



Big Fish in a Big POND

K-뷰티는 SNS와 이커머스를 타고 전 세계 소비자의 장바구니에 빠르게 안착했다. 특히 민첩한 중소형 브랜드들이 온라인에서 존재감을 키우며 시장을 넓혀왔지만, 이제는 성장의 다음 스테이지가 필요하다. 미국처럼 오프라인 유통의 신뢰도가 구매 결정에 큰 영향을 미치는 시장에선, 브랜드의 인지도만큼이나 어느 매장에서 팔리는지가 중요해졌다. 온라인으로 열린 문은 크지만, 오프라인 진입은 여전히 좁고 높다. K-뷰티의 글로벌 확장은 이제 유통 역량이 판을 바꾸는 국면에 접어들었고, 이 흐름 속 새로운 수혜가 열릴 것이다

투자포인트 1: Pond's New Engine, MOST

온라인을 중심으로 확장된 K-beauty의 세계적인 인기에도 불구하고, 해외 소비자가 한국 브랜드를 집 앞 마트에서 발견하기는 아직까지 어렵다. 모두에게 열려있는 아마존과 달리 오프라인 유통은 넘어야 할 관문이 많기 때문이다. 동사가 작년 인수한 모스트는 19년부터 코스트코에 입점시켜 온 인디 브랜드의 최고 조력자다. 레퍼런스 와 현지화를 바탕으로 동사 이익 성장을 책임질 '모스트'를 소개한다.

투자포인트 2: 가치주의 교과서

남성 언더웨어 시장 점유율 80%, 여기에 슈퍼드라이와 SPYDER까지 품은 동사는 패션 업계의 조용한 강자다. 원가 경쟁력으로 안정된 실적을 챙기고, 리브랜딩과 IP 확보로 성장의 기반을 쌓고 있다. 창업자부터 경영진까지 감이 살아 있고, 지배구조 상 배당과 자사주 소각은 피할 수 없는 수순이다. 돈 잘 벌고, 잘 나누는 이 회사, 아직도 TTM PER 10에 머물러 있다.

Valuation

동사의 2026E EPS 1,846 원에 Target PER 8.7x를 적용한 16,057원을 목표 주가로 제시한다. 동사는 다가올 25, 26년 동사는 탑라인이 성장하는 가운데 이익률 역시 매년 개선해나갈 전망이다. 실적의 핵심 드라이버는 K-뷰티 유망주 모스트의 폭발적 성장과 성공적인 자체 IP 브랜드의 확장에 따른 매출과 이익의 Mix 개선이다. 이를 통해 이상적 가치주로서의 조건인 BM과 현금흐름, 주가 트리거인 효과적 자본배치를 모두 갖출 것이다. 아름다운 장기 우상향 곡선을 그릴 최상의 가치주를 소개한다.

추정 연결손익계산서 (단위:백만원)	2023	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	2024	1Q25	2025E	2026E	2027E
매출액	2,781	75,592	82,843	72,556	137,663	368,653	106,527	500,337	579,407	678,870
YoY(%)	-	-	-	-	-	-	40.9%	35.7%	15.8%	17.2%
매출원가	645	31,247	35,514	35,414	72,062	174,237	51,855	257,819	301,300	362,043
% of sales	23.2%	41.3%	42.9%	48.8%	52.3%	47.3%	48.7%	51.5%	52.0%	53.3%
매출총이익	2,136	44,345	47,329	37,142	65,601	194,416	54,672	242,517	278,107	316,827
GPM(%)	76.8%	58.7%	57.1%	51.2%	47.7%	52.7%	51.3%	48.5%	48.0%	46.7%
판매비와관리비	1,469	34,069	36,318	31,792	50,915	153,093	40,244	166,521	183,004	201,419
% of sales	52.8%	45.1%	43.8%	43.8%	37.0%	41.5%	37.8%	33.3%	31.6%	29.7%
영업이익	668	10,276	11,011	5,349	14,686	41,323	14,429	75,997	95,103	115,408
OPM(%)	24.0%	13.6%	13.3%	7.4%	10.7%	11.2%	13.5%	15.2%	16.4%	17.0%
금융손익	(105)	(856)	1,116	(775)	(3,421)	(3,935)	(1,390)	(1,854)	(1,854)	(1,854)
기타손익	(210)	(1,641)	(573)	562	(2,040)	(3,693)	(1,497)	(1,634)	(1,634)	(1,634)
세전순이익	352	7,778	11,555	5,136	9,225	33,695	11,541	72,508	91,614	111,919
법인세비용(수익)	114	1,429	6,220	3,400	(4,509)	6,539	2,303	14,072	17,780	21,720
당기순이익	238	6,350	5,335	1,736	13,735	27,156	9,238	58,436	73,834	90,199
NPM(%)	8.6%	8.4%	6.4%	2.4%	10.0%	7.4%	8.7%	11.7%	12.7%	13.3%

