

화장품

Overweight

Next Step for Next Level



Contents

Summary	3
Part 1. 신세대 인디 브랜드 업체들의 지속 성장을 위한 과제	4
1) 달바글로벌: 추가적인 외연 확장의 조건들	4
2) 에이피알: 메디큐브 다음을 준비할 때	7
3) 구다이글로벌: 한국의 로레알이 되기 위한 조건	11
Part 2. 레거시 브랜드 업체들의 한계와 대안	15
1) 실리콘투 활용의 문제: 과연 브랜드 관리 때문일까?	15
2) 소극적인 M&A: 그들은 진정 브랜드 인수를 원하고 있는가?	20
3) 레거시 브랜드들의 성장 공식은 따로 있다	21
4) 결국은 사람이다: CEO의 역량과 자세가 관건	25
Part 3. 투자전략: 단지 주가가 많이 올랐을 뿐	28
1) 단기 주가 상승, 3분기 불안감으로 차익실현 수요 증가	28
2) 중장기 업황은 의심의 여지가 없다	29
3) 싸게 좋은 주식을 살수 있는 기회: 제조 3대장+유럽 3대장+저평가 기업	29
Part 4. 부록	33
기업분석	
네오팜 (092730): 글로벌로 도약하는 국내 최고의 보습 브랜드	38



생활소비재 Analyst 박종대

02. 6454- 4892
jdpark@meritz.co.kr

Top Pick

종목	투자판단	적정주가
네오팜 (092730)	Buy (신규)	26,000원

Summary

달바글로벌과 에이피알 모두 글로벌 온라인 마케팅 플랫폼을 완성해냈다는 점에서 고무적이다. 두 회사 모두 단일 브랜드로 매출 규모가 올해 5천 억원, 7천 억원을 훌쩍 넘을 것으로 보인다. 다만, 두 회사의 차이와 과제도 뚜렷하다. 달바글로벌은 에이피알처럼 실리콘투를 활용한 외연 확대를 고민해봐야 하고, 미국에서 좀더 커져야 한다. 에이피알은 달바글로벌처럼 브랜드 마케팅에 무게를 실어야 하고, 이제 M&A도 고려해봐야 한다.

한편, 구다이글로벌은 공격적으로 유수의 브랜드를 인수하고 있지만, 인수 후 성장을 지속하는 것이 더 큰 도전이 될 것이다.

레거시 브랜드들은 실리콘투 활용 문제에 대해 깊이 숙고해야 한다. 변화에 걸맞는 조직 쇄신도 필요하다. 어차피 통통 튀는 아이디어는 인디 브랜드를 따라갈 수 없다. 하지만 레거시 브랜드는 20여년 동안 이어온 영업과 브랜드 관리의 노하우를 갖고 있다. '성장은 운이고, 생존은 실력'이라는 경영의 격언이 있듯이 이 무형자산을 과소평가해서는 안된다.

이런 관리 역량은 M&A에 적합하다. 제품의 퀄리티는 좋지만, 마케팅을 제대로 못해서 매출을 올리지 못하고 있는 소형 인디 브랜드들이 많다. 또한, 럭셔리 브랜드 빌드업을 할 때이다. 대규모 자본, 다양한 카테고리화 브랜드를 기반으로 럭셔리 브랜드를 빌드업하는 작업은 인디 브랜드가 감히 넘볼 수 없는 영역이다. 또한 중국과 인도 등 거대 개발도상국 진출에 노하우를 갖고 있다. 레거시 브랜드들의 기회는 충분하다.

결국, 레거시 브랜드 투자에서는 경영진의 눈빛이 제일 중요하다. 다들, 전설 같은 성장 스토리를 한두개씩은 다 갖고 있는 브랜드들이다. 단지, 그때의 그 혁신과 성장의 마인드가 보수화되어 감각은 무뎌지고 합리성은 퇴화되어 가고 있는 것이다. 시장이 글로벌로 빠르게 확산되고, 마케팅과 영업의 개념이 달라지고 있는 상황에서 최고경영자의 명확한 비전과 리더십이 그 어느 때보다 중요하다. 레거시 브랜드 가운데 사업구조 변화가 뚜렷하게 보이는 네오팜을 '매수'로 신규 커버리지 개시한다.

Part 1. 신세대 인디 브랜드 업체들의 지속 성장을 위한 과제

개별 업체들의 향후 과제

브랜드 업체들의 주가가 크게 엇갈리면서 각 개별 업체들의 장점과 향후 과제에 대해서도 관심이 증가하고 있다. 지금 좋은 기업들, 예를 들어 에이피알과 달바글로벌이 3년, 5년 마냥 좋을 리 없고, 클리오와 애경산업 주가가 마냥 저위에 있을 것이라고 생각할 수 없을 것이다. 무턱대고 좋은 게 좋은 거라고 찬양하는 것도, 무턱대고 안되는 건 안되는 거라고 무시하는 것도 비합리적인 투자다.

기업은 매출 규모가 커지면 거기에 걸맞는 역량과 역할이 있다. 그걸 잘 수행해야 한단계 또 나아가는 엔진을 갖추게 된다. 레거시 브랜드들이 겪고 있는 여러 문제들은 어찌면 신규 인디 브랜드 기업들이 언젠가 마주하게 될 미션들일 수 있다. 브랜드 관리든, 조직 쇄신이든, M&A이든 말이다.

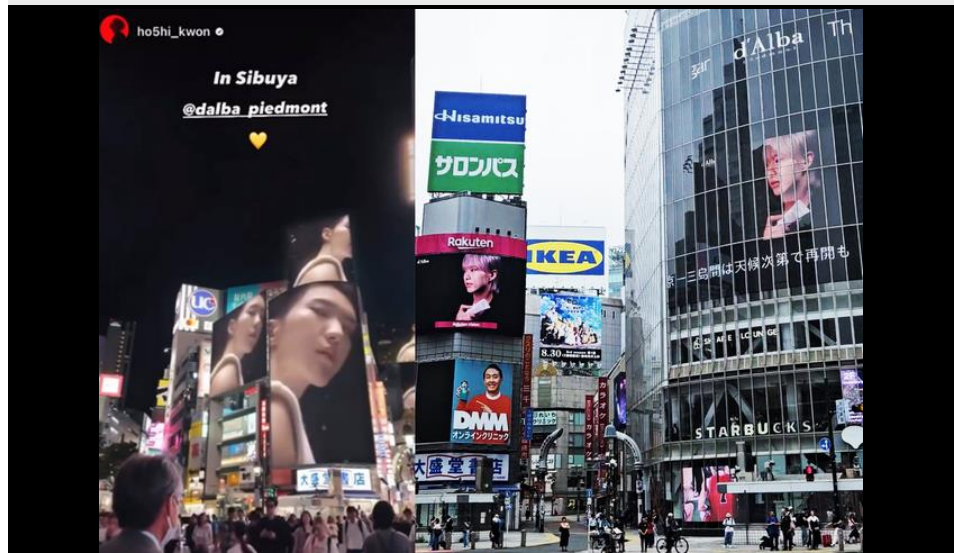
1. 달바글로벌: 추가적인 외연 확장의 조건들

지역/채널 확장 여력 큼

달바글로벌은 2024년 3천 억원, 2025년 5천 억원 이상 매출 규모로 성장할 전망이다. 최근 K뷰티 글로벌 모멘텀 영향으로 단일 브랜드로 도달할 수 있는 매출 규모의 상단이 꽤 올라간 상황이다. 달바를 갖고 아직 들어갈 수 있는 지역과 채널이 많다.

이 회사의 장점은 i) 온라인 채널 성공을 기반으로 오프라인으로 성장을 도모할 여지가 크고, ii) 글로벌 지역별 균형 전략으로 다양한 지역의 모멘텀을 흡수할 수 있는 사업구조를 갖고 있으며, iii) 이를 기반으로 신규 카테고리를 많이 엮을 수 있다는 점이다. iv) 일반적인 K뷰티 제품 대비 20% 이상 높은 가격대로 프리미엄 전략을 추구하고 있고, v) 셀럽을 활용한 브랜드 마케팅을 도모하고 있다는 점은 차별적이다.

그림1 달바의 일본 셀럽 브랜드 마케팅



자료: 코스모닝

달바의 글로벌 지속 성장을 위해서는 세가지 조건을 생각해볼 수 있다.

미국에서 커져야 함

첫째, 미국에서 커져야 한다. K뷰티의 글로벌 모멘텀 확장은 기본적으로 미국에서 성공을 기반하고 있다. 글로벌 1위 국가에서 성공 이력은 다른 지역으로 진출에 큰 레퍼런스로 작용하고 있다. 2024년 달바 매출의 54%가 한국이고, 러시아(13%)와 일본(10%)이 그 뒤를 잇고 있다. 올해 1분기 러시아와 일본의 집중도는 더 커졌다. 일본에서 오프라인 입점이 본격화됐기 때문이다.

물론, 회사에서는 지역별로 스테이지 1과 2로 나눠서 전략을 짜고 있다. 오프라인까지 입점을 시작한 일본과 러시아는 스테이지2에 있는 지역이고, 이 지역들은 2017년~18년 사이 일찍 진입한 곳들이다. 북미/유럽/아세안/중화권은 2022~23년 사이 진출했는데, 아직 주 매출 채널은 온라인에 한정돼 있다.

하반기 오프라인 입점

미국은 올해 하반기 얼타뷰티/코스트코/타깃에 입점을 앞두고 있다. 하반기 전체 매출의 절반 이하로 시작한다. 5개 정도 SKU로 출발해서 판매 추이 보면서 10개까지 늘릴 계획이다. 유통 업체별 특성에 맞게, 타깃은 소용량, 얼타뷰티는 좀더 다양한 SKU와 샘플을 선보일 예정이며, 코스트코는 SKU는 적지만 대용량/고단가로 고객을 맞을 예정이다. 유통 업체에게 독점권을 주지 않지 않은 점은 고무적이다.

아누아나 메디큐브 대비 상대적으로 아마존 랭킹 상승이 지연되는 이유는 틱톡샵에 늦게 들어갔기 때문이라고 분석하고 있다. 작년 12월에 입점했는데, 아누아가 틱톡샵에서만 연매출 100억원을 달성하고 있는 것과는 비교되는 부분이다. 아무튼, 올해 하반기부터 내년 상반기 미국 진출 본격화 결과는 달바글로벌의 지속성장을 위한 큰 관문이 될 것이다.

실리콘투 활용에 대한 고민

둘째, 실리콘투 활용에 대한 고민이다. 달바글로벌은 주요 신세대 인디 브랜드 가운데 거의 유일하게 실리콘투와 협업하고 있지 않은 기업이다. 회사에서는 중간 벤더를 쓰는 것에 대해서 회의적이다. 중간 벤더를 활용하면 단기간 3배 이상 성장이 가능하다는 것을 알고 있지만, 가격 통제의 문제가 있고, 마케팅도 상대적으로 만족스럽지 못하다는 것이다. 좀 천천히 가더라도 브랜딩과 마케팅을 직접 운영하는 게 훨씬 안정적이고, 원하는대로 구현 가능하며, 이게 되어야 오래, 그리고 크게 클 수 있다는 논리다.

독자적인 전개 가능

맞는 말이다. 사실 달바글로벌 정도 매출 사이즈가 되면 굳이 실리콘투를 통하지 않아도 독자적인 마케팅과 유통 전개가 가능하다. 이미 미국 뿐 아니라, 유럽에서도 부츠(영국), 더글라스(독일)/클라렐(스페인) 입점을 앞두고 있다. K뷰티 입점 경쟁이 치열한 만큼 그쪽에서 먼저 연락이 왔을 것이다.

일반적으로 매출 규모 300~400억원에서 실리콘투에 문을 두드리는 게 일반적인데, 달바글로벌의 경우 i) 다른 인디 브랜드와 달리 국내에서 먼저 자리를 잡았고, ii) 실리콘투의 영업망이 없는 일본과 러시아에서 성공한 경험 때문에, 다른 지역에도 상당한 자신감을 갖게 되지 않았을까.

효율성이 문제

문제는 효율성이다. 회사에서도 인정했다시피, 실리콘투를 활용하면 단기간에 3배 이상 매출을 금방 올릴 수 있다. 정교한 마케팅은 직접 하는 것을 따라가기 힘들겠지만, 고객과 접점을 넓히는 데는 실리콘투만한 '도구'가 없다. 에이피알이 유럽에서 급성장한 것은 단연코 실리콘투 덕분이다. 몇가지 아쉬운 점이 있지만, 그를 능가하는 매출 규모로 보상 받을 수 있다면 마다할 이유가 없다. 아쉬운 점은 보완하면 된다.

더구나, 실리콘투에 대한 여러 브랜드 업체들의 우려와 불만을 실리콘투 내부에서도 인식하고 수정해나가고 있는 중이다. 가격 정책과 유통 업체 입점에 있어서 웬만한 매출 규모를 보이는 브랜드들과는 긴밀한 커뮤니케이션을 취하고 있다. 오히려 마케팅은 브랜드 업체들에게 맡기고, 중동, 멕시코 등 글로벌 유통 지역에 더 초점을 두고 있다. 브랜드 마케팅에 뛰어난 달바글로벌과 합이 잘 맞을 수 있다.

더 유연한 접근 필요

특히, 미국과 유럽 오프라인 유통의 대부분을 차지하고 있는 중소형 로컬 유통 업체에 대한 전개를 어떻게 할 것인지 생각해보면, 그리고, 6대 해외 지역을 제외한 국가들, 언어권이 다른 브라질과 아프리카, 인도 등을 포기할 게 아니라면 해외 진출 방식에 좀더 유연한 접근이 필요하다. 그때마다 직접 유통을 고집하면서 조직을 확대하기에는 너무 부담이 크다.

에이피알의 사례

에이피알의 올해 B2B 매출 규모는 2,500억원을 넘어설 것으로 예상된다. B2B 인력 규모는 코디네이터 포함 25명 밖에 안된다. 1명 당 100억원의 매출이다. 실리콘투를 활용하고 있기 때문에 가능한 효율이다. 실리콘투가 커버하는 지역은 실리콘투에 맡기고, 그 외 지역은 영업직원을 직접 뽑아 대응하고 있다. 어차피 실리콘투가 유럽 전역을 감당하지 못하고 있는 상황이다.

달바글로벌 입장에서, 지금은 핵심 지역도 아직 다 들어가지 못했고, 성장 여력이 충분히 남아 있기 때문에 큰 고민의 대상이 아닐 수 있다. 하지만, 물 들어올 때 노 젓는다고, K뷰티의 글로벌 모멘텀이 예상보다 훨씬 큰 상황에서 한번 더 고민해볼 만한 부분이다.

카테고리 확장 필요성

셋째, 카테고리 확장인데, 이는 회사에서도 깊이 인식하고 있고 이미 크림, 마스크 팩, 디바이스까지 활발하게 전개 중이기 때문에 오히려 과제라기 보다 '높은 성장 여력'으로 생각해야 하지 않을까 한다. 글로벌 온라인 마케팅 플랫폼을 완벽하게 구축해놓고 있기 때문이다.

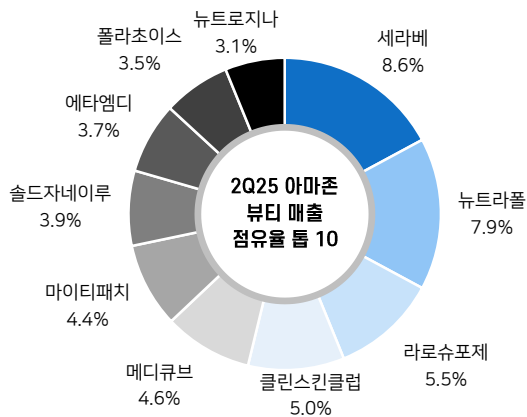
2. 에이피알: 메디큐브 다음을 준비할 때

달바글로벌의 외연 확대에 참고 모델이 될 수 있는 에이피알의 중장기 현안은 뭘까?

