

화장품산업

Beauty in the Battle



정지윤 (생활소비재/섬유의복)
02)768-7705, jjiyoony@nhqv.com

I. Summary	3
II. 2024년 인디 브랜드 성과 분석	4
1. 매년 셋별이 떠오르는 시장	
2. 비상장 기업의 실적 시사점	
III. 브랜드 X 제조 시너지 CASE STUDY	11
1. 달바 X 한국콜마	
2. 메디큐브 & 롬앤 X 코스맥스	
IV. ODM사 증설 현황 점검.....	13
1. 국내외 안정적 생산능력 확보	
[기업분석]	
달바글로벌 (Not Rated).....	15
한국콜마 (Buy, TP 92,000원)	28
에이피알 (Buy, TP 90,000원)	35
아이패밀리에스씨 (Not Rated)	43
코스맥스 (Buy, TP 225,000원).....	50

I. Summary

매년 셋별이 떠오르는 시장

토리든, 정샘물뷰티, 와이아트 등 2024년을 기점으로 매출 1,000억원을 돌파한 메가 브랜드가 다수 탄생했다. 또한, 뷰티 시장 신흥 주역 중 하나인 구다이글로벌은 2024년 연결기준 매출액 3,237억원(+132% y-y), 영업이익 1,407억원(+104% y-y), 영업이익률 43.5%의 성과를 이뤄냈다. 조선미녀, 스킨1004, 티르티르 등 모두 몇 년 전만 해도 한국에서조차 생소하게 여겨졌던 브랜드들이 거둔 성과다.

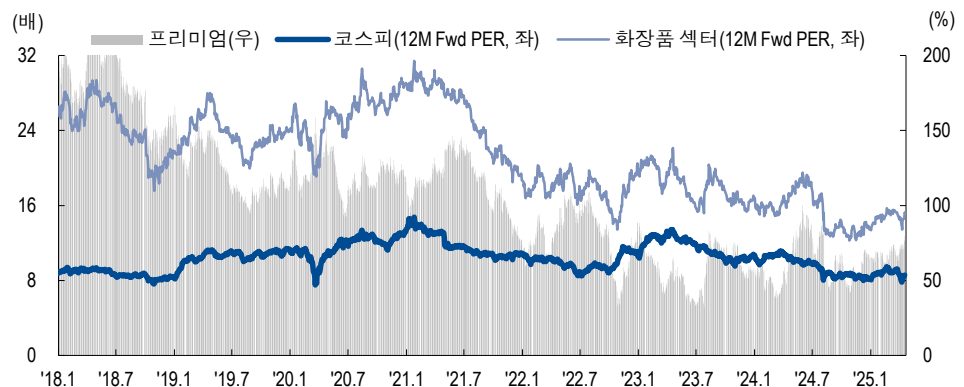
경쟁은 치열해도, 고성장하는 산업인 걸 어떡해?

여전히 수출로 구성된 글로벌 영역에서 K-뷰티 체력은 강건하나, 국내는 상황이 녹록지 않은 않다. 2024년 한국 화장품 책임판매업자 수는 27,361개로 전년 대비 13% 감소했고, 8,831곳이 폐업을 결정했다. 브랜드간 희비가 엇갈리는 국면이다. 이에 당사는 비상장사를 포함한 브랜드 기업 24개사와 ODM/부자재 기업 13개사의 최근 실적 변화를 점검하고, 시사점을 도출하고자 하였다. 색조 매출 3,000억원, 기초 매출 6,000억원의 허들을 뛰어넘으려면 신선하고 새로운 시도가 필요하다. 결국 마케팅과 제품력 측면에서의 우위 선점이나, 해외 매출처 다변화만이 메가 브랜드로 거듭날 수 있는 방안이다.

브랜드와 제조 시너지 창출 사례 분석: 1) 달바 X 콜마 2) 맥스 X 메디큐브 & 롬앤

브랜드와 제조 간 시너지 창출 CASE가 늘고 있으며, 가속화될 전망이다. 1)달바글로벌은 2024년 한국콜마向 외주금액이 354억원(+103% y-y)으로 30%였다. 이는 해외 직수출을 제외한 한국콜마 별도 매출의 3.5%에 해당한다. 달바 스테디셀러 선크림은 한국콜마의 R&D 시너지가 잘 발현된 제품이라 판단한다. 2)에이피알은 2024년 화장품 매출액 3,384억원(+58% y-y)을 기록했다. 메디큐브가 고성장하면서 SKU 확장과 글로벌 진출 가속화 단계에 있는 만큼 코스맥스와 의 협업도 늘고 있다. 코스맥스向 외주금액은 해외 직수출을 제외한 코스맥스 별도 매출의 4% 내외로 추산되며, 에이피알은 1분기를 기점으로 코스맥스의 TOP 5 내외 거래선이 될 전망이다. 3)아이패밀리에스씨는 2024년 코스맥스向 외주 비중이 66%에 달하며, 이는 해외 직수출을 제외한 코스맥스 별도 매출의 10%로 추산된다. 안정적인 색조와 기초의 구성비로 1위 제조사의 면모가 돋보인다.

화장품 섹터 12M Fwd PER 밸류에이션 추이



자료: FnGuide, NH투자증권 리서치본부

화장품 업종 투자의견/투자지표

(단위: 원, 배, %, 십억원)

종목명	코드	투자의견	목표주가 (12M)	현재가	PER		PBR		ROE		순차입금	
					2025E	2026F	2025E	2026F	2025E	2026F	2025E	2026F
달바글로벌	483650.KS	Not Rated	-	66,300	11.2	8.6	3.8	2.6	45.5	36.0	-137	-210
한국콜마	161890.KS	Buy(유지)	92,000(상향)	75,500	14.3	10.4	2.0	1.7	14.8	17.6	775	528
에이피알	278470.KS	Buy(유지)	90,000(상향)	75,000	19.2	15.8	6.3	4.8	38.1	34.3	-206	-343
아이패밀리에스씨	114840.KQ	Not Rated	-	20,650	10.4	9.1	2.9	2.2	31.8	27.7	-35	-70
코스맥스	192820.KS	Buy(유지)	225,000(유지)	174,700	14.9	12.3	3.4	2.8	25.2	25.1	322	228

주1: 달바글로벌 현재가는 공모가 밴드(54,500~66,300원) 상단 적용 기준; 주2: 2025년 4월 28일 종가 기준; 자료: NH투자증권 리서치본부 전망

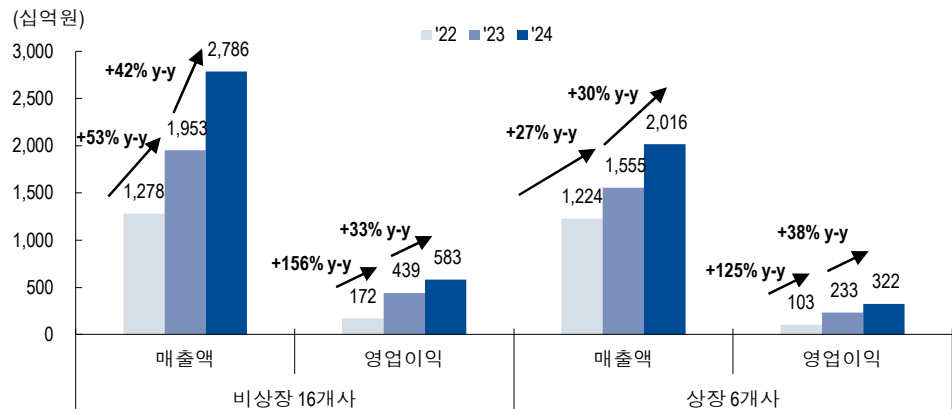
II. 2024년 인디 브랜드 성과 분석

1. 매년 셋별이 떠오르는 시장

상장사 증가하는 비상장사 퍼포먼스

올리브영 카테고리별 상위 랭킹을 차지하고 있는 상장/비상장 브랜드사들의 최근 3개년 실적을 살펴보면, 성장세가 가히 압도적이다. 2024년을 기점으로 매출액 1,000억원에 근접하거나, 그 이상을 달성한 메가 브랜드들도 여럿 탄생했다. 토리든 1,860억원(+176% y-y), 정샘물뷰티 1,109억원(+57% y-y), 와이어트(UNOVE 브랜드) 955억원(+47% y-y), 포컴퍼니(Abib) 846억원(+41% y-y) 등이 대표적이다. 국내 올리브영 매대 입점 확대 영향도 있겠지만, 2023년부터 미국과 일본을 주축으로 한 글로벌 판로 개척으로 해외 매출이 큰 폭 성장한 점 또한 주효했다고 본다.

그림1. 올리브영 입점 상위 비상장/상장 화장품 브랜드 실적 추이

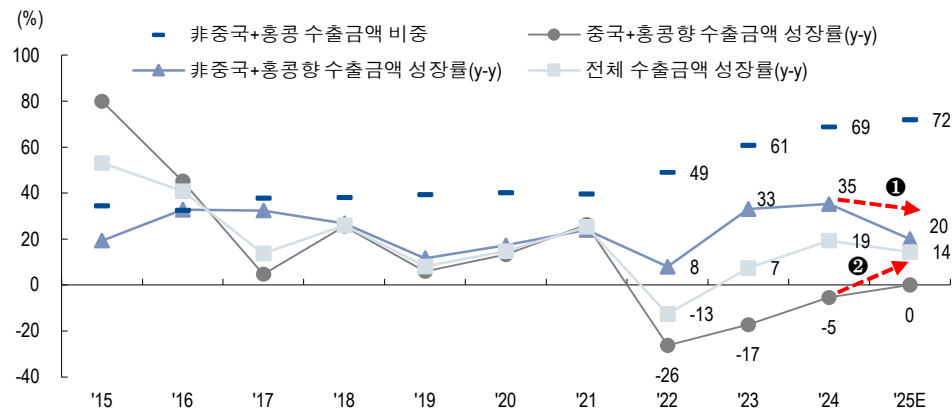


주1: 비상장 16개사(에프앤코, 어뮤즈, 정샘물뷰티, 포컴퍼니, 더샘인터내셔널, 구다이글로벌, 와이어트, 달바글로벌, 비바웨이브, 씨엠에스랩, 고운세상코스메틱, 코스알엑스, 투쿨포스쿨, 티르티르, 서린컴퍼니, 아로마티카) 합산 매출액 및 영업이익 기준

주2: 상장 6개사(마녀공장, 아이패밀리에스씨, 클리오, 브이티, 에이피알, 토니모리) 합산 매출액 및 영업이익 기준

자료: 각 사, NH투자증권 리서치본부

그림2. 한국의 국가별 화장품 수출금액 및 추이



자료: KITA, NH투자증권 리서치본부 전망

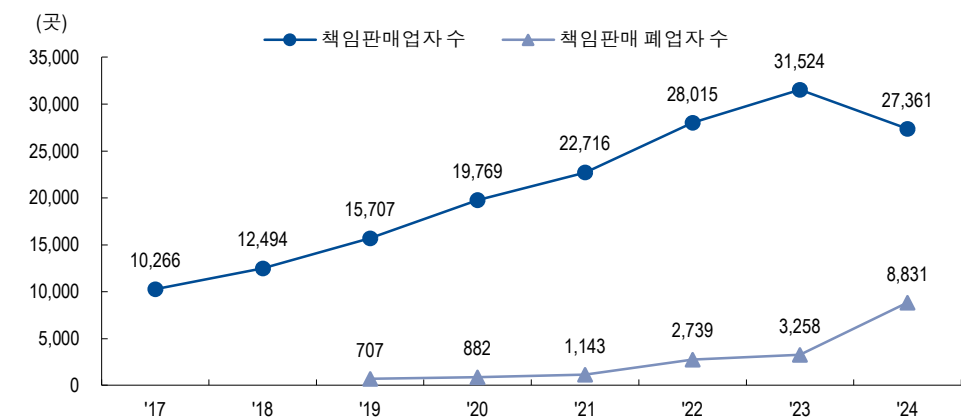
2. 비상장 기업의 실적 시사점

비상장 기업의 실적 시사점 도출

수출로 구성된 글로벌 영역에서 K-뷰티 체력은 강건하나, 국내는 상황이 녹록지만은 않다. 2024년 국내 화장품 책임판매업자 수는 27,361개로 전년 대비 13% 감소했고, 폐업자 수는 8,831개로 폐업률(해당연도 폐업건수/전년도 업체수)은 28%에 달했다. 줄곧 증가하던 브랜드 수가 처음 감소세를 보인 것이다. 브랜드 간 희비가 엇갈리는 국면이다. 결국 마케팅과 제품력 측면에서의 우위 선점이나, 해외 매출처 다변화만이 메가 브랜드로 거듭날 수 있는 방안이다.

이에 당사는 비상장 기업을 포함한 브랜드 기업 24개사와 ODM(제조사개발생산)/부자재 기업 13개사의 최근 실적 변화를 점검하고, 시사점을 도출하고자 한다.

그림3. 국내 화장품 책임판매업자 수 추이 - 2024년 처음 감소 기록



자료: 식품의약품안전처, NH투자증권 리서치본부

**1) 브랜드 업체들:
경쟁 심화로 인한
국내 마진 하락**

브랜드 기업들의 경우 1)지난 2년간 특정 채널(H&B 채널)과 지역(미국, 일본) 노출도에 따라 매출 성장률 차별화가 심화되고 있고, 2)대체로 매출총이익률에 비해 영업이익률이 하락한 점으로 미루어 볼 때, 향후 업계 전반의 투자 및 경쟁 비용 상승이 실적 개선세를 다소 제한할 가능성이 있다.

대부분 브랜드 기업들이 두 자릿수 성장률을 기록하고 있는 점은 고무적이나, 2023년 대비 2024년 매출액 성장률은 둔화되는 모습이다. 그 중 비상장사 티르티르, 포컴퍼니, 투쿨포스쿨, 와이어트, 정샘물뷰티, 상장사 아모레퍼시픽, 에이피알, 달바글로벌, 브이티는 전년비 높은 외형 성장을 거두었다. 해외 수출 판로 개척, 카테고리 다변화, 적극적인 M&A 등이 주효했다고 판단한다.

흥미로운 점은 2024년 매출총이익률이 대체로 개선된 가운데, 매출액 성장률이 높았던 기업들도 상당수 영업이익률 하락을 경험했다는 것이다. 과거 대비 글로벌 수출 규모가 늘고, 이에 매입 경쟁력이 생기면서 매출총이익률은 상승 추세다. 그러나 브랜드 기업 특성상 설비 투자보다는 마케팅과 인력 투자 증가에 따른 고정비 상승과 경쟁 비용 증가가 영업이익률 하락의 주요인으로 분석된다. 최근 비용 상승은 국내 사업 경쟁 심화의 이면이자 앞으로 특정 채널이나 브랜드 경쟁력이 단기간에 급변하기 쉽지 않음을 시사한다.

표1. 화장품 브랜드 업종 매출성장률, 매출총이익률, 영업이익률, 투자활동현금흐름 추이

(단위: % y-y, %, 십억원)

기업명	매출성장률(% y-y)				매출총이익률(%)			
	2021	2022	2023	2024	2021	2022	2023	2024
티르티르	12.9	165.6	35.4	63.4	64.7	67.1	57.4	61.3
코스알엑스	53.7	65.7	137.9	21.3	59.2	71.6	72.9	70.1
고운세상코스메틱	13.6	11.6	0.7	16.1	61.3	62.3	59.0	55.9
씨엠에스랩	23.9	13.9	31.6	16.3	66.7	67.9	70.1	66.3
포컴퍼니	7.8	11.6	16.1	40.6	67.9	70.0	57.6	59.2
아로마티카	40.9	36.8	24.0	18.1	61.1	66.9	66.7	66.1
더파운더즈	-	92.5	148.6	-	65.0	67.2	70.0	-
투쿨포스쿨	-12.9	-30.3	14.9	34.8	54.4	51.1	52.3	47.8
에프앤코	28.1	1.2	29.2	27.1	65.2	63.4	61.2	59.5
와이어트	351.6	-6.6	11.2	47.1	70.3	69.4	60.7	63.0
구다이글로벌	-	-	237.8	132.0	-	54.8	58.1	64.7
토리든	-	-	-	176.3	-	-	55.6	61.3
더샘인터내셔널	-7.5	2.3	19.8	15.9	51.4	48.3	49.2	48.2
정샘물뷰티	76.5	35.5	52.0	56.8	67.3	69.4	72.8	72.6
어뮤즈	-	-	57.6	41.4	-	72.3	64.0	64.9
비나우	-	-	92.6	133.6	-	72.1	65.3	67.8
이즈엔트리	-	-	-	77.3	-	-	65.8	65.7
LG생활건강	3.1	-11.2	-5.3	0.1	62.4	55.9	53.3	52.3
아모레퍼시픽	9.7	-15.0	-11.2	5.8	72.0	67.7	68.6	70.7
클리오	6.7	17.1	21.3	6.3	48.3	49.5	50.2	48.8
브이티	111.2	5.9	23.0	46.1	42.0	43.7	47.3	55.4
에이피알	17.8	53.5	31.7	38.0	72.4	73.3	75.5	75.2
달바글로벌	-	109.8	38.2	53.9	70.1	72.6	73.1	75.8
아이패밀리에스씨	-9.6	19.2	74.2	37.8	40.4	38.7	36.6	35.8

기업명	영업이익률(%)				투자활동현금흐름(십억원)			
	2021	2022	2023	2024	2021	2022	2023	2024
티르티르	12.1	15.9	17.1	14.3	2.6	-1.2	-3.5	1.7
코스알엑스	18.4	25.0	33.2	30.0	5.7	17.5	-12.0	22.9
고운세상코스메틱	14.9	15.8	14.8	12.9	6.3	8.1	44.6	9.6
씨엠에스랩	7.0	3.2	8.7	4.3	-0.8	0.1	0.7	1.6
포컴퍼니	-12.9	1.9	13.7	3.0	0.1	3.9	5.7	2.9
아로마티카	-19.5	1.1	7.4	10.7	9.0	-0.5	-0.5	-0.1
더파운더즈	26.6	16.3	27.9	-	10.6	-7.2	4.5	-
투쿨포스쿨	9.9	-5.9	-12.0	1.6	-1.2	0.4	0.4	0.5
에프앤코	13.0	9.9	14.3	13.9	20.5	-26.1	27.4	-11.2
와이어트	-10.9	-6.8	11.5	2.4	45.1	-45.3	40.9	-36.9
구다이글로벌	-	34.4	49.4	43.5	-	26.2	37.6	305.6
토리든	-	-	14.6	28.0	-	-	2.2	14.9
더샘인터내셔널	0.9	5.8	9.1	7.8	-0.4	-0.4	0.8	0.9
정샘물뷰티	7.8	19.0	21.6	10.9	-2.7	6.3	5.5	4.0
어뮤즈	-	1.3	4.9	2.9	-	6.2	1.3	-3.3
비나우	-	20.8	20.9	28.2	-	2.9	3.1	7.4
이즈엔트리	-	-	30.5	24.2	-	-	3.9	-4.5
LG생활건강	15.9	9.9	7.2	6.7	465.1	197.4	140.8	152.2
아모레퍼시픽	7.1	5.2	2.9	5.7	708.4	68.5	186.2	312.2
클리오	6.0	6.6	10.2	7.0	50.6	1.6	33.2	-60.3
브이티	11.6	9.8	15.4	25.7	-12.1	23.5	-1.8	105.8
에이피알	5.5	9.9	19.9	17.0	7.2	9.1	28.3	109.7
달바글로벌	3.5	10.1	16.2	19.4	1.5	-1.3	0.2	1.8
아이패밀리에스씨	7.8	11.1	16.1	16.4	10.8	26.2	0.0	-14.5

주: 감사보고서 기준; 자료: 각사, NH투자증권 리서치본부

표2. 주요 비상장 인디 브랜드 실적 및 특징 정리

실적 추이	(십억원) 매출액(좌) 성장률(우) (% y-y) <table><tr><th>연도</th><th>'20</th><th>'21</th><th>'22</th><th>'23</th><th>'24</th></tr><tr><td>매출액(좌)</td><td>36</td><td>53</td><td>46</td><td>57</td><td>102</td></tr><tr><td>성장률(우)</td><td>-</td><td>53</td><td>-13</td><td>21</td><td>70</td></tr></table>	연도	'20	'21	'22	'23	'24	매출액(좌)	36	53	46	57	102	성장률(우)	-	53	-13	21	70	(십억원) 매출액(좌) 성장률(우) (% y-y) <table><tr><th>연도</th><th>'20</th><th>'21</th><th>'22</th><th>'23</th><th>'24</th></tr><tr><td>매출액(좌)</td><td>41</td><td>47</td><td>124</td><td>166</td><td>274</td></tr><tr><td>성장률(우)</td><td>-</td><td>13</td><td>166</td><td>35</td><td>63</td></tr></table>	연도	'20	'21	'22	'23	'24	매출액(좌)	41	47	124	166	274	성장률(우)	-	13	166	35	63	(십억원) 매출액(좌) 성장률(우) (% y-y) <table><tr><th>연도</th><th>'20</th><th>'21</th><th>'22</th><th>'23</th><th>'24</th></tr><tr><td>매출액(좌)</td><td>80</td><td>123</td><td>204</td><td>486</td><td>590</td></tr><tr><td>성장률(우)</td><td>-</td><td>54</td><td>66</td><td>138</td><td>21</td></tr></table>	연도	'20	'21	'22	'23	'24	매출액(좌)	80	123	204	486	590	성장률(우)	-	54	66	138	21
연도	'20	'21	'22	'23	'24																																																				
매출액(좌)	36	53	46	57	102																																																				
성장률(우)	-	53	-13	21	70																																																				
연도	'20	'21	'22	'23	'24																																																				
매출액(좌)	41	47	124	166	274																																																				
성장률(우)	-	13	166	35	63																																																				
연도	'20	'21	'22	'23	'24																																																				
매출액(좌)	80	123	204	486	590																																																				
성장률(우)	-	54	66	138	21																																																				
기업명	서린컴퍼니	티르티르	코스알엑스																																																						
브랜드	라운드랩	TIRTIR	COSRX																																																						
특징	2017년 말 설립된 스킨케어 브랜드 올리브영 내 대표 상품으로 독도 토너, 자작나무 선크림 등이 있음	2017년 설립된 코스메틱 브랜드 기존 일본, 싱가포르에서 미국까지 시장을 확장 중이며 국내 최초로 아마존 전체 뷰티 카테고리 1위 달성 제품 보유	2013년 설립된 스킨케어 브랜드 미국, 유럽, 중국 등 52여개국 진출 아모레퍼시픽이 2023년 지분 추가 인수하며 자회사로 편입																																																						

실적 추이	(십억원) 매출액(좌) 성장률(우) (% y-y) <table><tr><th>연도</th><th>'20</th><th>'21</th><th>'22</th><th>'23</th><th>'24</th></tr><tr><td>매출액(좌)</td><td>156</td><td>177</td><td>197</td><td>198</td><td>230</td></tr><tr><td>성장률(우)</td><td>-</td><td>14</td><td>12</td><td>1</td><td>16</td></tr></table>	연도	'20	'21	'22	'23	'24	매출액(좌)	156	177	197	198	230	성장률(우)	-	14	12	1	16	(십억원) 매출액(좌) 성장률(우) (% y-y) <table><tr><th>연도</th><th>'20</th><th>'21</th><th>'22</th><th>'23</th><th>'24</th></tr><tr><td>매출액(좌)</td><td>37</td><td>46</td><td>52</td><td>68</td><td>79</td></tr><tr><td>성장률(우)</td><td>-</td><td>24</td><td>14</td><td>32</td><td>16</td></tr></table>	연도	'20	'21	'22	'23	'24	매출액(좌)	37	46	52	68	79	성장률(우)	-	24	14	32	16	(십억원) 매출액(좌) 성장률(우) (% y-y) <table><tr><th>연도</th><th>'20</th><th>'21</th><th>'22</th><th>'23</th><th>'24</th></tr><tr><td>매출액(좌)</td><td>43</td><td>46</td><td>52</td><td>60</td><td>85</td></tr><tr><td>성장률(우)</td><td>-</td><td>8</td><td>12</td><td>16</td><td>41</td></tr></table>	연도	'20	'21	'22	'23	'24	매출액(좌)	43	46	52	60	85	성장률(우)	-	8	12	16	41
연도	'20	'21	'22	'23	'24																																																				
매출액(좌)	156	177	197	198	230																																																				
성장률(우)	-	14	12	1	16																																																				
연도	'20	'21	'22	'23	'24																																																				
매출액(좌)	37	46	52	68	79																																																				
성장률(우)	-	24	14	32	16																																																				
연도	'20	'21	'22	'23	'24																																																				
매출액(좌)	43	46	52	60	85																																																				
성장률(우)	-	8	12	16	41																																																				
기업명	고운세상코스메틱	씨엠에스랩	포컴퍼니																																																						
브랜드	Dr.G, 비비드로우	셀퓨전씨, 수이스킨	Abib(아비브), NAMING(네이밍)																																																						
특징	2000년 설립된 더마코스메틱 기업 일본, 베트남 시장 중심으로 입점 매장 수 확대 중	2002년 설립된 더마코스메틱 기업 피부과 치료 이후 사용하는 제품으로 B2B 점유율 상승, 2016년 C2C 선택어 제품 출시해 인지도 향상	2016년 설립된 스킨케어 전문 기업 올리브영의 인큐베이팅과 아비브의 제품 개발이 시너지 창출 중국, 일본, 태국 등 30개국 진출																																																						

실적 추이	(십억원) 매출액(좌) 성장률(우) (% y-y) <table><tr><th>연도</th><th>'20</th><th>'21</th><th>'22</th><th>'23</th><th>'24</th></tr><tr><td>매출액(좌)</td><td>19</td><td>26</td><td>36</td><td>45</td><td>53</td></tr><tr><td>성장률(우)</td><td>-</td><td>41</td><td>37</td><td>24</td><td>18</td></tr></table>	연도	'20	'21	'22	'23	'24	매출액(좌)	19	26	36	45	53	성장률(우)	-	41	37	24	18	(십억원) 매출액(좌) 성장률(우) (% y-y) <table><tr><th>연도</th><th>'21</th><th>'22</th><th>'23</th></tr><tr><td>매출액(좌)</td><td>30</td><td>58</td><td>143</td></tr><tr><td>성장률(우)</td><td>-</td><td>92</td><td>149</td></tr></table>	연도	'21	'22	'23	매출액(좌)	30	58	143	성장률(우)	-	92	149	(십억원) 매출액(좌) 성장률(우) (% y-y) <table><tr><th>연도</th><th>'21</th><th>'22</th><th>'23</th><th>'24</th></tr><tr><td>매출액(좌)</td><td>69</td><td>145</td><td>201</td><td>309</td></tr><tr><td>성장률(우)</td><td>-</td><td>110</td><td>38</td><td>54</td></tr></table>	연도	'21	'22	'23	'24	매출액(좌)	69	145	201	309	성장률(우)	-	110	38	54
연도	'20	'21	'22	'23	'24																																											
매출액(좌)	19	26	36	45	53																																											
성장률(우)	-	41	37	24	18																																											
연도	'21	'22	'23																																													
매출액(좌)	30	58	143																																													
성장률(우)	-	92	149																																													
연도	'21	'22	'23	'24																																												
매출액(좌)	69	145	201	309																																												
성장률(우)	-	110	38	54																																												
기업명	아로마티카	더파운더즈	달바글로벌																																													
브랜드	아로마티카	ANUA(아누아), 프롬랩스 등	d'Alba(달바)																																													
특징	2001년 설립된 국내 1세대 비건 뷰티 브랜드 헤어케어, 바디케어 제품을 주력으로 판매	2017년 설립된 멀티 브랜드 기업 아누아 2024년 아마존 프라임데이 뷰티 카테고리 1위 달성 아누아 매출의 약 68% 해외에서 발생	2016년 설립된 비건 뷰티 브랜드 한국콜마홀딩스, 2020년 지분 4.6% 취득 (2024년 말 2.05% → 달바글로벌 공모 후 1.95%)																																													

