



## BUY (Maintain)

목표주가: 250,000원

주가(9/22): 165,900원

시가총액: 2조 429억원



화장품 Analyst 조소정

sojcho@kiwoom.com

## StockData

KOSPI (9/22)		3,468.65pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	239,500 원	110,100 원
등락률	-30.7%	50.7%
수익률	절대	상대
1M	-11.0%	-18.7%
6M	-	-
1Y	-	-

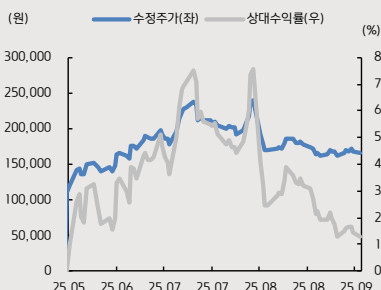
## Company Data

발행주식수	12,314천주
일평균 거래량(3M)	252천주
외국인 자본율	8.5%
배당수익률(25E)	0.2%
BPS(25E)	16,556원
주요 주주	반성연 외 7 인
	18.9%

## 투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2023	2024	2025F	2026F
매출액	200.8	309.1	535.0	810.2
영업이익	32.4	59.8	119.2	178.4
EBITDA	32.9	60.6	121.1	177.5
세전이익	15.3	29.1	118.3	179.0
순이익	13.6	15.4	92.5	143.2
지배주주지분순이익	13.6	15.4	92.5	143.2
EPS(원)	1,466	1,427	8,068	12,489
증감률(%, YoY)	NA	-2.7	465.5	54.8
PER(배)	0.0	0.0	20.6	13.3
PBR(배)	0.00	0.00	10.02	5.79
EV/EBITDA(배)			16.0	10.4
영업이익률(%)	16.1	19.3	22.3	22.0
ROE(%)	87.7	26.2	63.4	55.3
순차입금비용(%)	-225.2	-50.1	-53.1	-58.1

## Price Trend



## 달바글로벌 (483650)

## 더 큰 도약을 위해 쉬어가는 시기



3분기 매출액은 1,221억원 (+66% YoY, -5% QoQ), 영업이익은 241억원 (+72% YoY, -15% QoQ, OPM 19.7%) 시장기대치를 하회할 전망. 수익성이 높은 국내 채널 매출이 감소하면서 채널 믹스가 악화될 것으로 예상되고, 브랜딩 투자로 수익성이 축소될 가능성이 있기 때문. 이에 3분기는 쉬어가는 시기가 될 것으로 예상되며, 동사는 4분기에 전략적으로 집중할 계획. 한편 업체의 계절적 특성과 장기 실적 목표를 반영하여 추정치를 변경, 목표주가를 하향조정하였음.

## &gt;&gt;&gt; 3Q: 국내 ↓, 해외 ↑

달바글로벌의 3분기 매출액은 1,221억원 (+66% YoY, -5% QoQ), 영업이익은 241억원 (+72% YoY, -15% QoQ, OPM 19.7%) 시장예상치를 하회할 전망이다. 해외 채널이 전사 매출 성장을 이끌 전망인 가운데, 수익성이 높은 국내 채널 매출이 감소하면서 채널 믹스가 악화될 것으로 예상되기 때문이다. 아울러 하반기에 브랜딩 투자 관련 비용이 반영되면서 수익성이 축소될 가능성도 있다.

국내: 국내 매출은 330억원 (-4% YoY, -30% QoQ)을 예상한다. 계절적 비수기와 이벤트 부재에 따른 프로모션 공백 영향으로 주요 채널 내 매출이 일시적으로 감소할 전망이다.

해외: 해외 매출은 892억원 (+126% YoY, +10% QoQ)을 기록할 전망이다. 아세안, 북미, 미국 채널이 QoQ 성장을 견인할 전망이다.

▷ **일본:** 일본 매출은 258억원 (+244% YoY, Flat QoQ)을 기록할 전망이다. 올해부터 오프라인 채널 확장이 본격화된 가운데, 카니발 효과로 메가와리 행사 매출이 전년 대비 감소할 것으로 예상된다. 아울러 광고 모델 교체 과정에서 마케팅 공백이 발생한 것도 영향으로 미친 것으로 파악된다.