브랜드 마케팅
비중 확대 고려

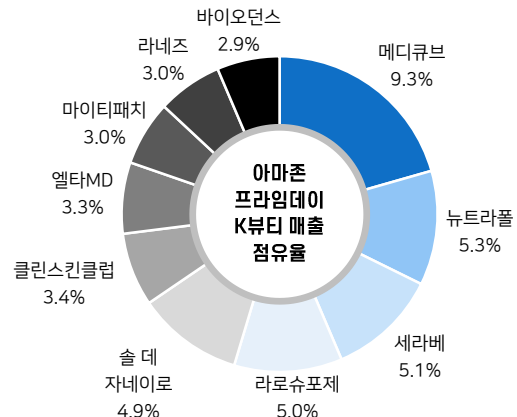
첫째, 브랜드 마케팅에 무게 비중을 늘리는 것도 고려해봐야 한다. 메디큐브는 미국 아마존의 올해 2 분기 '뷰티 카테고리 Top10'에 들었다. K 뷰티 가운데 유일했으며, 1분기에 이어 두번째 큰 성과다. 시장 점유율도 1.5%p 나 상승했다. 7월 8~11일 열린 아마존 프라임데이에서 메디큐브의 매출 점유율은 9.3%로 전체 1위를 차지했다. 프라임데이 기간 매출 300억원을 돌파했다고 한다. 전년 행사 대비 6배 상승한 수치이다. 행사 기간이 늘어났음을 고려하더라도 압도적인 증가세이다.

그림2 2Q25 아마존 뷰티 카테고리 매출 점유율 톱 10



자료: Navigo, 메리츠증권 리서치센터

그림3 아마존 프라임데이 K뷰티 매출 점유율



자료: Navigo, 메리츠증권 리서치센터

하지만, 인지도 순을 따진다면 과연 이렇게 높은 순위를 기록할 수 있을 지 의문이다. 매출이 높다고 브랜드력이 높은 것은 아니다. 틱톡을 통한 마케팅은 브랜드 인지도를 기반으로 하지 않는다. 통통 튀는 아이디어로 3초 만에 후킹(Hooking)을 통해 바이럴되는 것이다. 톱 인플루언서의 영향력에 기반하고 있기도 하다. 그게 메디큐브인지 아누아인지 소비자들은 잘 인식하지 못한다. "틱톡에서 봤어?"라는 말이 바이럴의 시작이다. 마침 그게 메디큐브 제품이었고, 마침 메디큐브는 한국 브랜드이기에 더 신뢰하고 구매하는 것이다.

퍼포먼스 마케팅
비중 높음

메디큐브의 현재 마케팅에서는 퍼포먼스 마케팅 비중이 높다. 매출 규모가 이렇게 커진 상황에서는 이제 브랜드의 지속 가능성을 높이기 위한 브랜드 마케팅에도 관심을 가질 때다. 셀럽 마케팅 확대도 고민 해 봐야 한다. 김희선에 이어 새 모델 장원영은 모두 에이지알 디바이스 쪽이다. 메디큐브 기초는 유재석이 초기부터 오랫동안 모델로 활약하고 있다.

그림4 에이피알 부스터 프로 미니 모델 장원영



자료: 에이피알

그림5 에이피알 메디큐브 모델 유재석



자료: 에이피알

차기 브랜드 물색 필요성

둘째, 이제 차기 브랜드를 물색해야 하지 않을까? 메디큐브의 올해 매출 규모는 8천 억원이 넘어설 전망이다. 단일 인디 브랜드로 역대 최고 기록이다. 대단한 성과다. 미국은 물론, 일본과 유럽에서 고신장을 감안하면 메디큐브의 매출 규모는 얼마까지 증가할 지 모른다. 실리콘투의 중동 법인 셋업과 하반기 멕시코 진출 등을 고려하면 더욱 그렇다.

지속 성장을 위한 브랜드 포트폴리오 고민

하지만, 메디큐브가 무슨 마약도 아니고, 한 개의 브랜드로 매년 30%씩 성장할 수는 없다. 브랜드 로열티가 약하고, 트렌디하며, 진입장벽이 낮은 중저가 매스 시장에서는 더욱 그렇다. 매출 8천 억원이 넘어설 것이라는 전망은 곧 이제 상단이 얼마 남지 않았다는 경계로 들어야 할 지 모른다. 메디큐브의 성장률이 둔화될 때 지속적인 성장을 이어갈 수 있는 브랜드 포트폴리오를 고민해볼 필요가 있다. 아울러, 어떤 우연한 사건에 의해 브랜드 인지도가 훼손될 경우 전사 실적에 미치는 영향이 너무 크다. 브랜드를 다양화하고, 브랜드간 독립성을 보장하면서 균형 성장을 도모하는게 리스크를 분산하는 방법이다.

브랜드에 대한 투자는 ① 인큐베이팅Incubating, ② 빌딩Build-Up, ③ M&A로 나눌 수 있다. 로레알을 비롯한 글로벌 대기업들은 주로 럭셔리 시그니처 브랜드를 계속 리뉴얼하면서 브랜드 인지도를 이어 가고, 유행에 민감한 중저가 브랜드에 대해서는 지속적인 M&A를 통해 카테고리를 확대해 나가고 있다. 로레알은 2024년에는 닥터지를 인수한 바 있다.

국내 브랜드 대기업은 M&A에 인색

과거 아모레퍼시픽과 LG생활건강 등 국내 주요 브랜드 대기업들은 유난히 화장품 브랜드 M&A에 인색했다. 아모레퍼시픽의 경우 브랜드 인큐베이팅과 브랜드 빌딩에 브랜드 투자의 대부분을 쏟았다. 국내 메이저 브랜드 업체들이 M&A에 특히 인색했던 이유는 다음 2가지로 분석한다.

M&A에 대한 부정적 고정관념

i) M&A에 대한 부정적 고정관념이다. 아모레퍼시픽은 한국에서 가장 막강한 화장품 연구진과 최고의 마케팅 전문가를 보유하고 있었다. 화장품 브랜드를 인수한다는 말은 무형자산을 사는 것이다. 공장과 설비 등 유형자산은 거의 없다. 최고의 기술력과 네트워크, 인적자원을 보유한 상황에서 1,000억 원, 2,000억 원의 거액을 들여서 그런 무형자산을 산다는 것은 경영진 입장에서 굉장히 아까운 일이다. 자신의 조직과 역량으로 충분히 만들 수 있는 제품과 브랜드라고 생각하는 것이다.

2015년 에어쿠션의 '대박'이 이런 생각을 더욱 확고하게 만들었는지도 모른다. 2015년에만 3,300만 개가 팔리면서 '1초에 1개씩 팔리는 화장품'을 만들었던 경험 이 오히려 브랜드 M&A에 큰 족쇄가 된 것이다. 메디큐브의 제로모공패드는 2025년 4월 기준 누적 판매량 1,000만개를 자랑하고 있다. 에이피알의 메디큐브를 글로벌 최고의 인디 기초 브랜드로 성공시켰다는 자신감과 자부심은 자칫 아모레퍼시픽과 같은 브랜드 '순혈주의'에 빠지게 할 수 있다.

유통망의 한계

ii) 유통망의 한계이다. 글로벌 브랜드 업체들의 경우, 전 세계 모든 화장품 유통 업체와 네트워크를 갖고 있다. 제품력만 있다면 매출 300억 원 브랜드를 3,000억 원 브랜드로 만드는 것은 그렇게 어려운 일이 아니다. 아모레퍼시픽과 LG생활건강의 유통망은 한국과 중국에 한정돼 있었다. 미국과 유럽 시장 진출은 유통망 확대를 위한 중·장기적인 포석이지만, 2022년 전까지만 하더라도 특히 유럽 시장에서는 잇따라 고배를 마시고 있었다.

유통망이 좁다 보니 성공 가능성이 좀 더 확실한 브랜드를 찾는다. M&A는 좀 더 조심스러울 수밖에 없다. 더크램샵과 에이본(LG생활건강), 타타하퍼(아모레퍼시픽) 같은 현지 브랜드 인수에 적극적이었던 것도 현지 유통에 자신이 없었기 때문이라고 봐야 한다.

에이피알의 막강한 글로벌 유통 인프라

지금 에이피알은 2020년대 초반 아모레퍼시픽을 훨씬 뛰어넘는 글로벌 유통 인프라를 보유하고 있다. 막강한 글로벌 온라인 마케팅 플랫폼을 갖추고, 미국과 일본에서 중흥무진하고 있으며, 유럽과 중동은 실리콘투를 통해 보폭을 확대하고 있다. 온라인 채널 성공을 기반으로 오프라인 채널 대형 유통 업체에도 빠르게 입점 중이다. 제품력만 좋다면 매출 300억 원 브랜드를 천억원 브랜드로 키우는 것은 그렇게 어려운 일이 아닐 수 있다.

당시 아모레퍼시픽은 6,000억 원에 가까운 현금성자산을 보유하고 있지만, 여전히 브랜드 투자 전략은 마몽드, 라네즈의 세계화를 위한 마케팅과 인큐베이팅에 초점을 두고 있었다. 그 사이에 닥터자르트는 에스티로더로, AHC는 유니레버로, 스타일난다는 로레알로 피인수되었다.

자체 인큐베이팅 에이프릴스킨 뿐

지금도 마찬가지다. 에이피알은 올해 2,500억 원 이상의 영업이익이 예상되고 있다. 인디 브랜드 업체 가운데 가장 현금흐름이 좋은 에이피알은, 7월말 약 1,343억 원 규모의 자본준비금을 이익잉여금으로 전입할 계획이다. 그런데, 신규 브랜드로는 자체 인큐베이팅 브랜드 에이프릴스킨을 두고 있을 뿐이다. 그 사이 구다이글로벌은 스킨 1004, 티르티르, 라카, 라운드랩에 이어 스킨푸드까지 손을 뻗치고 있다.

3. 구다이글로벌: 한국의 로레알이 되기 위한 조건

에이피알의 벤치마킹 대상이 될 수 있는 구다이글로벌의 향후 전망은 밝기만 할까? 구다이글로벌의 천주혁 대표의 꿈은 에이피알의 김병훈 대표, 달바글로벌의 반성연 대표와 사뭇 다른 듯하다. 어쩌면 일찌감치 단일 브랜드의 한계를 예견(?)하고, 한국의 로레알을 지향점으로 삼았는지 모른다.

공격적인 브랜드 인수

아무튼 대단한 기세다. 블랙홀처럼 유수의 브랜드들을 공격적으로 인수하고 있다. 2024년 스킨푸드를 포함한 5개 브랜드의 매출 규모는 1조 2천억원에 이르며(브랜드 이외 기타 사업 부문을 포함할 수 있으나 큰 차이는 없을 듯), 2025년에는 1조 5천억원, 2026년 상장한다고 하면 적정 시가총액은 10조원을 넘어설 수 있다.

표1 구다이글로벌 연결 매출과 밸류에이션

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출	139.6	330.9	1,487.7	2,335.5	2,959.5
조선크미	139.6	323.7	485.6	655.5	839.0
스킨1004	95.6	318.1	540.7	805.7	1,082.0
티르티르	167.4	273.6	355.7	441.0	525.7
서린컴퍼니(예정)	115.6	196.1	254.9	316.1	376.8
스킨푸드(예정)	54.7	78.1	97.6	117.1	135.9
영업이익	68.9	130.5	433.7	594.9	764.7
조선크미	68.9	140.7	213.6	288.4	369.2
스킨1004	10.2	80.2	135.2	201.4	270.5
티르티르	28.6	39.1	53.4	66.2	78.9
서린컴퍼니(예정)	55.3	73.5	91.8	113.8	135.7
스킨푸드(예정)	9.3	10.5	13.2	15.8	18.3
세전이익	68.0	143.8	371.9	583.9	739.9
지배주주순이익	53.0	113.6	282.7	443.7	562.3
적정시가총액	-	-	7,066.7	11,093.4	14,057.5
적정PER(배)	-	-	25.0	25.0	25.0
영업이익률(%)	49.4	39.4	29.1	25.5	25.8
세전이익률(%)	48.7	43.5	25.0	25.0	25.0
순이익률(%)	37.9	34.3	19.0	19.0	19.0
매출(% YoY)	-	137.1	349.7	57.0	26.7
조선크미	-	132.0	50.0	35.0	28.0
스킨1004	-	232.8	70.0	49.0	34.3
티르티르	-	63.4	30.0	24.0	19.2
서린컴퍼니(예정)	-	69.7	30.0	24.0	19.2
스킨푸드(예정)	-	42.7	25.0	20.0	16.0
영업이익(% YoY)	-	89.4	232.3	37.2	28.6
세전이익(% YoY)	-	111.6	158.6	57.0	26.7
지배주주순이익(% YoY)	-	114.5	148.9	57.0	26.7

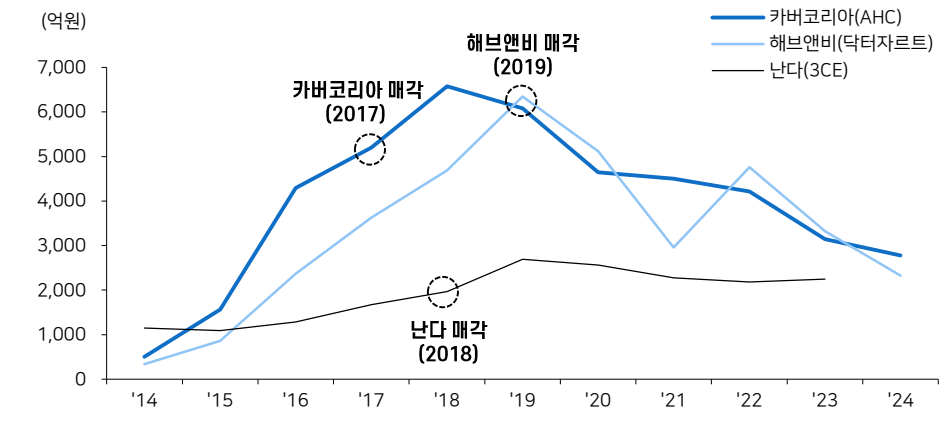
주: 1. 감사보고서 공시된 주요 브랜드 실적만 반영
2. 2025년 서린컴퍼니, 스킨푸드 인수 예정
3. 세전이익은 인수자금 조달 방식에 따라 상당히 달라질 수 있음

자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

인수 이후 견조한 실적 개선 어려움

문제는 이들 브랜드들이 인수 후에도 견조한 실적 개선을 이어갈 수 있느냐는 것이다. 과거 사례를 보면 그게 만만치 않아 보인다. 닥터자르트와 AHC, 3CE까지 에스티로더와 유니레버, 로레알에 피인수된 이후 매출이 오히려 감소한 것을 확인할 수 있다. 물론, 주력 시장이던 중국에서 K뷰티의 인기가 시들해진 점이 큰 영향을 미쳤다. 한한령과 중국 소비 침체가 겹치면서 실적 부진의 주요인으로 작용한게 사실이다. 이걸 중국 비중이 높은 아모레퍼시픽과 LG생활건강, 메디힐 같은 비상장 브랜드도 유사한 모습을 보였다(단, 3CE의 경우 중국 매출이 중국 로레알 법인으로 계상되면서, 착시가 있을 수 있다).

그림6 닥터자르트, AHC, 3CE 매출 추이



주: 해브앤비(닥터자르트) 2021년 매출은 결산월 변경으로 1월~6월 수치만 반영
자료: 메리츠증권 리서치센터

하지만, 인수 기업이 브랜드 관리에 실패한 것이 아니냐는 시각도 만만치 않다. 스타일난다는 김소희 전 대표가 20대에 동대문 의류를 판매하며 성장한 브랜드이고, 닥터자르트는 건축학도 이진욱 전 대표가 BB크림에 꽂혀 피부과 의사와 함께 만든 브랜드로 유명하다. 글로벌 대기업에 피인수된 후 정체성과 개성이 흐려졌다는 평가다.