주: 감사보고서 기준

자료: 각 사, NH투자증권 리서치본부 정리

표3. 주요 비상장 인디 브랜드 실적 및 특징 정리

실적 추이	(십억원) 매출액(좌) 성장률(우) (% y-y) <table><tr><th>연도</th><th>매출액(좌)</th><th>성장률(우) (% y-y)</th></tr><tr><td>'20</td><td>81</td><td>-</td></tr><tr><td>'21</td><td>71</td><td>-13</td></tr><tr><td>'22</td><td>49</td><td>-30</td></tr><tr><td>'23</td><td>56</td><td>15</td></tr><tr><td>'24</td><td>76</td><td>35</td></tr></table>	연도	매출액(좌)	성장률(우) (% y-y)	'20	81	-	'21	71	-13	'22	49	-30	'23	56	15	'24	76	35	(십억원) 매출액(좌) 성장률(우) (% y-y) <table><tr><th>연도</th><th>매출액(좌)</th><th>성장률(우) (% y-y)</th></tr><tr><td>'20</td><td>91</td><td>-</td></tr><tr><td>'21</td><td>117</td><td>28</td></tr><tr><td>'22</td><td>118</td><td>1</td></tr><tr><td>'23</td><td>153</td><td>29</td></tr><tr><td>'24</td><td>195</td><td>27</td></tr></table>	연도	매출액(좌)	성장률(우) (% y-y)	'20	91	-	'21	117	28	'22	118	1	'23	153	29	'24	195	27	(십억원) 매출액(좌) 성장률(우) (% y-y) <table><tr><th>연도</th><th>매출액(좌)</th><th>성장률(우) (% y-y)</th></tr><tr><td>'20</td><td>14</td><td>-</td></tr><tr><td>'21</td><td>62</td><td>352</td></tr><tr><td>'22</td><td>58</td><td>-7</td></tr><tr><td>'23</td><td>65</td><td>11</td></tr><tr><td>'24</td><td>95</td><td>47</td></tr></table>	연도	매출액(좌)	성장률(우) (% y-y)	'20	14	-	'21	62	352	'22	58	-7	'23	65	11	'24	95	47
연도	매출액(좌)	성장률(우) (% y-y)																																																							
'20	81	-																																																							
'21	71	-13																																																							
'22	49	-30																																																							
'23	56	15																																																							
'24	76	35																																																							
연도	매출액(좌)	성장률(우) (% y-y)																																																							
'20	91	-																																																							
'21	117	28																																																							
'22	118	1																																																							
'23	153	29																																																							
'24	195	27																																																							
연도	매출액(좌)	성장률(우) (% y-y)																																																							
'20	14	-																																																							
'21	62	352																																																							
'22	58	-7																																																							
'23	65	11																																																							
'24	95	47																																																							
기업명	투쿨포스쿨																																																								
브랜드	투쿨포스쿨, TAG(태그)																																																								
특징	2010년 설립된 화장품 브랜드 기업. 대표 스테디셀러 제품인 바이로딩 쉐딩, 현지 대형 바라이어티숍 중심으로 일본 유통망 확대 중																																																								

실적 추이	(십억원) 매출액(좌) 성장률(우) (% y-y) <table><tr><th>연도</th><th>매출액(좌)</th><th>성장률(우) (% y-y)</th></tr><tr><td>'22</td><td>41</td><td>-</td></tr><tr><td>'23</td><td>140</td><td>238</td></tr><tr><td>'24</td><td>324</td><td>132</td></tr></table>	연도	매출액(좌)	성장률(우) (% y-y)	'22	41	-	'23	140	238	'24	324	132	(십억원) 매출액(좌) 성장률(우) (% y-y) <table><tr><th>연도</th><th>매출액(좌)</th><th>성장률(우) (% y-y)</th></tr><tr><td>'23</td><td>67</td><td>-</td></tr><tr><td>'24</td><td>186</td><td>176</td></tr></table>	연도	매출액(좌)	성장률(우) (% y-y)	'23	67	-	'24	186	176	(십억원) 매출액(좌) 성장률(우) (% y-y) <table><tr><th>연도</th><th>매출액(좌)</th><th>성장률(우) (% y-y)</th></tr><tr><td>'20</td><td>55</td><td>-</td></tr><tr><td>'21</td><td>51</td><td>-7</td></tr><tr><td>'22</td><td>52</td><td>2</td></tr><tr><td>'23</td><td>62</td><td>20</td></tr><tr><td>'24</td><td>72</td><td>16</td></tr></table>	연도	매출액(좌)	성장률(우) (% y-y)	'20	55	-	'21	51	-7	'22	52	2	'23	62	20	'24	72	16
연도	매출액(좌)	성장률(우) (% y-y)																																								
'22	41	-																																								
'23	140	238																																								
'24	324	132																																								
연도	매출액(좌)	성장률(우) (% y-y)																																								
'23	67	-																																								
'24	186	176																																								
연도	매출액(좌)	성장률(우) (% y-y)																																								
'20	55	-																																								
'21	51	-7																																								
'22	52	2																																								
'23	62	20																																								
'24	72	16																																								
기업명	구다이글로벌																																									
브랜드	조선미녀 등																																									
특징	2016년 설립된 화장품 제조, 판매 기업 2024년 티르티르, 라카 등의 기업들 인수 공격적 M&A를 통해 외형 성장 이루어내는 중																																									

실적 추이	(십억원) 매출액(좌) 성장률(우) (% y-y) <table><tr><th>연도</th><th>매출액(좌)</th><th>성장률(우) (% y-y)</th></tr><tr><td>'20</td><td>19</td><td>-</td></tr><tr><td>'21</td><td>34</td><td>76</td></tr><tr><td>'22</td><td>47</td><td>36</td></tr><tr><td>'23</td><td>71</td><td>52</td></tr><tr><td>'24</td><td>111</td><td>57</td></tr></table>	연도	매출액(좌)	성장률(우) (% y-y)	'20	19	-	'21	34	76	'22	47	36	'23	71	52	'24	111	57	(십억원) 매출액(좌) 성장률(우) (% y-y) <table><tr><th>연도</th><th>매출액(좌)</th><th>성장률(우) (% y-y)</th></tr><tr><td>'22</td><td>23</td><td>-</td></tr><tr><td>'23</td><td>37</td><td>58</td></tr><tr><td>'24</td><td>52</td><td>41</td></tr></table>	연도	매출액(좌)	성장률(우) (% y-y)	'22	23	-	'23	37	58	'24	52	41	(십억원) 매출액(좌) 성장률(우) (% y-y) <table><tr><th>연도</th><th>매출액(좌)</th><th>성장률(우) (% y-y)</th></tr><tr><td>'23</td><td>35</td><td>-</td></tr><tr><td>'24</td><td>62</td><td>77</td></tr></table>	연도	매출액(좌)	성장률(우) (% y-y)	'23	35	-	'24	62	77
연도	매출액(좌)	성장률(우) (% y-y)																																								
'20	19	-																																								
'21	34	76																																								
'22	47	36																																								
'23	71	52																																								
'24	111	57																																								
연도	매출액(좌)	성장률(우) (% y-y)																																								
'22	23	-																																								
'23	37	58																																								
'24	52	41																																								
연도	매출액(좌)	성장률(우) (% y-y)																																								
'23	35	-																																								
'24	62	77																																								
기업명	정샘물뷰티																																									
브랜드	정샘물, 비긴스 등																																									
특징	2014년 설립된 코스메틱 브랜드 '투명 메이크업' 창시자인 유명 메이크업 아티스트 정샘물이 론칭한 브랜드 태국을 시작으로 15여개국에 진출																																									

실적 추이	(십억원) 매출액(좌) 성장률(우) (% y-y) <table><tr><th>연도</th><th>매출액(좌)</th><th>성장률(우) (% y-y)</th></tr><tr><td>'22</td><td>23</td><td>-</td></tr><tr><td>'23</td><td>37</td><td>58</td></tr><tr><td>'24</td><td>52</td><td>41</td></tr></table>	연도	매출액(좌)	성장률(우) (% y-y)	'22	23	-	'23	37	58	'24	52	41	(십억원) 매출액(좌) 성장률(우) (% y-y) <table><tr><th>연도</th><th>매출액(좌)</th><th>성장률(우) (% y-y)</th></tr><tr><td>'23</td><td>35</td><td>-</td></tr><tr><td>'24</td><td>62</td><td>77</td></tr></table>	연도	매출액(좌)	성장률(우) (% y-y)	'23	35	-	'24	62	77	
연도	매출액(좌)	성장률(우) (% y-y)																						
'22	23	-																						
'23	37	58																						
'24	52	41																						
연도	매출액(좌)	성장률(우) (% y-y)																						
'23	35	-																						
'24	62	77																						
기업명	어뮤즈																							
브랜드	어뮤즈																							
특징	2017년 설립된 코스메틱 브랜드 2024년 8월 신세계인터내셔널에 피인수 기존 일본·미국 사업 확장과 함께, 동남아, 중동 등 신규 해외 시장도 진출 예정																							

실적 추이	(십억원) 매출액(좌) 성장률(우) (% y-y) <table><tr><th>연도</th><th>매출액(좌)</th><th>성장률(우) (% y-y)</th></tr><tr><td>'23</td><td>35</td><td>-</td></tr><tr><td>'24</td><td>62</td><td>77</td></tr></table>	연도	매출액(좌)	성장률(우) (% y-y)	'23	35	-	'24	62	77		
연도	매출액(좌)	성장률(우) (% y-y)										
'23	35	-										
'24	62	77										
기업명	이즈앤트리											
브랜드	이즈앤트리											
특징	2009년 설립된 클린뷰티 화장품 브랜드 올리브영 입점을 시작으로 40여개국에 수출 중											

주: 감사보고서 기준

자료: 각 사, NH투자증권 리서치본부 정리

2) ODM/부자재 기업: 투자 회수기

ODM/부자재 기업들의 경우 전방 산업의 체력 강화를 반영해 2024년 매출 성장률이 상당했다. 대체로는 투자활동 현금흐름이 최근에 증가한 기업들일수록 매출액 성장률이 양호했다는 점에서 대부분의 성장은 볼륨 확대에 기인한 것으로 분석된다. 이들은 브랜드 업체들과 달리 매출총이익률이 상승하면서 영업이익률도 동시에 레벨 업되는 추세를 보였는데, 비용 증가는 대체로 설비 확대에 기인한 것으로 판단한다. 브랜드 업체들에 비해 매출 성장에 따른 영업이익 개선이라는 레버리지 연결고리가 비교적 유지될 가능성이 높아 보이는 대목이다.

표4. 화장품 ODM 업종 매출성장률, 매출총이익률, 영업이익률, 투자활동현금흐름 추이

(단위: % y-y, %, 십억원)

기업명	매출성장률(% y-y)				매출총이익률(%)			
	2021	2022	2023	2024	2021	2022	2023	2024
코스맥스	15.1	0.5	11.1	21.9	17.4	12.8	16.5	19.3
한국콜마	20.0	17.6	15.5	13.8	27.0	25.1	26.8	28.5
코스메카코리아	16.9	0.7	17.9	11.4	18.4	16.3	22.8	23.8
잉글우드랩	17.2	-5.8	36.5	-11.9	21.5	17.1	23.1	21.2
씨앤씨인터내셔널	1.9	43.1	68.7	28.4	11.1	21.4	22.1	16.2
한국화장품제조	12.8	6.6	20.2	18.6	13.7	14.3	19.1	24.0
펄텍코리아	12.8	6.6	20.2	18.6	22.2	20.6	21.5	22.5
연우	14.3	-18.2	0.5	16.5	17.1	9.8	10.2	11.3
에스엠씨지	23.8	26.1	18.1	46.0	14.8	15.2	15.1	15.3
대봉엘에스	8.8	12.7	-6.3	7.2	28.4	26.7	24.5	28.5
제닉	-8.8	-18.1	-10.7	77.8	18.0	8.6	11.5	23.3
삼화플라스틱	20.6	23.2	12.4	14.3	11.2	10.7	9.5	8.3
엔코스	26.1	-6.2	30.5	55.7	15.4	15.5	17.7	20.9

기업명	영업이익률(%)				투자활동현금흐름(십억원)			
	2021	2022	2023	2024	2021	2022	2023	2024
코스맥스	7.7	3.3	6.5	8.1	143.7	31.3	104.5	160.0
한국콜마	5.3	3.9	6.3	7.9	283.0	145.2	155.7	205.2
코스메카코리아	5.1	2.6	10.4	11.5	8.5	10.4	22.1	52.6
잉글우드랩	10.5	6.5	14.0	10.3	2.2	4.2	7.7	8.4
씨앤씨인터내셔널	2.5	13.4	14.6	10.2	43.6	-34.4	37.7	49.9
한국화장품제조	-1.1	4.2	8.3	15.9	1.3	4.3	-1.7	0.6
펄텍코리아	11.8	11.2	12.4	14.3	10.6	12.9	38.3	54.9
연우	10.4	0.5	-0.1	0.3	26.1	10.1	8.2	3.4
에스엠씨지	5.7	7.9	7.4	8.2	5.2	15.3	2.2	4.6
대봉엘에스	11.7	8.7	4.3	9.6	16.1	21.8	2.2	30.6
제닉	-10.3	-10.1	-14.3	12.1	-12.1	3.9	-1.8	1.5
삼화플라스틱	6.8	7.4	6.7	5.8	9.8	6.1	2.3	0.6
엔코스	1.3	-0.9	1.6	9.2	4.9	1.9	-1.7	3.1

주: 감사보고서 기준

자료: 각 사, NH투자증권 리서치본부

III. 브랜드 X 제조 시너지 CASE STUDY

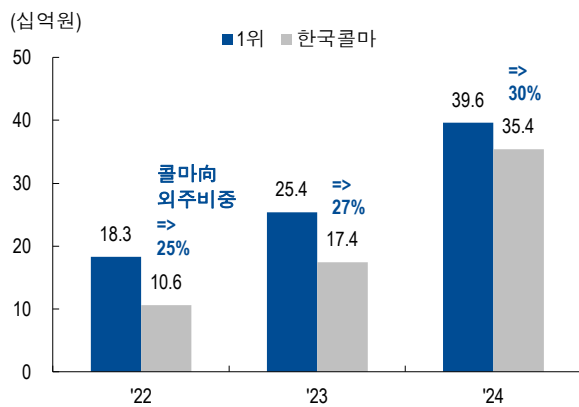
1. 달바 X 한국콜마

달바와 콜마

앞서 언급한 대로 브랜드&ODM사와의 시너지 창출 사례 CASE가 늘어나고 있으며, 최근 소비 트렌드가 긍정적인 브랜드사의 사례를 분석해 보았다.

달바글로벌의 경우, 2024년 한국콜마向 외주금액은 354억원(+103% y-y)으로 전체의 30%를 차지한다. 이는 해외 직수출을 제외한 한국콜마 별도 매출의 3.5%에 해당한다. 한국콜마가 생산하는 달바의 대표 제품은 크림과 선크림으로 파악된다. 특히, 달바의 스테디셀러인 선크림은 한국콜마의 Sun 관련 R&D 시너지가 가장 잘 발현된 제품이라고 볼 수 있다. 달바 브랜드는 여전히 미스트 제품군의 의존도가 높는데, 중장기적으로 SKU 확대나 글로벌 물량 확보, 지역별 아이템 추가 등의 수혜가 예상된다.

그림4. 달바글로벌 외주사 비중 추이



자료: 달바글로벌, NH투자증권 리서치본부

그림5. 한국콜마 생산 달바 제품 - 비건 워터풀 마일드 선크림



자료: 달바글로벌, NH투자증권 리서치본부

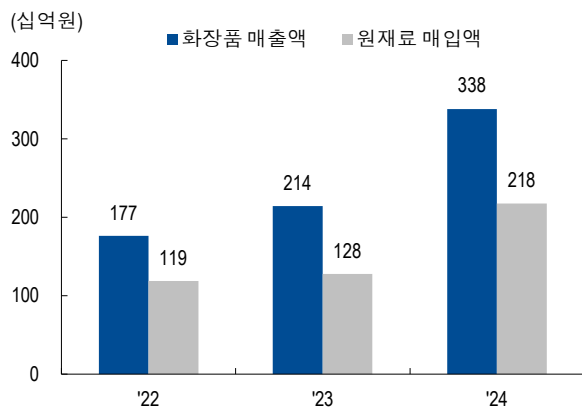
2. 메디큐브 & 롬앤 X 코스맥스

메디큐브, 롬앤과 코스맥스

에이피알의 경우, 상장 이전 노디너리라는 비상장 제조사에 지분 투자를 단행하기도 했다. 이는 그만큼 브랜드와 ODM사의 시너지가 중요함을 방증한다. 2024년 에이피알의 화장품 매출액은 3,384억원(+58% y-y)을 기록했다. 지난해부터 메디큐브가 고성장하면서 SKU 확장과 글로벌 진출 가속화 단계에 있는 만큼 코스맥스와의 협업도 늘고 있다. 해외 직수출을 제외한 코스맥스 별도 매출의 4% 내외로 추산되며, 동사는 1분기를 기점으로 코스맥스의 TOP 5 내외 거래선이 될 것으로 예상된다.

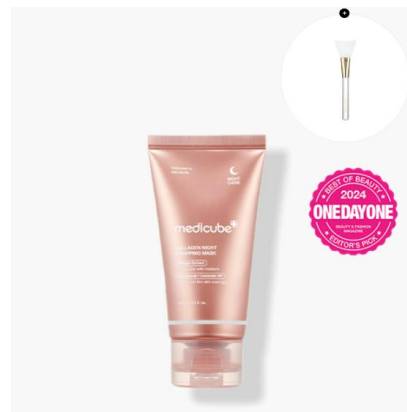
아이패밀리에스씨의 경우, 2024년 주요 외주사인 코스맥스向 외주 비중은 전체의 66%에 달하며, 해외 직수출을 제외한 코스맥스 별도 매출의 10%가량으로 추산된다. 립 제품은 트렌드에 가장 민감하게 반응하는 카테고리다 보니, 즉각적인 반응 생산이 중요하다. 2024년 코스맥스의 기초와 색조 매출 비중은 각각 54%, 46%이며, 1위 제조사로서 안정적인 포트폴리오를 구축한 점이 돋보인다.

그림6. 에이피알 화장품 매출액 및 전사 원재료 매입액 추이



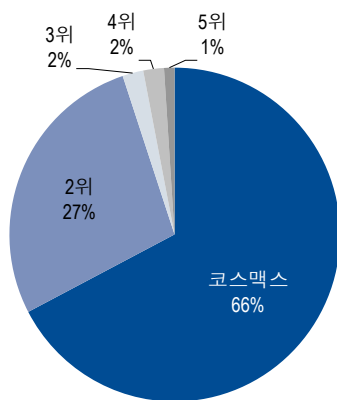
자료: 에이피알, NH투자증권 리서치본부

그림7. 코스맥스 생산 에이피알 제품 - 콜라겐 랩핑 마스크



자료: 에이피알, NH투자증권 리서치본부

그림8. 아이패밀리에스씨 외주사 비중 추이



자료: 아이패밀리에스씨, NH투자증권 리서치본부

그림9. 코스맥스 생산 롬앤 제품 - 더 juicy 래스팅 틴트



자료: 아이패밀리에스씨, NH투자증권 리서치본부

IV. ODM사 증설 현황 점검

1. 국내외 안정적 생산능력 확보

**국내: 2024~2025년
투자 회수기**
**해외: 2026~2027년
투자 회수기**

한국 화장품 ODM/부자재 기업들의 CAPA(생산 가능 수량)는 2022년부터 대체로 증가 해왔으며, 2025년부터 2027년까지 국내외 CAPA를 지속적으로 확대할 전망이다. 지난해는 성수기 가동률이 최대치에 근접하며 외주 가공, 계열사 생산공장을 활용하기도 했지만, 자동화시설 배치와 소규모 증설을 진행한 결과 국내 법인은 생산 여력을 확보할 수 있었고, 이에 생산성 역시 제고될 전망이다. 따라서 국내 법인은 2024~2025년 진행한 증설에 대한 투자 회수기에 진입할 것으로 예상된다. 해외 법인의 경우, 중국에 대한 대규모 투자는 마무리되었다. 코스맥스는 인도네시아와 태국 중심의 한 동남아 생산시설 확충을, 한국콜마는 미국 2공장 가동을 통해 글로벌 고객사 오더를 흡수할 전망이다. 따라서 향후 5년간 한국 화장품 제조의 글로벌 시장 점유율은 상승할 가능성이 높다.

표5. 화장품 ODM/부자재 기업 CAPA 확대 현황 및 계획 정리

구분	기업	생산공장	확대 규모	비고
화장품 ODM	코스맥스	중국 (JV)	+1억개 (최대 +4억개)	- 2023년 8월 Yatsen JV 공장 생산 시작. JV 공장 연간 CAPA 4억개 중 25% 설비만 구축. 기존 중국 연간 CAPA는 상해 7억개, 광저우 3억개
		한국 (평택1, 2공장)	+2억개 내외	- 2023년 말 한국 평택 2공장 준공. 파우더 제형 중심의 증설. 이에 2024년 한국 기존 CAPA 대비 20% 증가해 7.8억개 생산 가능. 평택 1공장은 스킨, 로션, 크림 계열의 기초 제품 생산에 집중. 자동화기기 및 설비 재배치 등을 통해 2025년 말 CAPA 약 10억개까지 확대 예상
		인도네시아 (2공장)	+2억개	- 인도네시아 2공장 250억원 투자. 추후 2공장 관련 창고 등 소규모 투자 남아 있음. 기존 공장 CAPA(2억개) 대비 100% 증가 추정
		태국	+1.2억개	- 태국 2공장 560억원가량 투자. 기존 임차공장 CAPA(1억개) 대비 크게 늘어나 신공장은 2.3억개 생산 가능 추정. 2026년 하반기 완공 예정
	한국콜마	한국 (세종, 부천 공장)	+1억~2억개	- 2023년 세종 부지 및 공장 양수를 통해 2공장 물류센터 전환 마무리. 세종1공장 추가 설비 배치로 2024년 말 연간 CAPA 1억개가량 증가 추산
			+1억개 이상	- 콜마 그룹 계열사 CAPA 흡수를 통해 연간 CAPA 1억개가량 생산 가능
		미국 (2공장)	+2.2억개	- 부천 색조 공장 부지 약 250억원 투자. 추후 설비 등 CAPEX 추가 증가할 수 있음. 2026년 이후 색조 CAPA 증가 추정. 참고로 기존 부천 1공장 연간 CAPA(1억개) 대비 증가할 전망
	씨앤씨인터내셔널	청주 (신공장)	미정	- 미국 2공장 약 500억원 투자. 2025년 2분기 가동 개시. 기초 스킨, OTC 선 제품 주력 생산 계획. 기존 미국 1공장 연간 CAPA는 0.7억개
	코스메카코리아	청주 (임차공장)	미정	- 청주 부지 270억원 투자. 중장기 성장을 위한 생산 CAPA 확대 차원으로 추후 건물, 설비 등 감안 시 CAPEX 추가 증가할 수 있음
	용기	한국(4공장)	면적 기준 40%	- 청주 하이드로겔 마스크팩 전용 임차공장 50억원 투자. 15개 생산라인 추가(하이드로겔 4개 라인 + 기초 화장품 11개 라인)
		부국티엔씨	면적 기준 20%	- 2025년 7월 준공, 4Q25 가동 예정. 기존 부지 면적 대비 40% 수준
				- 2024년 9월 준공, 1Q25 가동 예정. 기존 부지 면적 대비 20% 수준

주: 디자인 CAPA 기준이며, 추후 변동 가능

자료: 각사, NH투자증권 리서치본부 추정

표6. 코스맥스 생산설비에 관한 사항 비교

(단위: 천개, %)

해외 생산 법인명	소재지	생산능력			생산실적			평균 생산 가동률		
		2024	2023	2022	2024	2023	2022	2024	2023	2022
코스맥스(별도)	한국	780,000	649,723	617,339	524,549	404,291	336,364	67%	62%	54%
COSMAX CHINA, INC	상해	692,000	692,000	692,000	390,867	471,488	320,502	56%	68%	46%
COSMAX GUANGZHOU, INC	광저우	306,000	306,000	306,000	112,737	111,406	88,971	37%	36%	29%
COSMAX USA, CORPORATION	미국	98,800	98,800	106,800	55,313	59,916	43,243	56%	61%	40%
NU-WORLD CORPORATION	미국	-	-	115,560	-	-	41,256	-	-	36%
PT COSMAX INDONESIA	인니	210,000	210,000	188,407	66,099	52,409	48,312	31%	25%	26%
YATSEN Biotechnology	중국	342,833	322,295	-	38,699	17,509	-	11%	5%	-

주: 기업별 일일 평균 근무시간 및 교대 횟수 다소 상이

자료: 코스맥스, NH투자증권 리서치본부

표7. 한국콜마 생산설비에 관한 사항 비교

(단위: 천개, %)

해외 생산 법인명	소재지	생산능력			생산실적			평균 생산 가동률		
		2024	2023	2022	2024	2023	2022	2024	2023	2022
한국콜마(별도)	한국	557,827	373,020	373,018	435,048	360,392	307,084	78%	97%	82%
Kolmar Cosmetics (Beijing) Co., Ltd.	북경	18,500	74,000	74,000	1,521	6,122	6,087	8%	8%	8%
Kolmar Cosmetics (Wuxi) Co., Ltd	무석	216,000	216,000	216,000	84,042	82,584	62,336	39%	38%	29%
HK Kolmar USA, LLC.	미국	68,000	68,000	68,000	33,660	20,626	15,145	50%	30%	22%
HK Kolmar Canada, Inc.	캐나다	102,224	102,224	96,099	24,213	43,194	45,039	24%	42%	47%

주: 기업별 일일 평균 근무시간 및 교대 횟수 다소 상이

자료: 한국콜마, NH투자증권 리서치본부

표8. 씨앤씨인터내셔널 생산설비에 관한 사항 비교

(단위: 천개, %)

해외 생산 법인명	소재지	생산능력			생산실적			평균 생산 가동률		
		2024	2023	2022	2024	2023	2022	2024	2023	2022
퍼플카운티	한국	77,000	70,000	53,000	58,000	51,000	38,000	75%	73%	72%
그린카운티	한국	139,000	119,000	77,000	29,000	41,000	24,000	21%	34%	31%
임대공장	한국	81,000	49,000	-	61,000	19,000	-	75%	39%	-
C&C 상해	상해	55,000	55,000	23,000	16,000	25,000	18,000	29%	45%	78%

주: 기업별 일일 평균 근무시간 및 교대 횟수 다소 상이

자료: 씨앤씨인터내셔널, NH투자증권 리서치본부

표9. 코스메카코리아 생산설비에 관한 사항 비교

(단위: 천개, %)

해외 생산 법인명	소재지	생산능력			생산실적			평균 생산 가동률		
		2024	2023	2022	2024	2023	2022	2024	2023	2022
코스메카코리아(별도)	한국	456,889	440,226	423,752	164,232	122,775	175,342	36%	28%	41%
COSMECCA CHINA CO., Ltd.	중국	144,714	141,926	181,108	27,562	36,464	44,291	19%	26%	24%
잉글우드랩(잉글우드랩코리아 포함)	미국	162,585	198,523	144,644	55,800	56,692	62,862	34%	29%	43%