Rating

Buy

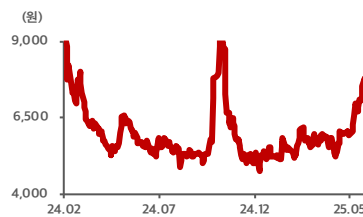
현재주가: 8,480 원

목표주가: 16,057 원

상승여력: 89.4%

12M 주가추이

시가총액 2,743 억 원



Key Metrics

EPS (TTM) 813 원

PER (TTM) 10.42x

ROE (TTM) 12.62%

자산 총계 4,227 억 원

부채 총계 1,850 억 원

자본 총계 2,377 억 원

주요 주주

대명화학 53.69%

이순섭 22.33%

SMIC 3팀

팀장 50 기 이재현

팀원 50 기 최고운

50 기 최규호

51 기 김정훈

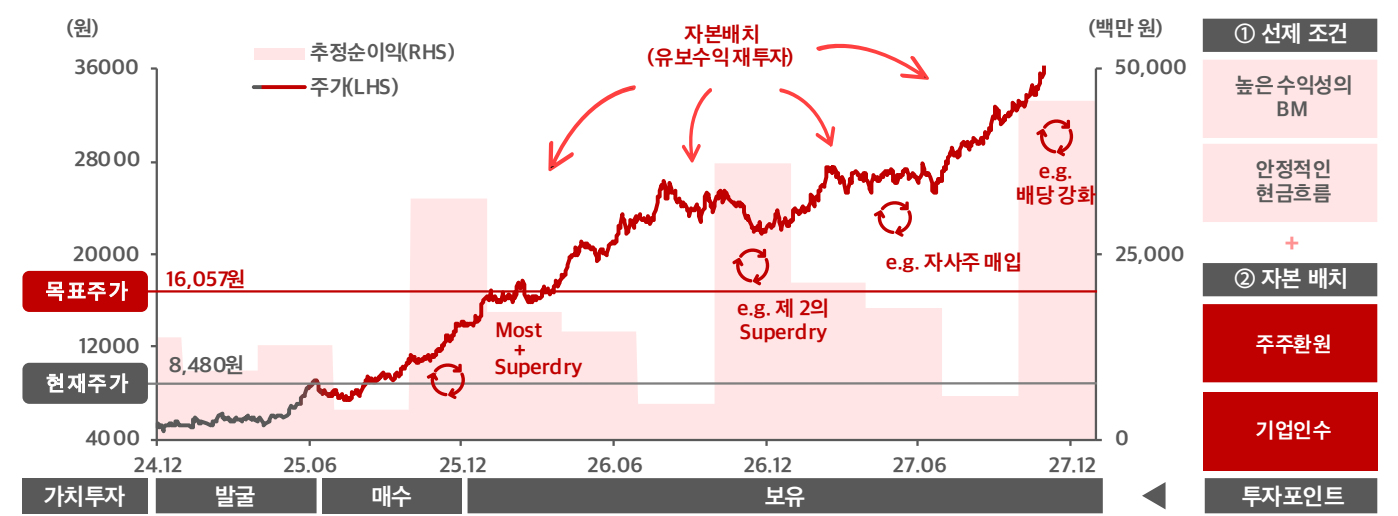
51 기 최진우

CONTENTS

1. Introduction	3
2. Big Fish in a Big POND - 기업 분석	4
3. K-뷰티, 슈퍼트렌드 - 산업 분석	6
4. Pond's New Engine, MOST - Point 1	9
5. 가치주의 교과서 - Point 2	16
6. 매출 추정	22
7. 비용 추정	26
8. Valuation	29
Appendix	32

