



## BUY (Maintain)

목표주가: 210,000원

주가(11/5): 160,900원

시가총액: 1조 9,861억원



화장품 Analyst 조소정

sojcho@kiwoom.com

## Stock Data

KOSPI (11/5)	4,004.42pt
52 주 주가동향	최고가
최고/최저가 대비	239,500 원
등락률	-32.8%
수익률	절대
1M	-1.7%
6M	-
1Y	-

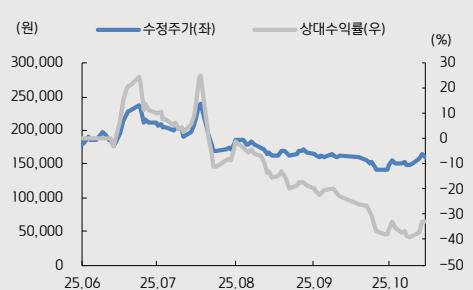
## Company Data

발행주식수	12,344천주
일평균 거래량(3M)	209천주
외국인 지분율	9.9%
배당수익률(25E)	0.2%
BPS(25E)	14,813원
주요 주주	반성연 외 7 인
	19.1%

## 투자지표

(실)영업,IFRS 연결)	2023	2024	2025F	2026F
매출액	200.8	309.1	499.8	714.0
영업이익	32.4	59.8	100.9	149.8
EBITDA	32.9	60.6	102.8	148.8
세전이익	15.3	29.1	94.3	144.4
순이익	13.6	15.4	72.5	115.5
자본주주지분순이익	13.6	15.4	72.5	115.5
EPS(원)	1,466	1,427	6,325	10,077
증감률(% YoY)	NA	-2.7	343.3	59.3
PER(배)	0.0	0.0	25.4	16.0
PBR(배)	0.00	0.00	10.86	6.57
EV/EBITDA(배)			18.5	12.3
영업이익률(%)	16.1	19.3	20.2	21.0
ROE(%)	87.7	26.2	53.3	51.3
순차입금비율(%)	-225.2	-50.1	-51.7	-57.8

## Price Trend

 실적 Review

## 달바글로벌 (483650)

## 성장 페이스 조정 중



3분기 매출액은 1,173억원 (+59% YoY, -9% QoQ), 영업이익은 166억원 (+18% YoY, OPM 14.2%), 시장예상치를 하회. 매출은 해외 채널을 중심으로 YoY 성장세를 이어갔으나, 일부 채널의 계절적 요인과 자체 채널 전략 변화로 QoQ 기준 감소. 이익은 믹스 악화와 마케팅 투자 증가 영향으로 감소. 한편 동사는 26년에도 성장 흐름을 이어갈 것으로 기대하나, 성장 속도는 다소 완만해질 가능성이 있음. 이에 실적 추정치를 조정하였으며, 목표주가를 변경.

## &gt;&gt;&gt; 3Q: 조금은 아쉬웠다

달바글로벌의 3분기 매출액은 1,173억원 (+59% YoY, -9% QoQ), 영업이익은 167억원 (+18% YoY, OPM 14.2%), 시장예상치를 하회했다. 매출은 해외 채널을 중심으로 YoY 기준 견조한 성장세를 이어갔으나, 일부 채널의 계절적 요인과 자체 채널 전략 조정의 영향으로 QoQ 기준 감소하였다. 한편 영업이익은 ①수익성이 상대적으로 낮은 일부 채널의 매출 비중 확대에 따른 채널 믹스 변화와 ②신규 SKU 출시 관련 마케팅 투자(약 50억 원) 증가 영향으로 감소했다.

**국내:** 국내 매출은 407억원 (+19% YoY, -14% QoQ)을 기록했다. 온라인 채널 중심 YoY 성장세를 이어갔으나, 계절성 영향으로 QoQ 기준 역성장을 보였다.

**해외:** 해외 매출은 766억원 (+94% YoY, -6% QoQ)을 기록했다. 대부분 채널이 YoY 성장을 보였던 가운데, 일부 채널만이 자체 전략 변화와 계절성 영향으로 QoQ 역성장을 보였다.

▷ **일본:** 일본 매출은 185억원 (+146% YoY, -29% QoQ)을 기록했다. 온오프라인 채널 확장 효과로 YoY 성장을 보였으나, 모델 교체에 따른 마케팅 공백과 계절적 비수기 영향으로 QoQ는 역성장했다.