M&A는 대단히 어려운 작업

M&A는 대단히 어려운 작업이다. 대부분 창업자의 열정과 패기, 리더십으로 만들어지고 성장한 인디 브랜드들이다. 창업자가 매각을 하고 떠나게 되면 조직에 중심 축이 사라지면서 직원들도 사기가 떨어지고 흔들릴 수 있다. 특히, 임원/팀장급들은 상실감이 더 클 수 있다. 역량이 뛰어난 팀장급 인재들은 M&A에 이를 때까지 기업 성장의 기반이 됐던 만큼 여기저기 스카웃 제의가 많을 것이다. 새로운 모험과 기회를 찾아 떠날 수도 있다.

직원들의 근무 의욕
하락 가능성

어떤 직원들은 만족도가 높아질 수도 있다. 일개 동대문, 벤처 인디 브랜드 직원에서 로레알과 유니레버 같은 글로벌 브랜드 대기업의 계열사 직원이 된다는 말은 집안의 자랑거리일 수도, 본인 커리어에도 상당한 레벨업이 될 수도 있기 때문이다. 그런데, 그런 직원들의 만족감은 현실에 '안주'로 이어질 수 있다. 예전처럼 꼰딱꼰딱 밤을 새우면서 일하는 열정은 이미 충분히 보상 받은 것이다. 더구나 대기업 시스템에 편입되면서 자율성이 떨어지고, 업무 표준이 엄격해지면서 근무 의욕은 더욱 반감될 수 있다.

이런 복잡한 조직의 동태적 변화를 감안하면, M&A 이전 매출 성장이 그대로 이어질 것이란 생각은 그야말로 환상이다. 어떻게 해야 할까? 조직의 탄력성을 유지하기 위해 전문경영인 자격으로 창업자에 일정기간 경영을 위임할 수 있다. 하지만, 그 열정과 패기는 예전과 다를 것이 자명하다. 직원들도 예전과 다르게 대할 가능성이 크다.

브랜드 정체성 침해

인수 회사는 자신들의 브랜드 정체성과 업무 프로세스를 이식시키기 위해 다양한 간섭을 할 수 있다. CFO나 CSO를 파견할 수도 있다. 그러면, 상품의 기획과 마케팅에도 변화가 불가피하다. 이런 직접적인 간섭은 전술한 바와 같이 브랜드 정체성을 흔들 수 있고, 예전 같은 참신한 제품 출시를 가로막는 요인이 될 수 있다.

그렇다고, 소위 '독립 경영'을 보장하면 될까? 글로벌 대기업의 일원이 된 직원들의 업무 스타일은 무사안일로 변할 수 있다. 국내에서도 갑자기 대기업에 피인수되고 패기를 잃어버린 회사의 직원들을 자주 본다. 아모레퍼시픽과 애경산업도 피인수 브랜드 기업에 독립경영을 보장했지만 지금까지 결과는 좋지 않다.

그럼, M&A로 지속 성장하고 있는 로레알은 어떻게 피인수기업을 운영하고 있을까?

직원들의 자부심 활용

우선, 직원들의 사기진작과 업무 역량 제고를 위해 글로벌 화장품 최대 기업 로레알의 직원이라는 자부심을 적극 활용할 수 있겠다. 로레알은 글로벌 대기업으로 다양한 표준 절차가 있을 것이다. 예를 들어 기존에는 신제품을 기획하고 만들기만 하면 됐지만, 이제 그걸 로레알 지역본부에 보고하고 승인받는 절차를 거쳐야 할 것이다. 서식에는 상세하게 기록할 항목들이 빼곡하고, 기준은 엄격하며, 시간도 많이 소요될 수밖에 없다.

피인수 인디 브랜드 직원 입장에서는 같은 결과물을 내는 데 기존보다 훨씬 많은 시간과 노력이 들어가게 된다. 하지만, 글로벌 대기업 계열사 직원으로서 당연히 감내해야 할 불편함이다. 아울러, 글로벌 표준에 맞는 다양한 복지와 교육 프로그램, 계열사 전배 기회 등 혜택이 추가될 수도 있다. 그만큼 로레알 그룹의 일원이라는 자부심으로 피로가 상쇄될 수도 있을 것이다.

간섭과 독립의 적절한 조합

'간섭'과 '독립'을 적절히 조합하고 있을 듯 하다. 인수한 브랜드를 어떤 방식으로 전 세계에 전개할 지는 로레알의 각 지역 헤드들을 포함한 관리 영역이다. 예를 들어 상품기획의 경우 국내 시장은 자율을 최대한 보장해주지만, 유럽과 미국 등지에서 신제품 출시는 상당한 제약이 있을 것이다. 전사적으로 지켜야할 공통 규정이 있고, 로레알 계열 다른 브랜드의 유사 제품과 카테고리가 중첩될 수도 있기 때문이다.

이런 전반적인 사항을 고려한 실적 목표는 독립 경영 하에서 반드시 달성해야 할 과제가 될 것이다. 속도는 조금 늦춰질 수 있지만, 로레알이라는 큰 전함에 탑승한 만큼 방향과 비전은 분명할 것이다. 그 안에서 개별 브랜드의 역할 역시 퍼즐의 한 조각처럼 뚜렷할 것이다.

구다이글로벌의 어려운 숙제

좋은 브랜드를 적절한 가격에 인수하는 것도 중요하지만, 그 브랜드를 지속 성장하게 만드는 것은 더 힘든 일이다. 그 힘든 일을 구다이글로벌은 해내야 한다. 더구나 구다이글로벌 또한 인디 브랜드였다. 피인수 브랜드 업체 직원들에게 당분간 대기업의 자부심도 제공할 수 없다. i) 창업자 리더쉽의 부재를 어떻게 극복하면서, ii) 인재들을 지키고, iii) 직원들에게 동기부여를 하면서, iv) 브랜드의 지속성장을 이끌 것인가? 굉장히 어려운 숙제가 남아 있는 것이다.

Part 2. 레거시 브랜드 업체들의 한계와 대안

1. 실리콘투 활용의 문제: 과연 브랜드 관리 때문일까?

1) 레거시 브랜드들의 공통적인 한계, 느린 속도의 이유

레거시 브랜드의 느린 속도

아모레퍼시픽, LG생활건강과 같은 대기업부터 애경산업, 클리오, 브이티, 네오팜, 아이패밀리에스씨까지 레거시 브랜드들의 공통적인 한계로 지적되고 있는 게 외형 확장 속도가 느리다는 것이다. 속도가 느린 이유는 몇가지가 있다.

온라인보다
오프라인에서 강함

첫째, 온라인보다 오프라인에 강하다. 이전 이들 브랜드들의 애초 영업 방식이 오프라인에서 출발했기 때문이다. 오프라인 채널이 속도는 느리지만, 한번 입점하면 특별한 마케팅비 없이 매출과 영업이익이 꾸준히 나올 수 있는 게 사실이다. 문제는 지금 시대가 온라인 플랫폼 전성시대이다 보니, 특히 글로벌 K뷰티의 확장이 온라인 플랫폼을 중심으로 빠르게 전개되다 보니 온라인보다 오프라인에서 강하다는 특징이 단점과 한계로 지적되고 있는 것이다.

실리콘투 활용하지 않음

둘째, 실리콘투를 활용하고 있지 않다. 레거시 브랜드들은 굉장히 조심스럽다. 글로벌 확장에는 모두 동의하지만 그 방법에는 신세대 인디 브랜드와 이견을 보인다. 단적인 예가 실리콘투 활용이다. 속도가 느리더라도 브랜드 관리와 가격 통제를 충실히 하면서 외연을 확대하겠다는 데 한 목소리를 내고 있다.

2) 실리콘투를 활용하지 않는 이유

이들의 이런 보수적인 생각에는 중국 사업에 대한 아픈 기억이 한몫했다고 본다. 대부분 레거시 브랜드들이 2015년 전후 중국 시장에 진출한 경험을 갖고 있다. 대부분 타이공과 성대리상 등 중간 벤더를 통한 중국 현지 유통에서 상당한 어려움을 겪었다. 중간 벤더의 횡포로 브랜드가 심각하게 훼손되는 모습을 옆에서 목도한 바 있다.

가격으로 인한 마찰

실리콘투와 협상을 해본 레거시 브랜드들의 공통된 의견은 너무 '가격을 후려친다'는 것이다. 레거시 브랜드들은 이제 막 매출 200~300억원 규모에 도달한 인디 브랜드와 다르다. 그렇게 현금흐름에 아쉬움이 있는 회사는 아니다. 수출을 해야 하는데 명확히 판로가 보이지 않으니 실리콘투와 협업을 모색하고 있는 것이다. 레거시 브랜드들은 국내에서 이미 어느정도 입지를 다진 만큼, 브랜드에 대한 자부심도 대단하다. 실리콘투의 낮은 매입 가격은 어찌면 자기 브랜드에 대한 모멸감으로 다가왔을 수도 있다.

기존 총판과 신의 문제

아울러, 이미 해외 영업 총판을 두고 있는 경우 그들과 계약과 신의 문제가 있다. 첫 진출을 현지 총판 중심으로 실시한 경우, 총판들은 일반적으로 3~5년 계약을 조건으로 내민다. 귀책 사유가 없으면 자동 연장할 수 있는 조항까지 넣는다. 어찌면 당연한 것이다. 자기가 열심히 유통망을 넓이며 매출을 일으켜놨는데, 1~2년 후 다른 총판으로 거래처가 바뀐다면 굉장히 억울할 것이다. 이런 계약이 있는 경우 브랜드 업체들은 실리콘투로 전환하고 싶어도 단기간에 조정이 어렵다.

또한, 해외 사업 담당자 입장에서는 총판과 신의를 저버리기도 힘들다. 어려울 때 같이 고생한 동지들이다. 매출이 안좋은 것도 아니고, 꾸준히 조금이라도 올라오고 있고, 현지에서 땀 흘리면서 이 매장 저 매장 뛰어다니면서 제품 소개하고 매대에서 판매 지원하는 모습을 본다면 계약을 끊기가 힘든 게 인지 상정이다. 무엇보다 믿음이 간다.

함부로 비판할 수는 없음

태생이 오프라인 중심이기 때문에, 그리고 브랜드에 대한 관리 때문에, 총판과의 계약 또는 신의 때문에 실리콘투를 활용하고 있지 않은 것에 대해 함부로 비판할 수 없다. 오프라인 채널의 안정성은 사실이고, 브랜드를 직접 전개하는 게 브랜드와 가격 관리 측면에서 우위에 있는 것 또한 부인할 수 없다. 아울러, 신세대 인디 브랜드들이 지금 고성장하고 있다고 해서, 지금 방식이 중장기적으로도 정답이라고 말할 수도 없는 노릇이다. 10년 후에 살아남은 브랜드가 누가 될 지는 아무도 모른다.

2) 파킨슨 법칙: 조직은 생존을 위해 움직인다

영업조직의 파킨슨 법칙

문제는 레거시 브랜드들의 이런 요소들이 과연 회사 경영진 내부적으로 진정 '옳은 길'이라고 생각하고 있느냐는 것이다. 조직 이론 가운데 '파킨슨 법칙'이라는 게 있다. 조직 내 관료주의 확산으로 업무량과 무관하게 조직원 수가 증가하는 현상을 설명하는 이론이다. 조직은 한번 만들어지면, 조직의 존속을 위해 생리적으로 조직원을 늘리려고 하고(부하 배증의 법칙), 업무를 늘리려고 한다(업무 배증의 법칙). 영업조직도 마찬가지다.

에이피알에서 25명의 B2B 조직이 올해 매출 2,500억원을 창출할 것으로 예상되고 있다. 굉장한 효율이다. 실리콘투에게 아웃소싱을 하고 실리콘투가 커버하지 못하는 지역에 한해 직접 영업 직원을 뽑아 빈틈을 메우고 있기 때문이다. 에이피알과 아누아 등 주요 신세대 인디 브랜드들은 모두 별도의 B2B 조직이 없는 상태에서 해외 판매를 시작했다. 아마존과 일본 큐텐 등 온라인 채널은 마케팅이 곧 영업이기 때문에 영업 직원이 별도로 필요하지 않았다. 사업 규모가 커지면서 미국 오프라인 채널과 유럽 진출 필요가 생겼고, 이미 현지에서 영업망을 구축하고 있는 실리콘투를 활용하는 것은 자연스런 수순이었다.

수많은 신규 인력 총원

그런데, 레거시 브랜드들은 대부분 국내 오프라인 채널을 전개했고, 영업조직을 갖고 있었다. 영업본부장은 힘이 세다. 기존 국내 영업1팀, 영업2팀 옆에 해외 영업팀을 신설하고 해외 영업팀장 자리를 만들었을 것이다. 그리고, 많은 신규 인력을 스카우트했을 것이다. 초기 성과는 나쁘지 않았을 것이다. 매출 0에서 50억원, 100억원 만드는 것은 그리 어렵지 않을 수 있다. 레거시 브랜드들은 국내에서 이미 인지도를 쌓았고, K뷰티의 글로벌 확산이 빠르게 진행되고 있는 상황이었다. 영업을 안되는게 오히려 이상할 것이다.

일정 수준 이상 진척 어려움

문제는 그 다음이다. 일정 수준 이상에서 진척이 안되고 있다. 예를 들어 엘타뷰티에 독점권을 준 상황에서 추가적인 오프라인 확장은 어렵다. 온라인 채널은 오프라인 영업 방식과 전혀 다르다. 유럽은 EU 국가만 27개이다. 기존 영업조직으로 감당이 안된다. 영업인력만 더 뽑아달라고 한다. 모든 솔루션이 기존 영업 조직 틀 안에서 나오고 있다.

경영진 입장에서 에이피알이나 아누아를 보니 속도가 엄청 빠르다. 왜 그런가 봤더니 실리콘투를 통해 전개하고 있다고 한다. 예를 들어 50명으로 구성된 해외영업본부에서 200억원의 해외 매출을 발생시키고 있는 회사가 있다고 하자. 에이피알과 비교가 되지 않는다. 경영진에서 실리콘투를 활용한다고 결정하면, 사실 50명 가운데 25명은 나가야 한다. 이런 상황에서 영업본부장이 실리콘투 활용을 찬성했을까? 브랜드 관리/가격 통제를 위해 직접 유통을 전개해야 한다는 논리는 어찌면 영업조직의 생존을 위한, 파킨슨 법칙의 전형적인 현상일 수 있다.

3) 2010년, 2015년의 데칼코마니

2010년

오프라인 → 온라인 시기

소비가 오프라인에서 온라인으로 넘어가던 2010년대에도 유사한 현상들이 있었다. 방판 조직이 무너질 것을 우려해 온라인으로 이동이 느렸다. 2010년까지 방판은 아모레퍼시픽 국내 매출에서 37%를 차지하는 압도적인 매출을 일으키는 조직이었다. 온라인 채널을 어떻게 운영하냐를 두고도 논쟁이 많았다. 자사물을 중심으로 할 것인가? 쿠팡이나 종합몰(CJ몰/GS샵 등), 오픈마켓(11번가/G마켓 등) 등 대형 플랫폼을 활용할 것인가?

이때도 자사물을 고집하는 회사들은 같은 논리를 폈다. 가격 통제와 브랜드 마케팅을 유기적으로 통합 관리하기 위해서는 자사물에 무게 비중을 두고 외부 위탁은 최소화해야 한다고 주장했다. 자사물 중심 전략이 외부 위탁보다 인원은 훨씬 많이 필요할 것이다. 경영진 역시 온라인 채널 경험이 전무한 상태에서 마케팅 본부장의 의견을 묵살하기 쉽지 않았을 것이다.