1. Introduction

도표 1-1. 본서 투자포인트 및 밸류에이션 논리



출처: DART, SMIC 3팀

<p>가치투자도 두 마리 토끼를 원해</p>	<p>흔히 받는 오해와 달리, 가치투자자는 고성장과 저평가를 모두 잡고 싶어한다. 그러기 위해서는 단기 차익 실현보다 장기 우상향을 목표로 하는 인내가 중요하다. 때문에, 잠재력이 높은 기업을 발굴하고 좋은 가격을 포착해 매수, 보유하는 투자자가 하이리턴의 과실을 얻을 확률이 높다. 본서는 가치주의 기준을 제시하고, 기준에 부합하는 동사의 발굴과 매수에 대한 투자포인트로 1) 동사가 '이상적 가치주'인 이유와 2) 지금이 저평가 국면의 매수 적기임을 보이고자 한다.</p>
<p>선제 조건: 성장성</p>	<p>가치주의 선제 조건은 높은 수익성의 BM과, 그로부터 창출되는 안정적 현금흐름이다. 이 때 중요한 것은 '성장성'이다. 가령 당장의 이익률이 동종업계 평균을 상회하더라도, BM이 매력적이지 않아 기업이 자력으로 이익률과 현금흐름을 개선하기 어려운 경우 가치주라고 볼 수 없다. 자본 집약적 제조산업이나 PQ 스프레드에 이익률이 좌우되는 정유·화학업이 대표적이다.</p>
<p>주가 트리거: 자본배치</p>	<p>선제 조건에 부합하는 기업들의 주가는 시장의 이목을 집중시키는 자본 배치가 트리거로 작용해 급등한다. 가령 주주환원 정책으로 발표되는 배당 또는 자사주 매입 소각 계획은 주주의 투자수익률이 늘어나는 긍정적 시그널이다. 또 다른 자본재배치 방안인 기업 인수의 경우, 순이익의 급격한 성장뿐 아니라 이익의 질까지 단번에 개선시킬 수 있는 효과적인 방법이다.</p>
<p>Peer는 의류 대표 F&F</p>	<p>국내 의류 라이선스업에서 이러한 조건에 부합하는 대표적인 기업은 F&F다. F&F는 동사가 비중을 늘려가고 있는 자체 브랜드 사업의 선두주자로, 디스커버리, MLB 등 유수의 브랜드를 키워내며 이상적인 BM과 현금흐름을 만들어냈다. 중국의 내수 침체라는 시장 변수로 인해 주가가 다소 침체되기도 했지만, 최근 반등세를 보이며 성장 전망 역시 회복세에 접어들었다. F&F의 핵심 BM은 여전히 건재하고, 주주환원에도 적극적인만큼 주가는 재자리를 찾아 우상향할 준비를 마쳤다. 동사는 F&F가 보여준 BM의 성장과 자본배치 히스토리의 전철을 밟으려 한다.</p>
<p>시장이 주목하는 가치주</p>	<p>동사는 지난해 9월, K-뷰티의 유망주를 품은 뒤로 시장의 주목을 받는 가치주다. 상장 후 동사는 효과적인 자본배치로 모스트를 인수하고 슈퍼드라이의 IP를 확보하는 한편, 주주환원 정책으로 자사주 배당과 자사주매입 역시 계획하고 있다. 시장의 주목으로 주가가 우상향할 상황적 맥락은 갖춰진 셈이다. 이제 투자포인트를 통해 동사의 BM이 앞으로 계단식 이익성장을 이룰 것이라는 확신을 얻고, 현재 주가가 매수하기에 적합한 자리임을 차례로 살펴보자.</p>

2. Big Fish in a Big POND - 기업 분석

2.1. Fashion & Cosmetics

코웰패션 인적분할로 탄생한 동사

폰드그룹은 24년 2월 코스닥에 상장한 기업으로, 원래 코웰패션의 패션사업 부문에서 시작해 23년 12월 인적분할을 통해 독립 법인으로 설립되었다. 대명화학이 53%의 지분을 보유한 최대주주이며, 창업자인 이순섭 회장이 22%의 지분을 갖고 있다. 의류 라이선스 사업을 기반으로 성장해 온 동사는 최근 몇 년 사이 공격적인 M&A와 신사업 진출을 통해 사업 영역을 다각화하고 있으며, 특히 뷰티 유통 사업을 새로운 성장의 축으로 삼고 있다.

