

ISSUE & PITCH

18 Sep. 2026

박종현 화장품 | alex.park@daolfn.com

Companies on our radar

종목명	투자의견	적정주가 Top picks
에이피알	BUY	56만원 ●
달바글로벌	BUY	34만원 ●
파마리서치	BUY	55만원 ●

DAOL 다올투자증권

의료기기/화장품 (Overweight)

Brands never die

Issue

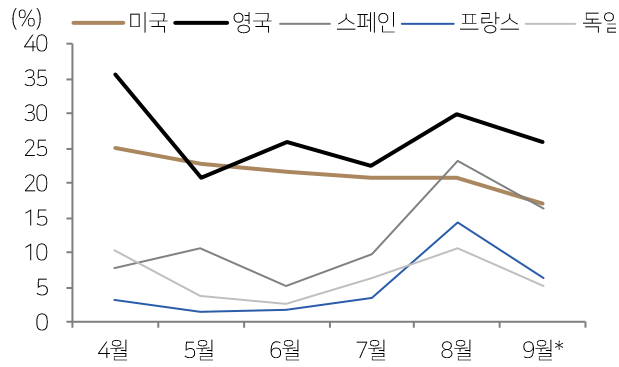
수출 주도 의료기기/화장품 업종 이슈 점검

Pitch

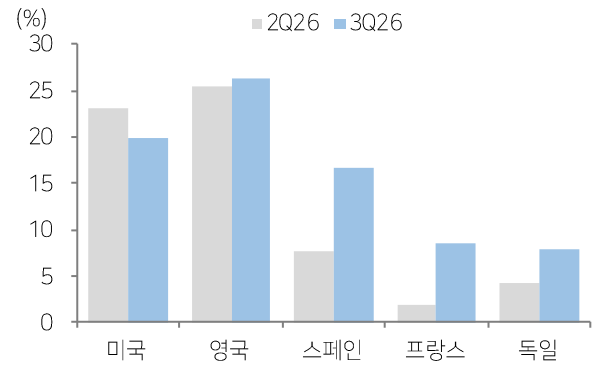
원화 강세가 완화되는 흐름 속 의료기기/화장품 브랜드사 영업 현황 양호. 업종 선호 의견 유지(Overweight)

Rationale

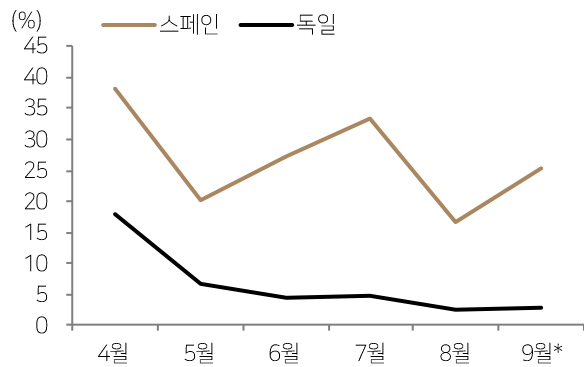
- 2026.08월 수출 데이터 확정치 점검. 휴젤: 춘천시 독신 9.3백만달러 (YoY -44%), 필러 7.8백만달러(YoY +1%). 독신 QTD는 당사 추정 대비 -29%로 하회 전환, 필러 QTD는 추정치 대비 +29%로 상회 유지. 클래식스: 강남구 10.0백만달러(YoY +14%)로 QTD 추정치 대비 -34%. 파마리서치: 강릉시 9.2백만달러(YoY +50%)로 QTD 당사 추정치 부합. 에스테틱 3사 중 파마리서치 수출이 당사 추정치 인라인
- 달바글로벌(BUY, TP 34만원)의 아마존 점유율은 스페인 집중 구조가 유지되며 3Q26 QTD 25%로 2Q26 26% 대비 유사. 다만, B2B가 주력인 아세안과 러시아 지역에서의 매출 호조 확인. 특히나, 골드애플향 추가 발주가 기대됨에 따라 시장 기대치 부합하는 실적 기대
- 파마리서치(BUY, TP 55만원)는 견조한 7월 대비 8월 소폭 감소. 이는 미국향 데이터에 기인하나, 이는 북미 법인 Sell-in 통한 공백으로 Sell-through는 정상 추정. 세포라 정량 지표는 2nd tier 인디 브랜드 수준 확보 중. 다만, 의료관광 소비금액이 7, 8월 QTD로 전분기(4, 5월) 대비 -19% 감소하여 실적 우려 부각. 7월 국내 영업 현황은 경쟁사 대비 견조한 실적 흐름 보였으나, 8월은 의료관광 비수기에 따른 MoM 감소 불가피. 2026.09월 국내 영업 현황이 관건
- 에이피알(BUY, TP 56만원)은 유럽 호조세 대비 미국 온라인 QoQ 둔화. 미국 아마존 점유율은 3Q26 QTD 20%로 2Q26 23% 대비 둔화, 유럽은 스페인 8 → 17%, 프랑스 2 → 9%로 동반 확대. 미국 둔화는 수요 약화보다 2군 제품의 Top30 이탈 (일평균 5.0개 → 1.7개)에 기인, 8월 유럽 3개국 동시 급등은 Zero Pore Pad의 상위권 진입에 기인. 반면, medicube 틱톡샵 미국 GMV는 2Q26 0.62억달러에서 3Q26 0.57억달러 페이스(QoQ -8%)로 둔화. 틱톡샵 전체 GMV 둔화보다 히어로 SKU 교체 영향으로 판단. PDRN Pink Collagen 밤 둔화로 점유율은 10%→8%로 하락했으나, 9월 Body Care 세트가 월 300만달러 이상 페이스로 부상. 현 구간은 히어로 SKU 전환기로 판단. 다만, IFRS18 적용 영업이익은 원화 강세로 QoQ 감소 가능
- 원화 강세에 따른 실적 우려로 브랜드 3사 주가 하락했으나, 환율 제외 양호한 영업 흐름 파악. 에이피알과 파마리서치, 달바글로벌 2027E PER 17배, 14배, 11배 수준으로 3사 선호 의견 유지