▷ **러시아:** 러시아 매출은 196억원 (+37% YoY, +5% QoQ)을 기록할 전망이다. 연간을 기준으로 계획된 골든애플 채널 선적이 상반기에 집중되어 이뤄지면서 QoQ 소폭 성장에 그칠 것으로 예상된다

▷ **아세안:** 아세안 매출은 146억원 (+153% YoY, +30% QoQ)을 예상한다. 말레이 지역 오프라인 채널 확장과 틱톡샵 오픈 영향으로 높은 성장세가 기대된다.

▷ **북미:** 북미 매출은 140억원 (+118% YoY, +20% QoQ)을 예상한다. 아마존 채널 중심 성장 흐름이 지속되고 있다. 최근 공시된 오프라인 채널 매출은 4분기부터 반영될 전망이다.

▷ **유럽:** 유럽 매출은 78억원 (+287% YoY, +30% QoQ)을 예상한다. 아마존 채널 성장이 견조한 가운데, 스페인과 프랑스 지역 내 코스트코 입점 매출이 반영될 전망이다.

## &gt;&gt;&gt; 회사는 전략적으로 4분기에 집중

단기 실적은 3분기보다 4분기에 더욱 주목할 필요가 있다. 3분기는 계절적 비

수기였던 가운데, 국내는 이벤트 부재에 따른 프로모션 공백, 해외 일부 채널도 모델 교체, 채널 전략 변화 등으로 마케팅 공백이 발생하면서, 쉬어가는 시기가 될 것으로 예상되기 때문이다. 한편 동사는 마케팅 및 채널 전략을 4분기 성수기에 맞춰 전개할 계획이며, 연말 쇼핑 이벤트 성과를 살피며 접근할 필요가 있다.

4분기부터는 해외 채널을 중심으로 높은 성장세가 기대되며, 아세안/북미/유럽이 성장을 견인할 전망이다. 북미는 4분기부터 코스트코 오프라인 채널 물량이 일부 반영될 예정인 가운데 (30억), 온라인에서는 아마존 채널 중심 성장세가 기대된다. 유럽은 서구권 지역 오프라인 채널 내 수요가 증가할 것으로 예상되며, 추가 발주가 예정되어 있다. 아세안은 온오프라인 채널 확장 효과로 성장이 이어질 전망이다.

한편 최근 동사는 장기 성장 목표인 매출 1조원 달성 예상 시기를 기존 28년에서 27년으로 앞당겼다. 이에 최근 분기 실적의 계절성과 장기 목표 가이던스를 고려하여 실적 추정치를 변경하였으며, 목표주가를 250,000원으로 하향조정한다. (12MF EPS 10,778원, PER 23배)

#### 브랜드 달바 25년 하반기 채널/마케팅 계획 정리

지역	세부 채널	25년 하반기 채널 진출 및 마케팅 진행 계획
국내	홈쇼핑	신규 미스트 라인업 런칭
	온라인	디바이스, 립 볼류마이저 등 SKU 확대
일본	전체	그린 톤업 선크림 및 토닝 3종 등 SKU 확대
	오프라인	전체 오프라인 이범 점포 수 4,000 개로 확대
미국	오프라인	코스트코 4분기 입점 완료 (현재 100개 입점, 600개까지 확대 예정)
		타겟, 얼타 입점 논의 중 (얼타 SKU 6개, 타겟 SKU 7개) 뉴욕, 마이애미, LA 지역 브랜딩 캠페인 계획 중
캐나다	오프라인	하반기 코스트코 입점 확정, 4Q 판매 개시
		하이엔드 백화점 Holt Renfrew 입점 협의 중
유럽	오프라인	폴란드, 이스라엘 내 Super-Pharm (드럭스토어) 입점 계획
		영국 등 유럽 각 지역 내 뷰티 리테일러들과 입점 협의 중
러시아	온라인	H&B 2사 추가 신규 입점 논의 중 (5-10점)
	오프라인	10-11월 팝업 스토어 추가 진행 예정
아세안	오프라인	3Q 말레이시아, 싱가포르 Sephora 입점 완료
		하반기 말레이, 싱가포르, 필리핀 왓슨스 신규 입점 완료