2015년

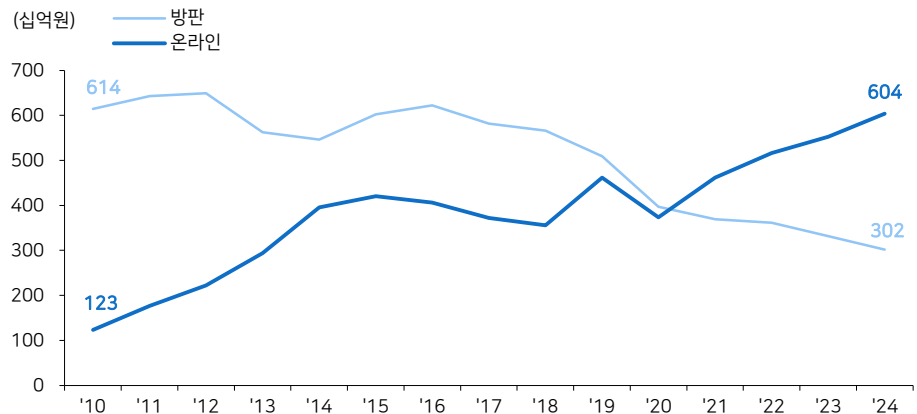
OBS → MBS 시기

화장품 소비가 원브랜드샵에서 멀티브랜드숍으로 넘어가던 2015년에도 유사한 현상들이 있었다. 올리브영을 비롯, 알라블라, 룩스, 시코르 등 MBS 채널이 빠르게 늘어나던 시절, 아리따움과 보떼 등에 한계를 지적하며 로드숍 채널 전략의 구조적인 변화를 모색해야 한다는 소리가 높았다. 하지만, 브랜드 고유의 아이덴티티를 유지하기 위해서는 전문점 체제가 맞다며 기존 방식을 고수하는 사례가 많았다.

자사물 고집으로 인한 실패

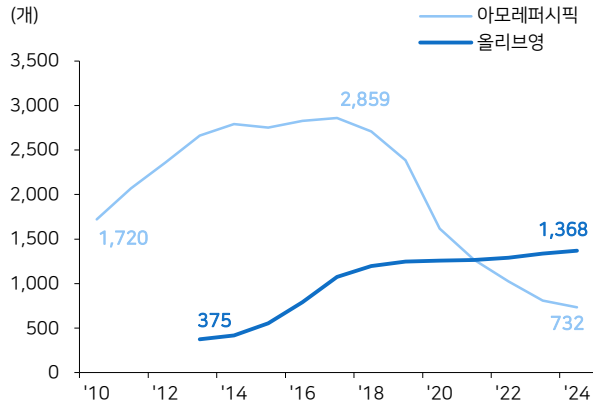
자사물 운영을 고집하던 회사들은 대부분 온라인 시장 확대에 수혜를 누리지 못했고, 자사 브랜드 전문점을 고집하던 브랜드들은 MBS 채널의 초기 진입에 실패한 채 올리브영 한쪽 구석에서 잊혀져 가는 브랜드들로 전락했다. 한 시대를 풍미했던 아모레퍼시픽의 라네즈/이니스프리/마몽드/아이오펜/한울, LG생활건강의 이자녹스/라끄베르/수려한의 현재 올리브영 매대 위치를 보라.

그림7 아모레퍼시픽 방판과 온라인 매출 비중 추이



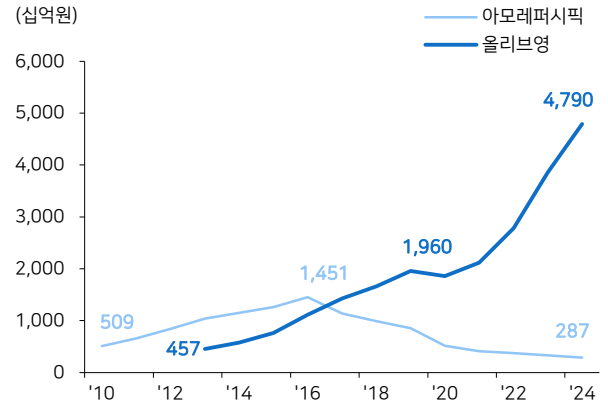
자료: 아모레퍼시픽, 메리츠증권 리서치센터

그림8 올리브영과 아모레퍼시픽 브랜드숍 점포 수 추이



주: 아모레퍼시픽 브랜드숍은 아리따움+이니스프리+에뛰드하우스 합산 수치
자료: 아모레퍼시픽, 올리브영, 메리츠증권 리서치센터

그림9 올리브영과 아모레퍼시픽 브랜드숍 매출 추이



주: 아모레퍼시픽 브랜드숍은 아리따움+이니스프리+에뛰드하우스 합산 수치
자료: 아모레퍼시픽, 올리브영, 메리츠증권 리서치센터

그림10 올리브영 매장의 이니스프리와 이자녹스: 벽면 맨 아래에서 첫번째와 두번째 위치



자료: 올리브영

2. 소극적인 M&A: 그들은 진정 브랜드 인수를 원하고 있는가?

브랜드 인수에 인식
순혈주의 팽배

브랜드와 가격에 대한 관리 역량은 레거시 브랜드의 장점으로 꼽힐 수 있다. 관리 역량은 성공적인 브랜드 인수와 지속 성장에 중요한 덕목이기도 하다. 하지만, 국내 레거시 브랜드들은 브랜드 인수에 굉장히 인색하다. 성공 사례가 적고, 순혈주의가 여전히 팽배하기 때문이다.

아모레퍼시픽과 LG생활건강, 애경산업 등 상대적으로 자산 규모가 큰 중견/대기업들이 브랜드 인수를 가끔 진행해왔지만, 후속 인수 브랜드가 언급되지 않고 있다. 대부분 인수한 브랜드들이 성과가 썩 좋지 않기 때문이라고 한다. 인수한 브랜드가 안정화되기 전까지 추가적인 인수 계획은 없다는 말로 끝을 맺고 있다.

로레알, LVMH
필요한 브랜드는 반드시 인수

로레알이나 LVMH를 비롯 브랜드 M&A에 많은 공을 들이는 회사들에서 '인수한 브랜드가 안정화되기 전까지...'라는 말을 들어본 적이 없다. 기다리던 좋은 브랜드를 합리적인 가격에 살 수 있으면 기꺼이 지갑을 여는 게 이들의 특징이다. 꼭 필요한 브랜드가 있으면 웃돈을 주고서라도 반드시 인수하는 게 이들의 성격이다.

전략 변화가 아닌 임시 방편

결국, 국내 레거시 브랜드들의 인디 브랜드 인수는 경영진의 전향적인 전략 변화가 아니라 임시 방편이 아니었을까. 기존 자사 브랜드에서 이렇다할 성과가 나지 않으니 대안을 찾는 과정에서 떠밀리듯 M&A 시장에 들어온 것 뿐이 아닐까. 특히, 브랜드 순혈주의가 강했던 아모레퍼시픽의 코스알엑스 인수 이후, M&A에 대한 보수적인 입장으로 회귀는 많은 아쉬움을 낳는다.

전술한 바와 같이 M&A는 굉장히 어려운 작업이다. 좋은 브랜드를 적절한 가격에 인수하는 것도 중요하지만, 그 브랜드를 지속 성장하게 만드는 것은 더 힘든 일이다. i) 창업자 리더십의 부재를 어떻게 극복하면서, ii) 인재들을 지키고, 직원들에게 동기부여를 하면서, iv) 브랜드의 지속성장을 이끌 것인가? 굉장히 어려운 숙제를 안고 시작하는 새로운 장르다. 이런 문제는 모든 브랜드 M&A 사례에서 나타나는 현상이고, 풀어야 할 과제이며, 인수 기업 경영진이 배양해야 할 새로운 역량이다. 성과가 나기 전까지 추가 인수가 없다는 말은, M&A를 통한 성장에 뚜렷한 신념이 없다는 말로 밖에 들리지 않는다.

3. 레거시 브랜드들의 성장 공식은 따로 있다

1) M&A를 통한 브랜드 포트폴리오 기업으로 거듭나기

레거시 브랜드의 강점은
경험과 관리 역량

레거시 브랜드의 가장 큰 강점은 20년 이상 긴 역사를 통해 축적된 다양한 경험과 관리 역량에 있다. 온라인화, MBS 확대, 중국 모멘텀과 한한령 등으로 질곡의 시기를 지나왔다. 이런 경험은 조직을 보수적으로 만드는 경향이 있지만, '성장은 운이고, 생존은 실력'이라는 격언처럼 20년 이상 생존한 기업의 역량을 과소평가하면 안된다.

브랜드를 지키고
지속 성장시키는 능력

속도는 느릴 수 있지만, 브랜드를 지키고, 지속 성장할 수 있도록 꾸려나가는 능력은 신세대 인디브랜드보다 우위에 있다고도 볼 수 있다. 이런 역량이 가장 빛을 발휘할 수 있는 분야가 M&A이다. 신세대 인디브랜드가 자신들의 마케팅 강점을 극대화하면서 고성장을 도모할 수 있다면, 레거시 브랜드들은 브랜드 포트폴리오 구성으로 약점을 메우면서 사업구조 개선을 통한 중장기 지속 성장을 꾀할 수 있다. 색조 비중이 높은 아이패밀리에스씨와 클리오는 기초 카테고리, 브이티는 색조 카테고리가 부족하다.

어차피 통통튀는 아이디어와 상품기획의 속도는 인디 브랜드를 따라가기 어렵다. 하지만, 레거시 브랜드는 일정 수준 매출을 끌어 올릴 수 있는 '방법'을 알고 있다. 제품의 퀄리티는 좋지만 마케팅과 영업 방법을 알지 못해 매출을 올리고 있지 못하는 수많은 인디 브랜드들이 널려 있다.

조직에 탄력 높이는 작용

이런 인디 브랜드 M&A는 기존 조직에 탄력을 높이는 작용을 할 수도 있다. 아모레퍼시픽의 코스알엑스 인수 후 라네즈, 이니스프리 등 기존 조직의 긴장감이 높아졌다는 말이 들리고 있다. 굳이 자체 브랜드 인큐베이팅만 고집할 필요 없다. 내 브랜드는 내가 만든다는 '브랜드 순혈주의' 고집에서 하루빨리 벗어나는 것이 우선이다. 아울러, 첫술에 배부를 수 없다. 첫 M&A가 마음에 들지 않는다고 멈춰서는 안된다. M&A팀을 위축시키면 안된다. 길게 보고 M&A와 인수 브랜드 관리에 노하우를 쌓아야 할 것이다.

2) 럭셔리 브랜드 빌드업

럭셔리 브랜드 빌드업 필요

K뷰티가 글로벌 확장 강국으로 지위를 지속하기 하기 위한 큰 과제 중 하나가 럭셔리 브랜드 빌드업이다. 브랜드 이름보다 '틱톡에서 봤어!'라는 마케팅 콘텐츠가 먼저 회자되는 모습은 높은 마케팅 역량을 대변하는 현상이지만, 브랜드 인지도의 부재를 보여주는 씁쓸한 장면이기도 하다. 전세계적으로 K뷰티를 대표할 수 있는 브랜드가 아직 없다는 점은 최근 K뷰티 글로벌 모멘텀의 지속 가능성을 떨어뜨리는 한계일 수 있다.

매스 브랜드 진입장벽 낮음

K뷰티의 강점으로 꼽히는 '가성비'와 '혁신성'은 한국만의 미덕은 아니다. 중장기적으로 또 어떤 나라가 더 높은 가성비와 혁신성을 보일지 모르는 일, 엄격히 말하면 어느 순간부터 추월당할 수도 있는 요소이다. 화장품은 결국 브랜드 사업이다. 주지하다시피 중저가 매스 브랜드는 진입장벽이 낮고, 트렌디한 만큼 중장기 지속 성장을 함부로 논하기 어렵다. 현재 K뷰티에 대한 글로벌 높은 관심과 확산을 마중물로 삼아 프리미엄/럭셔리 영역으로 확장해야 중장기 경쟁력을 유지할 수 있을 것이다.

설화수/후 글로벌 확장 가능성

아모레퍼시픽의 설화수와 LG생활건강의 후는 가장 한국적인 럭셔리 브랜드로 글로벌 확장 가능성을 열어놓고 있다. 설화수는 지난 3월 미국 최대 백화점 체인 '메이시스'에 입점했다. 2월 메이시스의 온라인 채널인 '메이시스닷컴'을 시작으로 3월에는 뉴욕 플래싱점과 LA 산타 애니타점, 사우스 코스트 플라자점에 입점했다. 미국 시장에서 설화수는 최근 3년 동안 연평균 약 20%에 이르는 성장세를 기록하고 있다. 미국 주요 도시의 세포라 매장과 디지털 채널에서 저변을 확대하고 있다. 아모레퍼시픽과 LG생활건강처럼 대규모 자본, 다양한 카테고리과 브랜드를 기반으로 럭셔리 브랜드를 빌드업하는 작업은 인디 브랜드가 감히 넘볼 수 없는 레저시 브랜드들의 영역이다.

그림11 메이시스 백화점 뉴욕 플래싱점에 입점한 설화수 매장



자료: 설화수

3) 거대 개발도상국 진출: 중국과 인도는 레거시가 우선

개발도상국 진입시 큰 자산

전술한 바와 같이 레거시 브랜드들은 20년 이상 긴 역사와 경험을 갖고 있다. 그 경험은 다양하게 응용될 수 있는데, 특히, 개발도상국 진입시에 큰 자산으로 작용할 수 있다. 신세대 인디브랜드들은 개발도상국 진출을 썩 내켜 하지 않는다. 2010년대 '선배' 브랜드 업체들이 중국에서 모진 고생을 하다 철수하는 모습을 많이 봤기 때문이다. 총판도 믿을 수 없는 살벌하고 파렴치한 세계가 중국과 무역이었다.

파이공들에게 제품을 팔면, 중국 국경을 넘어가면서 '짜통'이 절반 섞여서 중국 시장에 유통되기 일쑤였다. 단기 이익에 급급한 파이공들의 수작이었다. 제품 하자에 가격 교란까지 고객들의 원성이 커지면서 시나브로 사그라진 브랜드가 한둘이 아니다. 오죽하면 메디힐 같은 브랜드는 '짜통과 전면전'을 선포하며 중국 유통 시트마스크를 '압인시트'로 교체했을까.

당시 '메디힐 로고'가 박힌 압인 시트는 짜통제품 방지를 위한 고육지책이었다. 시트 개발을 위해 일본 아사리카세이사와 독점 공급 계약을 맺었는데, 압인은 아사리카세이사가 독점적으로 생산할 수 있는 뱀리제 원단(장섬유)으로 만든 시트에만 가능한 기술이었기 때문이다. 추가적인 시설 투자 비용이 상당히 들어갈 수밖에 없었다. 아울러, 메디힐은 당시 불량 대리상을 걸러내기 위해 유통망/재무건전성/물류창고 보유 현황 등에 대한 약 2개월간의 현지 실사를 거친 대리상들에 한해 자사 제품을 유통하게 했다(아시아경제, 2017.9.8).