글로벌 브랜드 라이선스 기반 성장

기존 패션 사업은 글로벌 브랜드의 라이선스를 확보해 기획, 디자인, 생산, 유통 전 과정을 담당하는 구조다. 코웰패션 시절부터 주력해온 언더웨어와 스포츠웨어 제품군은 Adidas, PUMA, Calvin Klein 등의 브랜드와의 협업을 기반으로 성장해왔으며, 자체 공장 없이 원재료를 조달한 뒤 임가공 업체를 통해 생산한다. 유통은 홈쇼핑이 매출의 70% 이상을 차지하고 있으나, 최근 온라인몰과 이커머스 플랫폼, 그리고 오프라인 매장으로 매출 채널을 다변화하고 있다.

최근 자체 라이선스 활발히 확장 중

동사는 최근 기존 라이선스 외에 자체 브랜드 기반 사업도 활발히 병행하고 있다. 23년에는 영국 BBC와의 라이선스 계약을 통해 친환경 아웃도어 브랜드인 BBC EARTH를 론칭했고, 24년에는 SPYDER 브랜드의 국내 라이선스를 보유한 브랜드유니버스 지분 50%를 인수하여 프리미엄 스포츠웨어 시장에 진입했다. 또한, 슈퍼드라이의 아시아 IP를 직접 인수하면서 기존 라이선스 계약 기반 사업모델에서 벗어나 디자인과 생산에 대한 자율성을 확보했다.

화장품 유통사 모스트 인수

이 같은 사업 다각화의 연장선상에서, 24년 8월 동사는 화장품 유통 전문 기업 모스트(MOST)의 지분 50%+1주를 100억 원에 인수하며 뷰티 사업에 본격적으로 진출했다. 모스트는 18년 설립 이후 국내 K-뷰티 브랜드의 미국 시장 진출을 지원해 온 유통사로, 코스알엑스, 조선미녀 등 주요 브랜드의 인기 제품을 사입한 뒤, 미국 Costco와 같은 대형 오프라인 유통망에 공급하고 있다. 이 과정에서 브랜드 단독으로는 어려운 현지 채널 입점을 주도적으로 이끌고 있다.

동사의 미래는 모스트와 함께한다

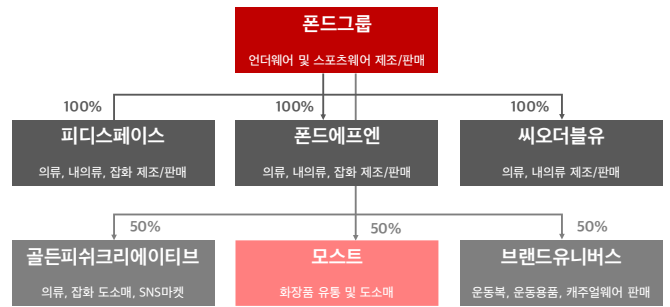
모스트는 향후 동사의 성장 동력 중 핵심적인 역할을 담당할 것이다. 빠르게 성장하고 있는 글로벌 화장품 시장, 특히 미국 수출 시장에서 모스트는 핵심 플레이어로 자리잡을 가능성이 높다. 실제로 25년 1분기 기준, 모스트는 133억 원의 매출을 기록해 동사 전체 매출(1,065억 원)의 12.5% 수준에 머물렀지만, 당기순이익은 44억 원으로 전체 순이익(92억 원)의 48%를 차지하며 알짜 사업부로 자리매김하고 있다.