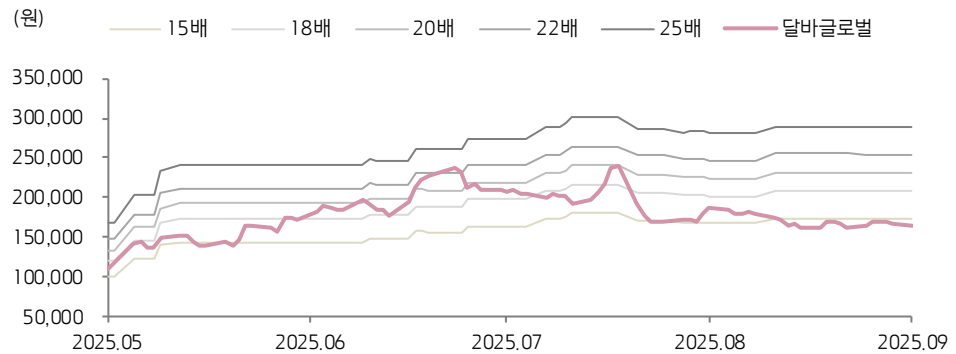
자료: 달바글로벌, 키움증권리서치

## 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

## 달바글로벌 선행 PER



자료: FnGuide, 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	530.8	729.3	535.0	810.2	0.8%	11.1%	528.4	742.1	1.3%	9.2%
영업이익	124.9	196.6	119.2	178.4	-4.5%	-9.2%	126.2	191.4	-5.5%	-6.8%
OPM	23.5%	27.0%	22.3%	22.0%	-1.2%	-4.9%	23.9%	25.8%	-1.6%	-3.8%
순이익	96.2	157.9	91.2	140.7	-5.2%	-10.9%	100.1	151.4	-8.9%	-7.1%

자료: FnGuide, 키움증권리서치

## 분기 실적 추정치 비교

십억원	3Q25	3Q24	YoY	2Q25	QoQ	시장 예상치	차이
매출	122.1	73.7	66%	128.4	-5%	131.3	-7.0%
영업이익	24.1	14.0	72%	29.2	-18%	31.8	-24.2%
OPM	19.7%	19.1%	0.7%	22.8%	-3.0%	24.2%	4.5%
순이익	18.6	9.6	94%	19.8	-6%	24.8	-24.8%

자료: FnGuide, 키움증권리서치

## 달바글로벌 연결기준 실적 추이 및 전망

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	2024	2025	2026
<b>매출</b>	66.2	73.9	73.7	95.3	113.8	128.4	122.1	170.7	309.1	535.0	810.2
<b>YoY</b>	34%	45%	92%	53%	72%	74%	66%	79%	54%	73%	51%
<b>국내</b>	45.2	41.2	34.3	47.5	50.2	47.1	33.0	49.5	168.1	179.7	187.2
<b>YoY</b>	5%	0%	24%	8%	11%	14%	-4%	4%	8%	7%	4%
<b>해외</b>	21.0	32.7	39.4	47.9	63.6	81.3	89.2	121.3	141.0	355.3	623.0
<b>YoY</b>	242%	244%	263%	163%	202%	149%	126%	153%	215%	152%	75%
<b>일본</b>	6.0	5.5	7.5	12.5	22.1	25.8	25.8	33.5	31.5	107.2	205.6
<b>YoY</b>	227%	166%	248%	216%	267%	366%	244%	168%	214%	240%	92%
<b>러시아</b>	2.9	13.3	14.3	9.9	10.6	18.7	19.6	19.6	40.4	68.6	96.0
<b>YoY</b>	15%	175%	198%	96%	263%	40%	37%	99%	135%	70%	40%
<b>아세안</b>	5.6	5.1	5.8	9.7	12.7	11.2	14.6	23.3	26.1	61.8	105.0
<b>YoY</b>	1655%	622%	242%	205%	126%	120%	153%	141%	344%	136%	70%
<b>북미</b>	5.2	5.3	6.4	8.5	8.3	12.7	14.0	23.7	25.4	58.7	99.7
<b>YoY</b>	305%	233%	235%	62%	60%	140%	118%	180%	153%	131%	70%
<b>유럽</b>	0.5	1.0	2.0	3.0	3.9	6.0	7.8	11.7	6.5	29.4	62.3
<b>YoY</b>	778%	1572%	1022%	819%	699%	513%	287%	287%	945%	352%	112%
<b>중화권</b>	0.4	2.0	2.1	4.2	4.3	5.8	5.8	7.0	8.7	22.9	24.0
<b>YoY</b>	1085%	4562%	4295%	2843%	993%	192%	175%	64%	3159%	162%	5%
<b>영업이익</b>	14.7	17.6	14.0	13.5	30.1	29.2	24.1	35.9	59.8	119.2	178.4
<b>YoY</b>	49%	95%	164%	64%	104%	66%	72%	166%	84%	99%	50%
<b>OPM</b>	22.2%	23.8%	19.1%	14.1%	26.4%	22.8%	19.7%	21.0%	19.4%	22.3%	22.0%
<b>순이익</b>	-20.9	13.7	9.6	13.1	24.7	19.8	18.6	28.0	15.5	91.2	140.7
<b>YoY</b>	적전	488%	흑전	57%	흑전	44%	94%	114%	14%	487%	54%
<b>NPM</b>	-32%	19%	13%	14%	22%	15%	15%	16%	5%	17%	17%