주: 기업별 일일 평균 근무시간 및 교대 횟수 다소 상이

자료: 코스메카코리아, NH투자증권 리서치본부

달바글로벌 (상장예정기업)

날 봐

달바글로벌은 프리미엄 비건 화장품 브랜드 기업. 높은 직접판매 비중과 가격 경쟁력을 보유. 특이점은 한국 다음으로 높은 러시아/CIS 지역 매출. 1분기 역대 최대 실적 기록한 바, '25년 강력한 실적 모멘텀 유효

Analyst 정지윤
02) 768-7705, jiyoony@nhqv.com

프리미엄 비건 브랜드, 매출 5,000억원 고지가 눈앞에

달바글로벌은 2016년 3월 설립된 기업으로 주요 사업은 화장품 판매이며, 이너 뷰티, 뷰티 디바이스, F&B 사업도 영위. 주요 투자 포인트는 1)높은 직접판매 비중과 프리미엄 브랜드로서의 가격 경쟁력 보유, 2)SKU 확장에 따른 업사이드, 3)러시아/CIS 외 글로벌 진출 확대. 이를 바탕으로 수출 모멘텀 이어갈 것

달바글로벌 1분기 잠정실적은 연결 매출액 1,138억원(+72% y-y), 영업이익 301억원(+104% y-y), 영업이익률 26% 기록하며 강력한 실적 모멘텀 보유. 당사는 달바글로벌의 2025년 연결 매출액 4,636억원(+50% y-y), 영업이익 1,000억원(+67% y-y), 영업이익률 21.6%로 추정. 역대 최대 실적 달성 전망

시가총액 1조원 이상에서 거래될 것. 공모가 상단도 저평가

당사는 달바글로벌 주가가 8.7만원~9.2만원, 시가총액 기준으로 1조500억~1조 1,104억원에서 거래될 것으로 전망. 상대가치 밸류에이션으로 산정할 시 12M Fwd 지배순이익에 Target Multiple을 화장품 섹터 12M Fwd PER 15배 ~ 상장 화장품 브랜드 6개사 평균 PER 16배로 적용해 산출

공모가 상단은 시가총액 8,002억원으로 이는 당사의 2025년 지배순이익 추정치 기준 PER 11.2배에 해당. 외형 성장과 확장성을 고려하면, 글로벌 화장품 시장 경쟁 심화를 감안해도 밸류에이션 매력도 높다고 판단

공모자금, M&A, 신제품 개발 및 마케팅 강화에 활용

공모개요는 공모가 54,500~66,300원, 시가총액 6,578억~8,002억원, 공모주식 수 65.4만주(신주 60.4만주, 구주 5만주), 공모금액 하단~상단 356억~434억원. 공모규모는 발행주식 수의 5.4%이며, 즉시 유통가능 주식 비율 32.73%, 단기 유통 물량 출회는 1개월 후 19.0%, 3개월 후 16.2%, 6개월 후 10.71%, 12개월 3.03%로 수급 측면에서 오버행 리스크 존재

공모자금 규모는 356억원(공모가 하단 기준). 이 중 매출대금 및 발행제비용을 제외한 순조달금액 325억원을 향후 3년간(2025년~2027년) M&A 및 해외 유통 관련 SI 투자, 신제품 개발 및 마케팅 강화에 사용할 계획

Not Rated

공모가 밴드 54,500 ~ 66,300원

상장시장 신규상장(KOSPI)
업종 화장품

	하단	상단
공모가 밴드(원)	54,500	66,300
예상 시가총액(십억원)	657.8	800.2
PER Band(배)	9.2	11.2

주식 수
공모 주식수 65.4만주
상장 후 총 주식수 1,206.9만주

상장 일정
공모주관사 미래에셋증권
수요예측일 2025년 4월 28~5월 7일
공모 청약일 2025년 5월 9~5월 12일
상장예정일 2025년 5월 22일

	2022	2023	2024	2025E
매출액	145	201	309	464
증감률		38.3	53.9	50.0
영업이익	15	32	60	100
증감률		122.0	84.4	67.1
영업이익률	10.1	16.2	19.4	21.6
(지배)순이익	1	14	15	71
EPS	-	-	-	5,902
PER	N/A	N/A	N/A	9.2~11.2
PBR	N/A	N/A	N/A	3.1~3.8
부채비율	2,225.9	402.8	33.3	23.7

단위: 십억원, %, 원, 배

주1: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준

주2: 시가총액, PER, PBR은 공모가 기준으로 산출

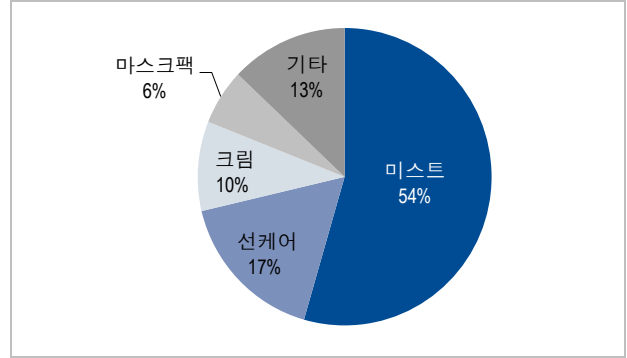
자료: NH투자증권 리서치본부

기업개요

- 달바글로벌은 화장품 제조 및 판매사업을 영위하기 위해 2016년 3월 비모뉴먼트로 설립되었고, 2024년 7월 달바글로벌로 사명을 변경
- 2023년 3월 러시아 자회사, 2024년 7월 일본 자회사, 2024년 12월 미국 자회사를 설립했고, 2024년 9월 시그니처 뷰티 디바이스 제품 론칭
- 브랜드 사업 부문은 크게 1)화장품 d'Alba, 2)건강기능식품 Veganery, 3)디바이스 울셰라 더블샷, 4)F&B 사업 운영

제품 및 매출 비중

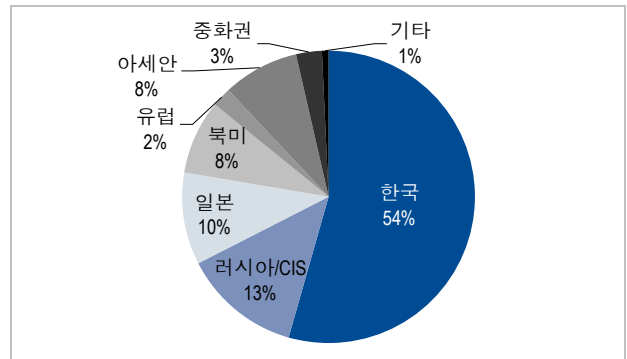
- 2024년 기준 사업 부문별 매출액 비중은 화장품 98.8%, 이너뷰티 0.7%, 미용기기 0.3%, F&B 0.1% 등으로 구성
- 2024년 기준 지역별 매출액 비중은 한국 54%, 러시아/CIS 13%, 일본 10%, 아세안 8%, 북미 8%, 중화권 3%, 유럽 2% 등으로 구성



주: 2024년 화장품 매출 기준; 자료: 달바글로벌, NH투자증권 리서치본부

영업 실적 추이

- 2024년 실적은 매출액 3,091억원(+54% y-y), 영업이익 598억원(+84% y-y, 영업이익률 19.4%) 기록
- 2023년 실적은 매출액 2,008억원(+38% y-y), 영업이익 324억원(+122% y-y, 영업이익률 16.2%) 기록



주: 2024년 기준; 자료: 달바글로벌, NH투자증권 리서치본부

공모 후 주주 현황

(단위: 주, %)

주주		주식 수	비율	보호예수기간
유통 제한 물량	최대주주 등	266,307	2.21	12개월
		1,944,780	16.11	36개월
	기관투자자 등	2,293,824	19.00	1개월
		1,955,709	16.20	3개월
		1,293,136	10.71	6개월
	한국콜마홀딩스	235,200	1.95	12개월
유통 가능 물량	우리사주	130,800	1.08	12개월
	공모주주	523,200	4.33	-
	기타 주주	3,426,709	28.39	-
	합계	12,069,665	100.00	-

자료: 달바글로벌, NH투자증권 리서치본부

달바글로벌 사업부문별 브랜드

화장품	미용기기	이너뷰티	기타(F&B)
브랜드			
d'Alba	d'Alba Signature	Veganery	Truffle di Alba
대표제품			
비건 화장품	시그니처 울셰라 더블샷	비거너리 식물성 콜라겐	파인다이닝 식당

자료: 달바글로벌, NH투자증권 리서치본부

1. 투자 포인트

회사 개요: 비건 브랜드 화장품 기업

달바글로벌은 2016년 3월 화장품 제조 및 판매사업을 영위하기 위해 비모뉴먼트로 설립되었고, 2024년 7월 달바글로벌로 사명을 변경했다. 2023년 3월 러시아 자회사, 2024년 7월 일본 자회사, 2024년 12월 미국 자회사를 설립했고, 2024년 9월 시그니처 뷰티 디바이스 제품을 론칭했다. 사업 부문은 크레 1)프리미엄 비건 화장품 d'Alba, 2) 건강기능식품 Veganery, 3)디바이스 시그니처 울쎄라 더블샷, 4)F&B 사업으로 구분된다. 2024년 사업 부문별 매출은 화장품 98.8%, 이너뷰티 0.7%, 미용기기 0.3%, F&B 0.1% 등으로 구성된다. 2024년 지역별 매출 비중은 한국 54%, 러시아/CIS 13%, 일본 10%, 아세안 8%, 북미 8%, 중화권 3%, 유럽 2% 등으로 구성된다.

1) 높은 직판 비중과 가격 경쟁력 보유

프리미엄 브랜드로서의 가격 경쟁력이 돋보인다. 국내 올리브영 내 유사 카테고리 가격 대를 살펴보면, 20%가량 높은 프리미엄을 인정받고 있다. 또한, 동사는 해외 진출 시 온라인에서 먼저 브랜드력을 높인 후 오프라인 매장으로의 확장을 도모한다. 즉, 충분히 협상력을 높여 고마진 구조 구축이 가능하다. 실제 역직구 판매가 불가능한 인니를 제외하면 대부분 직거래 위주이며, 이에 브랜드 파워가 견고히 유지되고 있다고 판단한다.

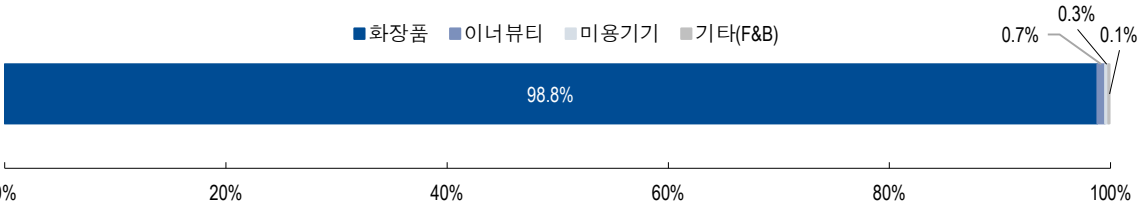
2) 승무원 미스트에서 SKU 확장 국면

2024년 달바 화장품 매출 내 미스트와 선제품 비중은 70%에 달한다. 중장기 글로벌 전략하, 국가별 2(미스트, 선제품)+1 제품 구성, 기존 미스트, 선제품 외에도 비타 시리즈, 아이크림 등 SKU 확장에 따른 외형 성장도 기대 포인트다.

3) 글로벌 시장 진출, 러시아 찍고 세계로

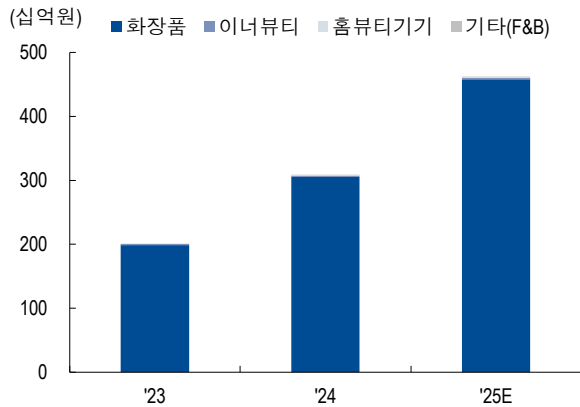
한국 다음으로 매출 비중이 높은 국가가 러시아/CIS 지역인 점도 신선하다. 실제 2024년 러시아 매출액은 404억원(+135% y-y)으로 전사 매출의 13%를 차지했다. 특히, 러시아는 온라인에서 오프라인 매장(리테일러; 골드애플)으로의 확장이 가속화되며 영업이 익률도 31%에 달했다. 러시아에서의 성장 스토리를 바탕으로 2025년은 북미, 일본, 아세안 등 K-뷰티 브랜드가 주로 타깃하는 지역에서의 외형 확장이 두드러질 전망이다.

표1. 주요 브랜드 및 매출 비중

브랜드				
설명	화장품 브랜드 d'Alba는 프리미엄 비건 뷰티를 지향하며, 이탈리아 천연 성분을 활용해 고기능성, 저자극 뷰티 솔루션을 제공	하나의 기기로 복합적인 피부 고민을 해결할 수 있는 올인원 토털 케어 디바이스	프리미엄 비건 이너뷰티 브랜드로, 자연 유래 식물성 성분을 중심으로 한 제품군을 제공	당사 브랜드 홍보 목적의 파인딩 이닝 'Truffle di Alba' 운영
매출 비중	 ■ 화장품 ■ 이너뷰티 ■ 미용기기 ■ 기타(F&B) 98.8% 0.7% 0.3% 0.1%			

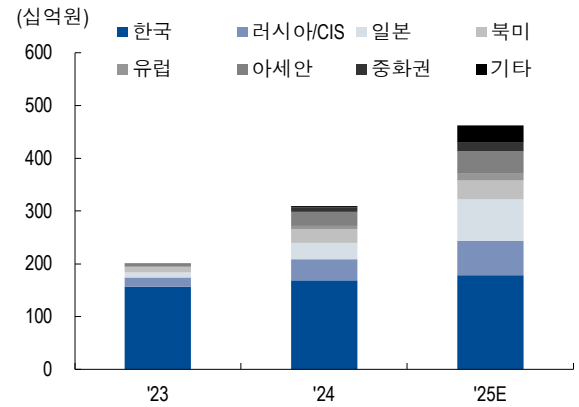
주: 매출 비중은 2024년 기준; 자료: 달바글로벌, NH투자증권 리서치본부

그림1. 달바글로벌 사업 부문별 매출액 추이



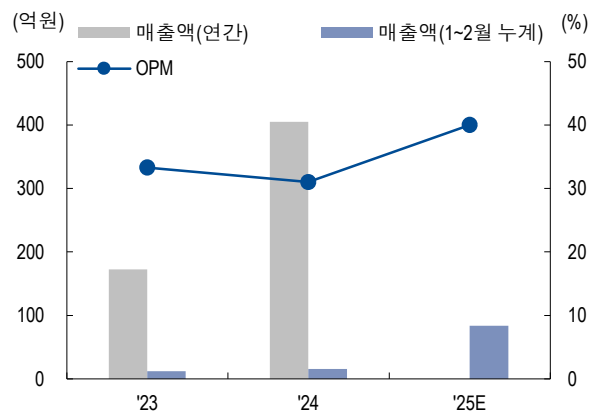
자료: 달바글로벌, NH투자증권 리서치본부

그림2. 달바글로벌 국가별 매출액 추이



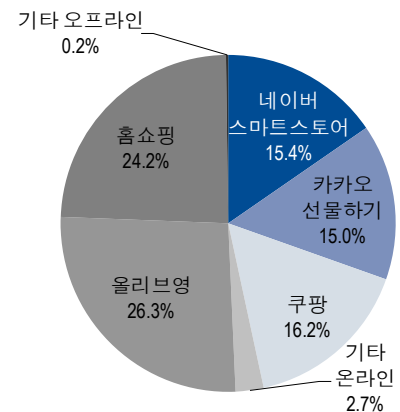
자료: 달바글로벌, NH투자증권 리서치본부

그림3. 달바글로벌 러시아 매출 및 이익률 추이 - 40% 육박



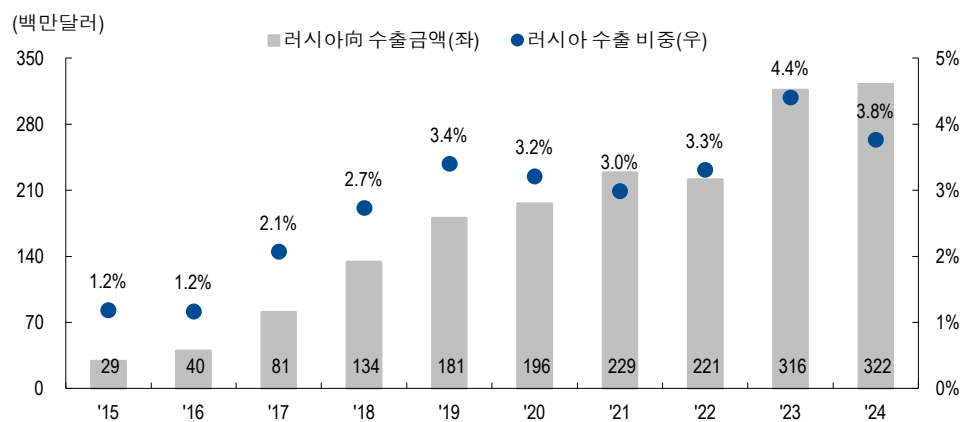
자료: 달바글로벌, NH투자증권 리서치본부

그림4. 국내 채널 매출 비중 - 온라인과 그 외 각각 50%



주: 거래액 기준; 자료: 달바글로벌, NH투자증권 리서치본부

그림5. 한국의 러시아향 화장품 수출금액 및 비중 추이 - 러시아는 한국의 6위 수출국, 4% 비중



자료: KITA, NH투자증권 리서치본부

2. 공모 자금 활용 계획

공모 개요 및 활용 방안

금번 공모를 통해 조달하는 자금 규모는 356억원(공모가 하단 기준)이다. 이 중 매출대금 및 발행제비용을 제외한 순조달금액 325억원을 2025~2027년 향후 3년간 운영자금(146억원), 신제품 개발 자금(34억원) 및 타법인증권 취득자금(145억원)으로 활용할 계획이다.

1) 타법인증권 취득자금 145억원

공모자금 중 약 109억원을 M&A 자금으로 활용할 계획이다. 공모자금에 더해 2024년 연결기준 동사 보유 현금및현금성자산 540억원을 추가 활용하여 적극적인 M&A 및 지분투자를 진행할 계획이다. 스킨케어/색조/뷰티케어 카테고리 내 브랜드 기업을 우선순위로 유의미한 확장이 가능한 기업을 발굴하고 있다. 더불어 제품 개발(R&D, 기획, 제조) 및 판매(마케팅, 물류)의 역량을 강화할 수 있는 회사도 투자 대상으로 고려하고 있다. 145억원 중 사용 계획 자금의 74%를 일정 규모 이상의 사업성이 증명된 브랜드 기업의 소수지분투자에 사용할 계획이다. 잔여 36억원은 영업역량 강화를 위한 전략적 투자금으로 활용할 계획이다. 특히, 해외 유통 및 마케팅 관련 기업가치 1,000억원 미만 기업들을 타깃으로 약 5% 이내의 지분참여를 염두에 두고 있다.

2) 운영자금 146억원

공모자금 중 마케팅, IP 취득, 마케팅 인력 확보에 각각 49억원, 22억원, 74억원을 투입할 계획이다. 인지도와 파급력이 높은 모델 기용, 온라인 퍼포먼스 마케팅, 인플루언서와 협업을 기반으로 한 SNS 마케팅에 노하우를 보유하고 있고, 이를 위해 공모자금 및 자체 보유 자금을 활용할 계획이다. 동사는 프리미엄 브랜드 포지셔닝(비건) 정체성을 기반으로 국내외 다양한 프리미엄 브랜드 및 IP에 대한 투자를 통해 캠페인 활동을 펼쳐왔다. IP 활동의 경우 온라인에 국한되지 않고 호텔, 팝업, 럭셔리 브랜드 콜라버 등 다양한 채널에서의 활동을 통해 충성 고객을 누적해 왔다. 이번 자금 조달을 통해 타 선도 브랜드와의 활동을 강화하고 보다 활발한 IP 투자 및 협업을 통해 브랜드 영향력을 강화하고자 한다. 현재 120여명의 전문 인력을 보유하고 있으며, 이번 자금 조달을 통해 글로벌 영업 및 마케팅 인력을 대폭 확보하고자 한다.

3) 신제품 개발 자금 34억원

공모자금 중 34억원은 신제품 개발에 활용할 계획이다. 신제품 기획 및 론칭을 위해 적극적인 임상을 통해 제품 효과성을 측정 및 검증하고 있다. 또한 스프레이형 세럼, 캡슐 크림, 더블 크림 등 혁신성이 있는 소재, 용기, 제형에 대해 중점적으로 개발 역량을 기울여 왔다. 이와 관련한 신제품 기획, 주/부 성분을 연구 및 소싱 하는 비용으로 기획 제품에 부합하는 원료를 자체 발굴하고 외부 원료/OEM사 연구소를 통해 제안받고 섭외해 신제품을 개발한다. 패키지 디자인은 프리미엄 브랜드 포지셔닝을 기반으로 혁신성 있는 디자인을 구현하기 위한 기획 및 금형을 연구개발 제작하는 데 발생하는 비용이다. 금형은 회사의 유형자산으로 관리되며 필요한 경우 실용신안 및 특허 권리를 부여할 수 있다. 그래픽 디자인에 필요한 폰트 기획, 라이선스 구매, 프로토 제작, 업무 툴(어도비, 피그마 등) 도입과 사용 관련 비용이다.

표2. 공모자금 활용 계획 - 2025~2027년 시설 및 운영 자금 투입 예정

(단위: 백만원)

구분	내역	세부내역	2025년	2026년	2027년	합계
타법인증권	사업 시너지 창출을 위한 투자자금(M&A)		2,569	3,620	4,671	10,860
취득자금	영업 역량 강화를 위한 전략적 투자		650	1,000	2,000	3,650
운영자금	운영자금	마케팅 비용	1,159	1,633	2,108	4,900
		IP 취득 비용	500	750	1,000	2,250
		마케팅 인력 확보	1,795	2,483	3,172	7,450
	신제품개발자금	연구개발 인력 채용	600	800	1,000	2,400
		임상실험	100	150	200	450
		소재, 패키지 디자인 연구 개발 등	104	183	262	549
합계		7,477	10,619	14,413	32,510	

주: 공모자금 총액 356.4억원(공모가 최저가액으로 산정) 중 매출대금 및 발행제비용 제외 기준; 자료: 달바글로벌, NH투자증권 리서치본부

표3. 달바 주요 제품 라인업

제품			
제품명	비건 미스트 세럼	비건 더블 세럼	비건 더블 크림
가격	₩29,900	₩62,000	₩78,000
제품			
제품명	비건 올인원 멀티밤	워터풀 톤업 쿠션	비건 글로우 쿠션
가격	₩42,000	₩42,000	₩48,000
제품			
제품명	워터풀 에센스 선크림	워터풀 마일드 선크림	워터풀 톤업 선크림
가격	₩34,000	₩34,000	₩34,000

주: 4월 21일 올리브영 온라인몰 가격 기준; 자료: 달바글로벌, NH투자증권 리서치본부 정리

3. 실적 및 밸류에이션 점검

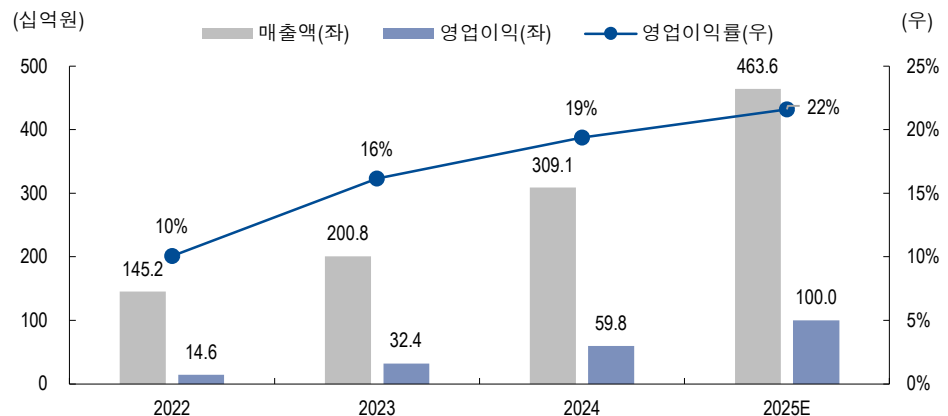
1) 실적 전망

달바글로벌은 2024년 연결기준 매출액 3,091억원(+54% y-y), 영업이익 598억원(+84% y-y), 영업이익률 19.4%의 실적을 기록했다. 화장품 사업 부문 매출액이 3,053억원(+54% y-y)으로 절대적이다. 국가별 매출액을 살펴보면, 한국 54% 다음으로 매출 비중이 높은 지역은 러시아/CIS 13%, 일본 10%, 아세안 8%, 북미 8%, 중화권 3%, 유럽 2% 등 순이다.

동사의 2025년 1분기 잠정실적을 살펴보면, 연결기준 매출액 1,138억원(+72% y-y), 영업이익 301억원(+104% y-y), 영업이익률 26.4%를 기록하며 가히 압도적인 성장세를 보였다. 국가별 1분기 매출은 러시아 106억원(vs 2024년 연간 404억원), 일본 220억원(vs 315억원), 미국 75억원(vs 230억원), 베트남 45억원(vs 133억원), 인도네시아 33억원(vs 67억원)을 기록했다. 특히, 일본과 인도네시아의 경우, 올 1분기에 이미 2024년 연간 매출의 과반 이상을 달성한 것이다.

당사는 달바글로벌의 2025년 연결기준 매출액 4,636억원(+50% y-y), 영업이익 1,000억원(+67% y-y), 영업이익률 21.6%의 실적을 추정한다. 제품 측면에서 기존 미스트, 선제품 비중이 70%에 달했으나, 1분기 비타 시리즈 SKU(비타 토닝 토너, 크림, 세럼)를 시작으로 2분기 비타캡슐 하이드로겔 8쇄입 마스크, 비타 토닝 갈바닉 아이크림, 3분기 달바 시그니처 비타 캡슐 토닝 매치 및 더블 퀵 마스크, 4분기 하이푸 디바이스 등의 SKU 확장도 기대된다. 지역 측면에서 국내의 경우, 2분기 중 올리브영 직거래 변경으로 매출 볼륨이 커질 전망이다. 미국은 아마존 채널 마케팅을 바탕으로 한 주요 리테일러 직거래가 예상되며, 일본은 작년 하반기부터 버라이어티숍 1,500개 입점을 시작했다.