도표 2-1. 동사 사업구조



출처: 동사, SMIC 3팀

도표 2-2. 동사 종속회사 현황



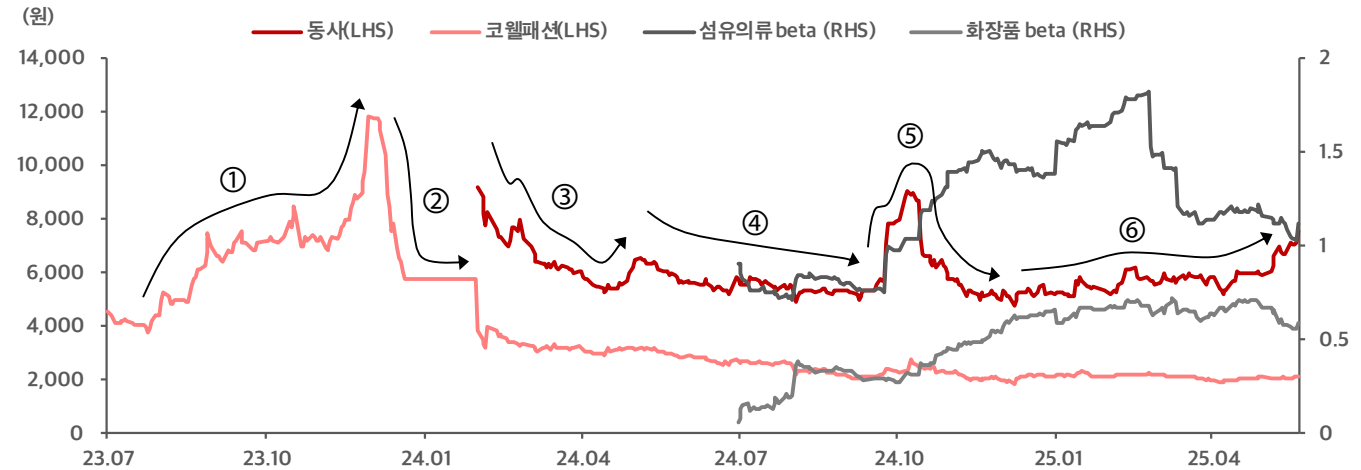
출처: DART, SMIC 3팀

2.2. 주가분석

패션 → 화장품

동사를 바라보는 시장의 시선 역시 변화하고 있다. 과거에는 완전히 패션 기업으로 인식되었지만, 모스트 인수와 이후 실적에서 차지하는 비중이 점차 확대되면서 시장에서는 동사를 화장품 기업으로 점차 재평가하는 분위기다. 이러한 흐름은 동사의 주가를 기준으로 KOSDAQ 섬유·의류 지수 및 WISE 화장품 지수에 대한 100일 rolling beta를 계산하여 확인할 수 있다. 24년 8월 19일 모스트 인수 발표 이후 화장품 지수에 대한 beta는 지속적으로 상승하고 있고, 이는 동사의 투심이 점진적으로 화장품 중심으로 이동하고 있음을 의미한다.

도표 2-3. 동사 주가 및 섹터 지수 100d beta 추이



출처: KRX, SMIC 3팀

인적분할 전
코웰패션
주가 추이

동사의 주가 추이를 살펴보자. ① 먼저, 인적분할 전 코웰패션의 주가는 23년 7월 말, 주주가치 재고를 명분으로 분할비율 63.5:36.5의 인적분할 계획이 발표되면서 상승세를 보이기 시작했다. 이후 분할신설회사(현 동사)에 대한 성장 기대감과 MSCI Small Cap 지수 편입 등 외부 모멘텀이 더해지며 23년 12월까지 주가는 가파르게 상승했다. ② 특히 23년 12월에는 역사적 최고가인 12,920원을 기록하기도 했으나, 과도한 기대에 대한 조정이 이루어지며 분할 전 거래정지 시점까지 열흘 만에 주가가 절반 수준으로 하락, 대부분의 상승폭을 반납했다.

재상장 이후
흘렀던 주가

③ 거래재개 이후 코웰패션과 재상장한 동사 모두 주가 약세를 이어갔다. 동사의 경우, 24년 1분기 실적 발표 직후 6%의 단기 반등이 있었으나, 이내 제한적인 수준에 그쳤다. ④ 이후 국내 증시 전반의 하락과 맞물리며 주가는 지속적인 하락세를 보였고, 24년 9월까지 뚜렷한 반등 없이 추세를 유지했다. 이 도중 중국 이커머스 플랫폼인 SHEIN과의 브랜드 입점 협상 등의 개별 이슈가 발생하기도 했지만, 주가 흐름에는 큰 영향을 끼치지 못했다.