Fig. 1: 메디큐브 아마존 월별 Top30 가중 MS

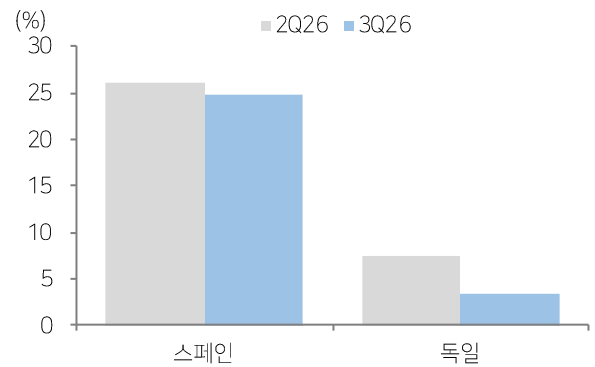
Source: 다올투자증권

Fig. 2: 메디큐브 아마존 분기별 Top30 가중 MS

Source: 다올투자증권

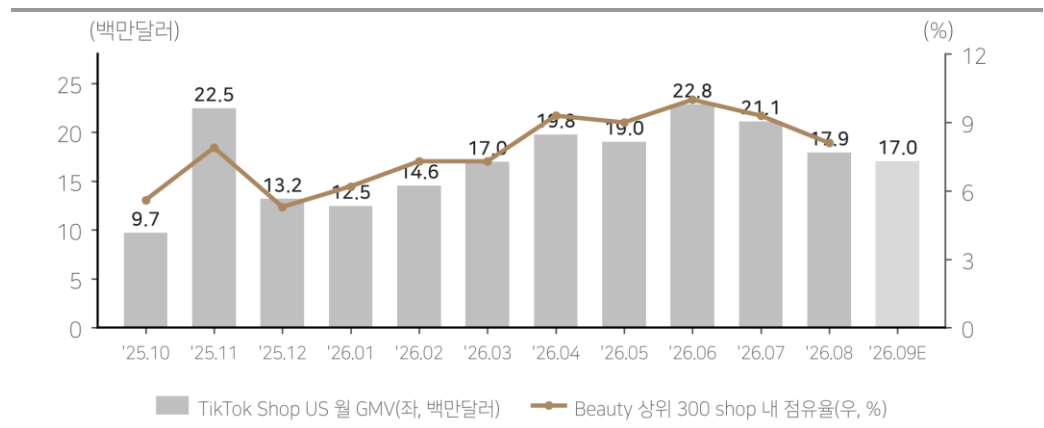
Fig. 3: 달바 아마존 월별 Top30 가중 MS

Source: 다올투자증권

Fig. 4: 달바 아마존 분기별 Top30 가중 MS

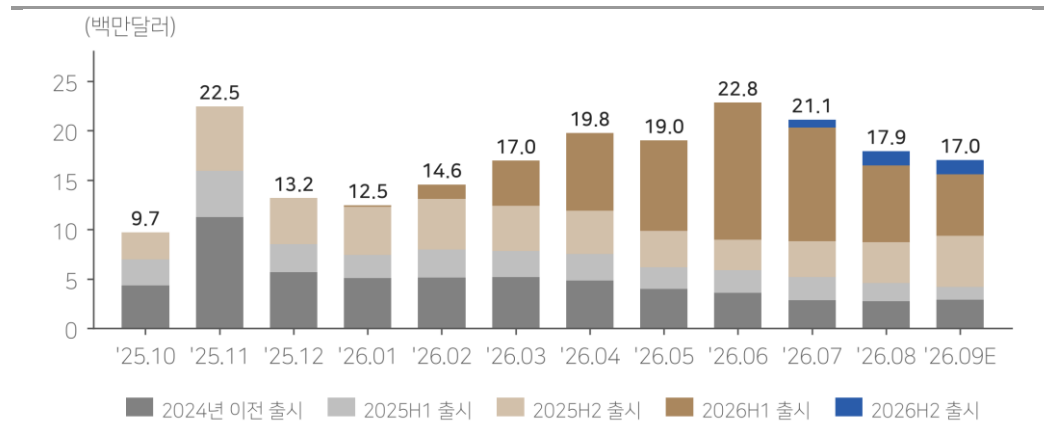
Source: 다올투자증권

Fig. 5: medicube US Store 월 GMV(백만달러)와 Beauty 상위 300 shop 내 점유율(%)



Source: Kalodata, 다올투자증권

Fig. 6: 출시 코호트별 월 GMV — 구제품 이탈 vs 신제품 기여



Source: Kalodata, 다올투자증권

Fig. 7: 히어로 SKU 월별 GMV·집중도

(백만달러)	'25.11	'26.03	'26.06	'26.07	'26.08	'26.09E
Glass Glow Skincare 세트 (2024.09)	5.7	2.7	1.6	1.0	1.0	0.9
Glow in a WEEK 세트 (2025.06)	2.6	1.3	0.5	0.5	0.4	0.3
PDRN Pink Collagen 밤 (2026.03)	0.0	1.2	4.9	3.1	1.4	1.0
Gatekeeping My Real Age 세트 (2026.04)	0.0	0.0	2.5	2.0	1.4	1.4
NAD+ EGF Firming 세럼 (2026.04)	0.0	0.0	1.1	1.6	1.5	1.2
Smooth & Clear Body Care 세트 (2025.11)	0.0	0.5	0.4	1.4	1.7	3.4
shop 합계	22.5	17.0	22.8	21.1	17.9	17.0
Top1 SKU 비중(%)	25	16	21	15	10	20
2026년 출시 SKU 비중(%)	0	27	61	58	51	45

주: '26.09E는 9/1~15 자연일 합계 월환산(x31/15). GMV = TikTok Shop 거래액(환불·수수료 전). 자료: Kalodata, 다올투자증권

Source: Kalodata, 다올투자증권

Fig. 8: Valuation Table

회사명		파마리서치	에이피알	달바글로벌	아모레퍼시픽
투자의견		Buy	Buy	Buy	Buy
적정주가		550,000	560,000	340,000	180,000
종가(기준일)	2026-09-17	329,500	353,000	172,700	143,100
상승여력		 67%	 59%	 97%	 26%
매출액(십억원)	2024	350.1	722.8	309.1	3,885.1
	2025	536.3	1,527.3	519.7	4,252.8
	2026E	704.6	3,087.3	749.6	4,689.1
	2027E	863.8	3,879.8	1,027.7	5,182.9
영업이익(십억원)	2024	126.1	122.7	59.8	220.5
	2025	214.4	365.5	101.5	335.8
	2026E	272.0	786.2	168.1	495.3
	2027E	343.5	1,011.8	246.9	578.4
영업이익 성장률	2025	 70.1%	 197.9%	 69.6%	 52.3%
	2026E	 26.9%	 115.1%	 65.7%	 47.5%
	2027E	 26.3%	 28.7%	 46.9%	 16.8%
영업이익률	2024	36.0%	17.0%	19.4%	5.7%
	2025	40.0%	23.9%	19.5%	7.9%
	2026E	38.6%	25.5%	22.4%	10.6%
	2027E	39.8%	26.1%	24.0%	11.2%
PER	2024	37.6	125.1	128.5	14.1
	2025	20.7	45.6	27.1	35.5
	2026E	16.6	21.8	15.9	23.9
	2027E	13.5	16.9	11.4	21.2

Source: 다올투자증권

Fig. 9: 통관 프록시 신뢰도 (Proxy Quality)