그림 6. 달바글로벌 매출액, 영업이익, 영업이익률 추이 및 전망



자료: 달바글로벌, NH투자증권 리서치본부 전망

표4. 달바글로벌 요약손익계산서 (IFRS 연결)

(단위: 십억원, %)

구 분	2023	2024	2025E
매출액	200.8	309.1	463.6
증감률(y-y)	38%	54%	50%
[사업 부문별]			
화장품	198.9	305.3	458.3
증감률(y-y)	37%	54%	50%
이너뷰티	1.9	2.2	2.8
증감률(y-y)	731%	18%	25%
홈뷰티기기		1.1	1.4
증감률(y-y)			30%
기타(F&B 등)		0.4	1.1
증감률(y-y)			155%
[국가별]			
한국	156.5	168.1	181.5
증감률(y-y)		7%	8%
러시아/CIS	17.2	40.4	76.8
증감률(y-y)		135%	90%
일본	10.0	31.5	88.3
증감률(y-y)		214%	180%
북미	10.0	25.4	38.1
증감률(y-y)		153%	50%
유럽	1.0	6.5	13.0
증감률(y-y)		550%	100%
아세안	5.9	26.1	44.4
증감률(y-y)		343%	70%
중화권	0.0	8.7	15.7
증감률(y-y)			80%
기타(호주 등)	0.1	2.3	5.8
증감률(y-y)		1,892%	152%
매출총이익	146.9	234.4	350.2
증감률(y-y)	39%	60%	49%
매출총이익률	73%	76%	76%
영업이익	32.4	59.8	100.0
증감률(y-y)	122%	84%	67%
영업이익률	16%	19%	22%
세전이익	15.3	29.1	96.3
증감률(y-y)	282%	90%	231%
세전이익률	8%	9%	21%
지배순이익	13.6	15.4	71.2
증감률(y-y)	1,427%	13%	362%
지배순이익률	7%	5%	15%

자료: 달바글로벌, NH투자증권 리서치본부 전망

2) 밸류에이션 점검

당사는 달바글로벌의 주가가 87,000~92,000원, 시가총액 기준으로 1조500억~1조 1,104억원에서 거래될 것으로 전망한다. 상대가치 밸류에이션으로 산정할 시 12M Fwd 지배순이익에 Target Multiple로 화장품 섹터 12M Fwd PER 15배 ~ 상장 화장품 브랜드 6개사(LG생활건강, 아모레퍼시픽, 에이피알, 클리오, 브이티, 아이패밀리에스씨)의 평균 PER 16배를 적용한 결과다.

공모가 상단은 시가총액 8,002억원으로 당사의 2025년 지배순이익 추정치 기준 PER 11.2배 수준이다. 외형 성장성과 확장성을 감안 시, 공모가 상단 주가는 밸류에이션 메리트가 높다고 판단한다. 상장 이후 수급 측면에서 단기 변동성이 클 수 있지만, 상장 화장품 브랜드 Peer Group 중 당사가 선택한 6개사의 2025년 평균 PER 16배 대비 30% 할인된 수준이다. 공모가 하단은 시가총액 6,578억원으로 당사의 2025년 지배순이익 추정치 기준 PER 9.2배로 43% 할인된 수준이다.

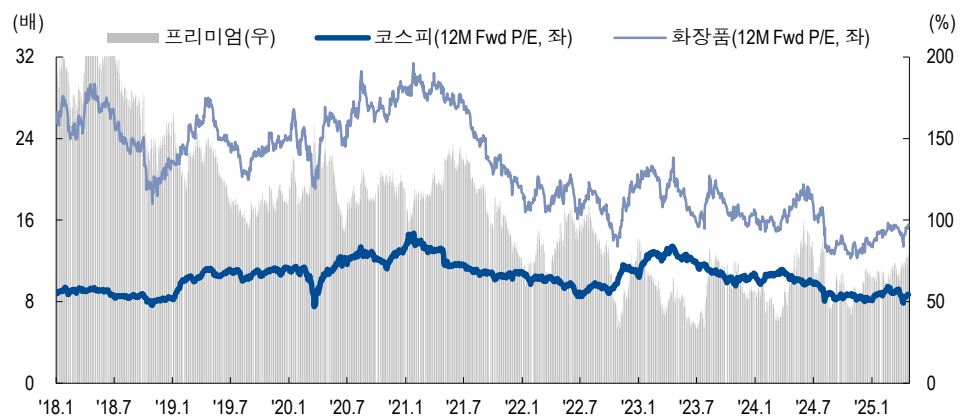
표5. 달바글로벌 상대가치 밸류에이션

(단위: 십억원, 배, 원, 주)

항 목	기업가치(십억원)	주당가치(원)	비 고
12M Fwd 지배순이익	70	5,831	12M Fwd 지배순이익 추정치
Target PER	X 15~16	X 15 ~ 16	화장품 Peer Group 평균 PER 적용
달바글로벌 기업가치	1,048 ~ 1,118	86,862 ~ 92,652	
총 발행주식 수	12,069,665	12,069,665	상장 이후 총 발행주식 수

자료: NH투자증권 리서치본부 전망

그림 7. 국내 화장품 섹터 12M Fwd PER 밸류에이션 추이



자료: FnGuide, NH투자증권 리서치본부

표6. 달바글로벌 국내 Peer Group Valuation Table

(단위: 원, 십억원, 배, %)

		LG생활건강	아모레퍼시픽	클리오	에이피알	아이패밀리 에스씨	브이티
주가(원)		319,500	119,800	18,230	74,900	20,850	37,700
시가총액		4,990	7,007	329	2,805	361	1,350
매출	2024	6,812	3,885	351	723	205	432
	2025E	6,901	4,297	384	978	242	495
	2026F	7,093	4,648	417	1,158	273	564
영업이익	2024	459	220	25	123	34	111
	2025E	482	403	34	173	42	135
	2026F	515	471	42	213	50	156
(지배)순이익	2024	189	593	28	108	28	98
	2025E	272	334	32	142	35	99
	2026F	303	385	38	173	41	117
PER (배)	2024	28.6	12.2	11.2	17.6	11.4	14.6
	2025E	20.8	24.8	10.4	19.7	10.4	13.7
	2026F	18.7	21.5	8.7	16.2	8.9	11.5
PBR (배)	2024	1.0	1.4	1.3	5.0	3.5	6.0
	2025E	1.0	1.5	1.2	5.5	2.9	4.3
	2026F	0.9	1.4	1.1	4.2	2.2	3.2
ROE (%)	2024	3.4	11.7	12.4	41.3	35.3	56.1
	2025E	4.8	6.1	12.7	36.9	31.8	36.7
	2026F	5.2	6.7	13.5	32.7	27.9	32.3

주: 2025년 4월 25일 종가 기준 컨센서스

자료: FnGuide, NH투자증권 리서치본부

표7. 달바글로벌 해외 Peer Group Valuation Table

(단위: 달러, 백만달러, 배, %)

		ELF Beauty	Estee Lauder	LOREAL
구분		미국	미국	프랑스
주가(달러)		61.15	59.39	425.43
시가총액		3,448.8	21,363.5	227,313.7
매출	2024	1,024	15,608	47,043
	2025E	1,309	14,485	50,975
	2026F	1,447	14,864	53,514
영업이익	2024	150	1,588	8,924
	2025E	247	1,058	10,236
	2026F	269	1,427	10,835
(지배)순이익	2024	128	935	6,933
	2025E	126	496	7,639
	2026F	182	823	8,340
PER (배)	2024	82.7	41.1	28.5
	2025E	18.3	42.6	28.9
	2026F	17.6	25.6	26.8
PBR (배)	2024	17.0	7.2	5.5
	2025E	4.5	4.8	5.7
	2026F	3.6	4.7	5.1
ROE (%)	2024	24.2	7.2	20.6
	2025E	26.2	10.8	19.9
	2026F	21.6	18.1	19.8

주1: 2025년 4월 25일 종가 기준 컨센서스 및 환율 적용, 주2: Estee Lauder은 GAAP adjusted 기준

자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

4. 리스크 요인 점검

1) 오버행 리스크

달바글로벌의 총 발행주식 수는 12,069,665주이며, 이 중 공모주식 수는 654,000주(신주 604,000주, 구주 50,000주)로 총 발행주식 수의 5.4%에 해당한다. 하지만, 상장 이후 우리사주 및 보호 예수 물량을 제외한 즉시 유통 가능 물량은 3,949,909주로 발행주식 수의 32.73%다. 기관투자자 및 기타 주주의 단기 유통 물량 출회는 1개월 후 2,293,824주(19.00%), 3개월 후 1,955,709주(16.20%), 6개월 후 1,293,136주(10.71%), 12개월 후 366,000(3.03%)로 오버행 리스크와 최대주주인 반성연 CEO의 지분율이 16.11%라는 점을 유의할 필요가 있다.

2) SKU 확장 필요

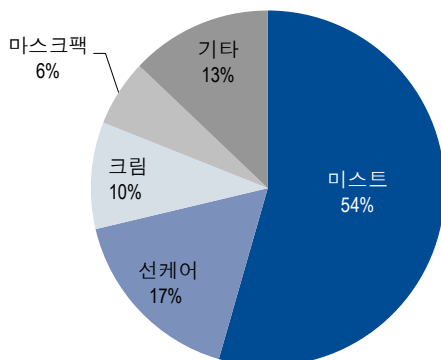
달바 제품의 매출 구성을 살펴보면, 미스트와 선크어 제품이 전체 매출의 70%에 달해 단일 제품 의존도가 높다는 리스크가 존재한다. 상장 전후로 SKU 확장 타임라인을 살펴보면, 1Q25: 비타 시리즈 SKU 추가(비타 토닝 토너, 크림, 세럼), 2Q25: 비타캡슐 하이드로겔 8 썬업 마스크, 비타 토닝 갈바닉 아이크림, 3Q25: 달바 시그니처 비타 캡슐 토닝 매치 및 더블 퀵 마스크, 4Q25: 디바이스 시즌 2(하이푸 디바이스) 등으로 보완해 나갈 전망이다.

표8. 상장 후 매각제한 및 유통가능주식 정리

가능여부	구분	공모 후 주식수(주)	공모 후 지분율	상장 후 매도제한
유통제한물량	최대주주 등	1,944,780	16.11%	3년
		266,307	2.21%	1년
	한국콜마홀딩스	235,200	1.95%	1년
		1,293,136	10.71%	6개월
	기관투자자 등	1,955,709	16.20%	3개월
		2,293,824	19.00%	1개월
	우리사주조합(공모)	130,800	1.08%	1년
유통가능물량	소계	8,119,756	67.27%	-
	기존주주	3,426,709	28.39%	-
	공모주식(공모주주)	523,200	4.33%	-
	소계	3,949,909	32.73%	즉시유통가능물량
합계		12,069,665	100.00%	-

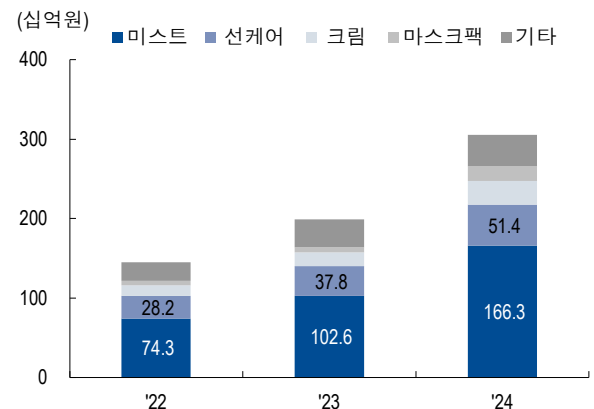
자료: 달바글로벌, NH투자증권 리서치본부

그림8. 달바글로벌 화장품 부문 매출액 구성(2024년)



자료: 달바글로벌, NH투자증권 리서치본부

그림9. 달바글로벌 화장품 부문 카테고리별 매출액 추이



자료: 달바글로벌, NH투자증권 리서치본부

표9. 상장 후 매각제한물량 현황 (1)

구분	주주명	공모후 주식		매각제한물량		매각제한기간
		주식수(주)	지분율	주식수	지분율	
최대주주 등	반성연	1,944,780	16.11%	1,944,780	16.11%	3년
	유명한	122,437	1.01%	122,437	1.01%	1년
	이옥경	45,000	0.37%	45,000	0.37%	1년
	임유진	70,137	0.58%	70,137	0.58%	1년
	명재훈	12,500	0.10%	12,500	0.10%	1년
	양세훈	16,233	0.13%	16,233	0.13%	1년
5% 이상	KTBN 13호 벤처투자조합	1,540,520	12.76%	308,104	2.55%	6개월
				308,104	2.55%	3개월
				462,156	3.83%	1개월
	KTBN 16호 벤처투자조합	259,970	2.15%	51,994	0.43%	6개월
				51,994	0.43%	3개월
				77,991	0.65%	1개월
	코리아오메가-신한 초기기업성장지원 투자조합 제1호	473,440	3.92%	118,360	0.98%	3개월
				177,540	1.47%	1개월
	코리아오메가프로젝트호호조합	1,300,000	10.77%	354,688	2.94%	6개월
				236,328	1.96%	3개월
				354,492	2.94%	1개월
	달바신기술사업투자조합제1호	957,415	7.93%	191,482	1.59%	6개월
				191,483	1.59%	3개월
				287,225	2.38%	1개월
1% 이상 소액주주	SLi 퀀텀 성장 펀드	532,620	4.41%	26,631	0.22%	6개월
				159,786	1.32%	3개월
				159,786	1.32%	1개월
	2019 HB성장지원투자조합	413,285	3.42%	20,664	0.17%	6개월
				123,986	1.03%	3개월
				123,986	1.03%	1개월
	IBKC-케이앤 세컨더리1호 투자조합	210,911	1.75%	10,546	0.09%	6개월
				63,273	0.52%	3개월
				63,273	0.52%	1개월
	유니온글로벌익스페디션투자조합	171,065	1.42%	68,426	0.57%	3개월
				51,320	0.43%	1개월
	유니온K-문화콘텐츠투자조합	197,400	1.64%	78,960	0.65%	3개월
				59,220	0.49%	1개월
	메가청년일자리레버리지투자조합	302,900	2.51%	121,160	1.00%	3개월
				90,870	0.75%	1개월
	디에스씨세컨더리패키지인수펀드제1호	284,455	2.36%	150,000	1.24%	6개월
				49,118	0.41%	1개월

자료: 달바글로벌, NH투자증권 리서치본부

표9. 상장 후 매각제한물량 현황 (2)

구분	주주명	공모후 주식		매각제한물량		매각제한기간
		주식수(주)	지분율	주식수	지분율	
1% 이상 소액주주	에이아이피 M3X 벤처투자조합 제12호	31,680	0.26%	15,840	0.13%	6개월
	에이아이피빅모멘텀벤처투자조합제2호	20,835	0.17%	10,418	0.09%	6개월
	콜마홀딩스 주식회사	235,200	1.95%	235,200	1.95%	1년
	전남-보광 청년창업투자조합	199,195	1.65%	79,678	0.66%	3개월
				59,759	0.50%	1개월
	BSK6호특허기술투자조합	73,540	0.61%	29,416	0.24%	3개월
				22,062	0.18%	1개월
	비에스케이 8호 창업초기 투자조합	103,445	0.86%	41,378	0.34%	3개월
				31,034	0.26%	1개월
	얼머스 2022 세컨더리 투자조합	34,250	0.28%	13,700	0.11%	3개월
				10,275	0.09%	1개월
	얼머스 2024 세컨더리 투자조합	97,925	0.81%	39,170	0.32%	3개월
				29,378	0.24%	1개월
	얼머스 신기술 투자조합7호	43,500	0.36%	17,400	0.14%	3개월
				13,050	0.11%	1개월
	아이엠엠 세컨더리 벤처펀드 제6호	172,635	1.43%	86,318	0.72%	6개월
1% 미만 소액주주	파트너스11호투자조합	140,875	1.17%	7,044	0.06%	6개월
				42,263	0.35%	3개월
				42,263	0.35%	1개월
	노보섹-에스제이지 컨슈머 세컨더리펀드	134,455	1.11%	53,782	0.45%	3개월
				40,337	0.33%	1개월
1% 미만 소액주주	소액주주	1,118,206	9.26%	10,714	0.09%	6개월
				117,062	0.97%	3개월
				88,689	0.73%	1개월
1% 미만 소액주주	아이비케이-스톤브릿지 라이징 제2호 투자조합	32,460	0.27%	32,460	0.27%	6개월
	강준원	16,233	0.13%	16,233	0.13%	6개월
공모주식	우리사주조합	130,800	1.08%	130,800	1.08%	1년

자료: 달바글로벌, NH투자증권 리서치본부

한국콜마 (161890.KS)

미국 오리에서 백조로

1분기 실적 시장 기대치 부합 추정. 미국 1공장의 분기 흑자 기조 유지되며, 2공장 가동 시 스킨케어, OTC 등 중장기 미국 법인의 체력 향상 기대. HK이노엔 지분가치 상승을 반영하여 목표주가를 8% 상향

Analyst 정지윤
02)768-7705, jiyoony@nhqv.com

※ESG Index/Event는 30페이지 참조

Buy (유지)

목표주가 92,000원 (상향)
현재가 (25/04/28) 75,500원

업종	화학
KOSPI / KOSDAQ	2,548.86 / 719.41
시가총액(보통주)	1,782.2십억원
발행주식수(보통주)	23.6백만주
52주 최고가('24/06/27)	76,200원
최저가('24/04/25)	48,450원
평균거래대금(60일)	15,508백만원
배당수익률(2025E)	1.06%
외국인지분율	35.1%

주요주주	
한국콜마홀딩스 외 24 인	26.6%
국민연금공단	13.5%

주가상승률	3개월	6개월	12개월
절대수익률 (%)	25.8	11.5	55.8
상대수익률 (%p)	25.2	14.3	62.4

	2024	2025E	2026F	2027F
매출액	2,452	2,765	3,006	3,242
증감률	13.7	12.8	8.7	7.8
영업이익	194	245	314	352
증감률	42.4	26.6	27.8	12.1
영업이익률	7.9	8.9	10.4	10.8
(지배지분)순이익	90	125	171	192
EPS	3,830	5,297	7,254	8,136
증감률	1,588.1	38.3	36.9	12.2
PER	14.4	14.3	10.4	9.3
PBR	1.6	2.0	1.7	1.5
EV/EBITDA	10.2	9.5	7.5	6.6
ROE	12.5	14.8	17.6	16.9
부채비율	107.7	99.9	88.5	78.3
순차입금	897	775	528	284

단위: 십억원, %, 원, 배
주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

화장품 본업 순항 + HK이노엔 지분가치 상승

투자 의견 Buy 유지하며, 목표주가를 92,000원(기존 85,000원)으로 상향. HK이노엔 미국 파트너사 Sebela Pharma의 미국 케이캡 3상 성공 발표(미란성, 비미란성)로 2026E/2027F 실적 추정치 및 지분가치를 상향한 데 기인

이에 더해 본업도 순항 중. 미국 1공장은 지난 4분기를 기점으로 분기 매출 200억원으로 레벨 업 하며 흑자 기조를 유지. 2공장은 2분기 신규 가동에 따른 단기 비용은 발생할 수 있으나, 중장기 미국 법인 체력은 향상될 가능성이 높다 판단

1Q25 Preview: 컨센서스 부합 예상

1분기 연결기준 매출액 6,526억원(+14% y-y), 영업이익 520억원(+60% y-y)으로 컨센서스 부합하는 실적 추정

국내 매출액 2,800억원(+13% y-y), 영업이익 286억원(+25% y-y) 추정. 신형 스킨케어 인디 브랜드사들의 약진과 카테고리 믹스 개선에 힘입어 영업이익률 10.2%(+1.0%p y-y) 달성할 전망

해외 ①미국 매출액 202억원(+190% y-y), 영업이익 10억원(흑자전환 y-y) 추정. 1공장의 경우 주요 고객사 주문 정상화에 더해 2분기 신규 고객사향 매출 증대로 분기별 매출 상향, 흑자 기조 이어갈 전망. ②캐나다 매출액 85억원(-5% y-y), 영업적자 20억원(적자축소 y-y) 추정. 주요 고객사 주문 감소에 따른 가동률 하락세 지속. ③무석 매출액 387억원(+12% y-y), 영업이익 12억원(-36% y-y) 추정. Sun 수요는 증가하나, 전반적인 발주 회복은 미미한 상황.

연우 매출액 666억원(-1% y-y), 영업이익 1억원(흑자전환 y-y) 추정. HK이노엔 매출액 2,474억원(+16% y-y), 영업이익 254억원(+47% y-y) 기록. ETC 매출 전반 성장과 H&B 사업부 회복, R&D 비용 감축에 힘입어 호실적 발표

Summary

한국콜마는 2012년 10월 한국콜마주식회사로부터 분할 설립하였으며 화장품과 의약품의 연구개발 및 제조 사업을 영위. 화장품 업계 최초로 국내에 ODM 방식을 정착시켰고 중국과 북미에 진출해 글로벌 생산 네트워크 구축하며 지속적인 투자와 기술개발로 업계 선두 지위를 유지. 소비자가격 기준 중고가 위주의 일반 화장품과 기능성 화장품 전반에 걸쳐 매출 창출하고 있으며 아모레퍼시픽, LG생활건강 등 600여개 이상의 고객사와 거래 중. 2018년 4월 의약품 및 H&B 사업을 영위하는 HK Inno.N 인수, 2022년 4월 화장품 용기 제작 업체 연우 인수를 통해 시너지 창출 및 수직계열화 완성

Share price drivers/Earnings Momentum

- 중국, 미국, 캐나다 법인 매출 증대
- 글로벌 Sun 제품 수요 증가세
- HK이노엔의 수익성 레벨 업
- 연우 실적 턴어라운드

Downside Risk

- 중국 고객사 성장률 둔화
- 국내외 고객사 이탈 이슈
- 미국과 캐나다 법인 영업적자 지속
- ODM 비즈니스 경쟁 심화

Cross valuations

(단위: 배, %)

Company	PER		PBR		ROE	
	2025E	2026F	2025E	2026F	2025E	2026F
코스맥스	15.4	12.4	3.3	2.5	22.9	22.6
씨앤씨인터내셔널	9.2	7.3	1.4	1.2	12.6	15.7
코스메카코리아	9.4	7.9	1.8	1.5	23.3	21.0
Intercos	18.2	16.1	2.3	2.1	13.1	13.8

자료: Bloomberg, FnGuide, NH투자증권 리서치본부

Historical valuations

(단위: 배, %)

Valuations	2023	2024	2025E	2026F	2027F
PER	236.2	14.4	14.3	10.4	9.3
PBR	1.9	1.6	2.0	1.7	1.5
PSR	0.6	0.5	0.6	0.6	0.5
ROE	0.8	12.5	14.8	17.6	16.9
ROIC	4.3	6.3	9.2	11.7	13.2

자료: NH투자증권 리서치본부 추정

Historical Key financials

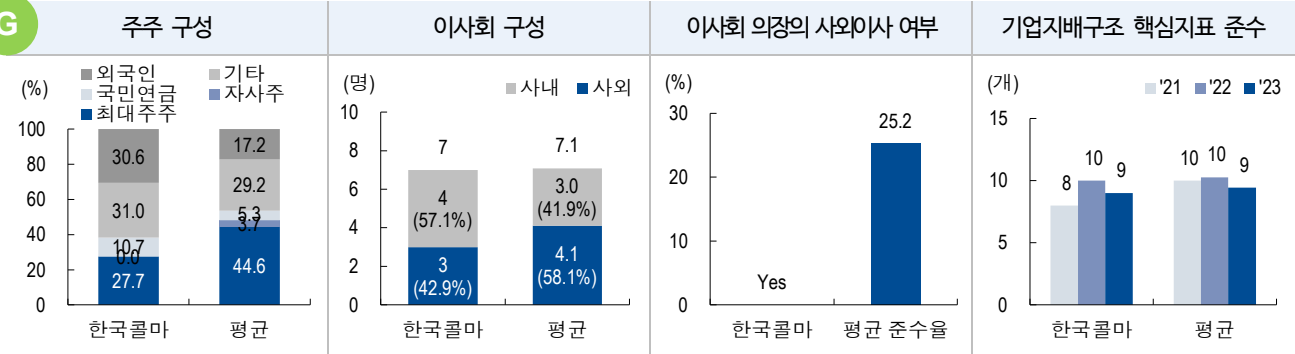
(단위: 십억원, %)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
매출액	667	822	1,358	1,379	1,322	1,586	1,866	2,156	2,452
영업이익	73	67	90	100	122	84	73	136	194
영업이익률(%)	11.0	8.2	6.6	7.2	9.2	5.3	3.9	6.3	7.9
세전이익	71	62	55	45	222	67	17	34	140
순이익	53	49	37	34	161	44	-4	25	125
지배지분순이익	53	47	42	29	160	36	-22	5	90
EBITDA	85	86	132	160	183	143	149	230	286
CAPEX	45	69	79	74	119	40	38	107	247
Free Cash Flow	-7	-63	-16	91	2	-43	53	5	-32
EPS(원)	2,516	2,240	1,954	1,284	7,004	1,565	-961	227	3,830
BPS(원)	12,790	14,458	19,616	20,601	27,257	29,876	29,024	28,347	33,579
DPS(원)	250	300	330	330	345	415	500	600	720
순차입금	31	115	949	1,012	685	520	720	768	897
ROE(%)	21.6	16.4	11.4	6.4	29.3	5.5	-3.3	0.8	12.5
ROIC(%)	22.5	14.7	7.8	2.0	4.1	4.2	0.0	4.3	6.3
배당성향(%)	9.9	13.4	17.4	26.0	4.9	26.5	-52.0	264.4	18.9
배당수익률(%)	0.4	0.4	0.5	0.7	0.7	1.0	1.2	1.1	1.3
순차입금 비율(%)	10.8	34.7	117.2	119.3	68.5	38.3	49.0	54.1	59.5

자료: 한국콜마, NH투자증권 리서치본부

ESG Index & Event

G

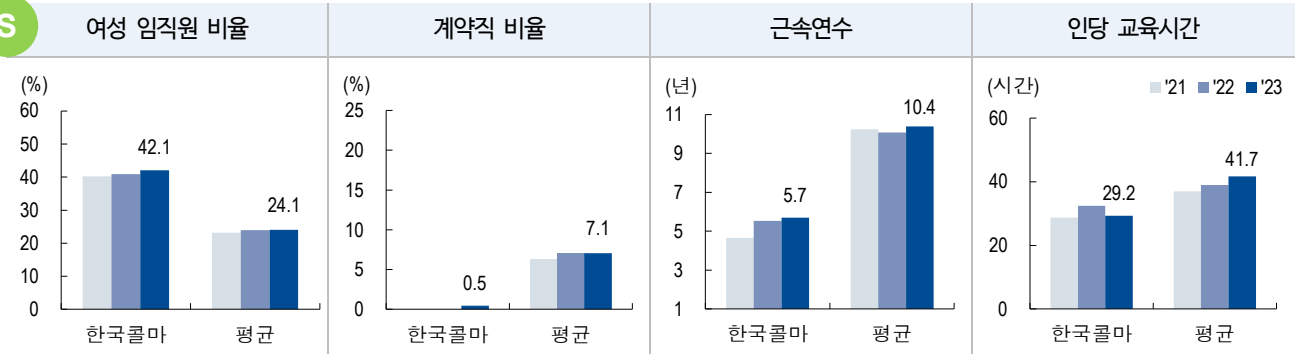


주1: 평균은 2024년 기업지배구조보고서 의무공시 자산총액 2조원 이상 비금융 214개사 대상

주2: 기업지배구조 핵심지표는 기업지배구조보고서에서 공시하는 주주, 이사회, 감사기구 관련 15개 핵심지표의 준수 현황

자료: 한국콜마, 전자공시시스템, NH투자증권 리서치본부

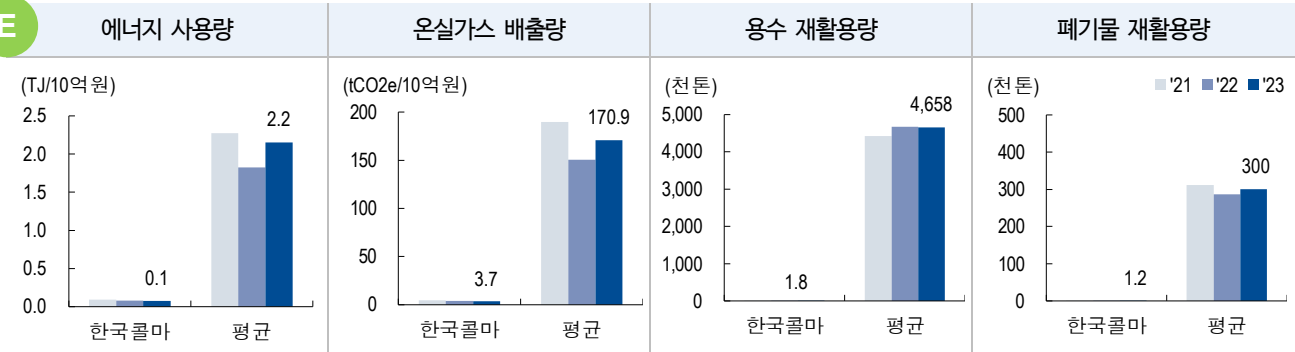
S



주: 평균은 2024년 기업지배구조보고서 의무공시 자산총액 2조원 이상 비금융 214개사 중 지속가능경영보고서 공시한 192개사 대상

자료: 한국콜마, NH투자증권 리서치본부

E



주: 평균은 2024년 기업지배구조보고서 의무공시 자산총액 2조원 이상 비금융 214개사 중 지속가능경영보고서 공시한 192개사 대상

자료: 한국콜마, NH투자증권 리서치본부

ESG Event

E	2024.5	- 선크림 제품에 녹색기술제품 인증 획득. 인증 받은 녹색기술로 원료를 추출하면 기존 열수추출 과정보다 탄소 발생량을 83%가량 절감 가능
S	2023.01	- 호랑이스코필드기념사업회와 '마이크로바이옴 기반 연구 및 사회공헌 활동'을 위한 업무협약 체결
G	2024.11	- 한국콜마, UNGC 한국협회(한국 ESG 기준원) '2025년 LEAD 그룹'에 선정
	2020.04	- 자회사 씨케이엠(소멸법인)과 에이치케이이노엔(존속법인) 합병