▷ **북미:** 북미 매출은 176억원 (+175% YoY, +39% QoQ)을 기록했다. 온라인에서는 아마존(+90% YoY)과 틱톡샵(+27% QoQ)이 성장을 견인하고 있다

▷ **러시아:** 러시아 매출은 147억원 (+2% YoY, -21% QoQ)을 기록했다. 연간을 기준으로 계획된 골든애플 채널 선적이 상반기에 집중되면서 하반기 성장 모멘텀이 약할 수 밖에 없었고, 더불어 온라인 쪽으로 채널이 전환되는 과정을 거치면서 단기 성장이 제한적이었다.

▷ **아세안:** 아세안 매출은 144억원 (+150% YoY, +29% QoQ)을 기록했다. 베트남, 인니, 말레이 등 주요 국가 내 쇼피와 틱톡 채널을 개설하면서 성장 모멘텀이 강화된 덕분이다.

▷ **유럽:** 유럽 매출은 62억원 (+208% YoY, +3% QoQ)을 기록했다. 아마존 채널이(+575%) 성장을 견인하고 있는 가운데, 스페인/프랑스 등 지역 오프라인 채널 신규 진입 덕에 성장이 가속화되었다.

## &gt;&gt;&gt; 성장세 지속, 다만 속도는 완만하게

26년에도 견조한 성장세가 이어질 것으로 예상된다. 다만 전년 대비 고성장 기

조가 지속되는 가운데, 성장 속도는 다소 완만해질 가능성이 있다. 당사의 지난 보고서 (25.9.23, <달바글로벌: 더 큰 도약을 위해 쉬어가는 시기>)에서 언급했듯이, 동사는 장기 성장 목표인 매출 1조원 달성을 시점을 기존 28년에서 27년으로 조정한 바 있다. 이를 기준으로 할 때 26년 매출 목표는 약 7,000억 후반~8,000억 초반 수준이 적정한 속도로 판단되나, 이번 실적 발표에서 6,500억~7,000억 초반을 제시했다. 이는 보다 안정적인 성장 관리 기조를 반영한 것으로 보이며, 이에 따라 26년 연간 실적 추정치를 일부 조정하였다.

한편 단기 실적 모멘텀은 여전히 긍정적이다. 특히 4분기는 전통적 성수기로, 해외 채널 중심의 성장세가 지속될 전망이다. 블랙프라이데이와 크리스마스 등 주요 프로모션 시즌을 앞두고 다양한 마케팅 캠페인이 준비되어 있으며, 북미/유럽/아세안 지역 내 오프라인 채널 확장도 본격화될 예정이다.

투자의견 BUY 유지, 목표주가는 210,000원으로 조정했다. 동사의 성장은 지속될 전망이나, 매출 1조원 달성을 시점이 기존 예상보다 지연될 가능성을 반영하였다. (12MF EPS 9,229원, PER 23배)

### 브랜드 달바 25년 3분기 해외 국가 오프라인 채널 입점 현황

'25.3Q 기준 해외 오프라인 입점 점포 수는 약 3,427개입니다. 북미(미국 코스트코와 얼타, 캐나다 홀트 렌프루), 유럽(프랑스 및 스페인 코스트코), ASEAN(말레이시아 및 싱가포르 세포라)에서 메이저 리테일 채널에 신규 입점하였습니다.



자료: 달바글로벌, 키움증권리서치

### 브랜드 달바 25년 3분기 지역별 오프라인 채널 수

오프라인 채널 확대
------------

(단위: 점포 수)	'24.2H	'25.1H	'25.3Q
일본	600	2,800	3,000
러시아	41	51	51
북미	-	-	6
ASEAN	30	341	348
유럽	-	-	22

#### ▪ '25.3Q 해외 오프라인 매장 수 약 3,427개

- 북미: '25.4Q 미국 코스트코 150점 얼타 200점 신규 입점 계약 확정
- 일본: 연말까지 입점 점포 수 약 4천 점까지 확대 예정
- ASEAN: '25.3Q 중 말레이 세포라 5점, 싱가폴 세포라 2점 신규 입점 완료

자료: 달바글로벌, 키움증권리서치

## 달바글로벌 보호예수 해제 일정

보호예수 해제일	해제 물량		보호예수 해제 물량 / 전체 발행 주 수
	주	%	
2025-11-22	1,293,136	10.72	
2026-05-22	632,307	5.24	
2028-05-22	1,944,780	16.11	

자료: 달바글로벌, 키움증권리서치

## 연간 실적 추정치 비교

십억원	현재 추정치		이전추정치		추정치 변경		시장 예상치		예상치 차이	
	25	26	25	26	25	26	25	26	25	26
매출	535	810.2	499.8	714.0	-6.6%	-11.9%	522.6	764.3	-4.4%	-6.6%
영업이익	119.2	178.4	100.9	149.8	-15.3%	-16.0%	113.5	178.5	-11.1%	-16.1%
OPM	22.3%	22.0%	20.2%	21.0%	-2.1%	-1.0%	21.7%	23.4%	-1.5%	-2.4%
순이익	91.2	140.7	75.8	113.4	-16.9%	-19.4%	89.5	140.1	-15.3%	-19.1%