구분	통관 프록시	YoY 상관	환산 잡음 (±%)	2M MAE (%)	신뢰도	활용 판단
특신						
대웅제약·화성시	HS300249·화성시	0.95	6.9	13.9	Mid	방향성+레벨 참고
휴젤·춘천시	HS300249·춘천시	0.94	12.6	15.8	Mid	방향성+레벨 참고
미용 의료기기						
클래시스·강남구	HS901890·강남구	0.31	11.6	18.5	Low	레벨 중심 참고
필러						
파마리서치·강릉시	HS330499·강릉시	0.57	50.9	5.5	Low	방향성 중심
휴젤·춘천시	HS330499·춘천시	0.21	14.5	3.6	Low	레벨 중심 참고
콘택트렌즈						
인터로조·평택시	HS900130·평택시	0.61	14.8	19.3	Mid	방향성+레벨 참고
지혈제						
넥스트바이오메디컬·연수구	HS300610·연수구	-	24.9	10.6	표본 부족	표본 부족

주: 통관 프록시를 그 기업 실적 추적에 쓸 수 있는지를 세 축으로 평가 — 성장 연동(YoY 상관, 전년동기 증감률 기준)·환산 안정성(통관을 매출로 되돌릴 때 남는 무작위 오차, ±1표준편차·확정분기 out-of-sample)·실시간 유용성(2개월치 통관만으로 분기 통관을 조기추정했을 때 평균오차, 최근 8개 분기). 종합 신뢰도는 **가장 약한 축**을 따른다.
· 등급 기준 High(<10%)/Mid(<20%)/Low, YoY는 0.70/0.40. 한 축이라도 표본 미달이면 '표본 부족'. 회색 행 = 레벨 판단에 쓰지 않는 프록시.
· 레벨 Pearson 은 성장 기업이면 공통 추세만으로도 높게 나와 등급 산정에서 제외(상세는 Appendix A, 조기추정 전체표본은 Appendix B).
Source: 관세청, analyst_estimates(당사 추정)·과거 실적, 다올투자증권

Fig. 10: 2026-08 통관 Surprise (당사 추정 경로 대비)

기업	확정월	필요 통관 (백만\$)	실제 통관 (백만\$)	Customs Surprise	Shock	신뢰도	Signal
대웅제약	2026-08	27.4	31.3	+14.1	+0.3	Mid	추정 부합
휴젤(특신)	2026-08	15.3	9.3	-39.1	-1.0	Mid	추정 부합
휴젤(필러)	2026-08	6.9	7.8	+12.2	+0.6	Low	추정 부합
파마리서치	2026-08	13.5*	9.2	-32.2	-0.5	Low	방향성만 참고
인터로조	2026-08	6.7	3.8	-43.7	-2.3	Mid	추정 하회
넥스트바이오메디컬	2026-08	0.9	1.1	+18.7	-	표본 부족	표본 부족
클래시스	2026-08	20.9	10.0	-52.1	-2.5	Low	추정 하회 (참고)

주: 실적 달성 필요 통관(Customs Hurdle) = 당사 분기 수출매출 추정을 달성하려면 그 달에 나와야 하는 통관액. 관세청 수출 '예측'이 아니라 당사 추정의 역산이다.
· Customs Surprise = 실제 통관 ÷ 실적 달성 필요 통관 × 1(+ = 당사 추정 경로 상회, × = 하회). Shock = Surprise ÷ 그 종목의 평상시 추적 변동폭(환산 잡음과 월별 비중 변동의 결합). 절대값 1 이상이면 평상시 흔들림을 넘어서 신호.
· Signal 은 Shock 과 신뢰도를 함께 본다 — 환산 잡음이 Low인 프록시는 크기와 무관하게 '방향성만 참고', 종합 신뢰도가 Low면 '참고'를 붙여 약하게 표기.
· * = 프록시 레벨 편향 보정 배수를 적용한 필요 통관(보정 전 원값은 Appendix C). 보정은 레벨만 바로잡을 뿐 신뢰도를 올리지 못한다.
Source: 관세청, analyst_estimates(당사 추정)·과거 실적, 다올투자증권

Fig. 11: 3Q26 실적 달성에 필요한 월별 통관 (Customs Hurdle Tracker)

월	필요 통관 (백만\$)	실제 통관 (백만\$)	Customs Surprise	Shock	상태
대웅제약					
2026-07	31.6	32.9	+4.2	+0.1	확정
2026-08	27.4	31.3	+14.1	+0.3	확정
2026-09	32.5	대기	-	-	필요치
QTD(2 개월)	59.0	64.2	+8.8	+0.3	추정 부합
휴젤(독신)					
2026-07	12.6	10.6	-16.2	-0.4	확정
2026-08	15.3	9.3	-39.1	-1.0	확정
2026-09	23.5	대기	-	-	필요치
QTD(2 개월)	27.9	19.8	-28.7	-1.3	추정 하회
휴젤(필러)					
2026-07	6.9	10.1	+45.0	+2.1	확정
2026-08	6.9	7.8	+12.2	+0.6	확정
2026-09	4.0	대기	-	-	필요치
QTD(2 개월)	13.9	17.8	+28.6	+1.8	추정 상회 (참고)
파마리서치 *					
2026-07	12.0	15.0	+25.3	+0.4	확정
2026-08	13.5	9.2	-32.2	-0.5	확정
2026-09	-2.3	대기	-	-	필요치
QTD(2 개월)	25.5	24.2	-5.2	-0.1	방향성만 참고

주: 당사 분기 수출추정에서 역산한 **월별 실적 달성 필요 통관(Monthly Customs Hurdle)** 과 실제 통관 비교(활성 분기 = 확정월 있는 최신 분기). 통관은 매월(15일 전월분) 확정되므로 분기 마감 전에도 매달 대조한다.

· 왜 이후 월 필요치가 달라지나: 확정된 월의 실제 통관을 먼저 차감한 뒤, 분기 필요 통관까지 남은 금액을 잔여 월에 과거 월별 비중대로 재배분한다(잔여배분). 앞선 월의 Beat/Miss 가 이후 월 필요치에 자동 반영된다.

· Customs Surprise = 실제 통관 ÷ 필요 통관 × 1. Shock = Surprise ÷ 평상시 추적 변동폭(잡음과 월별 비중 변동의 결합). 분기가 채워질수록 비중 변동이 상쇄돼 QTD 행의 Shock 이 더 강한 신호다.

· '필요치(실제 대기)' 행 = 진행중 분기의 미발표 달 — 그 달에 나와야 하는 통관액.

· * = 레벨 편향 보정 배수 적용 종목(회색): 필요 통관을 보정한 값이며 보정 전 원값은 Appendix C. 보정은 레벨만 바로잡을 뿐 신뢰도를 올리지 못한다.