자료: 달바글로벌, 키움증권리서치

## 포괄손익계산서

(단위 :십억원)

12 월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
<b>매출액</b>	200.8	309.1	535.0	810.2	950.0
매출원가	53.9	74.7	127.6	193.3	226.6
매출총이익	146.9	234.4	407.4	617.0	723.4
판관비	114.4	174.5	288.1	438.5	515.0
<b>영업이익</b>	32.4	59.8	119.2	178.4	208.3
<b>EBITDA</b>	32.9	60.6	121.1	177.5	209.0
영업외손익	-17.1	-30.8	-1.0	0.6	3.1
이자수익	0.6	0.9	1.8	3.4	5.9
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	-3.0	-3.0	-3.0
<b>법인세차감전이익</b>	15.3	29.1	118.3	179.0	211.5
법인세비용	1.7	13.7	25.8	35.8	42.3
계속사업순손익	13.6	15.4	92.5	143.2	169.2
<b>당기순이익</b>	13.6	15.4	92.5	143.2	169.2
<b>지배주주순이익</b>	13.6	15.4	92.5	143.2	169.2
<b>증감 및 수익성 (%)</b>					
매출액 증감율	NA	53.9	73.1	51.4	17.3
영업이익 증감율	NA	84.6	99.3	49.7	16.8
EBITDA 증감율	NA	84.2	99.8	46.6	17.7
지배주주순이익 증감율	NA	13.2	500.6	54.8	18.2
EPS 증감율	NA	-2.7	465.5	54.8	18.1
매출총이익율(%)	73.2	75.8	76.1	76.2	76.1
영업이익률(%)	16.1	19.3	22.3	22.0	21.9
EBITDA Margin(%)	16.4	19.6	22.6	21.9	22.0
지배주주순이익률(%)	6.8	5.0	17.3	17.7	17.8

## 현금흐름표

(단위 :십억원)

12 월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
<b>영업활동 현금흐름</b>	24.3	15.8	86.8	127.4	185.4
당기순이익	13.6	15.4	92.5	143.2	169.2
비현금항목의 가감	24.4	47.8	59.2	64.8	70.3
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	57.3	65.7	69.6
영업활동자산부채증감	-11.0	-42.4	-40.1	-47.4	-16.9
매출채권및기타채권의감소	-5.3	-6.5	-15.6	-19.0	-9.6
재고자산의감소	-10.0	-31.0	-35.0	-42.7	-21.7
매입채무및기타채무의증가	1.9	5.1	11.0	14.8	15.0
기타	2.4	-10.0	-0.5	-0.5	-0.6
기타현금흐름	-2.7	-5.0	-24.8	-33.2	-37.2
<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	-3.3	-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	-3.5	-3.5	-3.5
기타	0.0	0.2	0.2	0.2	0.2
기타현금흐름	-0.1	0.8	-33.4	-33.4	-33.4
<b>현금 및 현금성자산의 순증가</b>	21.6	12.7	49.6	90.1	148.1
기초현금 및 현금성자산	19.7	41.3	54.0	103.6	193.7
기말현금 및 현금성자산	41.3	54.0	103.6	193.7	341.8