자료: FnGuide, 키움증권리서치

## 분기 실적 추정치 비교

십억원	3Q25	3Q24	YoY	1Q25	QoQ	시장 예상치	차이	키움증권	차이
매출	117.3	73.7	59%	128.4	-9%	122.2	-4.0%	122.1	-4%
영업이익	16.6	14.0	18%	29.2	-43%	24.1	-31.1%	24.1	-31%
OPM	14.2%	19.1%	-4.9%	22.8%	-8.6%	19.7%	5.6%	20.1%	-5.9%
순이익	14.0	9.6	46%	19.8	-29%	19.7	-28.9%	18.6	-25%

자료: FnGuide, 키움증권리서치

## 달바글로벌 연결기준 실적 추이 및 전망

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	2024	2025	2026
매출	66.2	73.9	73.7	95.3	113.8	128.4	117.3	140.4	309.1	499.8	714.0
YoY	34%	45%	92%	53%	72%	74%	59%	47%	54%	62%	43%
국내	45.2	41.2	34.3	47.5	50.2	47.1	40.7	52.9	168.1	190.9	204.3
YoY	5%	0%	24%	8%	11%	14%	19%	11%	8%	14%	7%
해외	21.0	32.7	39.4	47.9	63.6	81.3	76.6	87.5	141.0	308.9	509.7
YoY	242%	244%	263%	163%	202%	149%	94%	83%	215%	119%	65%
일본	6.0	5.5	7.5	12.5	22.1	25.8	18.4	22.1	31.5	88.3	168.2
YoY	227%	166%	248%	216%	267%	366%	146%	77%	214%	180%	90%
러시아	2.9	13.3	14.3	9.9	10.6	18.7	14.7	12.0	40.4	56.0	78.4
YoY	15%	175%	198%	96%	263%	40%	2%	22%	135%	39%	40%
아세안	5.6	5.1	5.8	9.7	12.7	11.2	14.4	14.4	26.1	52.7	89.6
YoY	1655%	622%	242%	205%	126%	120%	150%	49%	344%	102%	70%
북미	5.2	5.3	6.4	8.5	8.3	12.7	17.6	22.9	25.4	61.5	81.6
YoY	305%	233%	235%	62%	60%	140%	175%	170%	153%	142%	33%
유럽	0.5	1.0	2.0	3.0	3.9	6.0	6.2	8.7	6.5	24.8	51.0
YoY	778%	1572%	1022%	819%	699%	513%	208%	187%	945%	281%	106%
중화권	0.4	2.0	2.1	4.2	4.3	5.8	3.4	5.5	8.7	19.0	20.0
YoY	1085%	4562%	4295%	2843%	993%	192%	61%	30%	3159%	118%	5%
영업이익	14.7	17.6	14.0	13.5	30.1	29.2	16.6	25.0	59.8	100.9	149.8
YoY	49%	95%	164%	64%	104%	66%	18%	86%	84%	69%	48%
OPM	22.2%	23.8%	19.1%	14.1%	26.4%	22.8%	14.2%	17.8%	19.4%	20.2%	21.0%
순이익	-20.9	13.7	9.6	13.1	24.7	19.8	14.0	17.2	15.5	75.8	113.4
YoY	적전	488%	흑전	57%	흑전	44%	46%	31%	14%	388%	50%
NPM	-32%	19%	13%	14%	22%	15%	12%	12%	5%	15%	16%