Source: 관세청, analyst_estimates(당사 추정)·과거 실적, 다올투자증권

Fig. 12: 3Q26 실적 달성에 필요한 월별 통관 (Customs Hurdle Tracker)

월	필요 통관 (백만\$)	실제 통관 (백만\$)	Customs Surprise	Shock	상태
인터로조					
2026-07	5.4	2.4	-55.2	-1.3	확정
2026-08	6.7	3.8	-43.7	-2.3	확정
2026-09	19.0	대기	-	-	필요치
QTD(2개월)	12.1	6.2	-48.9	-2.1	추정 하회
넥스트바이오메디컬					
2026-07	1.2	1.0	-16.1	-	확정
2026-08	0.9	1.1	+18.7	-	확정
2026-09	1.3	대기	-	-	필요치
QTD(2개월)	2.2	2.1	-0.9	-	표본 부족
클래스스					
2026-07	18.3	15.8	-13.8	-0.6	확정
2026-08	20.9	10.0	-52.1	-2.5	확정
2026-09	46.9	대기	-	-	필요치
QTD(2개월)	39.2	25.8	-34.2	-1.9	추정 하회 (참고)

주: 당사 분기 수출추정에서 역산한 **월별 실적 달성 필요 통관(Monthly Customs Hurdle)** 과 실제 통관 비교(활성 분기 = 확정월 있는 최신 분기). 통관은 매월(15일 전월분) 확정되므로 분기 마감 전에도 매달 대조한다.

- 왜 이후 월 필요치가 달라지나: 확정된 월의 실제 통관을 먼저 차감한 뒤, 분기 필요 통관까지 남은 금액을 잔여 월에 과거 월별 비중대로 재배분한다(잔여배분). 앞선 월의 Beat/Miss 가 이후 월 필요치에 자동 반영된다.
- Customs Surprise = 실제 통관 ÷ 필요 통관 × 1. Shock = Surprise ÷ 평상시 추적 변동폭(잡음과 월별 비중 변동의 결합). 분기가 채워질수록 비중 변동이 상쇄돼 QTD 행의 Shock 이 더 강한 신호다.
- '필요치(실제 대기)' 행 = 진행중 분기의 미발표 달 — 그 달에 나와야 하는 통관액.
- * = 레벨 편향 보정 배수 적용 종목(회색): 필요 통관을 보정한 값이며 보정 전 원값은 Appendix C. 보정은 레벨만 바로잡을 뿐 신뢰도를 올리지 못한다.

Source: 관세청, analyst_estimates(당사 추정)·과거 실적, 다올투자증권

Fig. 13: 월별 품목별 수출 데이터

(천달러)	2026.8 월	2025.8 월	YoY(%)	2026.7 월	MoM(%)	주요 기업
특신						
화성시	31,266	6,633	371.4	32,906	-5.0	대웅제약
춘천시	9,289	16,460	-43.6	10,556	-12.0	휴젤
미용 의료기기						
강남구	10,019	8,777	14.2	15,755	-36.4	클래시스
금천구	14,631	12,482	17.2	16,097	-9.1	제이시스메디칼
고양시	19,344	11,375	70.1	17,608	9.9	루트로닉
유성구	6,519	5,055	29.0	5,612	16.2	원텍
임플란트						
강서구	14,007	13,370	4.8	23,562	-40.6	오스템임플란트
수원시	12,634	5,072	149.1	5,242	141.0	덴티움
해운대구	3,428	3,851	-11.0	3,214	6.7	디오
치과영상장비						
화성시	11,860	7,750	53.0	12,009	-1.2	바텍
성남시	2,912	2,724	6.9	4,816	-39.5	레이
필러						
강릉시	9,154	6,104	50.0	15,033	-39.1	파마리서치
춘천시	7,776	7,717	0.8	10,054	-22.7	휴젤

Source: 관세청, 다올투자증권

Fig. 14: 통관 → 매출 Nowcast (보조 지표)

구분	3Q26 통관 (백만\$)	포착률 (환산계수)	레벨 정합도	3Q26 Nowcast (십억원)	다음 수출추정 (십억원)	추정 과리	판단	주요 기업
특신								
화성시	105.2	1.07	High	136.1	125.1	+8.8	통관 강세	대웅제약
춘천시	30.9	1.01	Mid	42.0	58.9	-28.7	통관 약세	휴젤
미용								
의료기기								
강남구	47.8	2.09	Mid	31.6	48.0	-34.2	통관 약세	클래시스
필러								
강릉시	37.9	0.41	Low	73.5*	77.5	-5.1*	방향성 참고	파마리서치
춘천시	28.0	1.11	Mid	34.7	27.0	+28.4	통관 강세	휴젤

주: Nowcast = 분기 통관 × 환율 ÷ 포착률(통관에서 매출로 역산). 다음 수출추정 = 당사 해당 수출 세그먼트 추정(회사 전체 매출 아님).
 · 포착률(통관/매출 환산계수): 특정 시군구 통관액이 실제 기업 수출매출과 어느 규모로 대응하는지를 나타내는 계수. 100% 초과 가능(해당 지역 통관에 타 업체·관련 품목이 함께 포함될 수 있어서).
 · 레벨 정합도: 과거 Nowcast 의 무작위 오차(잡음)만 본 축 — High(<10%)/Mid(<20%)/Low. 앞 표의 종합 신뢰도(3축 최저)와 달리 성장 연동·실시간 유용성은 반영하지 않는다.
 · 추정 과리 = Nowcast ÷ 다음 수출추정 × 1. **앞 표의 Customs Surprise 와 같은 양을 매출 단위로 표현한 것**(통관 = 포착률 × 매출 관계라 대수적으로 동일)이며 부호도 같다. 판단은 과리가 잡음 밴드 밖이면 통관 강세(+)/약세(×).
 · * 파마리서치: Nowcast 에 보정 배수 ×0.57 적용(프록시 편향 제거, 보정 전 128.3십억원). 보정은 레벨만 바로잡을 뿐 신뢰도(잡음)를 올리지 못함 — 여전히 Low(방향성 참고).
 Source: 관세청, analyst_estimates(당사 추정)·과거 실적, 다올투자증권