그레이마켓, 부정부패
불안정한 유통구조 등 문제

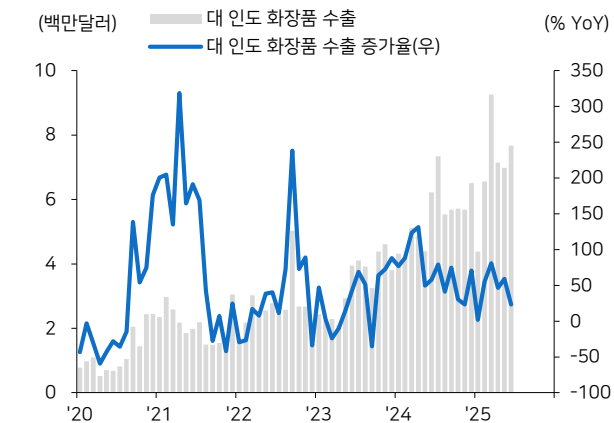
인도의 부패 지수 순위는 180개국 가운데 96위(독일 국제투명성기구(TI), 2024년 기준)로 중국(76위)보다 낮다. 공장 하나 짓는데, 관공서 허가가 15개 필요하다면 15명에게 뇌물을 줘야 한다는 말이 있을 정도다. 그레이마켓, 부정부패, 불안정한 유통구조 등이 개발도상국 진출의 난제로 꼽힌다.

그래도, 중국은 세계 2위 화장품 시장이다. 인도는 세계 1위 인구 대국으로 MZ세대 인구 비중이 50%를 넘는다. 절대 무시할 수 없는 기회의 땅이다. 하지만, 신세대 인디브랜드 업체들은 중국/인도 진출에 아직 별 관심이 없는 듯하다. 중국/인도가 아니더라도 일본과 미국, 유럽 시장에서 충분히 고성장하고 있기 때문이다. 더구나, 이들 선진국에는 중국처럼 그레이마켓도 없고, 사기꾼도 없다. 한한령 같은 정치적 불확실성도 없다.

이니스프리 인도 법인 고성장

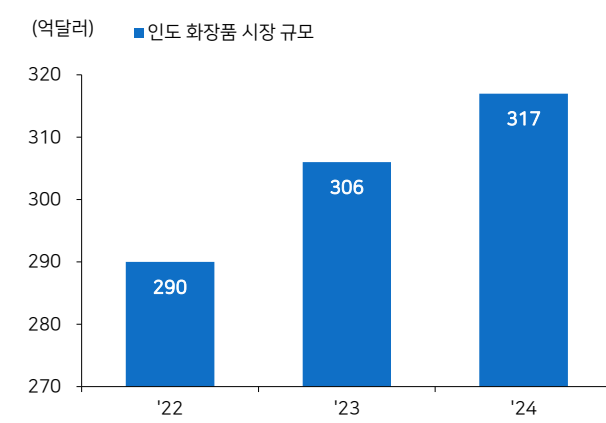
한국 화장품 기업 가운데 인도에 가장 먼저 깃발을 꽂은 회사가 아모레퍼시픽이다. 아모레퍼시픽은 이미 2013년 이니스프리를 인도에 진출시켰고, 이후 라네즈, 설화수, 에뛰드, 코스알엑스를 잇따라 선보였다. 2024년 이니스프리 인도 법인 매출은 전년 대비 58% 증가한 117억원을 기록했다(비즈위치, 2025.7.25). LG생활건강도 인도 시장에 더페이스샵과 빌리프 등을 출시한 상태다. 최근, '조선미녀'와 '스킨1004', '아누아' 등도 진출했지만, 현지 법인을 따로 두지 않고 K뷰티 플랫폼 '마카롱(블리몽키즈)'을 통해 제한적으로 유통하고 있을 뿐이다.

그림12 대 인도 화장품 수출



자료: 관세청, 메리츠증권 리서치센터

그림13 인도 화장품 시장 규모



자료: 대한화장품산업연구원, 메리츠증권 리서치센터

현지 사업의 메커니즘 깨닫고 있음

아모레퍼시픽과 LG생활건강에서 애경산업, 클리오까지 모두 중국에서 산전수전을 다 겪은 회사들이다. 누구보다 치열한 마케팅과 영업, 온라인부터 백화점, 가두점까지 판매 인프라를 확보하기 위해 애를 썼다. 그야말로 피눈물나는 고생을 했다. 그래서, 누구보다 중국 시장에 대해 잘 알고 있다. 중국 소비자들의 동향 파악은 물론, 언제 어떻게 어디로 무엇을 팔아야 할지 이들만큼 빠르고 치밀하게 준비할 수 있는 회사가 없을 것이다. 중국에서 설화수와 후가 브랜드 인지도가 여전히 높으나 낮으냐라는 질문은 큰 의미가 없다. 이런 현지 사업의 메커니즘을 꿰뚫고 있다는 게 중요하다.

4. 결국은 사람이다: CEO의 역량과 자세가 관건

경영진의 역량과 자세

영업 조직의 관성 때문에 온라인 채널을 제대로 전개하지 못하고, 실리콘투를 활용하지 않고 있는 모습, 모호한 M&A 전략 모두 결국 경영진의 역량과 자세로 귀결된다. 기업은 결국 오너, 경영진의 신념과 역량에 따라 움직인다. 경영진이 명확한 비전을 세우지 못한채 흔들리면, 영업본부와 마케팅본부는 실적 부진에 대해서 서로를 탓하면서 싸우기만 할 뿐이다. 시대의 변화에 따라 조직을 쇄신하고, 과감한 구조조정을 단행할 때 누군가는 반드시 피눈물을 흘린다. 그들은 창업공신을 수도 있다. 읍참마속(泣斬馬蹏)이라는 말이 괜히 나온게 아니다.

아모레퍼시픽의
중국 시장 성공

예전에는 정말 냉철하고 시대를 앞서는 의사결정으로 조직은 물론 산업 전체를 이끌었던 리더들이 나이가 들면서 보수화되고, 이성의 칼날이 무뎠어지는 모습을 여럿 본다. 2000년 아모레퍼시픽 서경배 회장은 컨설팅 회사와 임원들의 반대를 무릅쓰고 중국 선양 변두리에서 중심부인 상해로 진출을 결정했다. “그래도 중국은 가야 하는 시장이다.”라고 뜻을 박았다. 상해 법인을 설립하고 2002년 라네즈 1호점을 오픈하면서 본격적으로 중국 시장에 진출했다. 아모레퍼시픽은 외형 확대와 마케팅 확대를 통한 브랜드력 제고라는 일관된 정책을 견지했다. 지속적인 수익성 하락에도 아랑곳하지 않고 20년을 투자했다. 2016년까지 아모레퍼시픽은 중국 시장에서 파죽지세로 시장점유율을 확대했다. 당시를 회상하는 임원들은 서경배 회장의 신념에 가득 찬 눈빛을 잊을 수 없다고 한다. 20년 이상 중국 시장 고난과 역경을 버티게 해준 것은 리더에 대한 강한 신뢰였다.

클리오의 과감한 의사 결정

클리오의 한현옥 대표는 매몰비용에 얽매이지 않은 과감한 의사결정으로 회사를 몇번이나 되살린 승부사다. 2016년 상장 후 중국과 한국에 모두 오프라인 원브랜드숍 점포 ‘클럽클리오’를 대대적으로 신규 오픈했다가 철수했다. 상장할 때 들어온 900억 원의 공모자금 가운데 약 400억 원을 고스란히 날렸다. 250억 원이 넘었던 연간 영업이익은 2018년 국내외 클럽클리오 부진 때문에 영업적자로 전환했다. 원브랜드숍 철수 이후 클리오는 온전히 사업 역량을 제품 개발과 브랜드 빌딩에만 집중할 수 있게 됐다. 이후 국내 최대 색조/매스 브랜드 업체로 자리매김하며 H&B와 온라인 채널을 중심으로 견조한 성장을 이어갔다.

그림14 이제는 사라진 클럽클리오 매장



자료: 클리오

레거시 브랜드들은 모두들 이런 성장 스토리를 한두개씩은 갖고 있다. 그런 고난과 극복의 역사가 없이 20~30년 기업이 지속할 수 없을 것이다. 문제는 이런 당시 리더들의 열정과 도전정신, 명확한 비전과 그에 대한 확고한 신념이 지금도 지속되고 있는지, 직원들에게 공유되고 있는지 의문이다. 20년 동안 본인과 조직에 충성해온 창업 멤버를 내려치기는 쉽지 않을 것이다. 30~40대 만큼 열정이 일지 않을 수도 있다. 전향적인 의사결정이 자칫 30년 동안 쌓아올린 금자탑에 훼손을 가하지 않을까하는 두려움이 있을 수도 있다.

과거의 성공이 오히려 위해가 되는 사례

이성의 칼날 뿐 아니라 제품에 대한 감각이 무뎠지는 것도 문제다. 롯데의 신격호 회장은 경영에서 물러나기 전까지 껌은 반드시 본인이 직접 씹어보고 출시를 허락했다고 한다. 동생인 농심의 신춘호 회장 역시 라면은 반드시 본인이 먹어보고 출시를 결정했다. 롯데와 농심 식품 개발자들은 소비자보다 당장 '회장님'의 입맛을 맞춰야 했다. 개발본부에서 만장일치 히트를 확인하며 올라간 신제품이 회장님 탁자에서 'KIII'된 제품이 한두개가 아니다. 껌은 더 달아지고, 라면은 더 짜고 매워진 이유가 여기에 있을 지 모른다. 껌과 라면으로 성공한 오너들이 자신의 제품과 감각에 자부심을 갖는 것은 어쩌면 당연한 일이다. 문제는 나이가 들어가면서 본인들의 감각이 무뎠지는 것을 인정하지 못하는데 있다. 과거 성공이 독선과 아집이 되어 오히려 회사에 위해(危害)가 되는 사례가 적지 않다.

화장품도 마찬가지다. 하나의 브랜드와 카테고리 성공한 회사의 오너들은 본인이 만족하지 않은 제품을 신제품으로 내놓기가 영 꺼림칙할 것이다. 마스크팩도 본인이 직접 해봐야 하고, 팩트도, 세럼도 본인이 직접 사용해봐야 직성이 풀리는 분들이 있다. 나이가 들면서 본인이 시대에 뒤떨어지고 있다는 것을 이성적으로는 알아도, 감성적으로 인정하기 어렵다. 신제품 출시 결정을 본부장들에게 위임하기 쉽지 않다.

경영진의 자세와 눈빛 유심히 볼 필요

현재 화장품 사업 환경은 그 어느때보다 크고, 빠르게 변하고 있다. 해외 온라인 채널마저 경쟁이 심화되고 있고, 마케팅비의 개념이 달라지고 있다. 무역 벤더 실리콘투의 등장은 패러다임의 변화였다고 해도 과언이 아니다. 이런 사업 환경의 대변동은 그 어느때보다 냉철한 이성적 판단과 전향적인 의사결정을 요구하고 있다. 레거시 화장품 기업에게는 사업 구조를 대대적으로 바꿔야할 지도 모르는 상황이기 때문에 더욱 큰 도전이다. 그래서, 레거시 화장품 기업에 투자를 할 때는 반드시 경영진의 자세와 눈빛을 유심히 볼 필요가 있다.

Part 3. 투자전략: 단지 주가가 많이 올랐을 뿐

1. 단기 주가 상승, 3분기 불안감으로 차익실현 수요 증가

3분기 업황 불안감
→ 단기 차익 실현

선수요로 인한
소비 공백 우려

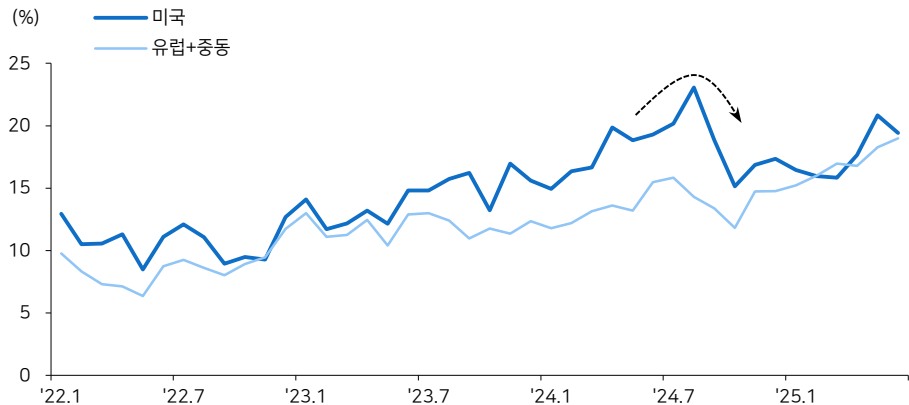
기초 화장품은 필수품

유럽/중동 수출 모멘텀으로
미국 저하 상쇄 가능

최근 화장품 업종 주가 하락은 산업에 대한 중장기적인 우려보다 3분기 업황에 대한 불안감이 단기 차익 실현 물량으로 나오는 듯 하다. 그도 그럴 것이, 미국에서는 8월 상호관세 25% 발효 후 가격 상승 우려 때문에 한국 화장품에 대한 사재기가 나오고 있다. 6월 대 미국 수출이 좋았던 것도 7월 8월 관세 유예 만료를 앞두고 선수출/수입이 나온 것이 아닌가 생각이 든다. 아마존 프라임데이 높은 성장세도 8월 이후 불확실성 때문에 소비자와 기업들 모두 미리 사고, 팔자는 의도가 많이 반영된 것으로 보인다. 미국의 실질적인 소비심리와 소비여력이 크지 않은 상태에서 이러한 선수요는 3분기 K뷰티 소비의 '공백'을 불러올 수도 있다.

물론, 이 공백 효과가 얼마나 클지는 미지수다. 미국 화장품 소비자들이 다른 선택지가 없는 상황에서 한국 화장품 수입이 줄어들지도 의문이다. 지금 수출되고 있는 제품은 중심은 기초 화장품이다. 기초 화장품은 필수품에 가까우며, 중저가 기초 화장품은 미국에서 한국 이외 다른 대안이 없다. 중국산 저가 화장품의 수입 관세율이 대단히 높아지기 때문에 상대적인 가격 경쟁력은 오히려 높아진다. 실질 가처분소득 하락에 따라 중저가 화장품 소비 비중이 올라간다면 전체 화장품 시장에서 K뷰티 시장 점유율은 오히려 상승할 수도 있다. 또한 그때는 지금보다 화장품 수출에서 미국이 차지하는 비중이 훨씬 컸다. 지금은 유럽과 중동 수출 비중이 꽤 상승한 상태다. 즉, 유럽과 중동 수출 모멘텀으로 미국 수출 저하를 상쇄할 수도 있다.

그림15 화장품 수출에서 미국과 유럽+중동 비중 변화



자료: 관세청, 메리츠증권 리서치센터

2. 중장기 업황은 의심의 여지가 없다

얼마전 국내 화장품 톱 5 안에 들어가는 용기 회사 대표와 미팅이 있었다. 2021년 만났을 때는 매각을 심각하게 고려하고 있었는데, 이번에는 완전히 판 판이었다. 눈빛에서는 여유와 자부심이 느껴졌다. 가동률이 130%, 2교대로 거래처의 주문을 맞추느라 정신 없었다. 인디 브랜드는 물론 글로벌 브랜드들의 수출 주문도 크게 늘어났다고 한다. 직원들 신규 채용을 해야 하는데 사람이 없어서 큰일이란다. 새로 땅을 매입하여 공장 확장 이전을 앞두고 있는데, 자금도 필요가 없단다. 현금 흐름이 너무 좋아서다.

K뷰티 글로벌 모멘텀은
꺾인 적 없음

실제 화장품 산업 현장에서 과열이 걱정된다는 사람은 있어도, 업황이 둔화되고 있다는 말을 하는 이는 보지 못했다. 반복해서 말하지만, 2022년 이후 K뷰티 글로벌 모멘텀은 꺾인 적이 없다. K뷰티 글로벌 모멘텀은 이제 시작이라고 봐야 한다. 이제 일본, 미국을 거쳐 유럽까지 왔다.