자료: 언론보도, 한국콜마, NH투자증권 리서치본부

표1. 한국콜마 SOTP 밸류에이션

(단위: 십억원, 배, 원, 주)

항 목	기업가치 (십억원)	주당가치 (원)	비 고
화장품 본업 영업가치 (A)	1,852	78,469	
12M Fwd 지배순이익	109	4,616	밸류체인상 종속회사 연우 포함 화장품 부문 순이익 추정치
Target PER	X 17	X 17	글로벌 화장품 OE/DM사 Intercos 12M Fwd PER
HK이노엔 지분가치 (B)	324	13,716	
시가총액	1,255	53,150	
지분율	43%	43%	HK이노엔 지분율
할인율	40%	40%	지주사 할인율 적용
한국콜마 기업가치 (C) = (A) + (B)	2,171	92,185	
총 발행주식 수	23,605,077	23,605,077	총 발행주식 수 기준
목표주가		92,000	4/28 기준 업사이드 여력 22%

자료: NH투자증권 리서치본부 전망

표2. 한국콜마 실적 전망 (IFRS 연결)

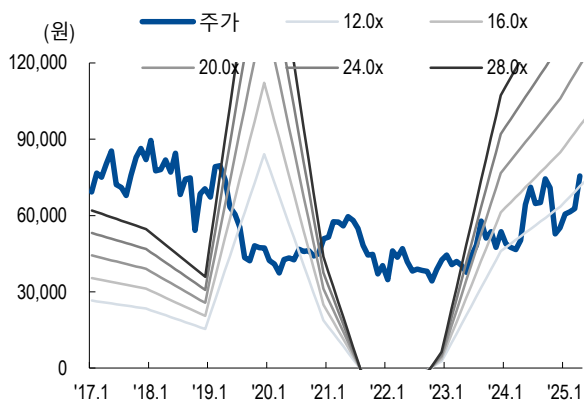
(단위: 십억원, 원, 배, %)

		2024	2025E	2026F	2027F
매출액	- 수정 후	2,452	2,765	3,006	3,242
	- 수정 전	-	2,729	2,967	3,198
	- 변동률	-	1.3	1.3	1.4
영업이익	- 수정 후	194	245	314	352
	- 수정 전	-	241	281	314
	- 변동률	-	1.6	11.4	11.8
영업이익률(수정 후)		7.9	8.9	10.4	10.8
EBITDA		286	347	414	445
(지배지분)순이익		90	125	171	192
EPS	- 수정 후	3,830	5,297	7,254	8,136
	- 수정 전	-	4,895	6,191	6,932
	- 변동률	-	8.2	17.2	17.4
PER		14.4	14.3	10.4	9.3
PBR		1.6	2.0	1.7	1.5
EV/EBITDA		10.2	9.5	7.5	6.6
ROE		12.5	14.8	17.6	16.9

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준

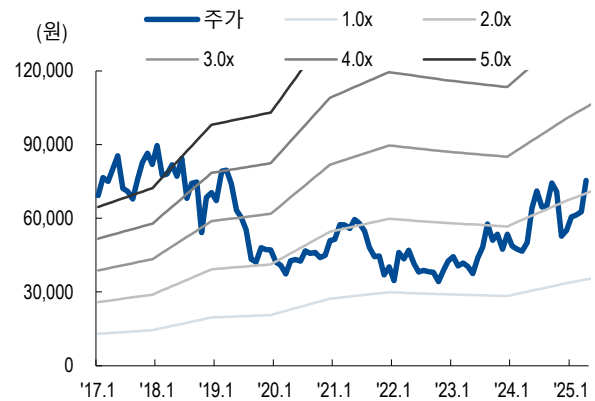
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

그림1. 한국콜마 12M Fwd PER Band Chart



자료: NH투자증권 리서치본부

그림2. 한국콜마 12M Trailing PBR Band Chart



자료: NH투자증권 리서치본부

표3. 한국콜마 분기별 요약 손익계산서 (IFRS 연결)

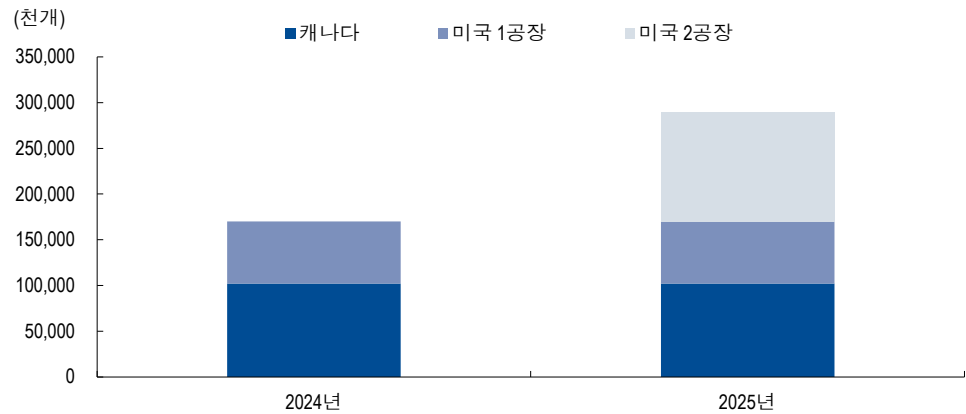
(단위: 십억원, %)

구 분	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	2024	1Q25E	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2025E
매출액	574.8	660.3	626.5	590.5	2,452.1	652.6	740.6	714.8	657.3	2,765.3
증감률(y-y)	18%	10%	21%	7%	14%	14%	12%	14%	11%	13%
국내(별도)	247.8	297.0	273.6	241.2	1,059.7	280.0	341.5	322.5	271.9	1,216.0
증감률(y-y)	23%	17%	47%	12%	24%	13%	15%	18%	13%	15%
무석	34.6	52.7	36.6	29.9	153.7	38.7	49.0	38.1	30.2	156.0
증감률(y-y)	5%	-7%	1%	-9%	-3%	12%	-7%	4%	1%	2%
미국	7.0	13.4	17.5	20.1	57.9	20.2	20.7	22.4	25.8	89.2
증감률(y-y)	8%	61%	55%	76%	55%	190%	55%	28%	29%	54%
캐나다	9.0	12.6	9.2	8.6	39.5	8.5	11.6	10.1	10.4	40.6
증감률(y-y)	-25%	-12%	-13%	-5%	-14%	-5%	-8%	10%	20%	3%
HK Inno.N	212.6	219.3	229.5	235.8	897.1	247.4	258.8	260.0	256.6	1,022.7
증감률(y-y)	15%	7%	6%	5%	8%	16%	18%	13%	9%	14%
연우	67.2	74.0	72.8	60.8	274.8	66.6	70.3	73.5	67.2	277.6
증감률(y-y)	33%	17%	20%	-1%	17%	-1%	-5%	1%	11%	1%
매출총이익	160.6	193.8	176.8	167.6	698.9	190.6	211.9	202.3	188.6	793.4
증감률(y-y)	37%	19%	25%	7%	21%	19%	9%	14%	12%	14%
매출총이익률	28%	29%	28%	28%	29%	29%	29%	28%	29%	29%
영업이익	32.4	71.7	54.5	35.1	193.6	52.0	78.0	68.6	46.8	245.3
증감률(y-y)	169%	29%	76%	-6%	42%	60%	9%	26%	33%	27%
영업이익률	6%	11%	9%	6%	8%	8%	11%	10%	7%	9%
국내(별도)	22.8	44.2	37.2	18.0	122.3	28.6	50.2	43.4	20.2	142.4
증감률(y-y)	68%	28%	185%	-2%	54%	25%	14%	16%	12%	16%
무석	1.8	6.7	1.0	-1.5	8.0	1.2	5.4	1.1	0.7	8.4
증감률(y-y)	212%	-27%	-41%	적전	-37%	-36%	-20%	14%	흑전	5%
미국	-2.5	-1.3	-3.4	1.2	-6.0	1.0	-1.2	-0.7	-0.4	-1.3
증감률(y-y)	적축	적축	적확	흑전	적축	흑전	적축	적축	적전	적축
캐나다	-2.1	-0.9	-1.8	-2.1	-6.9	-2.0	-1.9	-1.2	-1.4	-6.5
증감률(y-y)	적확	적전	적확	적확	적확	적축	적확	적축	적축	적축
HK Inno.N	17.3	24.3	22.2	24.4	88.2	25.4	25.0	25.1	25.7	101.1
증감률(y-y)	206%	59%	-1%	8%	34%	47%	3%	13%	5%	15%
연우	0.0	1.2	1.2	-1.5	1.4	0.1	0.8	1.5	1.4	3.9
증감률(y-y)	적축	-2%	-11%	적확	흑전	흑전	-30%	23%	흑전	314%
세전이익	20.2	59.3	35.5	24.8	139.8	39.6	65.9	54.9	32.3	192.6
증감률(y-y)	139%	36%	32%	흑전	307%	96%	11%	55%	30%	38%
세전이익률	4%	9%	6%	4%	6%	6%	9%	8%	5%	7%
당기순이익	12.1	45.2	23.6	44.4	125.3	28.9	50.0	42.8	43.9	165.6
증감률(y-y)	87%	6%	20%	흑전	390%	139%	11%	81%	-1%	32%
당기순이익률	2%	7%	4%	8%	6%	4%	7%	6%	7%	6%
지배순이익	6.3	34.9	15.4	33.5	90.1	19.9	40.5	33.2	31.4	125.0
증감률(y-y)	9%	0%	34%	흑전	1,635%	215%	16%	116%	-6%	39%
지배순이익률	1%	5%	2%	6%	4%	3%	5%	5%	5%	5%

주: IFRS 연결기준

자료: NH투자증권 리서치본부 전망

그림3. 한국콜마 복미 법인 생산능력 - 기존 1.7억개 → 3억개가량으로 증가



자료: 한국콜마, NH투자증권 리서치본부

표4. 한국콜마 법인별 생산능력 및 가동률 추이

(단위: 천개, %)

생산능력(천개)	2021	2022	2023	2024	가동률(%)	2021	2022	2023	2024
한국	373,018	373,018	373,020	557,827	한국	79	82	97	78
무석	216,000	216,000	216,000	216,000	무석	32	29	38	39
미국(1공장)	68,000	68,000	68,000	68,000	미국(1공장)	31	22	30	50
캐나다	67,574	96,099	102,224	102,224	캐나다	72	47	42	24

주: 미국 2공장은 디자인 CAPA 기준 약 1.2억개 생산 가능

자료: 한국콜마, NH투자증권 리서치본부

Statement of comprehensive income

(십억원)	2024/12A	2025/12E	2026/12F	2027/12F
매출액	2,452	2,765	3,006	3,242
증감률 (%)	13.7	12.8	8.7	7.8
매출원가	1,753	1,972	2,116	2,281
매출총이익	699	793	890	961
Gross 마진 (%)	28.5	28.7	29.6	29.7
판매비와 일반관리비	505	548	576	610
영업이익	194	245	314	352
증감률 (%)	42.4	26.6	27.8	12.1
OP 마진 (%)	7.9	8.9	10.4	10.8
EBITDA	286	347	414	445
영업외손익	-54	-53	-45	-45
금융수익(비용)	-24	-24	-21	-21
기타영업외손익	-42	-32	-28	-28
종속, 관계기업관련손익	12	3	3	3
세전계속사업이익	140	193	268	306
법인세비용	14	27	36	41
계속사업이익	125	166	232	265
당기순이익	125	166	232	265
증감률 (%)	398.5	32.2	40.1	14.2
Net 마진 (%)	5.1	6.0	7.7	8.2
지배주주지분 순이익	90	125	171	192
비지배주주지분 순이익	35	41	61	73
기타포괄이익	-20	0	0	0
총포괄이익	105	166	232	265

Valuations/profitability/stability

	2024/12A	2025/12E	2026/12F	2027/12F
PER(배)	14.4	14.3	10.4	9.3
PBR(배)	1.6	2.0	1.7	1.5
PCR(배)	4.0	5.3	4.4	4.2
PSR(배)	0.5	0.6	0.6	0.5
EV/EBITDA(배)	10.2	9.5	7.5	6.6
EV/EBIT(배)	15.0	13.5	10.0	8.4
EPS(배)	3,830	5,297	7,254	8,136
BPS(배)	33,579	38,076	44,481	51,717
SPS(배)	104,272	117,150	127,362	137,349
자기자본이익률(ROE, %)	12.5	14.8	17.6	16.9
총자산이익률(ROA, %)	4.1	5.2	6.8	7.3
투자자본이익률(ROIC, %)	6.3	9.2	11.7	13.2
배당수익률(%)	1.3	1.1	1.1	1.2
배당성장(%)	18.9	15.1	11.7	11.1
총현금배당금(십억원)	17	19	20	21
보통주 주당배당금(원)	720	800	850	900
순부채(현금)/자기자본(%)	59.5	46.9	28.3	13.5
총부채/자기자본(%)	107.7	99.9	88.5	78.3
이자발생부채	1,151	1,176	1,150	1,129
유동비율(%)	70.7	80.8	100.5	122.4
총발행주식수(백만주)	24	24	24	24
액면가(원)	500	500	500	500
주가(원)	55,100	75,500	75,500	75,500
시가총액(십억원)	1,301	1,782	1,782	1,782

Statement of financial position

(십억원)	2024/12A	2025/12E	2026/12F	2027/12F
현금및현금성자산	142	280	495	711
매출채권	284	296	309	333
유동자산	859	1,064	1,316	1,597
유형자산	811	777	729	685
투자자산	55	59	62	67
비유동자산	2,268	2,239	2,197	2,161
자산총계	3,127	3,304	3,514	3,758
단기성부채	799	904	878	856
매입채무	188	200	208	216
유동부채	1,215	1,317	1,310	1,305
장기성부채	352	272	272	272
장기충당부채	5	5	5	6
비유동부채	406	334	340	345
부채총계	1,621	1,651	1,649	1,650
자본금	12	12	12	12
자본잉여금	295	295	295	295
이익잉여금	488	594	745	916
비지배주주지분	713	754	814	887
자본총계	1,506	1,652	1,864	2,108

Cash flow statement

(십억원)	2024/12A	2025/12E	2026/12F	2027/12F
영업활동 현금흐름	215	211	324	321
당기순이익	125	166	232	265
+ 유/무형자산상각비	92	102	101	94
+ 종속, 관계기업관련손익	-13	0	0	0
+ 외화환산손실(이익)	-10	0	0	0
Gross Cash Flow	320	334	403	427
- 운전자본의증가(감소)	-40	-57	-9	-38
투자활동 현금흐름	-205	-82	-64	-63
+ 유형자산 감소	2	0	0	0
- 유형자산 증가(CAPEX)	-247	-45	-31	-28
+ 투자자산의매각(취득)	-1	-4	-3	-5
Free Cash Flow	-32	166	293	293
Net Cash Flow	10	129	259	258
재무활동현금흐름	-43	8	-45	-42
자기자본 증가	33	0	0	0
부채증감	-76	8	-45	-42
현금의증가	-29	138	215	216
기말현금 및 현금성자산	142	280	495	711
기말 순부채(순현금)	897	775	528	284

에이피알 (278470.KS)

고공행진

1분기 기준 당사 영업이익 추정치 상회 예상. 동사는 연간 매출 1조원, 영업이익 1,800억원을 가이드선으로 제시한 바 있음. 1분기를 지난 현재 가이드선 실현 가능성이 높으며, 성장률 감안 프리미엄 구간 합당

Analyst 정지윤
02) 768-7705, jiyoony@nhqv.com

기대되는 글로벌 성적표, 높아진 가이드선 실현 가능성

투자 의견 Buy 유지하며, 목표주가를 90,000원(기존 83,000원)으로 상향. 밸류에이션 산정 시점 12M Fwd로 변경, 2025E/2026F 영업이익 추정치를 각각 +3%씩 조정한 데 기인. 성수기가 지났음에도 화장품 매출 규모가 q-q로 꺾이지 않고, 고마진 수익 구조인 B2B 매출 확대에 수익성 또한 예상보다 견조

급변하는 소비자 선호에 유연하게 대응할 수 있는 채널 접근 방식을 통해 틱톡, 인스타그램, 유튜브 등 글로벌 소비 시장에서 'Fast mover'로 거듭나는 중. 화장품 브랜드 업종 내 탑라인 성장률 감안하면 합당한 프리미엄 구간

1Q25 Preview: 컨센서스 상회 추정

1분기 연결기준 매출액 2,352억원(+58% y-y), 영업이익 450억원(+62% y-y)으로 기존 당사 추정치(440억원)를 상회할 것

뷰티 매출액 2,219억원(+68% y-y)으로 4분기 대비 상회하는 매출 규모와 행사 할인율 축소로 양호한 수익성 기대. 디바이스 매출액 929억원(+39% y-y), 화장품 매출액 1,290억원(+97% y-y) 추정

지역별 성장률(y-y)은 국내 +2%, 중국 -23%, 미국 +151%, 일본 +127%, 홍콩 +44%, 기타(B2B 포함) +231% 추정. 미국과 일본, B2B 매출이 의미 있게 성장한 것으로 판단. 미국은 아마존, 틱톡샵 중심으로 고성장 중이며, 일본은 큐텐 메가와리 행사 판매 호조와 돈키호테 500개점 내외 입점하며 첫 분기 200억원 이상 매출 달성 가능할 전망. B2B 물량은 북미, 유럽을 포함해 180여개 국가에서 유통 중이며, 한 국가의 비중이 10% 이하로 고르게 분포

패션 매출액 105억원(-25% y-y), 영업적자 21억원(적자축소 y-y)으로 다운 사이징 지속될 것

※ESG Index/Event는 37페이지 참조

Buy (유지)

목표주가	90,000원 (상향)		
현재가 (25/04/28)	75,000원		
업종	화학		
KOSPI / KOSDAQ	2,548.86 / 719.41		
시가총액(보통주)	2,809.2십억원		
발행주식수(보통주)	37.5백만주		
52주 최고가('24/06/26)	80,500원		
최저가('24/08/05)	41,000원		
평균거래대금(60일)	38,788백만원		
배당수익률(2025E)	0.96%		
외국인지분율	17.7%		
주요주주			
김병훈 외 3 인	33.2%		
국민연금공단	8.5%		
주가상승률	3개월	6개월	12개월
절대수익률 (%)	60.6	40.7	50.3
상대수익률 (%)p	59.8	44.2	56.6

	2024	2025E	2026F	2027F
매출액	723	1,008	1,189	1,337
증감률	38.0	39.5	17.9	12.5
영업이익	123	180	219	249
증감률	17.8	46.7	21.7	13.7
영업이익률	17.0	17.9	18.4	18.6
(지배지분)순이익	108	146	177	202
EPS	2,842	3,903	4,738	5,381
증감률	26.4	37.3	21.4	13.6
PER	17.6	19.2	15.8	13.9
PBR	5.9	6.3	4.7	3.7
EV/EBITDA	12.4	12.7	10.2	8.6
ROE	41.3	38.1	34.3	29.8
부채비율	74.7	68.2	57.6	49.0
순차입금	-112	-206	-343	-501

단위: 십억원, %, 원, 배
주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

Summary

에이피알은 2014년 10월 설립하여 화장품 판매 및 제조 사업을 영위. 이후 2020년 3월 메디큐브 AGE-R 뷰티 디바이스 더마EMS샷을 신규 출시하며 뷰티테크 기업으로 도약 중. 사업 부문은 1) 뷰티 및 피부 미용기기(브랜드: 메디큐브, 에이프릴스킨, 포맨트, 글램디바이오), 2) 패션(브랜드: 널디), 3) 엔터테인먼트(브랜드: 포토그레이)로 구성

Share price drivers/Earnings Momentum

- 글로벌 수출 지역 다변화
- 화장품-디바이스 시너지 창출
- 디바이스 제품 라인업 보강
- 기술력 기반 원가 경쟁력 제고

Downside Risk

- 홈 뷰티 디바이스 제품 경쟁 심화
- 패션 사업 부문 적자 지속
- 마케팅 비용 증가
- 국가별 홈 뷰티 디바이스 규제 강화

Cross valuations

(단위: 배, %)

Company	PER		PBR		ROE	
	2025E	2026F	2025E	2026F	2025E	2026F
아모레퍼시픽	24.8	21.5	1.5	1.4	6.3	6.9
브이티	13.7	11.5	4.3	3.2	41.5	32.3
클래시스	29.1	23.6	7.8	6.0	27.6	29.6
원텍	18.9	15.8	4.5	3.6	25.9	24.8
파마리서치	31.1	25.0	6.6	5.3	23.1	23.8

자료: FactSet, FnGuide, NH투자증권 리서치본부

Historical valuations

(단위: 배, %)

Valuations	2023	2024	2025E	2026F	2027F
PER	N/A	17.6	19.2	15.8	13.9
PBR	N/A	5.9	6.3	4.8	3.7
PSR	N/A	2.6	2.8	2.4	2.1
ROE	54.9	41.3	38.1	34.3	29.8
ROIC	133.6	51.4	66.9	78.2	87.4

자료: NH투자증권 리서치본부

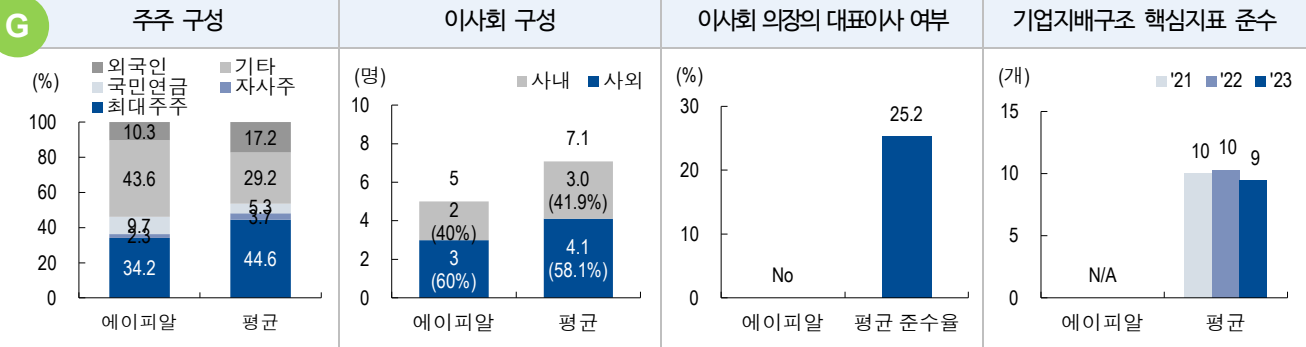
Historical Key financials

(단위: 십억원, %)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
매출액	N/A	N/A	103	159	220	259	398	524	723
영업이익	N/A	N/A	-6	7	14	14	39	104	123
영업이익률(%)	N/A	N/A	-5.8	4.5	6.6	5.5	9.9	19.9	17.0
세전이익	N/A	N/A	-9	1	9	14	39	106	133
순이익	N/A	N/A	-8	0	8	11	30	82	108
지배지분순이익	N/A	N/A	-8	0	8	11	30	82	108
EBITDA	N/A	N/A	-3	11	20	22	50	118	145
CAPEX	N/A	N/A	3	1	4	4	6	10	45
Free Cash Flow	N/A	N/A	-21	21	9	0	26	98	34
EPS(원)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	11,244	2,842
BPS(원)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	27,071	8,486
DPS(원)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	0	0
순차입금	N/A	N/A	-2	-18	-24	-17	-37	-123	-112
ROE(%)	N/A	N/A	-110.4	-3.9	26.1	19.4	36.0	54.9	41.3
ROIC(%)	N/A	N/A	N/A	-6.7	39.4	22.7	47.5	133.6	51.4
배당성향(%)	N/A	N/A	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률(%)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	0.0
순차입금 비율(%)	N/A	N/A	-24.6	-196.1	-45.7	-26.2	-36.5	-62.3	-34.7

자료: 에이피알, NH투자증권 리서치본부

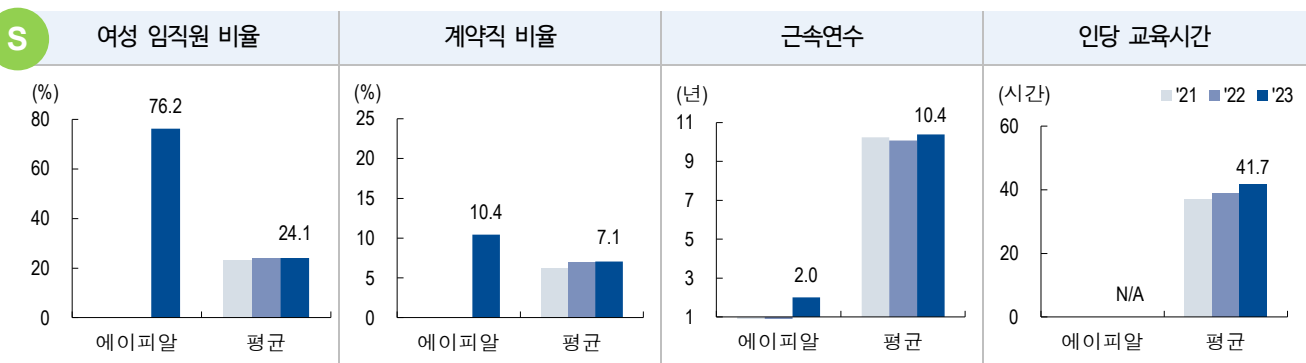
ESG Index & Event



주1: 평균은 2024년 기업지배구조보고서 의무공시 자산총액 2조원 이상 비금융 214개사 대상

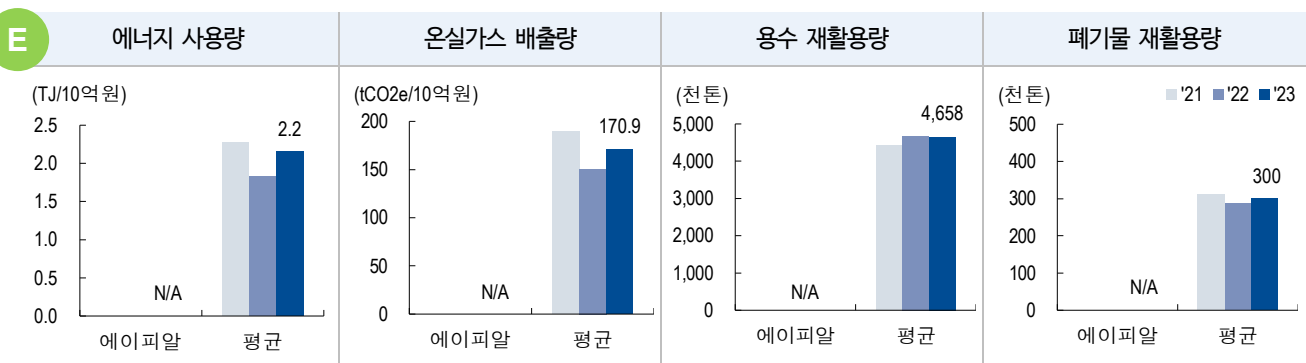
주2: 기업지배구조 핵심지표는 기업지배구조보고서에서 공시하는 주주, 이사회, 감사기구 관련 15개 핵심지표의 준수 현황