Fig. 15: 통관 데이터로 실적을 추적하는 방법

항목	설명
이 자료가 답하는 두 질문	
Step 1. Proxy Quality	이 시군구 통관 프록시를 그 기업 실적 추적에 얼마나 믿고 쓸 수 있나. 성장 연동(YoY 상관)·환산 안정성(잡음)·실시간 유용성(2개월 조기추정 오차) 세 축의 가장 약한 축으로 등급을 매긴다.
Step 2. Customs Hurdle / Surprise	당사 분기 수출매출 추정을 달성하려면 월별 통관이 얼마나 나와야 하고(Hurdle), 실제 통관은 그 경로 대비 얼마나 상회/하회하는가(Surprise).
통관의 역할	통관은 실적의 정답이 아니라, 분기 중간에 당사 추정치의 정확성을 확인하는 선행 데이터. 편향은 보정할 수 있지만 잡음은 제거하기 어려워, 신뢰도는 잡음을 기준으로 판단한다.
핵심 정의	
분기 실적 달성 필요 통관	당사 분기 수출매출 추정을 달성하기 위해 필요한 분기 통관 = 추정 × 포착률(환율 환산).
월별 실적 달성 필요 통관	분기 필요 통관에서 이미 확정된 달의 실제 통관을 뺀 나머지를, 잔여 월에 과거 월별 비중대로 배분한 값.
Customs Surprise	실제 통관 ÷ 실적 달성 필요 통관 - 1. + = 당사 추정 경로 상회(상향 여지), - = 하회(하향 여지).
Customs Shock	Customs Surprise ÷ 평상시 추적 변동폭. 변동폭 = 환산 잡음과 월별 비중 변동의 결합. 1 이상이면 평상시 흔들림을 넘어서 신호.
용어	
포착률(환산계수)	통관(환율 환산 십억원) ÷ 세그먼트 매출. 시군구 통관이 그 수출과 대응하는 규모. 100% 초과 가능(타 업체·품목 혼입). 예) 대응 1.07.
편향(Bias)	통관 역산치가 평균적으로 얼마나 틀리는가(체계적 실효). 반복 오차라 포착률·보정 배수로 고칠 수 있음.
잡음(Noise)	매번 얼마나 들쭉날쭉하게 틀리는가(±1 표준편차). 보정하기 어려운 실제 불확실성 → 신뢰도의 기준.
신뢰도(Proxy Quality)	세 축 각각 High(<10%)/Mid(<20%)/Low, YoY 는 0.70/0.40 기준. 종합 등급은 가장 약한 축. 표본 미달이면 '표본 부족'.
보정 배수	레벨 편향이 큰 종목의 필요 통관·역산 레벨만 바로잡는 배수. **보정해도 신뢰도(잡음)는 올라가지 않는다** — 레벨 보정과 프록시 신뢰도 개선은 다른 문제.
Nowcast (통관 → 매출)	통관 ÷ 과거 포착률 → 분기 수출매출로 역산. Nowcast ÷ 당사 추정 - 1(추정 괴리)은 Customs Surprise 를 매출 단위로 표현한 것이라 같은 양이다.
잔여배분	확정된 달 실제 통관을 먼저 차감 후, 분기 필요 통관까지 남은 금액을 잔여 달에 재배분. 예) 필요 100, 4·5월 실제 43 → 6월 필요 57.
조기추정	분기 완결 전 1~2개월 통관으로 분기값 추정. 2개월 시점이 실전 지표(1개월은 소액 분모로 왜곡 커 참고용).

주: 검증(편향/잡음·상관·백테스트)은 확정 실적만 사용(walk-forward, 그 분기 이전 데이터까지만). 추정분기는 Nowcast 로 분리해 순환논리를 차단. 예시 수치는 특정 분기 확정치와 다를 수 있음.

Source: 관세청, analyst_estimates(당사 추정)·과거 실적, 다올투자증권

Fig. 16: [Appendix A] 통관 ↔ 매출 상관 상세 (레벨 Pearson 포함)

종목	n	기간	Pearson	YoY Pearson	포착률	CV
대웅제약	18	1Q22~2Q26	0.99	0.95	1.07	0.06
휴젤(특신)	22	1Q21~2Q26	0.96	0.94	1.01	0.13
휴젤(필러)	22	1Q21~2Q26	0.91	0.21	1.11	0.14
파마리서치	22	1Q21~2Q26	0.99	0.57	0.41	0.55
인터로조	14	1Q23~2Q26	0.50	0.61	1.07	0.12
넥스트바이오메디컬	6	1Q25~2Q26	0.92	-	0.84	0.12
클래시스	22	1Q21~2Q26	0.97	0.31	2.09	0.19

주: 시군구 통관(관세청)과 당사 매출추정 수출 세그먼트의 분기 시계열 상관 — 앞 표 신뢰도의 상세 근거.

· Pearson = 수출·매출 레벨의 선형 상관. **성장 기업은 공통 추세만으로도 1에 가까워지므로 단독 신뢰도 기준으로 쓰지 않는다**(설명용). n=상관 산출 분기수, 기간=표본 구간.

· YoY Pearson = 전년동기 증감률 기준 상관(레벨 추세 제거). 앞 표 Proxy Quality 의 '성장 연동' 측이 이 값이다. 레벨 Pearson 과 크게 벌어지면 레벨 상관이 추세 효과임을 뜻한다.

· 포착률 = 매출추정 대비 통관 포착 비율(통관·매출, 환율 반영). CV = 분기별 포착률의 변동계수(낮을수록 안정). Y=당사 매출추정 세그먼트(발간분) 또는 과거 실적(엑셀 풀백).

Source: 관세청, analyst_estimates(당사 추정)·과거 실적, 다올투자증권

Fig. 17: [Appendix B] 통관 조기추정 백테스트 (전체표본·최근 8분기)

종목	표본 n	2M MAE	2M MAE	1M MAE	1M MAE
		최근 8 분기	전체표본	최근 8 분기	전체표본
대웅제약	28	13.9	26.2	25.3	229.9
휴젤(특신)	28	15.8	27.2	39.6	64.5
휴젤(필러)	28	3.6	5.8	8.1	11.4
파마리서치	28	5.5	52.3	13.6	52.8
인터로조	28	19.3	20.5	35.2	48.5
넥스트바이오메디컬	16	10.6	9.7	29.4	36.0
클래시스	28	18.5	11.2	26.6	17.0

주: 분기 확정 전 통관 조기추정의 실전 적중 이력 — 앞 표 '2M MAE' 측의 상세.

· 분기 1개월·2개월분 통관만 확보된 시점에 과거 월별 비중으로 분기 통관을 조기추정(walk-forward) → 실제 확정치 대비 절대오차의 평균(MAE).

· **신뢰도 산정에는 최근 8분기 값**을 쓴다. 전체표본은 2019~2021 초기 소액 분모 구간(일부 종목 세 자릿수 오차)에 지배돼 현재 프록시의 실시간 유용성을 왜곡한다. 두 값을 함께 실어 그 차이를 드러낸다.

· 2M MAE 가 실전 지표(분기 2/3 확정 시점), 1M MAE 는 분모가 더 작아 이상치가 커 참고용.

· 통관 데이터만으로 산출 → 매출추정 발간 여부와 무관하게 전 종목 집계(방법론 신뢰도).