3. 싸게 좋은 주식을 살수 있는 기회: 제조 3대장+유럽 3대장+저평가 기업

2분기 실적발표를
불확실성으로 인식

지난 3개월 동안 주가가 가파르게 상승하면서 밸류에이션 측면에서 다소 부담이 있었던 게 사실이다. 특히, 에이피알과 달바글로벌은 2분기 실적이 조금 빠듯하면 주가가 크게 하락할 수도 있을 만큼 컨센서스 대비로는 밸류에이션이 높았다. 에이피알은 12MF PER 27배, 달바글로벌도 20배에 달했다. 최소한 올해 견조한 실적 개선에 대해 이견은 없을 것이다. 글로벌 확장에 대한 의문도 크지 않을 것이다. 다만 이미 주가가 상당히 오른 만큼, 이제 2분기 실적발표를 기대보다 불확실성으로 인식하는 투자자들이 늘어난 것으로 보인다. 높은 주가 상승과 수익률 앞에서 3분기 단기 실적 부진 가능성이 유난히 커보이는 것이다.

투자심리 변화는
자연스런 현상

이런 투자심리의 변화는 너무나 자연스런 현상이다. 그래서 아무리 좋은 기업의 주가도 일년에 크게 2~3번은 굴곡이 있고, 합리적 투자자들에게 좋은 주식을 조금 싸게 살 수 있는 기회가 제공되는 것이다. EPS 전망이 그대로인 상황에서 밸류에이션만 갖고 주가가 계속 오르는 어렵다. 2분기 실적발표 시즌 전까지 업종 지수는 횡보하는 박스권 움직임을 계속 될 것으로 보인다. 주가가 조정을 받을 때마다 화장품 제조 3대장(코스맥스/한국콜마/펄텍코리아), 유럽 3대장(에이피알/달바글로벌/실리콘투)을 중심으로 비중을 늘리는 전략이 바람직하다.

제조 3대장/유럽 3대장 중심
비중 확대 바람직

밸류에이션 여유있는 기업들
저가 매수 기회

아울러, 우수한 펀더멘탈에도 상대적으로 주가가 오르지 못했던, 밸류에이션이 여유 있는 기업들을 살펴본다면 더욱 좋은 저가 매수 기회다. ODM 업체 가운데는 코스메카코리아와 씨앤씨인터내셔널, 브랜드 업체 가운데서는 네오팜과 아이패밀리에스씨가 있다.

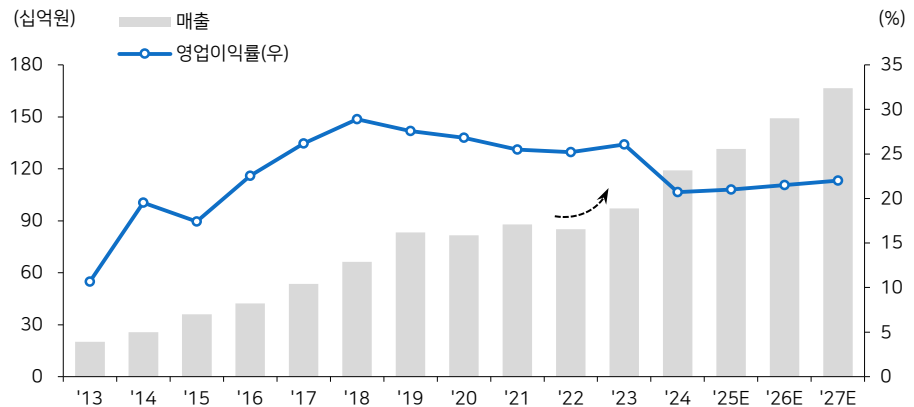
코스메카/씨앤씨인터 실적 턴어라운드 시작점

전술한 ODM 두 회사는 모두 QoQ 매출과 영업이익이 크게 증가하면서 실적 턴어라운드의 시작점을 알릴 것으로 보인다. 다만, 단기적으로 주가가 많이 올라서 코스메카코리아는 12MF PER 14배, 씨앤씨인터내셔널은 유상증자를 감안하면 12MF PER 20배에 달한다. 상대적으로 밸류에이션이 낮은 코스메카코리아의 투자 매력이 높아 보인다.

아이패밀리/네오팜 해외 성장 도모

전술한 브랜드 두 회사는 모두 국내 높은 브랜드 인지도를 갖고 해외 진출로 성장을 도모하고 있다. 아이패밀리에스씨는 1분기까지 감익했으나, 2분기부터 매출과 영업이익이 모두 증가하는 국면으로 전환이 예상된다. 네오팜은 해외 모멘텀 본격화되고 있다. 두 기업의 현재 밸류에이션은 각각 12MF PER 8.5배, 10배에 불과하다.

그림16 네오팜 연간 매출 및 영업이익률 추이



자료: 네오팜, 메리츠증권 리서치센터

레거시 브랜드의 특성상 속도가 느리다는 단점이 있으나, i) 국내 안정적 네임밸류와 ii) 글로벌 전략과 해외 매출 증가 추세, iii) 변함 없는 글로벌 K뷰티 수요를 감안하면, iv) 실적 가시성은 높으며, 지나친 저평가 상태라고 진단할 수 있다. 아울러, v) 두 회사의 경영진은 믿을 만하다.

믿을만한 경영진

네오팜의 김양수 대표는 2012년부터 영업 및 마케팅 업무를 총괄하며 회사를 키웠는데, 그 사이 회사의 매출 규모는 200억원(2013년)에서 1,190억원(2024년)으로 6배 가까이 증가했다. 아이패밀리에스씨의 화장품 사업을 진두지휘하고 있는 윤현철 부사장은 롬앤 매출을 제로에서 2천억원(2024년 기준)까지 끌어올린 입지전적인 인물이다. 두 경영자 모두 대주주와 임직원들의 높은 신뢰를 기반으로 해외 사업 확대에 뚜렷한 방점을 찍고 동분서주하고 있다. 브랜드력이 높고 경영진의 의지와 비전이 확실한 만큼 해외 성장 여력과 성공 가능성이 크다는 판단이다.

표2 네오팜 분기별 실적 전망

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출	28.2	30.6	26.2	34.0	31.6	32.4	29.2	38.2	119.0	131.5	149.2
아토팜	8.3	9.9	8.7	11.4	9.4	10.9	9.5	12.7	38.4	42.6	46.8
제로이드	7.9	7.4	7.1	9.8	9.6	9.7	8.8	11.9	32.2	40.0	47.6
리얼베리어	3.9	3.3	3.3	4.8	5.2	4.6	4.4	6.1	15.3	20.4	25.1
더마비	4.6	4.8	4.0	5.5	4.6	4.8	4.0	5.4	19.0	18.8	19.2
영업이익	6.8	6.1	5.1	6.7	7.8	6.6	5.8	7.4	24.7	27.6	32.1
세전이익	7.7	7.6	5.5	9.4	9.1	8.1	7.2	8.9	30.2	33.3	38.0
지배주주순이익	6.1	5.9	4.3	6.7	7.1	6.3	5.6	6.8	23.1	25.8	29.4
영업이익률(%)	24.1	19.9	19.4	19.6	24.6	20.4	19.8	19.4	20.7	21.0	21.5
세전이익률(%)	27.4	24.8	21.0	27.7	28.8	24.9	24.8	23.3	25.4	25.4	25.4
순이익률(%)	21.7	19.2	16.6	19.8	22.6	19.3	19.3	17.8	19.4	19.7	19.7
매출(% YoY)	19.6	25.0	19.9	25.0	12.0	6.0	11.6	12.3	22.6	10.5	13.5
아토팜	17.5	2.5	14.4	36.7	13.5	10.0	10.0	10.8	17.2	11.0	10.0
제로이드	5.1	10.8	19.2	25.7	21.0	30.0	24.0	21.8	15.2	24.0	19.2
리얼베리어	6.3	-9.1	3.6	26.0	33.2	40.0	33.0	28.1	7.0	33.0	23.1
더마비	22.8	38.4	10.3	7.4	-0.8	-1.0	-1.0	-1.1	18.5	-1.0	2.0
영업이익(% YoY)	-3.5	-2.7	0.4	-3.8	14.6	8.4	13.7	11.4	-2.6	12.0	16.2
세전이익(% YoY)	-10.3	8.2	-12.5	25.9	17.6	6.7	32.3	-5.5	2.8	10.3	13.9
지배주주순이익(% YoY)	-10.2	7.6	-12.1	12.2	16.8	6.6	29.6	1.1	-0.6	12.0	13.9

자료: 네오팜, 메리츠증권 리서치센터

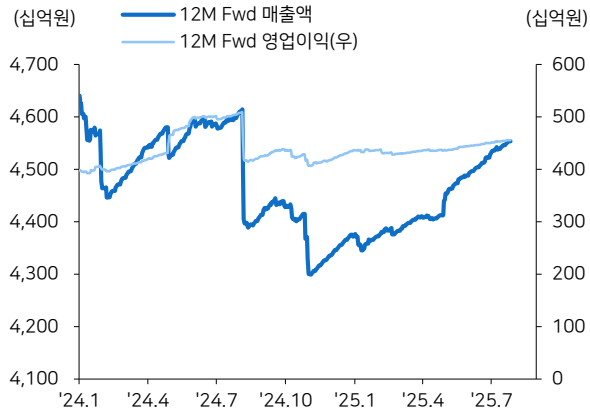
표3 아이패밀리에스씨 분기별 실적 전망

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출	57.4	49.0	50.1	48.4	54.4	56.2	63.6	76.3	204.9	250.5	287.1
화장품	56.4	47.8	49.1	46.8	53.1	54.7	62.5	74.5	200.1	244.8	280.5
국내	15.5	13.6	13.7	16.3	15.6	14.3	14.5	17.0	59.2	61.4	63.3
일본	20.3	10.7	13.8	12.9	12.7	12.9	14.5	13.6	57.8	53.7	56.4
중화권	6.4	5.8	6.4	6.4	10.1	10.4	12.2	13.5	25.0	46.3	53.2
동남아	6.1	5.6	8.4	4.7	7.0	7.3	10.9	9.5	24.8	34.7	44.4
미주권	1.3	2.5	1.8	2.7	1.7	2.5	3.0	4.4	8.3	11.7	14.9
유럽	1.3	2.0	2.8	2.3	4.5	4.9	5.6	6.8	8.4	21.8	32.3
화장품 외	1.0	1.2	1.0	1.6	1.3	1.5	1.2	1.8	4.8	5.7	6.6
영업이익	11.8	7.0	9.1	5.8	7.2	7.8	11.2	12.6	33.6	38.8	44.4
세전이익	12.0	7.3	9.3	5.7	7.3	8.1	11.4	13.0	34.3	39.7	45.4
지배주주순이익	9.7	6.6	7.6	4.4	6.0	6.4	9.1	10.2	28.3	31.8	36.9
영업이익률(%)	20.5	14.2	18.1	12.1	13.1	13.9	17.5	16.6	16.4	15.5	15.5
세전이익률(%)	20.9	14.8	18.6	11.7	13.4	14.3	17.9	17.0	16.7	15.9	15.8
순이익률(%)	16.9	13.5	15.2	9.0	11.0	11.5	14.3	13.4	13.8	12.7	12.8
매출(% YoY)	74.8	33.7	34.7	15.3	-5.3	14.7	27.0	57.7	37.8	22.3	14.6
화장품	77.0	35.1	35.1	15.3	-5.9	14.5	27.2	59.2	38.8	22.3	14.6
국내	33.7	19.4	12.0	16.4	0.8	5.0	5.4	4.2	20.0	3.8	3.1
일본	66.2	-23.1	25.5	1.0	-37.5	20.0	5.0	5.6	15.6	-7.0	5.0
중화권	195.1	68.2	52.8	51.6	57.9	80.0	90.0	111.6	78.2	85.0	15.0
동남아	206.3	197.9	162.5	40.6	14.9	30.0	30.0	102.6	138.3	40.0	28.0
미주권	-	-	-	171.8	33.8	0.0	70.0	60.2	724.0	40.0	28.0
유럽	-	-	-	240.5	253.2	150.0	100.0	189.3	1,120.0	160.0	48.0
영업이익(% YoY)	152.4	37.5	36.7	-23.5	-39.2	12.3	22.7	116.8	40.2	15.2	14.6
세전이익(% YoY)	146.4	37.8	37.2	-27.1	-39.3	11.0	22.1	129.5	38.7	16.0	14.3
지배주주순이익(% YoY)	160.3	65.5	44.9	-37.7	-38.1	-2.6	19.6	135.0	41.6	12.4	15.8

자료: 아이패밀리에스씨, 메리츠증권 리서치센터

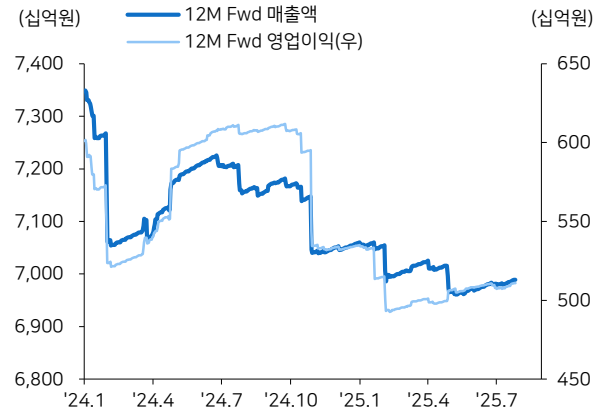
Part 4. 부록

그림17 아모레퍼시픽 12M Fwd 컨센서스 추이



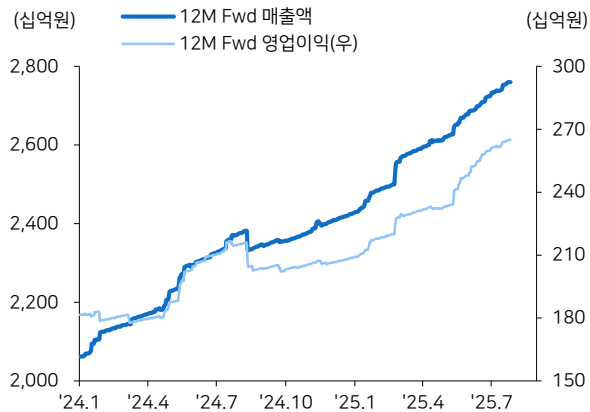
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림18 LG생활건강 12M Fwd 컨센서스 추이



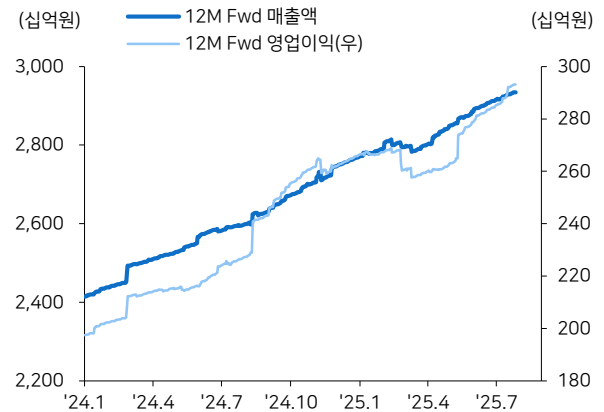
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림19 코스맥스 12M Fwd 컨센서스 추이



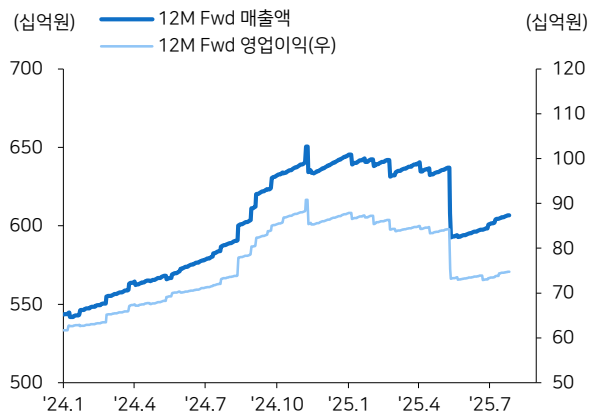
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림20 한국콜마 12M Fwd 컨센서스 추이