중국 뉴스 변동성 ↑,
모스트 실적 반영

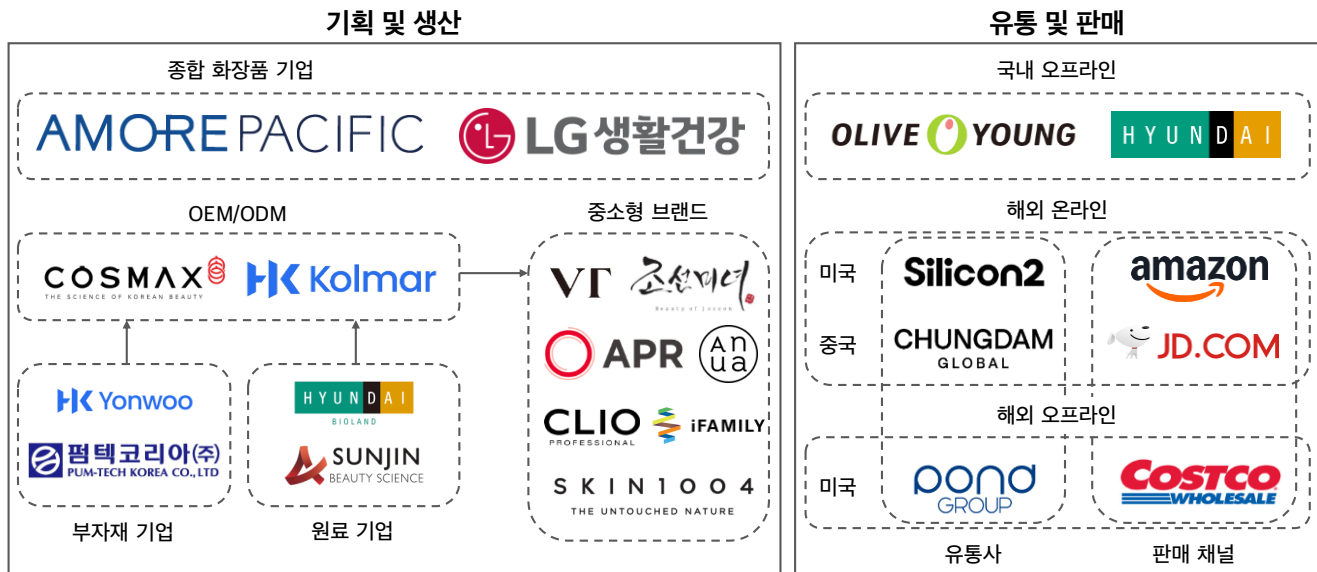
⑤ 24년 9월, 중국 정부가 대규모 경기 부양책을 발표하자, 내수 성장에 한계를 보이던 의류 업종 전반에 대한 수요 회복 기대 속 관련 종목들이 급등했다. 동사 역시 의류 라이선스 사업을 영위하고 있는 점에서 단기간에 주가가 급등했으나, 해당 뉴스는 실적으로 이어지는 것이 불확실한 단기 재료였을 뿐이었고, 주가는 빠르게 이전 수준으로 되돌아갔다. ⑥ 이후에는 안정적으로 발생하는 의류 라이선스 매출이 실적 기반을 유지하는 가운데, 모스트의 실적이 본격적으로 동사의 실적에 반영되기 시작하면서, 화장품 기업으로서의 가치를 점차 인정받기 시작했다. 이에 따라 멀티플이 완만하게 상승했고, 주가도 점진적인 회복세를 보이는 중이다.

3. K-뷰티, 슈퍼트렌드 - 산업분석

3.1. 화장품 수출 Lookback

동사 성장여력의 큰 부분을 책임질 자회사, 모스트의 화장품 산업 속 위치를 알아보자. 화장품 산업은 크게 기획 및 생산, 그리고 유통 및 판매의 두 축으로 나뉜다. 이 두 축은 제품이 소비자에게 도달하기까지의 화장품 밸류체인을 구성하고, 각 단계에서 다양한 플레이어들이 존재한다.