Source: 관세청, 다올투자증권

Fig. 18: [Appendix C] 레벨 보정 전/후 대조 (raw vs Adjusted)

종목·월	보정 배수	raw 필요 통관 (백만\$)	보정 필요 통관 (백만\$)	raw Surprise	보정 Surprise
파마리서치 2026-07	×0.57	6.9	12.0	+118.9	+25.3
파마리서치 2026-08	×0.57	7.7	13.5	+18.3	-32.2

주: 시군구 통관이 해당 세그먼트 수출의 일부만 포착하는 종목은 raw 포착률로 역산한 필요 통관이 구조적으로 낮게 나와 Surprise 가 과대 계상된다. 확정분기 백테스트 편향으로 배수를 추정해 되돌린다.

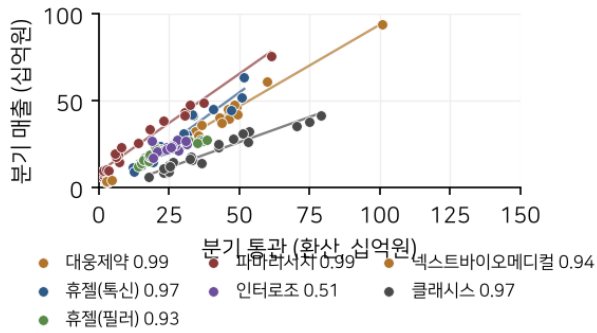
· 배수는 확정분기 기준(walk-forward)이라 라이브 분기에 적용해도 미래 데이터 누설이 없다.

· **레벨 보정은 프록시 신뢰도 개선이 아니다** — 잡음(±1표준편차)은 그대로이므로 신뢰도는 Low 유지.

· 본문 표에는 보정 후 값만 실는다(같은 대상이 두 숫자로 보이지 않게).

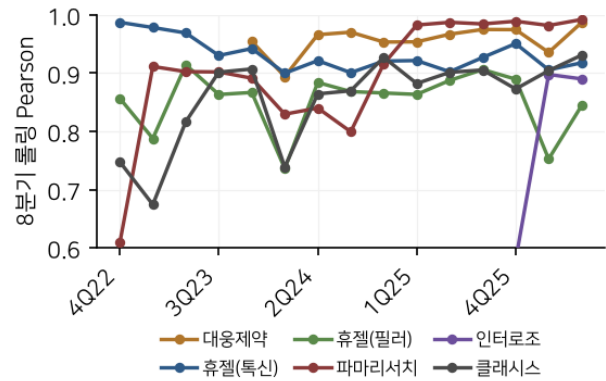
Source: 관세청, analyst_estimates(당사 추정)·과거 실적, 다올투자증권

Fig. 19: [Appendix D] 통관 ↔ 매출 산점도 (전 종목)



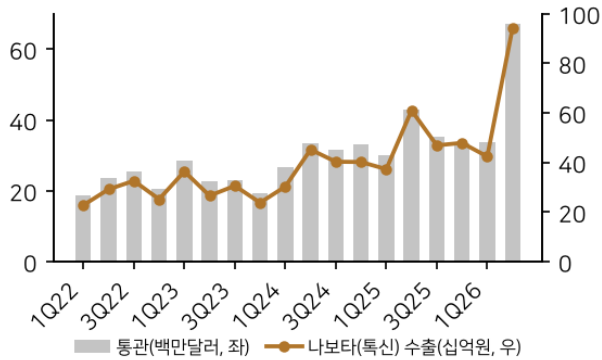
주: 분기 통관(화산, 십억원) vs 세그먼트 매출(십억원), 회귀·Pearson은 확정치만, 속 빈 점 ○ = 당사 추정.
Source: 관세청, 다올투자증권

Fig. 20: 종목별 롤링 상관계수 (8분기)



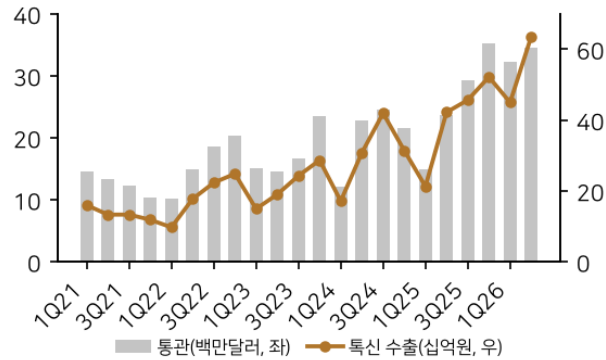
주: 8분기 이동창 Pearson(확정치만), 오르면 상관 강화, 내리면 약화.
Source: 관세청, 다올투자증권

Fig. 21: 대웅제약 통관·매출 추이



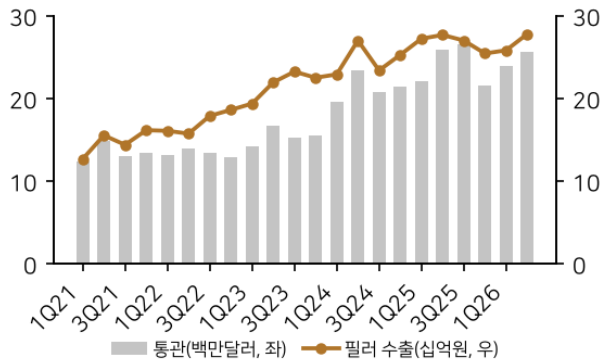
주: 통관(백만달러, 막대·좌) vs 나보타(특신) 수출(십억원, 선·우). 속 빈 점 ○ = 당사 추정.
Source: 관세청, 다올투자증권

Fig. 22: 휴젤(특신) 통관·매출 추이



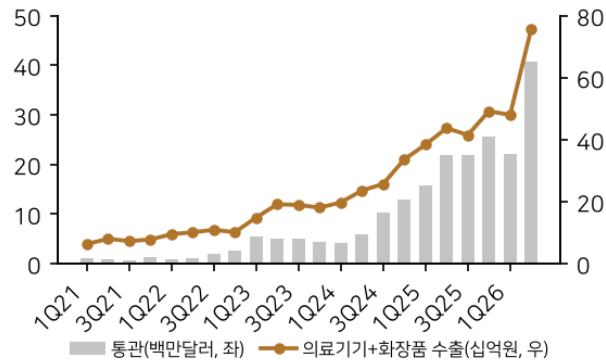
주: 통관(백만달러, 막대·좌) vs 특신 수출(십억원, 선·우). 속 빈 점 ○ = 당사 추정.
Source: 관세청, 다올투자증권