자료: 에이피알, 전자공시시스템, NH투자증권 리서치본부



주: 평균은 2024년 기업지배구조보고서 의무공시 자산총액 2조원 이상 비금융 214개사 중 지속가능경영보고서 공시한 192개사 대상

자료: 에이피알, NH투자증권 리서치본부



주: 평균은 2024년 기업지배구조보고서 의무공시 자산총액 2조원 이상 비금융 214개사 중 지속가능경영보고서 공시한 192개사 대상

자료: 에이피알, NH투자증권 리서치본부

ESG Event

E	2021.1	- 공병 1개당 300원의 적립금을 지급하는 '지속가능한 메디큐브' 캠페인 실시
	2021.7	- FSC 인증 마크 받은 지류, 식물성 함량이 높은 소이 잉크, 100% 재활용 가능한 친환경 종이 완충재 사용
S	2020.2	- 장애인고용공단과 함께 자회사형 장애인표준사업장 '에이피알 커뮤니케이션즈' 설립
G	2019.12	- 자회사 포토그레이오리진 흡수합병
	2021.1	- 자회사 에이피알패션 합병

자료: 에이피알, NH투자증권 리서치본부

표1. 에이피알 상대가치 밸류에이션

(단위: 십억원, 배, 원, 주)

항 목	기업가치(십억원)	주당가치(원)	비 고
12M Fwd 지배순이익	156	4,164	12M Fwd 지배순이익 추정치
Target PER	X 21	X 21	화장품 및 미용기기 Peer Group 밸류에이션 평균 차용
에이피알 기업가치	3,340	89,112	
총 발행주식 수	37,481,555	37,481,555	
목표주가		90,000	4/28 기준 업사이드 여력 20%

자료: NH투자증권 리서치본부 전망

표2. 에이피알 실적 전망 (IFRS 연결)

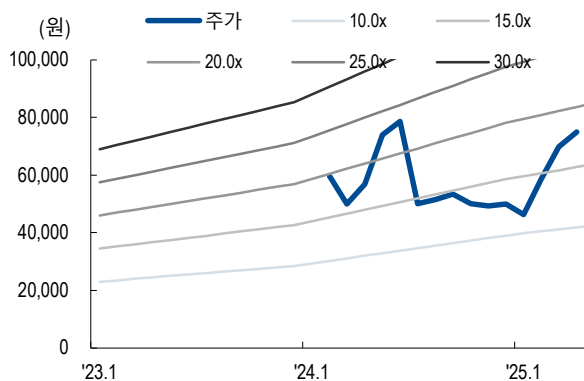
(단위: 십억원, 원, 배, %)

		2024	2025E	2026F	2027F
매출액	- 수정 후	524	1,008	1,189	1,337
	- 수정 전	-	1,005	1,189	1,337
	- 변동률	-	0.4	0.0	0.0
영업이익	- 수정 후	104	180	219	249
	- 수정 전	-	175	212	244
	- 변동률	-	2.9	3.3	2.0
영업이익률(수정 후)		19.9	17.9	18.4	18.6
EBITDA		118	204	241	267
(지배지분)순이익		82	146	177	202
EPS	- 수정 후	11,244	3,903	4,738	5,381
	- 수정 전	-	3,814	4,557	5,244
	- 변동률	-	2.3	4.0	2.6
PER		N/A	19.2	15.8	13.9
PBR		N/A	6.3	4.8	3.7
EV/EBITDA		-1.0	12.8	10.2	8.6
ROE		54.9	38.1	34.3	29.8

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준

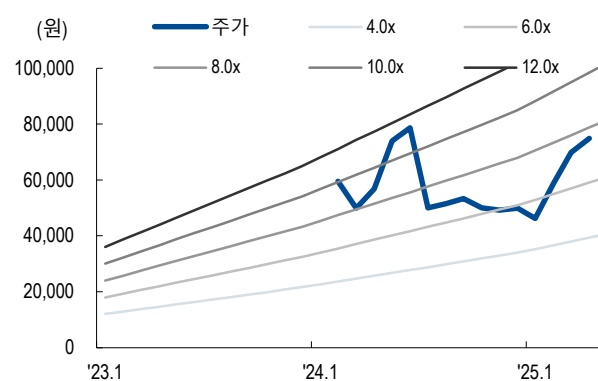
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

그림1. 에이피알 12M Fwd PER Band



자료: 에이피알, NH투자증권 리서치본부

그림2. 에이피알 12M Trailing PBR Band



자료: 에이피알, NH투자증권 리서치본부

표3. 에이피알 요약손익계산서 (IFRS 연결)

(단위: 십억원, %)

구 분	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	2024	1Q25E	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2025E
매출액	148.9	155.5	174.1	244.2	722.8	235.2	235.4	253.1	284.5	1,008.2
증감률(y-y)	22%	22%	43%	61%	38%	58%	51%	45%	17%	40%
[사업 부문별]										
뷰티	132.2	139.8	159.5	219.7	651.2	221.9	223.3	241.6	266.6	953.4
증감률(y-y)	33%	36%	57%	72%	51%	68%	60%	52%	21%	46%
디바이스	66.8	68.2	74.5	103.4	312.8	92.9	93.9	108.8	119.7	415.4
증감률(y-y)	30%	40%	62%	47%	45%	39%	38%	46%	16%	33%
화장품	65.4	71.6	85.0	116.3	338.4	129.0	129.3	132.8	146.9	538.0
증감률(y-y)	37%	33%	54%	103%	58%	97%	81%	56%	26%	59%
패션	14.0	11.7	11.5	20.5	57.6	10.5	8.2	8.1	13.7	40.3
증감률(y-y)	-27%	-44%	-33%	-6%	-27%	-25%	-30%	-30%	-33%	-30%
기타	2.8	4.0	3.1	4.0	14.0	2.9	4.0	3.4	4.2	14.5
증감률(y-y)	-27%	-3%	-10%	41%	-2%	3%	-1%	8%	6%	4%
[지역별]										
한국	82.8	78.4	73.9	88.0	323.1	84.7	81.7	77.2	94.2	337.8
증감률(y-y)	-2%	-6%	12%	3%	1%	2%	4%	5%	7%	5%
미국	24.8	24.9	39.6	69.0	158.3	62.1	67.4	74.9	82.9	287.3
증감률(y-y)	196%	109%	123%	131%	133%	151%	170%	89%	20%	82%
일본	9.8	9.4	15.2	17.7	52.2	22.3	18.8	20.9	23.6	85.7
증감률(y-y)	16%	13%	79%	125%	57%	127%	100%	37%	33%	64%
중국	7.6	10.0	5.3	4.6	27.5	5.9	9.4	6.3	5.6	27.2
증감률(y-y)	6%	41%	-59%	-52%	-25%	-23%	-6%	19%	21%	-1%
홍콩	10.1	13.2	16.5	20.7	60.5	14.6	17.2	20.2	22.6	74.6
증감률(y-y)	56%	47%	93%	143%	86%	44%	30%	23%	9%	23%
기타(B2B 포함)	13.8	19.5	23.7	44.2	101.2	45.6	40.9	53.5	55.6	195.6
증감률(y-y)	80%	139%	184%	316%	191%	231%	109%	126%	26%	93%
매출총이익	115.3	118.8	130.8	178.7	543.6	175.5	175.6	188.8	208.9	748.7
증감률(y-y)	27%	22%	44%	53%	37%	52%	48%	44%	17%	38%
매출총이익률	77%	76%	75%	73%	75%	75%	75%	75%	73%	74%
영업이익	27.8	28.0	27.2	39.7	122.7	45.0	41.3	45.7	48.0	180.0
증감률(y-y)	20%	13%	25%	16%	18%	62%	47%	68%	21%	47%
영업이익률	19%	18%	16%	16%	17%	19%	18%	18%	17%	18%
세전이익	30.4	28.8	26.4	47.6	133.3	45.7	41.9	46.4	48.8	182.8
증감률(y-y)	28%	17%	14%	39%	26%	50%	45%	75%	2%	37%
세전이익률	20%	19%	15%	19%	18%	19%	18%	18%	17%	18%
지배순이익	24.1	24.1	16.0	43.4	107.6	36.1	33.5	35.7	40.9	146.2
증감률(y-y)	19%	28%	-13%	80%	32%	50%	39%	123%	-6%	36%
지배순이익률	16%	15%	9%	18%	15%	15%	14%	14%	14%	15%

자료: 에이피알, NH투자증권 리서치본부 전망

표4. 에이피알 국가별 연간 매출액 전망

(단위: 십억원, %)

구 분	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E
전체	159.0	219.9	259.1	397.7	523.8	722.8	1,008.2
증감률(y-y)		38%	18%	53%	32%	38%	40%
한국	120.6	124.8	153.6	254.0	318.6	323.1	337.8
증감률(y-y)		4%	23%	65%	25%	1%	5%
비중(%)	76%	57%	59%	64%	61%	45%	34%
미국	2.1	17.5	22.2	29.9	67.9	158.3	287.3
증감률(y-y)		733%	27%	35%	127%	133%	82%
비중(%)	1%	8%	9%	8%	13%	22%	29%
일본	3.0	15.3	18.8	37.3	33.2	52.2	85.7
증감률(y-y)		410%	23%	98%	-11%	57%	64%
비중(%)	2%	7%	7%	9%	6%	7%	9%
중국	9.5	20.4	25.6	22.2	36.9	27.5	27.2
증감률(y-y)		115%	25%	-13%	66%	-25%	-1%
비중(%)	6%	9%	10%	6%	7%	4%	3%
홍콩	8.0	14.3	15.2	26.4	32.5	60.5	74.6
증감률(y-y)		79%	6%	74%	23%	86%	23%
비중(%)	5%	7%	6%	7%	6%	8%	7%
기타(B2B 포함)	15.8	27.6	23.7	27.8	34.8	101.2	195.6
증감률(y-y)		75%	-14%	17%	25%	191%	93%
비중(%)	10%	13%	9%	7%	7%	14%	19%

자료: 에이피알, NH투자증권 리서치본부 추정

표5. 가정용 미용기기 수출입 현황

(단위: 백만달러, % y-y)

구분	수출		수입		무역수지
	금액	성장률(y-y)	금액	성장률(y-y)	금액
2007년	10	-	3	-	6
2008년	10	4.3%	3	-5.7%	7
2009년	14	41.8%	3	2.8%	11
2010년	30	109.2%	10	191.9%	20
2011년	39	31.4%	4	-63.1%	35
2012년	53	35.0%	11	211.1%	41
2013년	48	-9.3%	15	32.3%	33
2014년	41	-14.3%	12	-20.7%	29
2015년	44	7.1%	15	27.3%	29
2016년	47	6.5%	20	33.8%	27
2017년	39	-15.2%	25	26.8%	14
2018년	59	49.3%	65	158.7%	-6
2019년	61	3.9%	56	-14.3%	6
2020년	59	-2.9%	29	-47.4%	30
2021년	85	42.5%	30	1.5%	55
2022년	89	5.3%	26	-12.6%	63
2023년	115	29.0%	34	31.0%	81
2024년 1월	16	138.7%	3	14.0%	13
2월	17	200.7%	2	26.6%	15
3월	17	165.5%	1	-51.3%	16
4월	18	99.6%	2	-5.1%	16
5월	12	48.6%	3	-7.2%	9
6월	18	123.3%	2	6.7%	16
7월	9	-12.0%	2	-49.6%	7
8월	20	90.6%	2	-46.7%	18
9월	31	140.1%	2	-46.6%	29
10월	22	156.5%	3	44.8%	19
11월	16	-1.3%	2	-11.5%	14
12월	17	25.7%	5	83.2%	12
2025년 1월	17	4.8%	4	43.5%	13
2월	10	-38.6%	2	-10.5%	8
3월	11	-35.6%	7	403.9%	4

주: 가정용 미용기기는 2007년도부터 집계됨

자료: KITA, NH투자증권 리서치본부

Statement of comprehensive income

(십억원)	2024/12A	2025/12E	2026/12F	2027/12F
매출액	723	1,008	1,189	1,337
증감률 (%)	38.0	39.5	17.9	12.5
매출원가	179	259	312	355
매출총이익	544	749	877	982
Gross 마진 (%)	75.2	74.3	73.8	73.5
판매비와 일반관리비	421	569	658	733
영업이익	123	180	219	249
증감률 (%)	17.8	46.7	21.7	13.7
OP 마진 (%)	17.0	17.9	18.4	18.6
EBITDA	145	204	241	267
영업외손익	11	3	3	3
금융수익(비용)	12	3.8	4	4
기타영업외손익	-1	-1.0	-1	-1
종속, 관계기업관련손익	0	0.0	0	0
세전계속사업이익	133	183	222	252
법인세비용	26	37	44	50
계속사업이익	108	146	177	202
당기순이익	108	146	177	202
증감률 (%)	31.9	35.9	21.4	13.6
Net 마진 (%)	14.9	14.5	14.9	15.1
지배주주지분 순이익	108	146	177	202
비지배주주지분 순이익	0	0	0	0
기타포괄이익	-2	0	0	0
총포괄이익	106	146	177	202

Valuations/profitability/stability

	2024/12A	2025/12E	2026/12F	2027/12F
PER(배)	17.6	19.2	15.8	13.9
PBR(배)	5.9	6.3	4.8	3.7
PCR(배)	11.7	14.0	12.0	11.1
PSR(배)	2.6	2.8	2.4	2.1
EV/EBITDA(배)	12.4	12.8	10.2	8.6
EV/EBIT(배)	14.6	14.5	11.3	9.3
EPS(배)	2,842	3,903	4,738	5,381
BPS(배)	8,486	11,833	15,784	20,279
SPS(배)	19,092	26,911	31,736	35,703
자기자본이익률(ROE, %)	41.3	38.1	34.3	29.8
총자산이익률(ROA, %)	25.2	22.3	21.2	19.5
투자자본이익률(ROIC, %)	51.4	66.9	78.2	87.4
배당수익률(%)	0.0	1.0	1.1	1.2
배당성장(%)	0.0	18.1	16.6	16.5
총현금배당금(십억원)	0	27	29	33
보통주 주당배당금(원)	0	720	800	900
순부채(현금)/자기자본(%)	-34.7	-46.4	-58.0	-65.9
총부채/자기자본(%)	74.7	68.2	57.6	49.0
이자발생부채	113	123	129	134
유동비율(%)	197.1	221.2	263.3	306.1
총발행주식수(백만주)	38	37	37	37
액면가(원)	100	20	20	20
주가(원)	50,000	75,000	75,000	75,000
시가총액(십억원)	1,906	2,809	2,809	2,809

Statement of financial position

(십억원)	2024/12A	2025/12E	2026/12F	2027/12F
현금및현금성자산	90	175	307	460
매출채권	39	55	65	73
유동자산	286	448	629	822
유형자산	51	44	34	28
투자자산	62	86	102	115
비유동자산	279	298	303	310
자산총계	565	745	932	1,132
단기성부채	25	35	41	46
매입채무	34	47	56	63
유동부채	145	202	239	269
장기성부채	88	88	88	88
장기충당부채	8	12	14	16
비유동부채	96	100	102	104
부채총계	242	302	341	372
자본금	4	4	4	4
자본잉여금	137	137	137	137
이익잉여금	229	349	497	665
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	324	443	591	760

Cash flow statement

(십억원)	2024/12A	2025/12E	2026/12F	2027/12F
영업활동 현금흐름	79	155	191	214
당기순이익	108	146	177	202
+ 유/무형자산상각비	22	24	22	18
+ 종속, 관계기업관련손익	0	0	0	0
+ 외화환산손실(이익)	-5	0	0	0
Gross Cash Flow	162	201	233	254
- 운전자본의증가(감소)	-58	-17	-11	-9
투자활동 현금흐름	-110	-52	-34	-30
+ 유형자산 감소	0	0	0	0
- 유형자산 증가(CAPEX)	-45	-15	-10	-10
+ 투자자산의매각(취득)	-44	-24	-15	-13
Free Cash Flow	34	140	181	204
Net Cash Flow	-31	103	157	184
재무활동현금흐름	-5	-19	-26	-31
자기자본 증가	76	0	0	0
부채증감	-81	-19	-26	-31
현금의증가	-35	85	132	153
기말현금 및 현금성자산	90	175	307	460
기말 순부채(순현금)	-112	-206	-343	-501

아이패밀리에스씨 (114840.KQ)

색조도 고마진 창출

1분기는 전년 일본 오프라인 채널 대량 납품으로 기저 부담 존재. 다만, 중국은 분기 매출 흐름이 꾸준히 성장하고, 미국은 하반기 온/오프라인 채널 본격 다변화 계획. 서구권 성장 초입으로 밸류에이션 메리트 유효

Analyst 정지윤
02)768-7705, jiyoony@nhqv.com

※ESG Index/Event는45페이지 참조

Not Rated

미국과 유럽 성장 초입, 중국 재개도 기대 포인트

롬앤은 고성장 중인 비상장 브랜드들과 견주어도 고마진 구조가 강점. 2024년 말 롬앤 임직원 수는 180여명으로 유연한 조직적 특성을 바탕으로 제품 개발과 마케팅 간 장벽이 낮아 고효율 창출. 이를 바탕으로 특유의 소비자 간 소통력과 기민한 신제품 대응으로 국내 경쟁 심화에도 성장 거듭. 5/1 롬앤 브랜드의 첫 오프라인 매장을 성수동에 오픈하는 만큼 글로벌 소비자 수요도 파악 가능할 것

당사는 아이패밀리에스씨의 2025년 연결기준 매출액 2,360억원(+15% y-y), 영업이익 406억원(+21% y-y)을 전망. 미국과 유럽은 아직 성장 초입 구간. 미국은 지난해 4분기 현지 법인을 설립했으며, 최근 아마존과 틱톡 채널 마케팅을 직접 전개하기 시작. 하반기 미국 오프라인 채널 입점도 계획 중. 현재 주가 (4/28, 20,650원)는 2025E/2026F 10.4배, 9.1배 수준. 1분기 이후 증익 구간으로의 전환 가능성이 높다는 점을 감안하면 매력적인 주가 수준에 도달

1Q25Preview: 일본 기저 부담 불가피

1분기 연결기준 매출액 550억원(-4% y-y), 영업이익 95억원(-19% y-y)으로 대체로 컨센서스 부합하는 실적 예상

실적과 트렌드가 부진하기 보다는 전년 1분기 일본 돈키호테 대량 납품 건으로 일본향 수출 기저(1Q25E 152억원 vs 1Q24 203억원)가 높은 까닭. 동사 매출 대부분이 총판 매출로 구성되기 때문에 리테일 매출 흐름을 그대로 반영하지는 못함. 다만 일본을 제외하면 모든 해외 국가에서 성장 중. 중화권향 수출도 지난 해부터 지속적으로 증가 흐름을 보이며, 중화권 타깃 신제품도 출시 예정. 참고로 2024년 말 동사의 중화권 매출 비중은 12%에 해당

현재가 (25/04/28)	20,650원			
업종	화학			
KOSPI / KOSDAQ	2,548.86 / 719.41			
시가총액(보통주)	357.7십억원			
발행주식수(보통주)	17.3백만주			
52주 최고가('24/06/13)	42,800원			
최저가('24/11/12)	16,400원			
평균거래대금(60일)	4,008백만원			
배당수익률(2025E)	0.57%			
외국인지분율	4.0%			
주요주주				
김태욱 외 2 인	41.6%			
주가상승률	3개월	6개월	12개월	
절대수익률 (%)	-12.1	7.0	-21.2	
상대수익률 (%p)	-11.0	10.1	-6.1	
	2023	2024	2025E	2026F
매출액	148.7	204.9	236.0	266.1
증감률	74.2	37.8	15.2	12.8
영업이익	24.0	33.6	40.6	46.8
증감률	152.4	40.2	20.7	15.4
영업이익률	16.1	16.4	17.2	17.6
(지배지분)순이익	20.0	28.6	34.3	39.5
EPS	1,166	1,660	1,983	2,281
증감률	157.4	42.3	19.5	15.0
PER	11.3	11.3	10.4	9.1
PBR	3.3	3.5	2.9	2.2
EV/EBITDA	8.4	9.2	7.8	6.1
ROE	33.6	35.5	31.8	27.7
부채비율	30.2	33.5	27.3	22.8
순차입금	-21.0	-6.7	-35.4	-69.7

단위: 십억원, %, 원, 배
주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

Summary

아이패밀리에스씨는 2000년 2월 설립되어 IT 기반의 웨딩서비스 사업 '아이모델'로 시작. 이후 2016년 색조 화장품 브랜드 '롬앤(Rom&nd)'을 론칭하며 화장품 브랜드 사업 진출. 미국, 중국, 일본 등의 국가로 채널을 확장해가며 앤드바이 롬앤(일본 편의점 Lawson 전용 브랜드), Nuse(비건 색조 브랜드)를 추가 론칭. 신규 국가 다변화와 신제품 출시 및 SKU 증가 등을 통해 매출 다변화를 지속해 나갈 전망

Share price drivers/Earnings Momentum

- 일본 화장품 시장 내 점유율 상승
- 미국 및 유럽 등 기타 지역 매출 증가
- 누즈(Nuse) 매출 증가 및 신규 브랜드 론칭

Downside Risk

- 일본 화장품 시장 경쟁 심화
- 국내 올리브영 매출 둔화
- 할인 및 판촉 비용 증가

Cross valuations

(단위: 배, %)

Company	PER		PBR		ROE	
	2025E	2026F	2025E	2026F	2025E	2026F
아모레퍼시픽	24.8	21.5	1.5	1.4	6.3	6.9
브이티	13.7	11.5	4.3	3.2	41.5	32.3
클리오	10.3	8.6	1.2	1.1	12.7	12.8

자료: FactSet, NH투자증권 리서치본부

Historical valuations

(단위: 배, %)

Valuations	2022	2023	2024	2025E	2026F
PER	13.7	11.3	11.3	10.4	9.1
PBR	2.1	3.3	3.5	2.9	2.2
PSR	1.2	1.5	1.6	1.5	1.3
ROE	16.7	33.6	35.5	31.8	27.7
ROIC	35.4	49.4	42.4	39.4	43.8

자료: NH투자증권 리서치본부

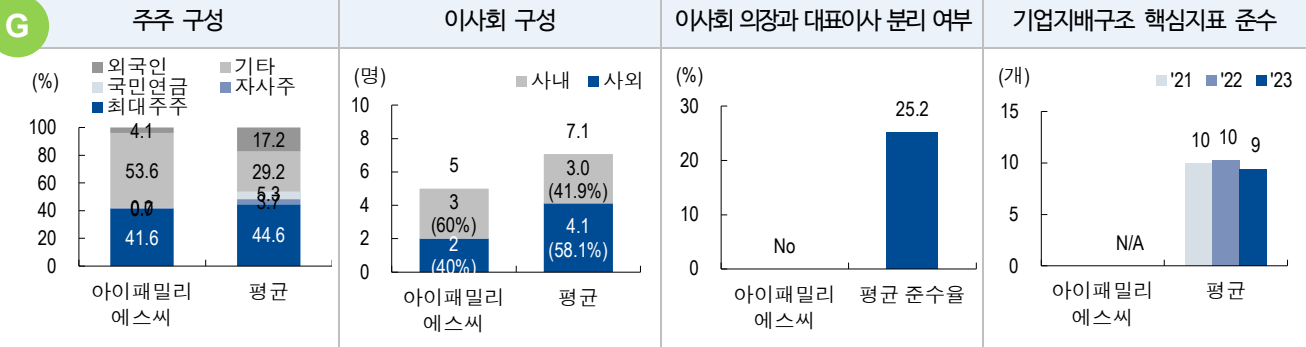
Historical Key financials

(단위: 십억원, %)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
매출액	13	12	17	38	79	72	85	149	205
영업이익	0	-1	0	5	12	6	10	24	34
영업이익률(%)	0.6	-8.5	1.8	11.9	14.7	7.8	11.1	16.1	16.4
세전이익	0	0	0	5	12	6	10	25	35
순이익	0	-1	0	4	9	4	8	20	29
지배지분순이익	0	-1	0	4	9	4	8	20	29
EBITDA	0	-1	0	5	12	6	10	25	34
CAPEX	0	0	0	0	0	0	21	0	0
Free Cash Flow	0	-1	1	3	6	1	-14	4	-10
EPS(원)	3	-39	33	340	667	265	453	1,166	1,660
BPS(원)	210	171	204	424	1,150	2,520	2,953	4,011	5,326
DPS(원)	0	0	0	23	46	16	32	79	118
순차입금	-3	-4	-4	-6	-11	-31	-18	-21	-7
ROE(%)	3.2	-20.3	17.7	108.2	84.8	12.9	16.7	33.6	35.5
ROIC(%)	6.2	77.0	-28.4	754.9	250.2	51.8	35.4	49.4	42.4
배당성향(%)	0.0	0.0	0.0	6.7	6.9	7.3	7.0	6.8	7.1
배당수익률(%)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	0.4	0.5	0.6	0.6
순차입금 비율(%)	-105.7	-160.7	-157.7	-108.3	-75.4	-74.7	-35.3	-30.4	-7.3