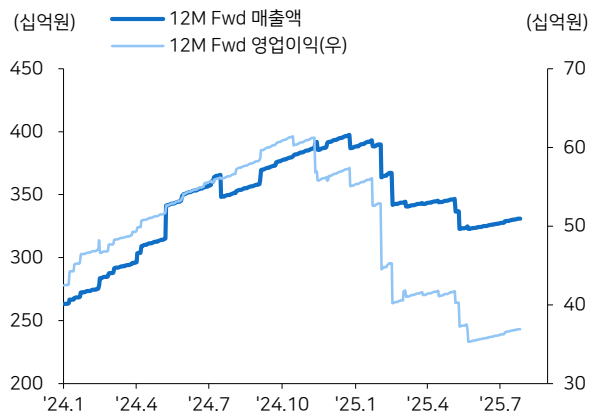
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림21 코스메카코리아 12M Fwd 컨센서스 추이



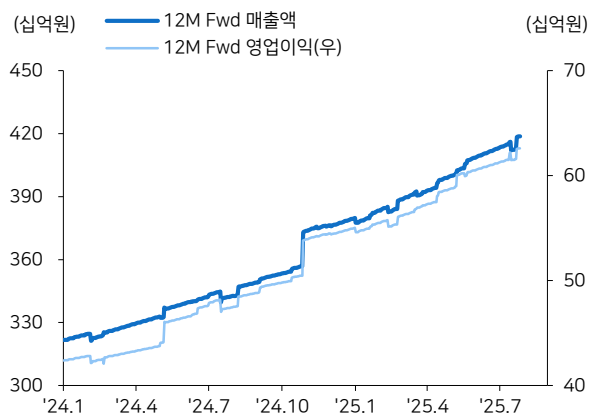
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림22 씨앤씨인터내셔널 12M Fwd 컨센서스 추이



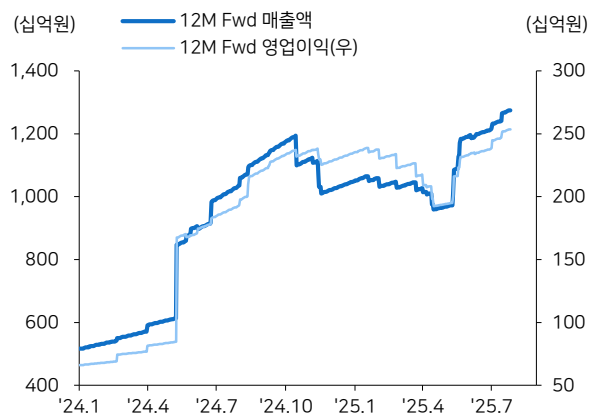
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림23 펄텍코리아 12M Fwd 컨센서스 추이



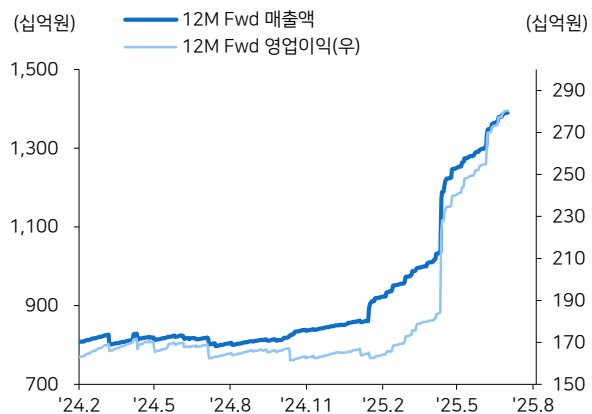
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림24 실리콘투 12M Fwd 컨센서스 추이



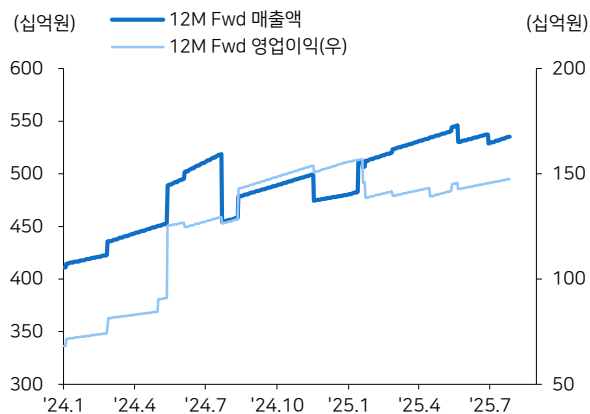
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림25 에이피알 12M Fwd 컨센서스 추이



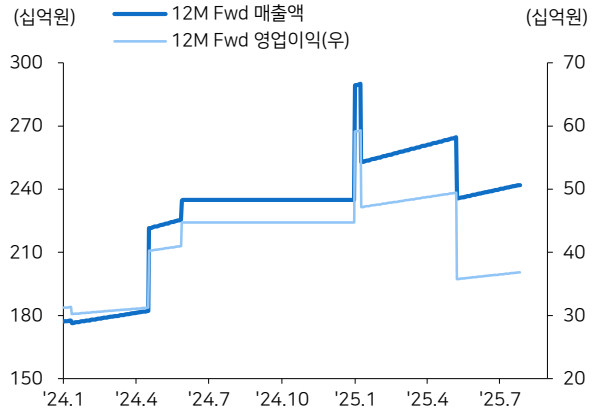
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림26 브이티 12M Fwd 컨센서스 추이



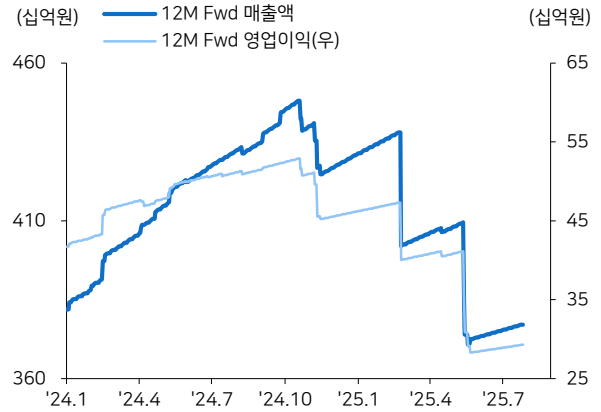
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림27 아이패밀리에스씨 12M Fwd 컨센서스 추이



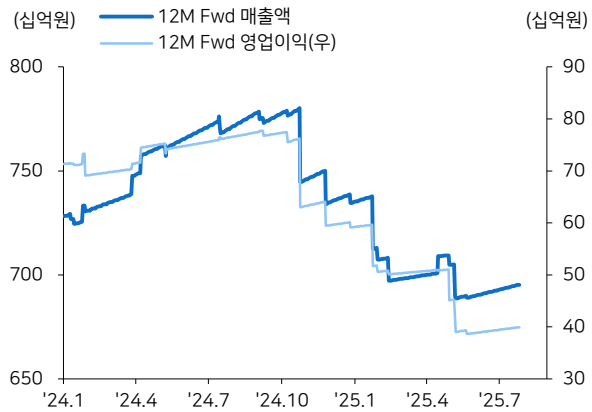
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림28 클리오 12M Fwd 컨센서스 추이



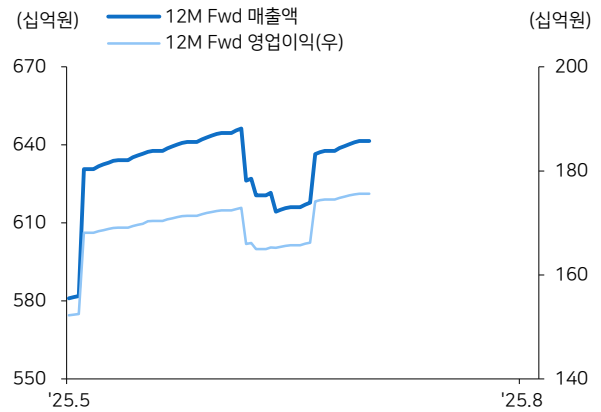
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림29 애경산업 12M Fwd 컨센서스 추이



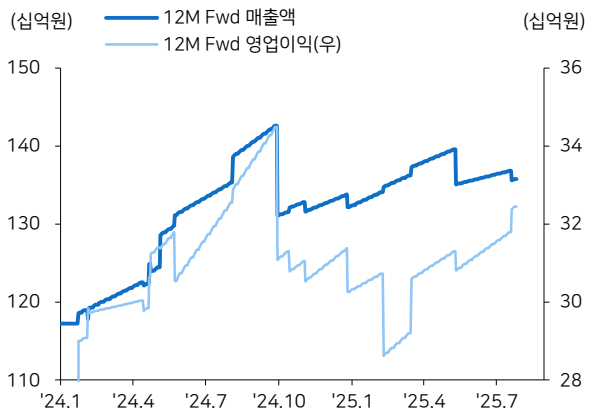
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림30 달바글로벌 12M Fwd 컨센서스 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림31 네오팜 12M Fwd 컨센서스 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

기업분석

종목	투자판단	적정주가
네오팜 (092730)	Buy (신규)	26,000원

Industry Indepth
2025. 7. 29

▲ 생활소비재

Analyst 박종대
02. 6454-4892
jdpark@meritz.co.kr

네오팜 092730

글로벌로 도약하는 국내 최고의 보습 브랜드

- ✓ 2분기 연결 영업이익 66억원(YoY 8%) 추정
- ✓ 저마진 OEM 비중 하락으로 영업이익률 소폭 상승 전망
- ✓ 주요 브랜드 고른 성장, 해외 사업 확대 주목
- ✓ 최근 수출 비중 빠르게 상승하며 K뷰티 글로벌 모멘텀 편승.
- ✓ 적정주가 26,000원, 투자의견 '매수'로 커버리지 개시

Buy (신규)

(20 거래일 평균주가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월) **26,000 원**
현재주가 (7.28) **17,770 원**
상승여력 **46.3%**

KOSDAQ	804.40pt
시가총액	2,848억원
발행주식수	1,603만주
유동주식비율	57.25%
외국인비중	15.43%
52주 최고/최저가	19,640원/10,677원
평균거래대금	26.8억원
주요주주(%)	
잇츠한불 외 3 인	40.34

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	27.5	64.4	37.2
상대주가	23.9	48.9	36.0

주가그래프



2분기 연결 영업이익 66억원(YoY 8%) 추정

네오팜의 2분기 연결 매출과 영업이익은 전년 동기 대비 6%, 8% 증가한 324억원과 66억원으로 추정한다. 아토팜(YoY 10%)을 비롯, 제로이드(YoY 30%), 리얼베리어(YoY 40%)가 국내외 다양한 채널에서 고성장하면서 실적 개선을 견인할 전망이다. 제로이드의 올리브영 신규 입점 효과가 두드러지고, 전체적으로 수출이 YoY 20% 성장할 것으로 예상된다. 저마진 OEM 매출 비중 하락으로 영업이익률은 YoY 소폭 상승할 것으로 보인다.

주요 브랜드 고른 성장, 해외 사업 확대 주목

아토팜의 매출 신장은 면세점과 수출 매출이 증가하기 때문이다. 수출은 북미 지역 H마트 입점 효과 등으로 YoY 30%이 예상된다. 제로이드는 올리브영 행사를 적극적으로 진행하면서 일반 라인이 YoY 100% 성장할 것으로 보인다. 리얼베리어는 다이소/면세점 뿐 아니라 올해 국군복지단에 신규 입점 효과가 눈에 띈다. 해외 매출 비중이 35%까지 상승할 것으로 예상된다.

적정주가 26,000원, 투자의견 '매수'로 커버리지 개시

네오팜은 국내 최고의 피부관리/보습제로 최근 수출 비중이 빠르게 상승하면서, K뷰티 글로벌 모멘텀에 편승하는 모습이다. 높은 제품력과 국내 브랜드 인지도는 해외 사업 확장의 가능성을 높이는 요인이다. 2024년~27년 CAGR 10% 이상의 외형 성장과 이익 개선은 가능할 전망이다. 적정주가는 12MF PER 15배를 적용했다. 국내 높은 브랜드 인지도와 과거 10년 이상 안정적인 실적 개선 이력은 밸류에이션 프리미엄 요인이다. 현재 주가는 12MF PER 10배로 저평가 상태다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2023	97.1	25.3	23.2	1,448	36.3	9,984	9.1	1.3	3.8	15.4	10.9
2024	119.0	24.7	23.1	1,439	-0.6	11,036	8.2	1.1	2.3	13.7	8.8
2025E	131.5	27.6	25.8	1,612	12.0	12,062	11.0	1.5	4.2	14.0	8.6
2026E	149.3	32.1	29.4	1,836	13.9	13,313	9.7	1.3	3.2	14.5	8.8
2027E	166.5	36.6	33.1	2,064	12.4	14,791	8.6	1.2	2.3	14.7	8.9

2분기 실적은 맛맛하나 고무적인 내용들

국내외 다양한 채널 고신장

네오팜의 2분기 연결 매출과 영업이익은 전년 동기 대비 6%, 8% 증가한 324억원과 66억원으로 추정한다. 아토팜(YoY 10%)을 비롯해, 제로이드(YoY 30%), 리얼베리어(YoY 40%)가 국내외 다양한 채널에서 고신장하면서 실적 개선을 견인할 전망이다. 주요 브랜드 고신장에서 전체 매출 성장률이 둔화되는 이유는 전년도 2분기 잇츠한불로 납품하는 OEM 매출이 일시적으로 컸고(작년 2Q 40억원→올해 2Q 10억원), 더마비 매출이 전년도 높은 베이스로 YoY 1% 감소하기 때문이다.

저마진 OEM 비중 하락

채널별로 보면 제로이드의 올리브영 신규 입점 효과가 두드러지고, 전체적으로 수출이 YoY 20% 성장할 것으로 예상된다. 저마진 OEM 매출 비중 하락으로 영업이익률은 YoY 소폭 상승할 것으로 보인다. 1분기에 비해 숫자로 보이는 실적은 맛맛해보이지만, 내용으로 보면 상당히 고무적인 흐름이다.

표4 네오팜 분기별 실적 전망

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출	28.2	30.6	26.2	34.0	31.6	32.4	29.2	38.2	119.0	131.5	149.2
아토팜	8.3	9.9	8.7	11.4	9.4	10.9	9.5	12.7	38.4	42.6	46.8
제로이드	7.9	7.4	7.1	9.8	9.6	9.7	8.8	11.9	32.2	40.0	47.6
리얼베리어	3.9	3.3	3.3	4.8	5.2	4.6	4.4	6.1	15.3	20.4	25.1
더마비	4.6	4.8	4.0	5.5	4.6	4.8	4.0	5.4	19.0	18.8	19.2
영업이익	6.8	6.1	5.1	6.7	7.8	6.6	5.8	7.4	24.7	27.6	32.1
세전이익	7.7	7.6	5.5	9.4	9.1	8.1	7.2	8.9	30.2	33.3	38.0
지배주주순이익	6.1	5.9	4.3	6.7	7.1	6.3	5.6	6.8	23.1	25.8	29.4
영업이익률(%)	24.1	19.9	19.4	19.6	24.6	20.4	19.8	19.4	20.7	21.0	21.5
세전이익률(%)	27.4	24.8	21.0	27.7	28.8	24.9	24.8	23.3	25.4	25.4	25.4
순이익률(%)	21.7	19.2	16.6	19.8	22.6	19.3	19.3	17.8	19.4	19.7	19.7
매출(% YoY)	19.6	25.0	19.9	25.0	12.0	6.0	11.6	12.3	22.6	10.5	13.5
아토팜	17.5	2.5	14.4	36.7	13.5	10.0	10.0	10.8	17.2	11.0	10.0
제로이드	5.1	10.8	19.2	25.7	21.0	30.0	24.0	21.8	15.2	24.0	19.2
리얼베리어	6.3	-9.1	3.6	26.0	33.2	40.0	33.0	28.1	7.0	33.0	23.1
더마비	22.8	38.4	10.3	7.4	-0.8	-1.0	-1.0	-1.1	18.5	-1.0	2.0
영업이익(% YoY)	-3.5	-2.7	0.4	-3.8	14.6	8.4	13.7	11.4	-2.6	12.0	16.2
세전이익(% YoY)	-10.3	8.2	-12.5	25.9	17.6	6.7	32.3	-5.5	2.8	10.3	13.9
지배주주순이익(% YoY)	-10.2	7.6	-12.1	12.2	16.8	6.6	29.6	1.1	-0.6	12.0	13.9

자료: 네오팜, 메리츠증권 리서치센터

주요 브랜드 고른 성장, 해외 사업 확대 주목

아토팜 면세/수출 매출 증가

매출 비중이 가장 큰(34% 추정) 아토팜의 매출 신장은 면세점과 수출 매출이 증가하기 때문이다. 수출은 북미 지역 H마트 입점 효과 등으로 YoY 30%이 예상된다. 아토팜에서 면세점과 수출 매출 비중은 각각 15%씩이다. 제로이드(매출 비중 30% 추정)는 올리브영 행사를 적극적으로 진행하면서 일반 라인이 YoY 100% 성장할 것으로 보인다. 현재 올리브영 600~700개 매장에 입점해 있는데, 행사는 약 1,400개 전 매장에서 개최했다. 전체 SKU 가운데 절반 정도인 13~14개만 입점돼 있기 때문에 당분간 올리브영 채널에서 매출 신장을 계속 기대할 수 있겠다.