Fig. 23: 휴젤(필러) 통관·매출 추이



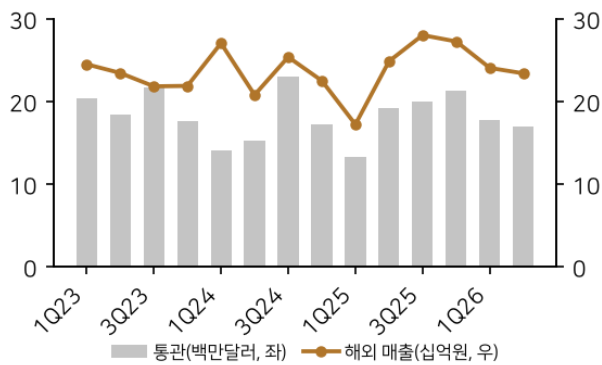
주: 통관(백만달러, 막대·좌) vs 필러 수출(십억원, 선·우). 속 빈 점 ○ = 당사 추정.
Source: 관세청, 다올투자증권

Fig. 24: 파마리서치 통관·매출 추이



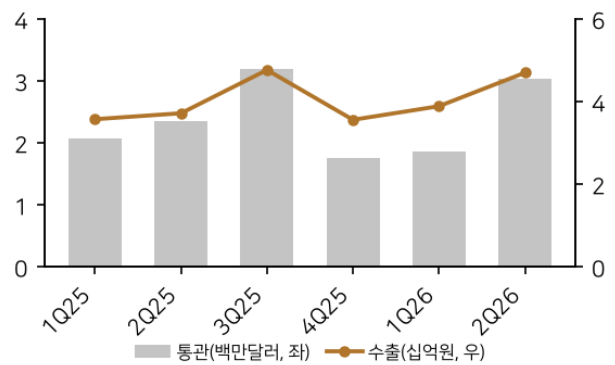
주: 통관(백만달러, 막대·좌) vs 의료기기+화장품 수출(십억원, 선·우). 속 빈 점 ○ = 당사 추정.
Source: 관세청, 다올투자증권

Fig. 25: 인터로조 통관·매출 추이



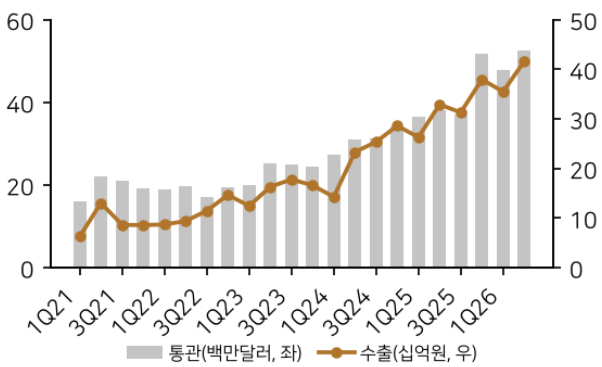
주: 통관(백만달러, 막대·좌) vs 해외 매출(십억원, 선·우). 속 빈 점 ○ = 당사 추정.
Source: 관세청, 다올투자증권

Fig. 26: 넥스트바이오메디컬 통관·매출 추이



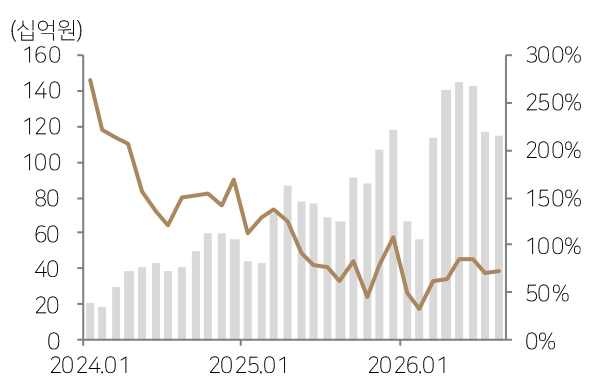
주: 통관(백만달러, 막대·좌) vs 수출(십억원, 선·우). 속 빈 점 ○ = 당사 추정.
Source: 관세청, 다올투자증권

Fig. 27: 클래스시스 통관·매출 추이



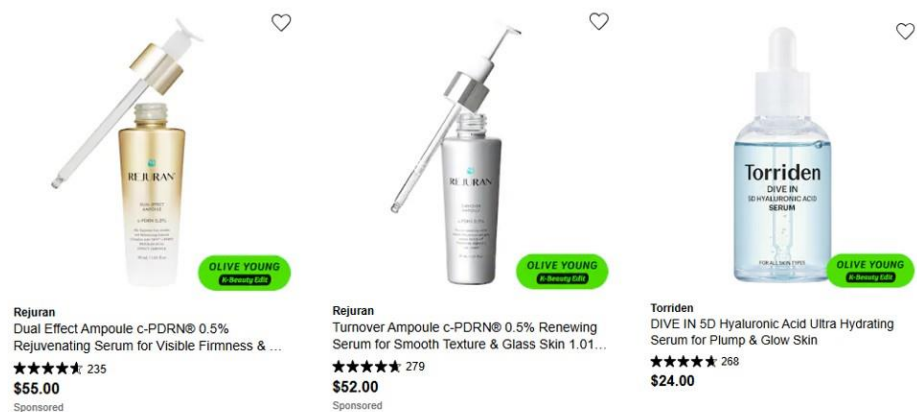
주: 통관(백만달러, 막대·좌) vs 수출(십억원, 선·우). 속 빈 점 ○ = 당사 추정.
Source: 관세청, 다올투자증권

Fig. 28: 피부과 의료관광 소비금액 월별 추이



Source: 한국관광데이터랩, 다올투자증권

Fig. 29: 세포라 K-뷰티 주요 제품



Source: Sephora, 다올투자증권

Compliance Notice

당사는 본 자료를 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 당사는 본 자료 발간일 현재 해당 기업의 인수·합병의 주선 업무를 수행하고 있지 않습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 자료에서 추천한 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 당사는 본 자료 발간일 현재 해당 기업의 계열사가 아닙니다. 당사는 동 종목에 대해 자료작성일 기준 유가증권 발행(DR, CB, IPO, 시장조성 등)과 관련하여 지난 12개월간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 상기 명시한 사항 외에 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트 및 그 배우자는 발간일 현재 해당 기업의 주식 및 주식 관련 파생상품 등을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료의 조사분석담당자는 어떠한 외부 압력이나 간섭 없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성하였습니다. 본 자료는 '나눔스퀘어'와 '아리따 글꼴'을 사용하여 작성하였습니다

투자등급 비율

BUY: 93.5%	HOLD: 6.5%	SELL: 0.0%
------------	------------	------------

투자등급 관련사항

아래 종목투자의견은 향후 12개월간 추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 기대수익률을 의미

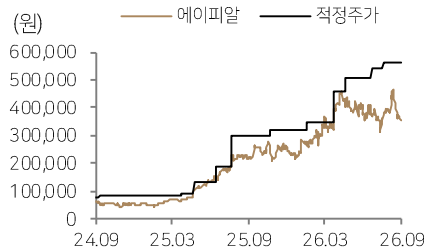
- BUY: 추천기준일 종가대비 +15% 이상.
- HOLD: 추천기준일 종가대비 -15% 이상~ +15% 미만.
- SELL: 추천기준일 종가대비 -15% 미만.