자료: 아이패밀리에스씨, NH투자증권 리서치본부

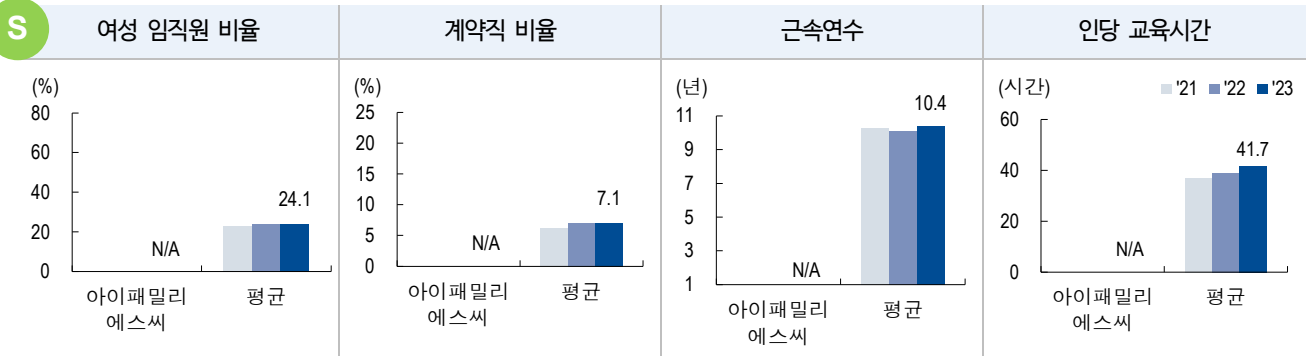
ESG Index & Event



주1: 평균은 2024년 기업지배구조보고서 의무공시 자산총액 2조원 이상 비금융 214개사 대상

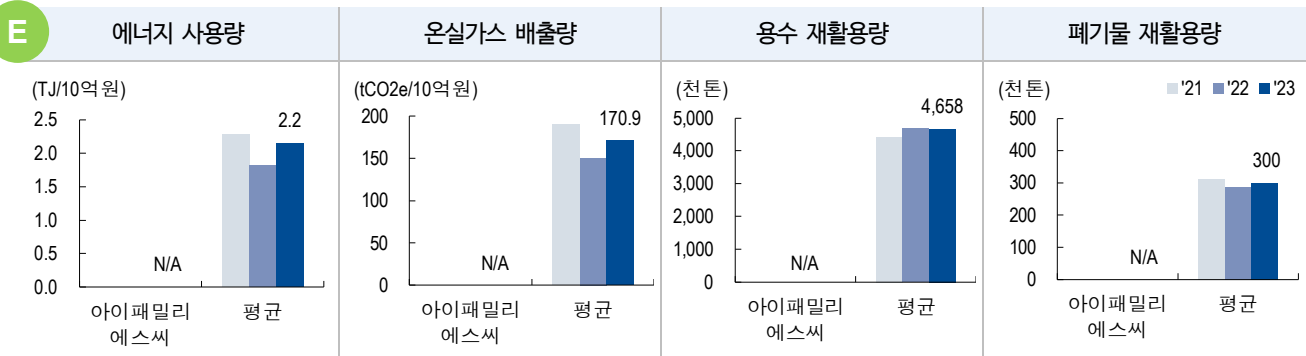
주2: 기업지배구조 핵심지표는 기업지배구조보고서에서 공시하는 주주, 이사회, 감사기구 관련 15개 핵심지표의 준수 현황

자료: 아이패밀리에스씨, 전자공시시스템, NH투자증권 리서치본부



주: 평균은 2024년 기업지배구조보고서 의무공시 비금융 214개사 중 지속가능경영보고서 공시한 192개사 대상

자료: 아이패밀리에스씨, NH투자증권 리서치본부



주: 평균은 2024년 기업지배구조보고서 의무공시 비금융 214개사 중 지속가능경영보고서 공시한 192개사 대상

자료: 아이패밀리에스씨, NH투자증권 리서치본부

ESG Event

E	2021.9	- 환경부 캠페인 고고챌린지 '5R 운동(Refuse, Reduce, Reuse, Recycle, Rot)' 참여
	2022.11	- 첫 비건 색조 라인 'VE-EASY' 출시
S	2023.3	- 이너시아와 함께 뷰티박스(뷰티제품, 생리대) 판매 수익금 10대 여성 건강센터 '나는봄'에 기부
	2023.5	- 자립준비청년을 위해 아이세도 팔레트 4,000세트 판매금 전액 1억원 기부
G	2021.10	- 코스닥 시장 내 상장
	2023.3	- 사외이사 신규 선임

자료: 아이패밀리에스씨, NH투자증권 리서치본부

표1. 아이패밀리에스씨 실적 전망

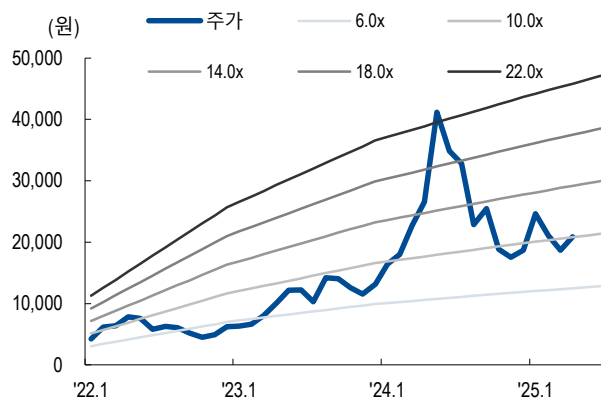
(단위: 십억원, 원, 배, %)

	2023	2024	2025E	2026F
매출액	148.7	204.9	236.0	266.1
영업이익	24.0	33.6	40.6	46.8
영업이익률	16.1	16.4	17.2	17.6
EBITDA	24.5	34.4	41.4	47.6
(지배지분)순이익	20.0	28.6	34.3	39.5
EPS	1,166	1,660	1,983	2,281
PER	11.3	11.3	10.4	9.1
PBR	3.3	3.5	2.9	2.2
EV/EBITDA	8.4	9.2	7.8	6.1
ROE	33.6	35.5	31.8	27.7

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준

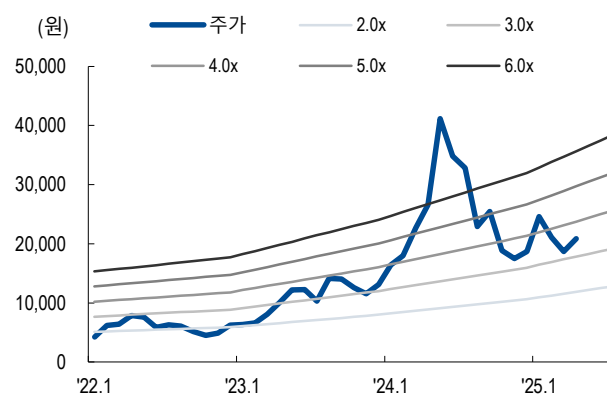
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

그림1. 아이패밀리에스씨 12M Fwd PER Band Chart



자료: 아이패밀리에스씨, NH투자증권 리서치본부

그림2. 아이패밀리에스씨 12M Fwd PBR Band Chart



자료: 아이패밀리에스씨, NH투자증권 리서치본부

그림3. 일본 lipcosme.com 립 케어 순위



자료: lipcosme.com, NH투자증권 리서치본부

그림4. 일본 lipcosme.com 립 글로스 순위



자료: lipcosme.com, NH투자증권 리서치본부

그림3. 일본 lipcosme.com 립 라이너 순위



자료: lipcosme.com, NH투자증권 리서치본부

그림4. 일본 lipcosme.com 립 틴트 순위



자료: lipcosme.com, NH투자증권 리서치본부

표2. 아이패밀리에스씨 분기별 요약손익계산서 (IFRS 연결)

(단위: 십억원, %)

구 분	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	2024	1Q25E	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2025E
매출액	57.4	49.0	50.1	48.4	204.9	55.0	57.1	60.1	63.8	236.0
증감률(y-y)	75%	34%	35%	15%	38%	-4%	17%	20%	32%	15%
화장품 부문	56.4	47.8	49.1	46.8	200.1	53.9	55.8	59.2	62.2	231.1
증감률(y-y)	77%	35%	35%	16%	39%	-4%	17%	21%	33%	16%
국내	15.6	13.6	13.7	16.3	59.2	16.0	16.0	16.4	16.9	65.4
증감률(y-y)	34%	19%	7%	21%	20%	3%	18%	20%	3%	11%
해외	40.8	34.2	35.4	30.5	140.9	37.9	39.8	42.7	45.3	165.8
증감률(y-y)	101%	43%	50%	13%	49%	-7%	16%	21%	49%	18%
일본	20.3	10.7	13.8	12.9	57.7	15.2	14.6	15.2	15.6	60.6
증감률(y-y)	66%	-24%	25%	1%	15%	-25%	36%	10%	21%	5%
중화권	6.6	5.6	6.4	6.4	25.0	7.3	6.7	7.2	7.6	28.8
증감률(y-y)	200%	65%	52%	52%	79%	10%	20%	12%	19%	15%
동남아	6.1	5.6	8.4	4.7	24.8	7.0	6.7	10.9	7.6	32.2
증감률(y-y)	205%	195%	163%	42%	138%	15%	20%	30%	61%	30%
미주	1.3	2.5	1.8	2.7	8.3	1.6	3.0	3.1	4.8	12.5
증감률(y-y)				170%	730%	25%	20%	70%	76%	50%
유럽	1.3	2.0	2.8	2.3	8.4	1.6	2.6	3.4	3.3	10.9
증감률(y-y)				229%	1,100%	25%	30%	20%	45%	30%
기타	5.2	7.8	2.2	1.5	16.7	5.1	6.2	3.0	6.4	20.8
증감률(y-y)	35%	66%	-58%	-70%	-11%	-2%	-21%	38%	329%	24%
기타 사업 부문	1.0	1.2	1.0	1.6	4.8	1.1	1.3	0.9	1.6	4.9
증감률(y-y)	7%	-5%	24%	3%	6%	6%	6%	-11%	5%	2%
매출총이익	20.5	17.7	18.3	16.8	73.2	19.1	21.1	21.9	22.3	84.5
증감률(y-y)	80%	31%	32%	8%	35%	-7%	20%	20%	33%	15%
매출총이익률	36%	36%	37%	35%	36%	35%	37%	37%	35%	36%
영업이익	11.8	7.0	9.1	5.8	33.6	9.5	9.3	11.6	10.1	40.6
증감률(y-y)	153%	37%	37%	-24%	40%	-19%	34%	28%	73%	21%
영업이익률	20%	14%	18%	12%	16%	17%	16%	19%	16%	17%
세전이익	12.0	7.3	9.3	5.9	34.5	9.8	9.6	11.8	10.3	41.5
증감률(y-y)	146%	38%	37%	-24%	40%	-19%	32%	27%	74%	20%
세전이익률	21%	15%	19%	12%	17%	18%	17%	20%	16%	18%
지배순이익	9.7	6.6	7.6	4.6	28.6	7.9	8.7	9.7	8.1	34.3
증감률(y-y)	160%	65%	45%	-34%	43%	-19%	32%	27%	74%	20%
지배순이익률	17%	14%	15%	10%	14%	14%	15%	16%	13%	15%

주: 미주, 유럽 지역 매출은 2023년 4분기부터 집계

자료: NH투자증권 리서치본부 전망

Statement of comprehensive income

(십억원)	2023/12A	2024/12A	2025/12E	2026/12F
매출액	149	205	236	266
증감률 (%)	74.2	37.8	15.2	12.8
매출원가	94	132	152	171
매출총이익	54	73	84	95
Gross 마진 (%)	36.5	35.8	35.8	35.7
판매비와 일반관리비	30	40	44	48
영업이익	24	34	41	47
증감률 (%)	152.4	40.2	20.7	15.4
OP 마진 (%)	16.1	16.4	17.2	17.6
EBITDA	25	34	41	48
영업외손익	1	1	1	1
금융수익(비용)	1	1	1	2
기타영업외손익	0	0	0	0
총속, 관계기업관련손익	0	0	0	-2
세전계속사업이익	25	35	41	48
법인세비용	5	6	7	8
계속사업이익	20	29	34	40
당기순이익	20	29	34	40
증감률 (%)	161.8	42.9	20.1	15.1
Net 마진 (%)	13.4	13.9	14.5	14.8
지배주주지분 순이익	20	29	34	40
비지배주주지분 순이익	0	0	0	0
기타포괄이익	-1	-1	0	0
총포괄이익	19	27	34	40

Valuations/profitability/stability

	2023/12A	2024/12A	2025/12E	2026/12F
PER(X)	11.3	11.3	10.4	9.1
PBR(X)	3.3	3.5	2.9	2.2
PCR(X)	9.0	9.2	8.7	7.8
PSR(X)	1.5	1.6	1.5	1.3
EV/EBITDA(X)	8.4	9.2	7.8	6.1
EV/EBIT(X)	8.6	9.4	7.9	6.1
EPS(W)	1,166	1,660	1,983	2,281
BPS(W)	4,011	5,326	7,167	9,331
SPS(W)	8,673	11,902	13,631	15,366
자기자본이익률(ROE, %)	33.6	35.5	31.8	27.7
총자산이익률(ROA, %)	24.7	26.9	24.5	22.2
투자자본이익률(ROIC, %)	49.4	42.4	39.4	43.8
배당수익률(%)	0.6	0.6	0.6	0.6
배당성장(%)	6.8	7.1	5.9	5.1
총현금배당금(십억원)	1	2	2	2
보통주 주당배당금(W)	79	118	118	118
순부채(현금)/자기자본(%)	-30.4	-7.3	-28.5	-43.2
총부채/자기자본(%)	30.2	33.5	27.3	22.8
이자발생부채	10	10	10	10
유동비율(%)	616.1	320.3	396.0	474.0
총발행주식수(mn)	17	17	17	17
액면가(W)	500	500	500	500
주가(W)	13,154	18,690	20,650	20,650
시가총액(십억원)	226	322	358	358

Statement of financial position

(십억원)	2023/12A	2024/12A	2025/12E	2026/12F
현금및현금성자산	16	17	46	80
매출채권	9	9	10	11
유동자산	66	98	134	175
유형자산	22	21	21	21
투자자산	1	1	1	1
비유동자산	24	24	24	24
자산총계	90	123	158	199
단기성부채	0	10	10	10
매입채무	1	6	7	8
유동부채	11	31	34	37
장기성부채	10	0	0	0
장기충당부채	0	0	0	0
비유동부채	10	0	0	0
부채총계	21	31	34	37
자본금	4	9	9	9
자본잉여금	21	17	17	17
이익잉여금	41	67	99	137
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	69	92	124	162

Cash flow statement

(십억원)	2023/12A	2024/12A	2025/12E	2026/12F
영업활동 현금흐름	5	-9	31	37
당기순이익	20	29	34	40
+ 유/무형자산상각비	1	1	1	1
+ 총속, 관계기업관련손익	0	0	0	0
+ 외화환산손실(이익)	0	0	0	0
Gross Cash Flow	25	35	41	46
- 운전자본의증가(감소)	-18	-41	-4	-3
투자활동 현금흐름	0	14	-1	-1
+ 유형자산 감소	0	0	0	0
- 유형자산 증가(CAPEX)	0	0	-1	-1
+ 투자자산의매각(취득)	0	-1	0	0
Free Cash Flow	4	-10	31	36
Net Cash Flow	5	5	31	36
재무활동 현금흐름	0	-4	-2	-2
자기자본 증가	1	0	0	0
부채증감	-1	-5	-2	-2
현금의증가	4	1	29	34
기말현금 및 현금성자산	16	17	46	80
기말 순부채(순현금)	-21	-7	-35	-70

코스맥스 (192820.KS)

본격 성장은 2분기에 확인

1분기 법인별 실적 온도차 존재하나, 영업이익 컨센서스 부합 예상. 현재 한국 법인의 수주 동향과 고객사 매출 흐름으로 보아, 2~3분기 역대 최대 매출 경신 가능할 것. 중국과 미국 법인은 하반기 회복 기대

Analyst 정지윤
02)768-7705, jiyoony@nhqv.com

하반기 중국과 미국의 회복 재개를 기대

투자 의견 Buy 및 목표주가 225,000원 유지

현재 산업 내 고성장을 구가하는 브랜드사들 수주를 대부분 흡수하고 있음. 이에 2분기 별도 매출은 4,000억원 이상 레벨 업 전망. 최근 중국 로컬 브랜드사들도 가성비를 내세워 인접 국가에 수출하면서 동남아 생산 기회도 커지는 상황. 2026년 10월부터 인도네시아 할랄제품보장법이 발효됨에 따라 향후 2년간 동남아 시장 선점을 통해 중국 법인 이익 규모와 비등한 수준까지 눈높이 높여볼 수 있음. 한국과 중국은 대규모 증설이 마무리되고, 동남아 신공장은 2027년 전후로 가동 예정. 하반기 중국과 미국의 매출 회복이 예상보다 빨라진다면 밸류에이션 메리트 상승할 것

1Q25 Preview: 법인별 실적 온도차

1분기 연결기준 매출액 5,750억원(+9% y-y), 영업이익 471억원(+4% y-y)으로 기존 추정치 및 컨센서스 영업이익 부합할 것으로 예상. 전년 동기 중국과 미국의 높은 실적 기저 감안해 해외 법인 영업이익 추정치를 소폭 내려 잡음

한국 매출액 3,627억원(+15% y-y), 영업이익 374억원(+24% y-y) 추정. 일부 브랜드 생산을 중국 공장으로 이관해도 신규 TOP 10 진입하는 브랜드들의 약진과 엄격한 대손관리 기조로 안정적 수익성 시현할 것

해외 ①중국 매출액 1,536원(-2% y-y)으로 상해 -2%, 광저우 +3% 추정. 전년 동기 상해 온라인/인디 브랜드 주문량이 급증하면서 높은 매출 기저 제외하면 q-q 개선 흐름 유지. ②미국 매출액 287억원(-26% y-y)으로 고정비 감축에도 매출 반등이 부재해 영업적자 지속될 것으로 예상. ③인니/태국 매출액 각각 277억원(+16% y-y), 199억원(+110% y-y) 추정. 태국의 경우 OTC 제품 오더가 급증하면서 동남아 수요를 빠르게 흡수하는 중

※ESG Index/Event는 52페이지 참조

Buy (유지)

목표주가 225,000원 (유지)
현재가 (25/04/28) 174,700원

업종	화학
KOSPI / KOSDAQ	2,548.86 / 719.41
시가총액(보통주)	1,982.8십억원
발행주식수(보통주)	11.3백만주
52주 최고가('24/06/27)	197,800원
최저가('24/08/13)	117,700원
평균거래대금(60일)	16,164백만원
배당수익률(2025E)	1.43%
외국인지분율	34.6%

주요주주	
코스맥스비티아이 외 12 인	27.5%
국민연금공단	13.4%

주가상승률	3개월	6개월	12개월
절대수익률 (%)	6.7	26.3	29.4
상대수익률 (%p)	6.1	29.5	34.9

	2024	2025E	2026F	2027F
매출액	2,166	2,503	2,743	2,945
증감률	21.9	15.5	9.6	7.3
영업이익	175	219	250	271
증감률	51.6	24.7	14.1	8.7
영업이익률	8.1	8.7	9.1	9.2
(지배지분)순이익	86	133	162	178
EPS	7,560	11,686	14,249	15,709
증감률	50.2	54.6	21.9	10.2
PER	19.7	14.9	12.3	11.1
PBR	3.6	3.4	2.8	2.3
EV/EBITDA	8.8	7.6	6.6	5.8
ROE	20.5	25.2	25.1	22.7
부채비율	280.0	269.8	226.8	193.7
순차입금	434	322	228	106

단위: 십억원, %, 원, 배
주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

Summary

코스맥스는 화장품 연구개발 생산 전문 ODM 기업으로 2014년 3월 코스맥스비티아이 주식회사의 화장품 제조 부문이 인적분할하여 설립. 현재 국내외 600여개의 브랜드 기업에 기초, 색조, 마스크시트 등의 제품을 공급. 전사 인력 중 25%가량이 연구 개발 인력이며, 판교 R&I 센터를 운영하는 등 업계 최고 수준의 R&D 능력을 보유. 중국 상해, 광저우, 미국 뉴저지에 생산 공장을 두고 있으며, 인도네시아와 태국법인 설립을 통해 해외 시장 포트폴리오 다변화 중

Share price drivers/Earnings Momentum

- 중국 법인의 고성장 및 수익성 개선 지속
- 태국, 인도네시아 등 동남아 시장 확대 가속화
- 미국 법인 영업이익의 흑자 전환
- 재무 건전성 개선 및 현금 흐름 확보

Downside Risk

- 코스맥스 이스트 법인 상장 여부
- 연령이 높은 매출 채권 증가
- 높은 부채 비율
- 인건비 상승에 따른 수익성 악화

Cross valuations

(단위: 배, %)

Company	PER		PBR		ROE	
	2025E	2026F	2025E	2026F	2025E	2026F
한국콜마	14.9	12.2	2.0	1.8	13.8	15.4
씨앤씨인터내셔널	9.2	7.3	1.4	1.2	12.6	15.7
코스메카코리아	9.4	7.9	1.8	1.5	23.3	21.0
Intercos	18.2	16.1	2.3	2.1	13.1	13.8

자료: Bloomberg, FnGuide, NH투자증권 리서치본부

Historical valuations

(단위: 배, %)

Valuations	2023	2024	2025E	2026F	2027F
PER	25.1	19.7	14.9	12.3	11.1
PBR	4.0	3.6	3.4	2.8	2.3
PSR	0.8	0.8	0.8	0.7	0.7
ROE	12.1	20.5	25.2	25.1	22.7
ROIC	7.2	10.4	15.3	16.4	17.3

자료: NH투자증권 리서치본부 추정

Historical Key financials

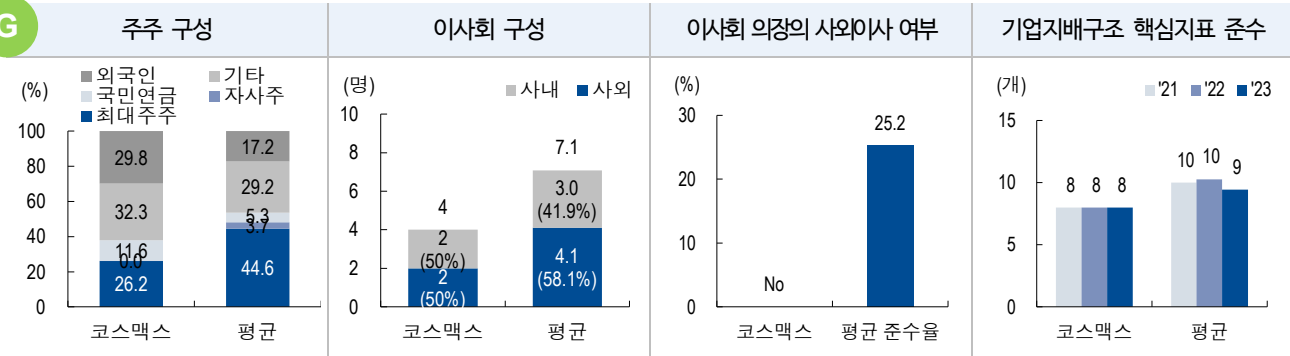
(단위: 십억원, %)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
매출액	757	884	1,260	1,331	1,383	1,591	1,600	1,777	2,166
영업이익	53	35	52	54	67	123	53	116	175
영업이익률(%)	7.0	4.0	4.2	4.1	4.8	7.7	3.3	6.5	8.1
세전이익	46	25	36	36	0	78	6	84	138
순이익	31	16	21	18	-29	34	-16	38	88
지배지분순이익	35	19	33	32	21	74	21	57	86
EBITDA	65	55	78	92	112	174	112	175	244
CAPEX	90	81	49	105	59	41	84	86	165
Free Cash Flow	-66	-88	-104	-30	-17	59	18	145	-92
EPS(원)	3,752	1,876	3,246	3,167	2,127	6,880	1,837	5,034	7,560
BPS(원)	20,990	21,704	26,411	34,178	34,118	49,457	51,203	31,941	41,711
DPS(원)	1,000	300	600	900	0	550	0	500	2,300
순차입금	179	361	469	455	487	427	382	273	434
ROE(%)	22.5	8.8	13.5	10.5	6.2	16.5	3.6	12.1	20.5
ROIC(%)	10.8	4.1	4.2	2.0	-2,290.2	5.9	-18.2	7.2	10.4
배당성향(%)	28.9	16.0	18.5	28.4	0.0	8.4	0.0	9.9	30.4
배당수익률(%)	0.8	0.3	0.5	1.1	0.0	0.6	0.0	0.4	1.5
순차입금 비율(%)	86.5	158.2	194.1	143.8	179.2	91.8	86.0	76.0	85.2

자료: 코스맥스, NH투자증권 리서치본부

ESG Index & Event

G

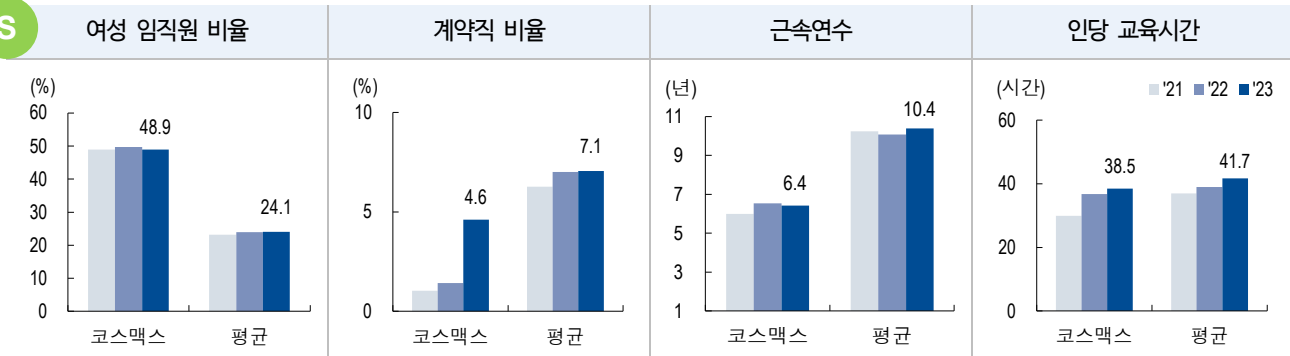


주1: 평균은 2024년 기업지배구조보고서 의무공시 자산총액 2조원 이상 비금융 214개사 대상

주2: 기업지배구조 핵심지표는 기업지배구조보고서에서 공시하는 주주, 이사회, 감사기구 관련 15개 핵심지표의 준수 현황

자료: 코스맥스, 전자공시시스템, NH투자증권 리서치본부

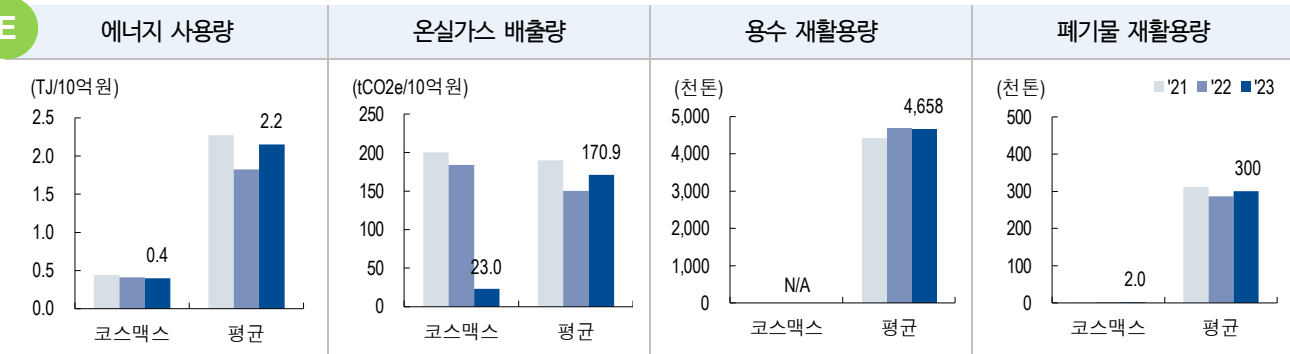
S



주: 평균은 2024년 기업지배구조보고서 의무공시 자산총액 2조원 이상 비금융 214개사 중 지속가능경영보고서 공시한 192개사 대상

자료: 코스맥스, NH투자증권 리서치본부

E



주: 평균은 2024년 기업지배구조보고서 의무공시 자산총액 2조원 이상 비금융 214개사 중 지속가능경영보고서 공시한 192개사 대상

자료: 코스맥스, NH투자증권 리서치본부

ESG Event

E	2022.10	- 친환경 소재개발업체 어라운드블루와 국내외 화장품 고객사를 대상으로 CLC(무독성 바이오 플라스틱 소재)를 이용한 다양한 친환경 용기를 제안하고, 코스맥스가 생산하는 화장품 제형에 적합한 CLC 친환경 용기를 공동 개발할 계획
S	2021.6	- ESG 경영 강화를 위해 'UNGC'가 정립한 인권, 노동, 환경, 반부패 등 4대 분야 10대 원칙을 경영 전략에 포함
	2019.10	- 2014~2018년 기간 동안 장애인 노동자를 단 한 명도 고용하지 않았다는 내용을 담은 보도로 논란
G	2020.1	- 국제청, 정기 세무조사 실시. 언론, 정기 세무조사 관련하여 일감 몰아주기 및 편법승계 의혹 제기