## 재무상태표

(단위 :십억원)

12 월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
<b>유동자산</b>	73.5	128.3	229.0	381.3	561.3
현금 및 현금성자산	41.3	54.0	103.6	193.7	341.8
단기금융자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출채권 및 기타채권	14.2	21.3	36.9	55.8	65.5
재고자산	17.0	47.9	82.9	125.6	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	234.9	388.2	567.6
<b>유동부채</b>	56.0	31.3	42.4	57.2	72.1
매입채무 및 기타채무	13.9	18.9	29.9	44.7	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	45.1	59.9	74.9
<b>지배지분</b>	15.5	102.1	189.8	328.3	492.7
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	114.8	254.5	420.2
비지배지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>자본총계</b>	15.5	102.1	189.8	328.3	492.7

## 투자지표

(단위 :원, %, 배)

12 월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	1,466	1,427	8,068	12,489	14,754
BPS	1,658	8,902	16,556	28,632	42,973
CFPS	4,096	5,852	13,227	18,141	20,889
DPS	1,333	305	305	305	305
<b>주가배수(배)</b>					
PER			20.6	13.3	11.2
PER(최고)			30.7		
PER(최저)			13.0		
PBR			10.02	5.79	3.86
PBR(최고)			14.95		
PBR(최저)			6.32		
PSR			3.56	2.35	2.00
PCFR			12.5	9.1	7.9
EV/EBITDA			16.0	10.4	8.2
<b>주요비율(%)</b>					
배당성향(% ,보통주,현금)	17.4	22.7	3.8	2.4	2.1
배당수익률(% ,보통주,현금)			0.2	0.2	0.2
ROA	17.4	14.4	49.9	46.0	35.4
ROE	87.7	26.2	63.4	55.3	41.2
ROIC	-166.5	189.9	136.5	127.9	115.8
매출채권회전율	28.2	17.4	18.4	17.5	15.7
재고자산회전율	23.7	9.5	8.2	7.8	7.0
부채비율	402.8	33.3	23.7	18.2	15.2
순차입금비용	-225.2	-50.1	-53.1	-58.1	-68.8
이자보상배율	25.0	76.4	152.2	227.7	265.9
<b>총차입금</b>	6.4	2.8	2.8	2.8	2.8
<b>순차입금</b>	-34.9	-51.2	-100.8	-190.9	-339.0
<b>NOPLAT</b>	32.9	60.6	121.1	177.5	209.0
<b>FCF</b>	16.1	-11.4	55.1	94.4	150.4

## Compliance Notice

- 당사는 9월 22일 현재 보고서에 언급된 종목들의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 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

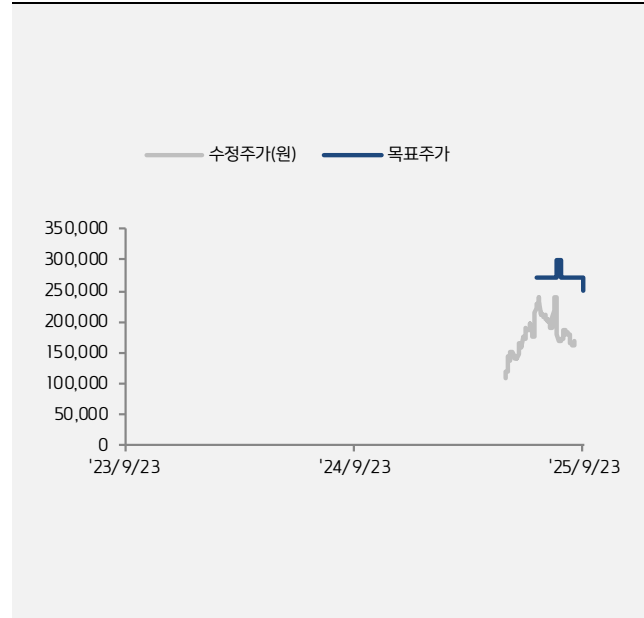
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 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	과리율(%)	
					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	-36.20	-30.93
	2025-09-23	BUY(Maintain)	250,000원	6개월		

\*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

## 목표주가추이(2개년)



## 투자의견 및 적용기준

기업	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 (2024/07/01~2025/06/30)

매수	중립	매도
96.48%	3.52%	0.00%