08)	(17.08)	(24.78)	(24.78)	(24.18)
제시일자	24.02.08	24.01.16	23.12.02	23.11.07		
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy		
목표주가	79,000	79,000	86,000	86,000		
괴리율(평균,%)	(34.01)	(34.74)	(40.52)	(39.99)		
괴리율(최대/최소,%)	(24.18)	(24.18)	(38.14)	(38.14)		

신세계(004170) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



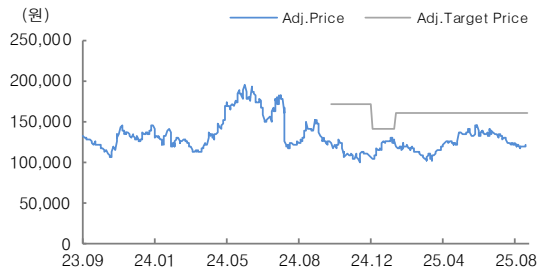
제시일자	25.09.16	25.08.11	25.06.30	25.06.18	25.05.14	25.04.04
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	220,000	220,000	220,000	200,000	200,000	170,000
괴리율(평균,%)		(20.28)	(17.33)	(11.60)	(13.14)	(13.15)
괴리율(최대/최소,%)		(10.09)	(10.09)	(5.55)	(7.85)	1.59
제시일자	25.02.05	25.01.14	24.11.20	24.11.16	24.11.11	24.10.14
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	170,000	190,000	190,000	190,000	190,000	220,000
괴리율(평균,%)	(15.09)	(30.51)	(30.53)	(31.49)	(31.50)	(30.90)
괴리율(최대/최소,%)	(5.59)	(27.21)	(27.21)	(29.74)	(29.74)	(26.23)
제시일자	24.08.07	24.07.15	24.05.09	24.05.08	24.05.06	24.04.18
투자의견	Buy	Buy	6개월 경과	Buy	Buy	Buy
목표주가	220,000	260,000	260,000	260,000	260,000	260,000
괴리율(평균,%)	(30.34)	(41.65)	(37.39)	(34.42)	(34.45)	(34.44)
괴리율(최대/최소,%)	(26.23)	(38.96)	(32.00)	(27.12)	(27.12)	(27.12)
제시일자	24.02.08	24.01.10	23.12.02	23.11.09	23.10.12	
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	
목표주가	260,000	260,000	260,000	260,000	290,000	
괴리율(평균,%)	(34.18)	(34.40)	(33.59)	(33.82)	(40.49)	
괴리율(최대/최소,%)	(27.12)	(28.69)	(31.35)	(32.92)	(38.17)	

호텔신라(008770) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



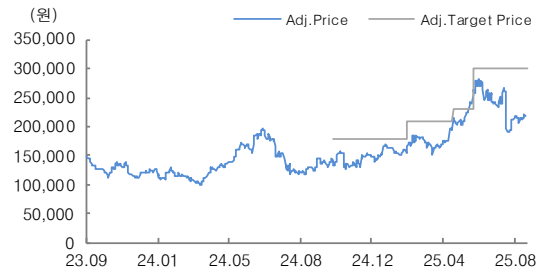
제시일자	25.09.16	25.07.28	25.04.28	25.01.31	24.11.20	24.11.16
투자의견	Buy	Buy	Buy	Marketperform	Buy	Buy
목표주가	60,000	60,000	50,000	42,000	58,000	58,000
괴리율(평균,%)		(19.52)	(1.61)	(6.24)	(33.09)	(32.68)
괴리율(최대/최소,%)		(15.17)	5.00	(0.48)	(29.22)	(29.22)
제시일자	24.11.04	24.07.29	24.05.06	24.05.02	24.04.08	24.01.28
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	58,000	80,000	80,000	80,000	80,000	80,000
괴리율(평균,%)	(32.76)	(42.03)	(28.44)	(26.03)	(25.98)	(25.41)
괴리율(최대/최소,%)	(29.22)	(37.00)	(21.38)	(21.38)	(21.38)	(21.38)
제시일자	23.12.02					
투자의견	Buy					
목표주가	95,000					
괴리율(평균,%)	(33.83)					
괴리율(최대/최소,%)	(30.53)					
제시일자						
투자의견						
목표주가						
괴리율(평균,%)						
괴리율(최대/최소,%)						

아모레퍼시픽(090430) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



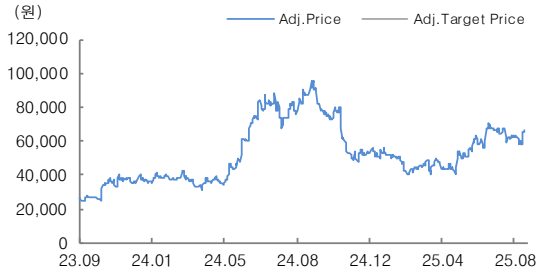
제시일자	25.09.16	25.08.07	25.08.04	25.07.04	25.06.18	25.06.13
투자의견	Buy	6개월 경과	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	160,000	160,000	160,000	160,000	160,000	160,000
괴리율(평균,%)		(24.19)	(22.58)	(22.68)	(24.16)	(25.56)
괴리율(최대/최소,%)		(19.50)	(8.94)	(8.94)	(8.94)	(12.13)
제시일자	25.05.02	25.04.07	25.02.07	24.12.30	24.11.16	24.11.01
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	160,000	160,000	160,000	140,000	170,000	170,000
괴리율(평균,%)	(25.86)	(29.11)	(29.06)	(14.47)	(34.19)	(30.41)
괴리율(최대/최소,%)	(12.13)	(22.25)	(22.50)	(7.36)	(25.29)	(25.29)
제시일자	24.10.24					
투자의견	Buy					
목표주가	170,000					
괴리율(평균,%)	(30.00)					
괴리율(최대/최소,%)	(29.12)					
제시일자						
투자의견						
목표주가						
괴리율(평균,%)						
괴리율(최대/최소,%)						

코스맥스(192820) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	25.09.16	25.08.12	25.07.15	25.06.18	25.05.14	25.04.07
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	300,000	300,000	300,000	300,000	230,000	210,000
괴리율(평균,%)		(20.58)	(15.39)	(11.73)	(3.39)	(17.31)
괴리율(최대/최소,%)		(6.00)	(6.00)	(6.00)	14.35	(6.62)
제시일자	25.02.25	25.01.16	24.11.29	24.11.16	24.11.12	24.10.24
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	210,000	180,000	180,000	180,000	180,000	180,000
괴리율(평균,%)	(16.45)	(17.62)	(20.22)	(22.08)	(19.97)	(17.66)
괴리율(최대/최소,%)	(11.95)	(6.56)	(12.67)	(12.67)	(12.67)	(12.67)
제시일자						
투자의견						
목표주가						
괴리율(평균,%)						
괴리율(최대/최소,%)						
제시일자						
투자의견						
목표주가						
괴리율(평균,%)						
괴리율(최대/최소,%)						

코스메카코리아(241710) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	25.09.16
투자의견	Buy
목표주가	90,000
괴리율(평균,%)	
괴리율(최대/최소,%)	
제시일자	
투자의견	
목표주가	
괴리율(평균,%)	
괴리율(최대/최소,%)	
제시일자	
투자의견	
목표주가	
괴리율(평균,%)	
괴리율(최대/최소,%)	
제시일자	
투자의견	
목표주가	
괴리율(평균,%)	
괴리율(최대/최소,%)	