자료: 달바글로벌, 키움증권리서치

## 포괄손익계산서

(단위 :십억원)					
12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
<b>매출액</b>	200.8	309.1	499.8	714.0	950.0
매출원가	53.9	74.7	118.9	169.9	226.1
매출총이익	146.9	234.4	380.9	544.0	723.9
판관비	114.4	174.5	279.9	394.3	518.1
<b>영업이익</b>	32.4	59.8	100.9	149.8	205.8
<b>EBITDA</b>	32.9	60.6	102.8	148.8	206.5
<b>영업외손익</b>	-17.1	-30.8	-6.6	-5.4	-3.2
이자수익	0.6	0.9	1.6	2.9	5.0
이자비용	1.3	0.8	0.8	0.8	0.8
외환관련이익	0.5	4.8	1.6	1.6	1.6
외환관련손실	0.7	2.9	0.6	0.6	0.6
종속 및 관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	-16.2	-32.8	-8.4	-8.5	-8.4
<b>법인세차감전이익</b>	15.3	29.1	94.3	144.4	202.6
법인세비용	1.7	13.7	21.8	28.9	40.5
<b>계속사업순손익</b>	13.6	15.4	72.5	115.5	162.1
<b>당기순이익</b>	13.6	15.4	72.5	115.5	162.1
<b>지배주주순이익</b>	13.6	15.4	72.5	115.5	162.1
<b>증감율 및 수익성 (%)</b>					
매출액 증감율	NA	53.9	61.7	42.9	33.1
영업이익 증감율	NA	84.6	68.7	48.5	37.4
EBITDA 증감율	NA	84.2	69.6	44.7	38.8
지배주주순이익 증감율	NA	13.2	370.8	59.3	40.3
EPS 증감율	NA	-2.7	343.3	59.3	40.3
매출총이익률(%)	73.2	75.8	76.2	76.2	76.2
영업이익률(%)	16.1	19.3	20.2	21.0	21.7
EBITDA Margin(%)	16.4	19.6	20.6	20.8	21.7
지배주주순이익률(%)	6.8	5.0	14.5	16.2	17.1

## 현금흐름표

(단위 :십억원)					
12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
<b>영업활동 현금흐름</b>	24.3	15.8	73.8	111.8	159.2
당기순이익	13.6	15.4	72.5	115.5	162.1
비현금항목의 가감	24.4	47.8	55.4	58.4	69.5
유형자산감가상각비	0.4	0.7	1.8	-1.0	0.6
무형자산감가상각비	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1
지분법평가손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	24.0	47.1	53.5	59.3	68.8
영업활동자산부채증감	-11.0	-42.4	-33.1	-35.3	-36.0
매출채권및기타채권의감소	-5.3	-6.5	-13.1	-14.8	-16.3
재고자산의감소	-10.0	-31.0	-29.6	-33.2	-36.6
매입채무및기타채무의증가	1.9	5.1	10.1	13.2	17.5
기타	2.4	-10.0	-0.5	-0.5	-0.6
기타현금흐름	-2.7	-5.0	-21.0	-26.8	-36.4
<b>투자활동 현금흐름</b>	-0.2	-1.8	-0.6	-0.6	-0.6
유형자산의 취득	-0.1	-0.8	0.0	0.0	0.0
유형자산의 처분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	0.0	-0.3	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	0.0	-0.1	0.0	0.0	0.0
단기금융자산의감소(증가)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	-0.1	-0.6	-0.6	-0.6	-0.6
<b>재무활동 현금흐름</b>	-2.4	-2.2	0.2	-3.3	-3.3
차입금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-2.4	-2.4	0.0	-3.5	-3.5
기타	0.0	0.2	0.2	0.2	0.2
기타현금흐름	-0.1	0.8	-36.9	-33.4	-33.4
<b>현금 및 현금성자산의 순증가</b>	21.6	12.7	36.6	74.6	122.0
기초현금 및 현금성자산	19.7	41.3	54.0	90.6	165.1
기말현금 및 현금성자산	41.3	54.0	90.6	165.1	287.1