제로이드 올리브영 고성장

리얼베리어 국내외 모두 높은 실적 모멘텀

리얼베리어(매출 비중 15% 추정)는 20~30대 여성 대상 수분크림을 중심으로 하는데, 국내외 채널에서 모두 높은 실적 모멘텀을 보이고 있다. 다이소/면세점 뿐 아니라 올해 국군복지단에 신규 입점 효과가 눈에 띈다. 올리브영이 주력 채널(매출 비중 20%)이었으나 전점에 모두 입점하면서 그 효과는 반감되고 있다.

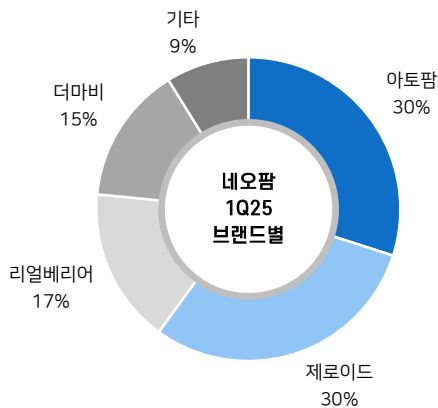
해외 매출 비중 상승 예상

해외 매출 비중이 35%까지 상승할 것으로 예상되는데, 지역도 미국/유럽/아시아가 30% 내외 비중으로 고르게 분포되어 있다. 미국은 아마존을 비롯 TJX, H마트 등 온/오프라인이 균형을 유지하고 있으며, 유럽은 올해 상반기부터 MiiN(K뷰티 전문채널, 40여개 매장), 골드애플(러시아) 등에 본격 입점하면서 실적 모멘텀을 형성하고 있다.

더마비 해외 성장 도모

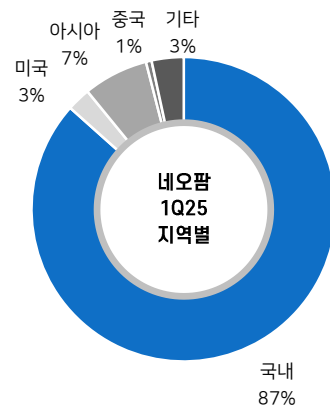
더마비(매출 비중 15% 추정)는 올리브영 전점 입점을 완료하면서 매출 성장이 정체 상태에 있다. 미국과 미국 코스트코 온오프라인 채널 입점 등 해외 진출을 통해 추가 성장을 도모하고 있다.

그림32 네오팜 브랜드별 매출 비중



자료: 네오팜, 메리츠증권 리서치센터

그림33 네오팜 지역별 매출 비중



자료: 네오팜, 메리츠증권 리서치센터

적정 12MF PER 15배, 국내 높은 인지도와 돋보이는 실적 안정성

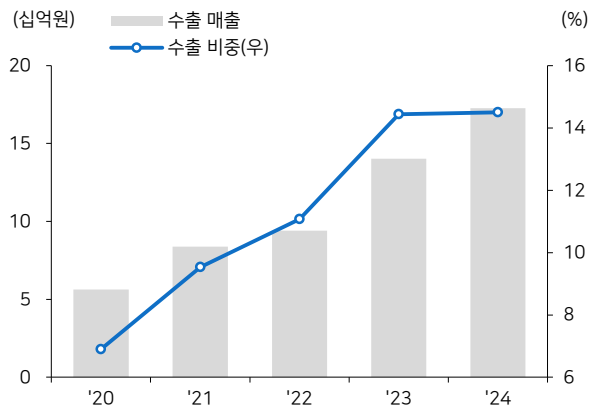
안정적인 매출/영업이익

네오팜은 국내 최고의 피부관리/보습제로 아이부터 어른, 병원에서 일반까지 높은 브랜드 인지도를 형성하면서 안정적인 매출과 영업이익을 구가하고 있다. 2014~24년 지난 10년 동안 연평균 17%로 매출과 영업이익이 꾸준히 증가했다. 영업이익률도 큰 굴곡 없이 20% 내외로 안정적이다. 이러한 견조한 성장은 지속적인 신제품과 리뉴얼 뿐만 아니라, 홈쇼핑에서 온라인, 온라인에서 오프라인(올리브영), 병원에서 일반으로 소비패턴 변화에 따라 유연하게 판매 채널을 변화시켜왔기 때문이다.

수출 빠르게 증가하며 글로벌 모멘텀 편승

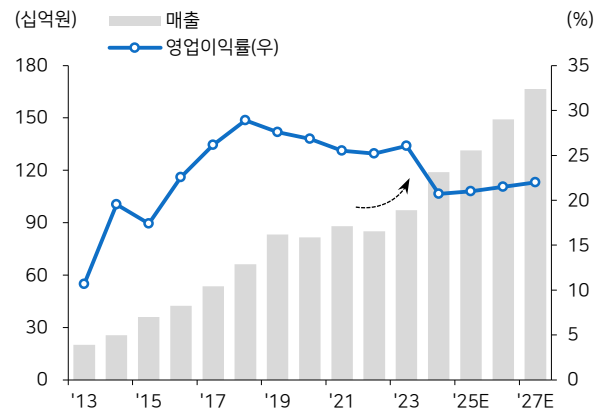
다만, 그동안 국내 시장에 제한적인 사업이 밸류에이션과 성장 여력에 한계로 작용해왔는데, 최근 수출 비중이 빠르게 상승하면서, K뷰티 글로벌 모멘텀에 편승하는 모습이다. 높은 제품력과 국내 브랜드 인지도는 이러한 해외 사업 확장의 가능성을 높이는 요인이다. 레거시 브랜드로 신세대 인디 브랜드와 같은 고신장을 기대하기는 힘들지만, 2024년~27년 CAGR 10% 이상의 외형 성장과 이익 개선은 가능할 전망이다. 12MF PER은 15배는 충분히 적용 가능하다는 판단이다. 성장률은 상대적으로 낮지만, 국내 높은 브랜드 인지도와 이에 기반한 과거 10년 이상 안정적인 실적 개선 이력은 밸류에이션 프리미엄 요인이다. 현재 주가는 12MF PER 10배로 저평가 상태다.

그림34 네오팜 연간 수출 매출 및 비중 추이



자료: 네오팜, 메리츠증권 리서치센터

그림35 네오팜 연간 매출 및 영업이익률 추이



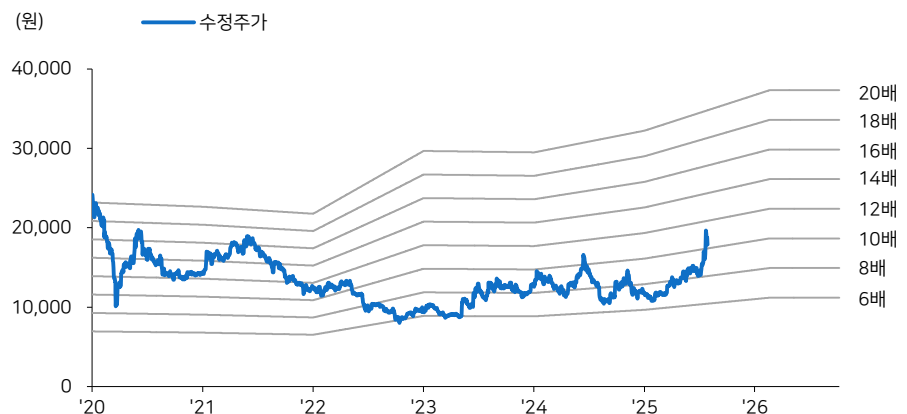
자료: 네오팜, 메리츠증권 리서치센터

표5 네오팜 연간 실적 전망과 밸류에이션

(십억원)	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출	85.0	97.1	119.0	131.5	149.2	166.5
아토팜	27.7	32.7	38.4	42.6	46.8	51.0
제로이드	26.5	28.0	32.2	40.0	47.6	54.9
리얼베리어	12.1	14.3	15.3	20.4	25.1	29.7
더마비	12.1	16.0	19.0	18.8	19.2	19.5
영업이익	21.4	25.3	24.7	27.6	32.1	36.6
세전이익	23.3	29.4	30.2	33.3	38.0	42.7
지배주주순이익	17.0	23.2	23.1	25.8	29.4	33.1
적정시가총액	255.4	348.2	346.0	387.5	441.5	496.1
주식수(천주)	16,028	16,028	16,028	16,028	16,028	16,028
적정주가(원)	15,935	21,724	21,585	24,175	27,544	30,955
적정PER(배)	15.0	15.0	15.0	15.0	15.0	15.0
EPS(원)	1,062	1,448	1,439	1,612	1,836	2,064
영업이익률(%)	25.2	26.1	20.7	21.0	21.5	22.0
세전이익률(%)	27.4	30.2	25.4	25.4	25.4	25.6
순이익률(%)	20.0	23.9	19.4	19.7	19.7	19.9
매출(% YoY)	-3.3	14.2	22.6	10.5	13.5	11.6
아토팜	3.2	18.1	17.2	11.0	10.0	9.0
리얼베리어	-15.3	5.4	15.2	24.0	19.2	15.4
제로이드	-4.1	18.6	7.0	33.0	23.1	18.5
더마비	22.8	31.9	18.5	-1.0	2.0	2.0
영업이익(% YoY)	-4.4	18.0	-2.6	12.0	16.2	14.2
세전이익(% YoY)	-2.1	25.9	2.8	10.3	13.9	12.4
지배주주순이익(% YoY)	-3.9	36.3	-0.6	12.0	13.9	12.4

자료: 네오팜, 메리츠증권 리서치센터

그림36 네오팜 12M Fwd PER 밴드



자료: 네오팜, 메리츠증권 리서치센터

네오팜 (092730)

Income Statement

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	97.1	119.0	131.5	149.3	166.5
매출액증가율(%)	14.2	22.6	10.5	13.5	11.6
매출원가	31.7	45.0	48.6	56.0	62.5
매출총이익	65.4	74.0	82.8	93.3	104.1
판매관리비	40.1	49.4	55.2	61.2	67.5
영업이익	25.3	24.7	27.6	32.1	36.6
영업이익률(%)	26.1	20.7	21.0	21.5	22.0
금융손익	4.4	6.4	6.4	6.5	6.6
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-0.4	-0.8	-0.7	-0.6	-0.5
세전계속사업이익	29.4	30.2	33.3	38.0	42.7
법인세비용	6.2	7.1	8.5	9.7	10.9
당기순이익	23.2	23.1	25.8	29.4	33.1
지배주주지분 순이익	23.2	23.1	25.8	29.4	33.1

Statement of Cash Flow

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	23.3	18.6	30.2	31.9	34.5
당기순이익(손실)	23.2	23.1	25.8	29.4	33.1
유형자산상각비	1.2	2.6	5.1	3.8	2.9
무형자산상각비	0.5	0.6	0.5	0.4	0.3
운전자본의 증감	-2.6	-7.3	-1.2	-1.7	-1.7
투자활동 현금흐름	-16.4	-6.2	-11.4	-16.3	-15.8
유형자산의증가(CAPEX)	-19.9	-2.8	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	1.7	3.3	-0.1	-0.1	-0.1
재무활동 현금흐름	-5.9	-6.5	-9.9	-9.4	-9.4
차입금의 증감	0.7	-0.4	-0.5	0.0	0.0
자본의 증가	0.0	-0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	1.0	6.4	8.9	6.2	9.3
기초현금	10.9	11.9	18.2	27.1	33.3
기말현금	11.9	18.2	27.1	33.3	42.6

Balance Sheet

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	134.5	153.1	176.0	202.4	231.3
현금및현금성자산	11.9	18.2	27.1	33.3	42.6
매출채권	8.6	10.9	12.0	13.6	15.2
재고자산	10.2	12.7	14.0	15.9	17.7
비유동자산	43.0	39.4	33.9	29.9	26.8
유형자산	28.2	29.1	24.1	20.3	17.4
무형자산	2.2	2.0	1.5	1.1	0.8
투자자산	5.4	2.1	2.2	2.3	2.4
자산총계	177.5	192.4	210.0	232.2	258.1
유동부채	16.9	15.1	16.2	18.3	20.5
매입채무	6.4	5.0	5.6	6.3	7.0
단기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	0.6	0.5	0.0	0.0	0.0
비유동부채	0.5	0.4	0.5	0.5	0.6
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	17.4	15.6	16.6	18.9	21.0
자본금	4.1	8.0	8.0	8.0	8.0
자본잉여금	45.7	41.7	41.7	41.7	41.7
기타포괄이익누계액	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2
이익잉여금	113.6	130.6	147.0	167.1	190.8
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	160.0	176.9	193.3	213.4	237.1

Key Financial Data

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
주당데이터(원)					
SPS	6,059	7,425	8,202	9,312	10,391
EPS(지배주주)	1,448	1,439	1,612	1,836	2,064
CFPS	1,769	1,813	2,190	2,357	2,547
EBITDAPS	1,683	1,735	2,069	2,262	2,481
BPS	9,984	11,036	12,062	13,313	14,791
DPS	384	600	600	600	600
배당수익률(%)	2.9	5.1	3.4	3.4	3.4
Valuation(Multiple)					
PER	9.1	8.2	11.0	9.7	8.6
PCR	7.5	6.5	8.1	7.5	7.0
PSR	2.2	1.6	2.2	1.9	1.7
PBR	1.3	1.1	1.5	1.3	1.2
EBITDA(십억원)	27.0	27.8	33.2	36.3	39.8
EV/EBITDA	3.8	2.3	4.2	3.2	2.3
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	15.4	13.7	14.0	14.5	14.7
EBITDA 이익률	27.8	23.4	25.2	24.3	23.9
부채비율	10.9	8.8	8.6	8.8	8.9
금융비용부담률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이자보상배율(x)	1,186.9	604.5	1,512.7	5,168.9	5,901.8
매출채권회전율(x)	12.9	12.3	11.5	11.7	11.6
재고자산회전율(x)	10.3	10.4	9.9	10.0	9.9

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2023년 8월 4일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 3등급	Buy	추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 +20% 이상
	Hold	추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	89.1%
중립	10.3%
매도	0.6%

2025년 6월 30일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

네오팜 (092730) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