투자 의견이 시장 상황에 따라 투자등급 기준과 일시적으로 다를 수 있음
동 조사분석자료에서 제시된 업종 투자 의견은 시장 대비 업종의 초과수익률 수준에 근거한 것으로, 개별 종목에 대한 투자 의견과 다를 수 있음
· Overweight: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률을 상회할 것으로 예상하는 경우
· Neutral: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률과 유사할 것으로 예상하는 경우
· Underweight: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률을 하회할 것으로 예상 경우

주) 업종 수익률은 위험을 감안한 수치

최근 2년간 투자등급 및 적정주가 변경내용

에이피알 (278470)



일자	2024.09.25	2024.11.07	2025.04.09	2025.05.09	2025.07.03	2025.08.07
투자 의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
적정주가	400,000원	80,000원	90,000원	130,000원	190,000원	300,000원
일자	2025.11.07	2026.02.05	2026.04.09	2026.05.08	2026.07.09	2026.08.06
투자 의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
적정주가	320,000원	350,000원	460,000원	510,000원	540,000원	560,000원

일자	적정주가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율(%)	최고가 괴리율(%)
2024.09.25	400,000원	52,271원	54,500원	-34.7	-31.9
2024.11.07	80,000원	54,983원	71,300원	-31.3	-10.9
2025.04.09	90,000원	72,832원	98,400원	-19.1	9.3
2025.05.09	130,000원	126,376원	154,200원	-2.8	18.6
2025.07.03	190,000원	171,368원	208,500원	-9.8	9.7
2025.08.07	300,000원	231,867원	276,000원	-22.7	-8.0
2025.11.07	320,000원	244,230원	286,000원	-23.7	-10.6
2026.02.05	350,000원	311,890원	369,000원	-10.9	5.4
2026.04.09	460,000원	419,526원	459,000원	-8.8	-0.2
2026.05.08	510,000원	396,321원	438,000원	-22.3	-14.1
2026.07.09	540,000원	357,447원	393,000원	-33.8	-27.2
2026.08.06	560,000원	397,345원	464,500원	-29.1	-17.1

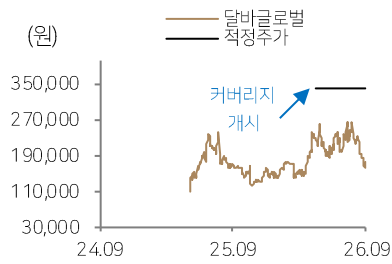
* 괴리율 적용 기간: 최근 2년내 적정주가 변경일로부터 최근 종가 산출일(26년 09월 17일)

** 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 적정주가) / 적정주가

최근 2년간 투자등급 및 적정주가 변경내용

달바글로벌 (483650)

(원)



일자	2026.05.13
투자의견	BUY
적정주가	340,000원

적정주가 대비 실제주가 괴리율 (%)

일자	적정주가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율(%)	최고가 괴리율(%)
2026.05.13	340,000원	215,847원	265,000원	-36.5	-22.1

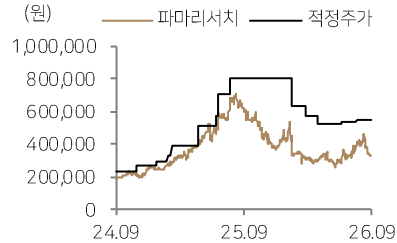
* 괴리율 적용 기간: 최근 2년내 적정주가 변경일로부터 최근 종가 산출일(26년 09월 17일)

** 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 적정주가) / 적정주가

최근 2년간 투자등급 및 적정주가 변경내용

파마리서치 (214450)

(원)



일자	2024.11.14	2025.01.13	2025.02.11	2025.02.24	2025.05.14	2025.07.02
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
적정주가	270,000원	300,000원	330,000원	390,000원	510,000원	570,000원
일자	2025.07.09	2025.08.11	2026.02.05	2026.03.17	2026.04.16	2026.05.11
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
적정주가	710,000원	800,000원	630,000원	570,000원	520,000원	530,000원
일자	2026.06.25	2026.08.10				
투자의견	BUY	BUY				
적정주가	540,000원	550,000원				

적정주가 대비 실제주가 괴리율 (%)

일자	적정주가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율(%)	최고가 괴리율(%)
2024.11.14	270,000원	232,023원	266,500원	-14.1	-1.3
2025.01.13	300,000원	252,471원	273,500원	-15.8	-8.8
2025.02.11	330,000원	283,889원	294,500원	-14.0	-10.8
2025.02.24	390,000원	342,189원	401,500원	-12.3	3.0
2025.05.14	510,000원	461,152원	523,000원	-9.6	2.6
2025.07.02	570,000원	513,400원	588,000원	-9.9	3.2
2025.07.09	710,000원	574,783원	664,000원	-19.0	-6.5
2025.08.11	800,000원	516,756원	711,000원	-35.4	-11.1
2026.02.05	630,000원	333,625원	356,500원	-47.0	-43.4
2026.03.17	570,000원	304,773원	325,000원	-46.5	-43.0
2026.04.16	520,000원	320,567원	341,000원	-38.4	-34.4
2026.05.11	530,000원	299,339원	351,000원	-43.5	-33.8
2026.06.25	540,000원	348,000원	394,500원	-35.6	-26.9
2026.08.10	550,000원	394,056원	461,500원	-28.4	-16.1

* 괴리율 적용 기간: 최근 2년내 적정주가 변경일로부터 최근 종가 산출일(26년 09월 17일)

** 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 적정주가) / 적정주가

www.daolfn.com

본사 | 서울특별시 영등포구 여의나루로 60. 여의도 포스트타워

본사영업점 | 서울특별시 영등포구 여의나루로 60. 여의도 포스트타워 27층

DAOL 다올투자증권

본 자료는 고객의 투자 판단을 돕기 위한 정보제공을 목적으로 작성된 참고용 자료입니다. 본 자료는 조사분석 담당자가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보를 토대로 작성한 것이나, 제공되는 정보의 완전성이나 정확성을 당사가 보장하지 않습니다. 모든 투자의사결정은 투자자 자신의 판단과 책임하에 하시기 바라며, 본 자료는 투자 결과와 관련한 어떠한 법적 분쟁의 증거로 사용될 수 없습니다. 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며, 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 배포, 복제, 인용, 변형할 수 없습니다.