## 재무상태표

(단위 :십억원)					
12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
<b>유동자산</b>	73.5	128.3	208.1	331.2	506.6
현금 및 현금성자산	41.3	54.0	90.6	165.1	287.1
단기금융자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출채권 및 기타채권	14.2	21.3	34.4	49.2	65.5
재고자산	17.0	47.9	77.5	110.7	147.2
기타유동자산	1.0	5.1	5.6	6.2	6.8
<b>비유동자산</b>	4.5	7.8	5.9	6.9	6.2
투자자산	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1
유형자산	0.5	1.1	-0.7	0.4	-0.2
무형자산	0.1	0.4	0.3	0.2	0.1
기타비유동자산	3.9	6.2	6.2	6.2	6.2
<b>자산총계</b>	78.0	136.1	214.0	338.0	512.8
<b>유동부채</b>	56.0	31.3	41.5	54.7	72.1
매입채무 및 기타채무	13.9	18.9	29.0	42.2	59.7
단기금융부채	5.3	0.8	0.8	0.8	0.8
기타유동부채	36.8	11.6	11.7	11.7	11.6
<b>비유동부채</b>	6.5	2.7	2.7	2.7	2.7
장기금융부채	1.1	2.0	2.0	2.0	2.0
기타비유동부채	5.4	0.7	0.7	0.7	0.7
<b>부채총계</b>	62.5	34.0	44.2	57.4	74.9
<b>자본지분</b>	15.5	102.1	169.8	280.6	438.0
자본금	0.9	1.1	1.1	1.1	1.1
자본잉여금	0.1	73.8	73.8	73.8	73.8
기타자본	1.4	2.2	2.2	2.2	2.2
기타포괄손익누계액	0.0	-0.9	-2.2	-3.4	-4.6
이익잉여금	13.1	25.8	94.8	206.9	365.4
비자본지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>자본총계</b>	15.5	102.1	169.8	280.6	438.0
<b>투자지표</b>					
				(단위 :원, %, 배)	
12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	1,466	1,427	6,325	10,077	14,136
BPS	1,658	8,902	14,813	24,477	38,199
CFPS	4,096	5,852	11,155	15,169	20,198
DPS	0	0	305	305	305
<b>주가배수(배)</b>					
PER	0.0	0.0	25.4	16.0	11.4
PER(최고)	0.0	0.0	39.1		
PER(최저)	0.0	0.0	16.5		
PBR	0.00	0.00	10.86	6.57	4.21
PBR(최고)	0.00	0.00	16.71		
PBR(최저)	0.00	0.00	7.06		
PSR	0.00	0.00	3.69	2.58	1.94
PCFR	0.0	0.0	14.4	10.6	8.0
EV/EBITDA			18.5	12.3	8.2
<b>주요비율(%)</b>					
배당성향(%),보통주,현금)	0.0	0.0	4.8	3.0	2.2
배당수익률(%),보통주,현금)			0.2	0.2	0.2
ROA	17.4	14.4	41.4	41.9	38.1
ROE	87.7	26.2	53.3	51.3	45.1
ROI	-166.5	189.9	119.7	121.5	122.5
매출채권회전율	28.2	17.4	17.9	17.1	16.6
재고자산회전율	23.7	9.5	8.0	7.6	7.4
부채비율	402.8	33.3	26.0	20.5	17.1
순차입금비율	-225.2	-50.1	-51.7	-57.8	-64.9
이자보상배율	25.0	76.4	128.8	191.2	262.7
총차입금	6.4	2.8	2.8	2.8	2.8
순차입금	-34.9	-51.2	-87.8	-162.3	-284.3
NOPLAT	32.9	60.6	102.8	148.8	206.5
FCF	16.1	-11.4	46.4	83.6	129.3

**Compliance Notice**

- 당사는 11월 5일 현재 보고서에 언급된 종목들의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 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.

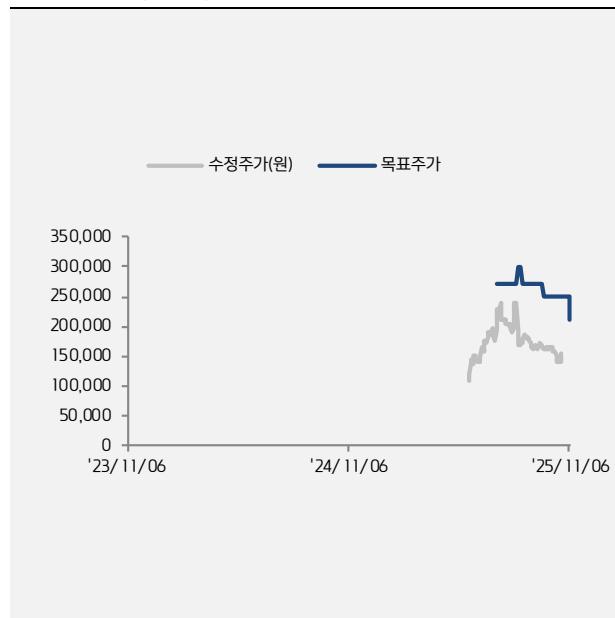
**고지사항**

- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일제의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

**투자의견변동내역(2개년)**

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표가격 대상 시점		괴리율(%)	
				평균 주가대비	최고 주가대비	평균 주가대비	최고 주가대비
달바글로벌 (483650)	2025-07-10	BUY(Intiation)	270,000원	6개월	-20.60	-11.30	
	2025-08-11	BUY(Maintain)	300,000원	6개월	-41.87	-36.03	
	2025-08-19	BUY(Maintain)	270,000원	6개월	-36.44	-30.93	
	2025-09-23	BUY(Maintain)	250,000원	6개월	-37.76	-34.40	
	2025-11-06	BUY(Maintain)	210,000원	6개월			

\*주가는 수정주가를 기준으로 괴리율을 산출하였음.

**목표주가추이(2개년)****투자의견 및 적용기준**

기입	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

**투자등급 비율 통계 (2024/10/01~2025/09/30)**

매수	중립	매도
95.21%	4.79%	0.00%