자료: 언론보도, 코스맥스, NH투자증권 리서치본부

표1. 코스맥스 상대가치 밸류에이션

(단위: 십억원, 배, 원, 주)

항 목	기업가치(십억원)	주당가치(원)	비 고
12M Fwd 지배순이익	148	13,019	12M Fwd 지배순이익 추정치
Target PER	X 17	X 17	글로벌 화장품 OE/DM사 Intercos 12M Fwd PER
코스맥스 기업가치	2,512	221,329	
발행주식 수	11,349,509	11,349,509	총 발행주식 수
목표주가		225,000	4/28 기준 업사이드 여력 29%

자료: NH투자증권 리서치본부 전망

표2. 코스맥스 실적 전망 (IFRS 연결)

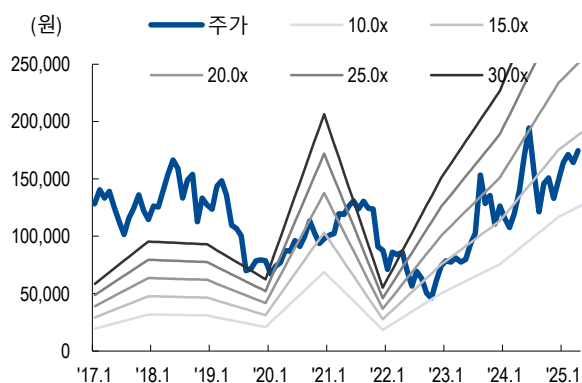
(단위: 십억원, 원, 배, %)

		2024	2025E	2026F	2027F
매출액	- 수정 후	2,166	2,503	2,743	2,945
	- 수정 전	-	2,503	2,733	2,927
	- 변동률	-	0.0	0.4	0.6
영업이익	- 수정 후	175	219	250	271
	- 수정 전	-	220	251	270
	- 변동률	-	-0.6	-0.4	0.7
영업이익률(수정 후)		8.1	8.7	9.1	9.2
EBITDA		244	307	342	368
(지배지분)순이익		86	133	162	178
EPS	- 수정 후	7,560	11,686	14,249	15,709
	- 수정 전	-	11,786	13,993	15,598
	- 변동률	-	-0.8	1.8	0.7
PER		19.7	14.9	12.3	11.1
PBR		3.6	3.4	2.8	2.3
EV/EBITDA		8.8	7.6	6.6	5.8
ROE		20.5	25.2	25.1	22.7

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준

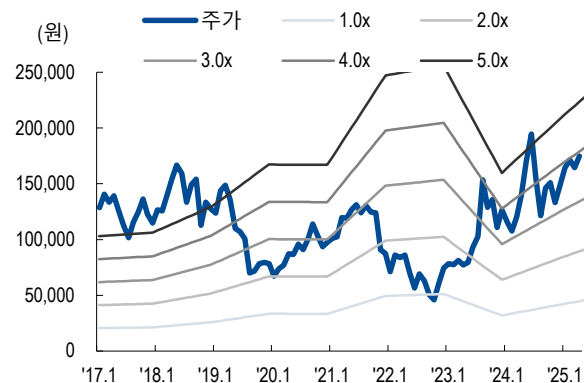
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

그림1. 코스맥스 12M Fwd PER Band Chart



자료: NH투자증권 리서치본부

그림2. 코스맥스 12M Trailing PBR Band Chart



자료: NH투자증권 리서치본부

표3. 코스맥스 분기별 요약손익계산서 (IFRS 연결)

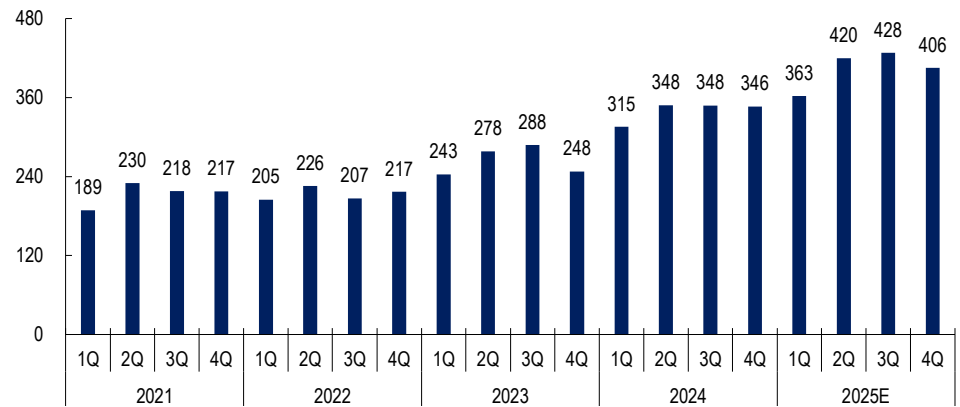
(단위: 십억원, %)

구 분	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	2024	1Q25E	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2025E
매출액	526.8	551.5	529.8	558.0	2,166.1	575.0	635.0	646.8	646.1	2,502.9
증감률(y-y)	31%	15%	16%	28%	20%	9%	15%	22%	16%	16%
한국(별도)	315.4	348.2	347.8	346.3	1,357.6	362.7	419.6	427.8	405.6	1,615.6
증감률(y-y)	30%	25%	21%	40%	28%	15%	21%	23%	17%	19%
중국	157.4	147.6	114.4	155.0	574.4	153.6	151.4	127.9	158.5	591.4
증감률(y-y)	29%	-4%	-8%	5%	5%	-2%	3%	12%	2%	3%
상해	107.6	97.5	72.0	95.3	372.4	105.4	100.0	80.7	105.0	391.0
증감률(y-y)	18%	-13%	-16%	-14%	-7%	-2%	3%	12%	10%	5%
광저우	46.8	49.5	39.7	48.7	184.7	48.2	51.5	47.2	53.5	200.4
증감률(y-y)	58%	24%	8%	43%	31%	3%	4%	19%	10%	9%
미국	38.8	36.0	32.5	29.8	137.1	28.7	30.6	39.0	44.3	142.6
증감률(y-y)	43%	-6%	-12%	-21%	-2%	-26%	-15%	20%	49%	4%
인도네시아	23.9	25.4	32.3	31.4	113.0	27.7	33.0	40.1	37.1	137.9
증감률(y-y)	25%	23%	38%	40%	33%	16%	30%	24%	18%	22%
태국	9.5	10.3	11.1	12.6	43.5	19.9	15.5	17.0	17.7	70.1
증감률(y-y)	86%	51%	68%	78%	70%	110%	50%	53%	40%	61%
매출총이익	100.6	112.0	97.6	108.0	418.2	109.1	125.5	124.8	127.6	487.1
증감률(y-y)	81%	35%	25%	40%	18%	9%	12%	28%	18%	15%
매출총이익률	19%	20%	18%	18%	19%	19%	20%	19%	20%	19%
영업이익	45.5	46.7	43.4	39.8	175.4	47.1	59.0	60.0	52.6	218.7
증감률(y-y)	229%	1%	30%	77%	52%	4%	26%	38%	32%	25%
영업이익률	9%	8%	8%	7%	8%	8%	9%	9%	8%	9%
한국(별도)	30.1	34.5	39.5	34.6	138.7	37.4	47.0	47.5	40.7	172.5
증감률(y-y)	131%	14%	53%	98%	60%	24%	36%	20%	18%	24%
해외 및 기타	15.4	12.2	3.9	5.2	36.7	9.7	12.0	12.5	11.8	46.1
증감률(y-y)	1,878%	-22%	-47%	4%	27%	-37%	-1%	218%	127%	26%
세전이익	33.9	51.7	22.6	29.4	137.6	38.1	52.7	49.6	46.4	186.7
증감률(y-y)	245%	38%	-16%	192%	63%	12%	2%	120%	58%	36%
세전이익률	6%	9%	4%	5%	6%	7%	8%	8%	7%	7%
당기순이익	19.6	35.3	20.6	12.9	88.4	24.2	36.9	40.1	35.1	136.3
증감률(y-y)	2,654%	29%	90%	흑전	134%	23%	4%	95%	172%	54%
순이익률	4%	6%	4%	2%	4%	4%	6%	6%	5%	5%
한국(별도)	29.0	29.9	17.1	30.7	106.7	31.2	33.1	21.4	35.4	121.2
증감률(y-y)	28%	248%	155%	흑전	486%	8%	11%	25%	16%	14%
중국	5.8	-1.1	-7.4	1.3	-1.4	1.8	1.2	1.1	2.3	6.4
증감률(y-y)	61%	적전	적전	-62%	적전	-68%	흑전	흑전	75%	흑전
미국	-13.8	-9.6	-9.2	-14.7	-47.3	-11.5	-6.7	-5.1	-5.2	-28.5
증감률(y-y)	적확	적축	적축	적확	적축	적축	적축	적축	적축	적축
인도네시아	2.2	2.3	9.7	-1.7	12.5	2.6	3.1	6.4	3.7	15.9
증감률(y-y)	-34%	70%	1,030%	적전	124%	19%	36%	-34%	흑전	27%
태국	-0.8	0.1	2.7	2.8	4.9	1.4	1.2	2.8	3.1	8.5
증감률(y-y)	적확	흑전	흑전	흑전	흑전	흑전	767%	3%	11%	75%
지배순이익	19.2	33.6	21.1	11.9	85.8	23.7	35.8	38.9	34.2	132.6
증감률(y-y)	187%	10%	38%	150%	50%	23%	6%	85%	188%	55%
지배순이익률	4%	6%	4%	2%	4%	4%	6%	6%	5%	5%

주1: 기타/연결조정 항목 제외; 주2: IFRS 연결기준; 주3: 2024년 1분기 연결 편입된 Yatsen JV 법인 실적은 광저우 실적에 포함
 자료: NH투자증권 리서치본부 전망

그림3. 코스맥스 별도 법인 매출액 추이 및 전망치

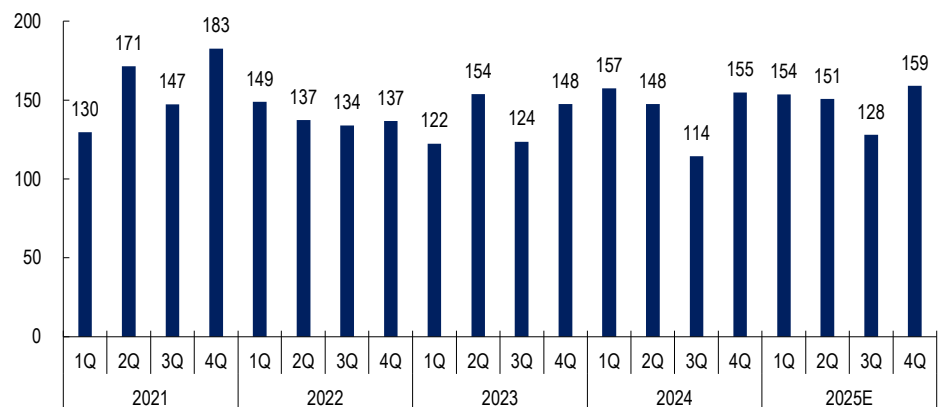
(십억원)



자료: 코스맥스, NH투자증권 리서치본부 전망

그림4. 코스맥스 중국 법인 매출액 추이 및 전망치

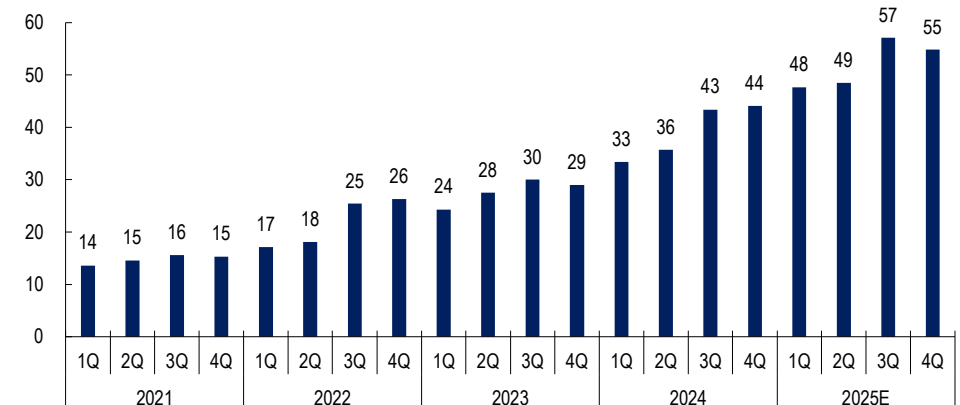
(십억원)



자료: 코스맥스, NH투자증권 리서치본부 전망

그림5. 코스맥스 동남아 법인 매출액 추이 및 전망치

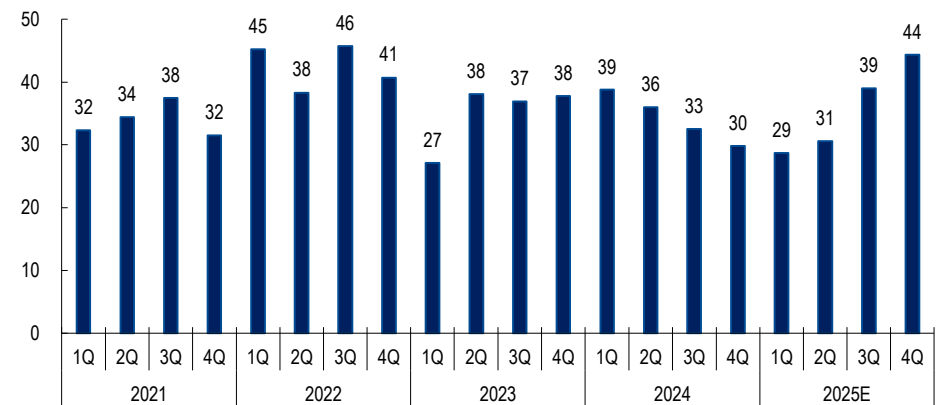
(십억원)



자료: 코스맥스, NH투자증권 리서치본부 전망

그림6. 코스맥스 미국 법인 매출액 추이 및 전망치

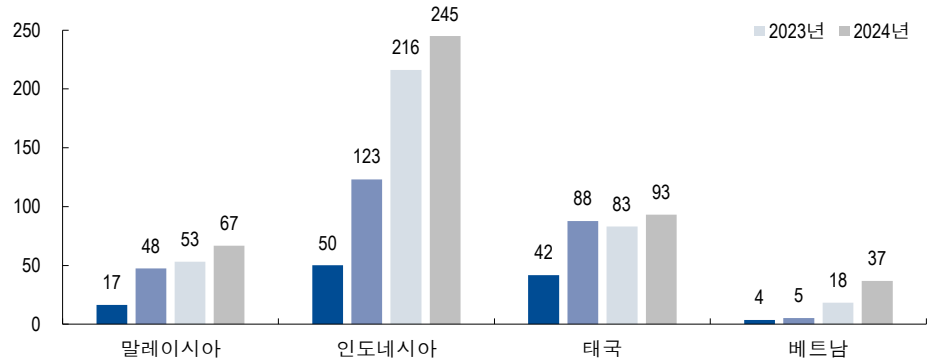
(십억원)



자료: 코스맥스, NH투자증권 리서치본부 전망

그림7. 중국의 동남아(말레이시아, 인도네시아, 태국, 베트남)向 화장품 수출금액 추이

(백만달러)



자료: KITA, NH투자증권 리서치본부

표4. 코스맥스 법인별 생산능력 및 가동률 추이

(단위: 천개, %)

생산능력(천개)	2021	2022	2023	2024	가동률(%)	2021	2022	2023	2024
한국	621,951	617,339	649,723	780,000	한국	53	54	62	67
상해	692,000	692,000	692,000	692,000	상해	68	46	68	56
광저우	306,000	306,000	306,000	306,000	광저우	31	29	36	37
오하이오	106,800	106,800	98,800	98,800	오하이오	44	40	61	56
뉴월드	115,560	115,560	-	-	뉴월드	40	36	-	-
인도네시아	-	188,407	210,000	210,000	인도네시아	-	26	25	31
YATSEN	-	-	322,295	342,833	YATSEN	-	-	5	11

주: 태국은 임차 공장으로 CAPA 1억개, 가동률 50~60% 수준

자료: 코스맥스, NH투자증권 리서치본부

Statement of comprehensive income

(십억원)	2024/12A	2025/12E	2026/12F	2027/12F
매출액	2,166	2,503	2,743	2,945
증감률 (%)	21.9	15.5	9.6	7.3
매출원가	1,748	2,016	2,208	2,371
매출총이익	418	487	535	574
Gross 마진 (%)	19.3	19.5	19.5	19.5
판매비와 일반관리비	243	268	285	303
영업이익	175	219	250	271
증감률 (%)	51.6	24.7	14.1	8.7
OP 마진 (%)	8.1	8.7	9.1	9.2
EBITDA	244	307	342	368
영업외손익	-38	-32	-28	-28
금융수익(비용)	-21	-21	-20	-20
기타영업외손익	-17	-11	-8	-8
종속, 관계기업관련손익	0	0	0	0
세전계속사업이익	138	187	222	243
법인세비용	49	50	55	58
계속사업이익	88	136	166	185
당기순이익	88	136	166	185
증감률 (%)	133.9	54.2	21.9	11.3
Net 마진 (%)	4.1	5.4	6.1	6.3
지배주주지분 순이익	86	133	162	178
비지배주주지분 순이익	3	4	4	7
기타포괄이익	32	0	0	0
총포괄이익	120	136	166	185

Valuations/profitability/stability

	2024/12A	2025/12E	2026/12F	2027/12F
PER(배)	19.7	14.9	12.3	11.1
PBR(배)	3.6	3.4	2.8	2.3
PCR(배)	6.2	6.2	5.5	5.2
PSR(배)	0.8	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA(배)	8.8	7.6	6.6	5.8
EV/EBIT(배)	12.3	10.7	9.0	7.9
EPS(배)	7,560	11,686	14,249	15,709
BPS(배)	41,711	50,898	62,648	75,857
SPS(배)	190,853	220,531	241,702	259,467
자기자본이익률(ROE, %)	20.5	25.2	25.1	22.7
총자산이익률(ROA, %)	5.1	6.5	7.0	7.2
투자자본이익률(ROIC, %)	10.4	15.3	16.4	17.3
배당수익률(%)	1.5	1.4	1.4	1.4
배당성장(%)	30.4	21.4	17.5	15.9
총현금배당금(십억원)	26	28	28	28
보통주 주당배당금(원)	2,300	2,500	2,500	2,500
순부채(현금)/자기자본(%)	85.2	52.2	30.2	11.6
총부채/자기자본(%)	280.0	269.8	226.8	193.7
이자발생부채	879	1,074	1,100	1,122
유동비율(%)	84.6	95.2	103.3	112.5
총발행주식수(백만주)	11	11	11	11
액면가(원)	500	500	500	500
주가(원)	149,100	174,700	174,700	174,700
시가총액(십억원)	1,692	1,983	1,983	1,983

Statement of financial position

(십억원)	2024/12A	2025/12E	2026/12F	2027/12F
현금및현금성자산	256	439	543	672
매출채권	349	403	429	450
유동자산	943	1,228	1,376	1,553
유형자산	778	827	858	886
투자자산	56	64	70	76
비유동자산	991	1,053	1,090	1,122
자산총계	1,934	2,281	2,466	2,676
단기성부채	656	803	829	851
매입채무	231	224	235	252
유동부채	1,114	1,289	1,332	1,381
장기성부채	223	271	271	271
장기충당부채	78	90	94	98
비유동부채	311	373	378	382
부채총계	1,425	1,664	1,712	1,765
자본금	6	6	6	6
자본잉여금	28	28	28	28
이익잉여금	384	488	621	771
비지배주주지분	35	39	44	50
자본총계	509	617	755	911

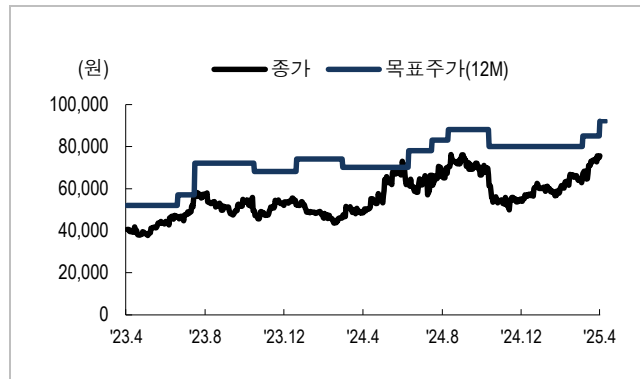
Cash flow statement

(십억원)	2024/12A	2025/12E	2026/12F	2027/12F
영업활동 현금흐름	73	163	236	266
당기순이익	88	136	166	185
+ 유/무형자산상각비	69	89	93	96
+ 종속, 관계기업관련손익	0	0	0	0
+ 외화환산손실(이익)	-13	0	0	0
Gross Cash Flow	274	320	358	381
- 운전자본의증가(감소)	-127	-62	-23	-15
투자활동 현금흐름	-160	-149	-131	-130
+ 유형자산 감소	4	0	0	0
- 유형자산 증가(CAPEX)	-165	-132	-119	-119
+ 투자자산의매각(취득)	26	-8	-6	-5
Free Cash Flow	-92	31	118	147
Net Cash Flow	-87	14	106	136
재무활동현금흐름	68	169	-2	-7
자기자본 증가	0	0	0	0
부채증감	68	169	-2	-7
현금의증가	-1	183	104	130
기말현금 및 현금성자산	256	439	543	672
기말 순부채(순현금)	434	322	228	106

투자의견 및 목표주가 변경내역

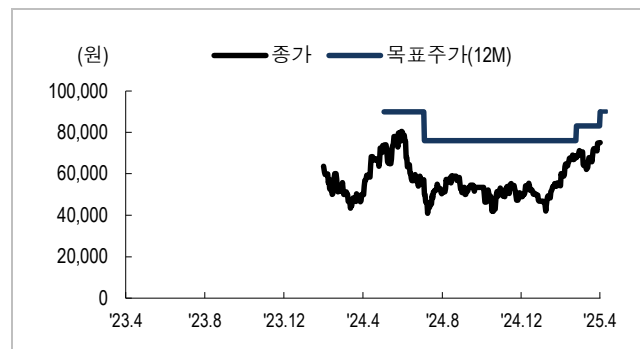
제시일자	투자의견	목표가	과리율 (%)	
			평균	최저/최고
2025.04.30	Buy	92,000원(12개월)	-	-
2025.04.03	Buy	85,000원(12개월)	-16.7%	-11.2%
2024.11.11	Buy	80,000원(12개월)	-27.1%	-16.6%
2024.09.10	Buy	88,000원(12개월)	-19.3%	-13.4%
2024.08.12	Buy	83,000원(12개월)	-19.9%	-15.1%
2024.07.08	Buy	78,000원(12개월)	-20.9%	-15.0%
2024.03.28	Buy	70,000원(12개월)	-18.8%	4.3%
2024.01.17	Buy	74,000원(12개월)	-35.1%	-27.3%
2023.11.13	Buy	68,000원(12개월)	-25.1%	-18.4%
2023.08.14	Buy	72,000원(12개월)	-26.3%	-19.3%

한국콜마 (161890.KS)



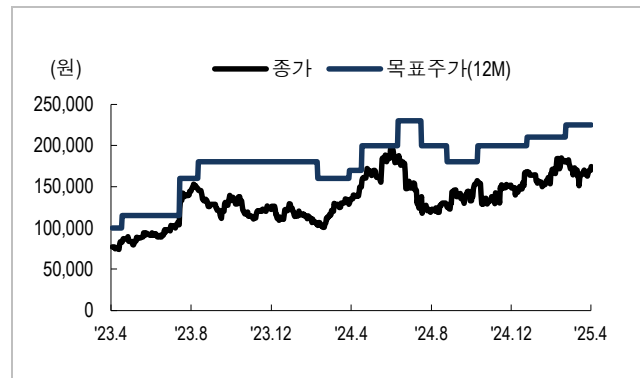
제시일자	투자의견	목표가	과리율 (%)	
			평균	최저/최고
2025.04.30	Buy	90,000원(12개월)	-	-
2025.03.25	Buy	83,000원(12개월)	-17.5%	-9.8%
2024.11.07	Buy	76,000원(12개월)	-29.8%	-9.1%
2024.10.31		액면분할 후 거래 재개		
2024.08.01	Buy	380,000원(12개월)	-31.1%	-22.4%
2024.05.31	Buy	450,000원(12개월)	-25.4%	-10.6%

에이피알 (278470.KS)



제시일자	투자의견	목표가	과리율 (%)	
			평균	최저/최고
2025.03.21	Buy	225,000원(12개월)	-	-
2025.01.21	Buy	210,000원(12개월)	-21.1%	-12.0%
2024.11.07	Buy	200,000원(12개월)	-28.1%	-16.3%
2024.09.23	Buy	180,000원(12개월)	-22.3%	-12.7%
2024.08.13	Buy	200,000원(12개월)	-38.2%	-34.8%
2024.07.08	Buy	230,000원(12개월)	-31.7%	-18.3%
2024.05.14	Buy	200,000원(12개월)	-13.0%	-1.1%
2024.04.25	Buy	170,000원(12개월)	-18.1%	-11.8%
2024.03.08	Buy	160,000원(12개월)	-25.2%	-15.4%
2023.09.08	Buy	180,000원(12개월)	-32.3%	-19.2%

코스맥스 (192820.KS)



종목 투자등급(Stock Ratings) 및 투자등급 분포 고지

1. 투자등급(Ratings): 목표주가 제시일 현재가 기준으로 향후 12개월간 종목의 목표수익률에 따라

- Buy: 15% 초과
- Hold: -15% ~ 15%
- Sell: -15% 미만

2. 당사의 한국 내 상장기업에 대한 투자등급 분포는 다음과 같습니다. (2025년 3월 31일 기준)

• 투자등급 분포

Buy	Hold	Sell
86.1%	13.9%	0%

- 당사의 개별 기업에 대한 투자등급 분포는 매 분기말 기준으로 공표하고 있으니 참조하시기 바랍니다.

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 '동 자료상 언급된 기업들'의 발행주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- '아이패밀리에스씨', '달바글로벌'은 당사 공식 Coverage 기업의 자료가 아니며, 정보제공을 목적으로 투자자에게 제공하는 참고자료입니다. 따라서 당사의 공식 투자등급, 목표주가는 제시하지 않습니다.

고지 사항

본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부의 금융투자분석사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 최선을 다해 분석한 결과이나 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 투자자의 투자판단을 위해 작성된 것이며 어떠한 경우에도 주식 등 금융투자상품 투자의 결과에 대한 법적 책임소재를 판단하기 위한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 지적 재산권은 당사에 귀속되며 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.