도표 3-1. 화장품 산업 밸류체인



출처: SMIC 3팀

화장품 브랜드 구분: 화장품의 수명은 브랜드로부터 시작된다. 브랜드는 소비자의 니즈와 시장 트렌드를 분석해 제품을 기획하고, 이후 생산-유통-마케팅 전반을 아우르며 소비자에게 제품을 전달한다. 브랜드는 크게 두 유형으로 나눌 수 있다. 하나는 아모레퍼시픽, LG생활건강처럼 제품 기획, 생산, 마케팅, 유통까지 모두 자체적으로 수행하는 대형 브랜드사이고, 다른 하나는 생산 설비를 보유하지 않고 기획과 마케팅에 집중하는 중소형 브랜드사다. 중소형 브랜드는 민첩한 의사결정과 차별화된 기획력을 바탕으로 빠르게 변화하는 소비자 트렌드에 대응하며 틈새 시장을 공략하고 있다.

ODM/OEM: 이러한 중소형 브랜드의 부상은 ODM/OEM 산업의 성장과도 맞물린다. 자체 생산 역량이 부족한 중소형 브랜드들은 대부분 OEM (Original Equipment Manufacturer) 또는 ODM (Original Design Manufacturer) 방식으로 외주 가공을 진행한다. OEM은 브랜드가 개발한 제품을 단순히 생산하는 방식이고, ODM은 제품의 기획부터 제형 개발, 생산까지 포괄하는 원스톱 서비스다. 국내에는 코스맥스, 한국콜마, 코스메카코리아 등이 대표적인 ODM/OEM 기업으로, 세계적인 R&D 역량과 생산설비를 기반으로 국내외 수많은 브랜드들의 제품 생산을 도맡고 있다.

원료 & 부자재 이들 제조사는 다시 원료 및 부자재 공급업체로부터 자재를 조달받는다. 원료 시장은 국내 중소 제조사와 수입 원료 기업들이 혼재해 있으며, 현대바이오랜드, 선진뷰티사이언스 등이 자연 유래 기능성 원료 분야에서 두각을 나타내고 있다. 부자재 시장은 연우, 펌텍코리아가 펌프, 용기, 튜브 등의 분야에서 양강 체제를 형성하고 있다.

기획과 생산 단계를 거친 제품은 유통과 판매 채널을 통해 소비자에게 도달한다. 유통 구조는 오프라인과 온라인으로 나뉘며, 각 채널마다 대표적인 유통업체들이 존재한다.

국내 오프라인 유통을
독점하는 올리브영

먼저 국내 오프라인 유통 시장은 H&B스토어, 백화점, 로드숍으로 구성된다. 이 중에서 CJ올리브영은 전국에 1,300개 이상의 매장을 보유해, H&B스토어 중 90% 이상의 점유율을 자랑하며 독점적 위치를 자랑하고 있다. 프리미엄 브랜드 위주의 백화점과, 구조적으로 쇠퇴한 브랜드숍으로 인해 **대형 브랜드부터 신생 인디 브랜드까지 다양한 화장품을 취급하는 올리브영은 대부분의 브랜드에게 필수적인 유통 창구로 자리 잡았다.**

국내 온라인 유통은
3강 구도

이커머스의 급성장과 함께 화장품도 온라인 유통 시장이 지속적으로 성장하고 있다. **현재는 쿠팡과 네이버, 올리브영의 3강 구도가 형성된 상황이다.** 쿠팡은 빠른 배송과 가격경쟁력, 네이버 쇼핑은 검색 기반의 소비자 접근성, 그리고 올리브영은 강력한 오프라인 유통망과의 연계를 강점으로 내세우고 있다. **이들 플랫폼에서의 상위 노출 여부는 브랜드에게 성공의 등용문으로 자리잡았다.**

해외 수출은 과거에
대형 브랜드 위주

다소 고착화된 국내 시장과 달리, 해외 K-뷰티 수출은 최근 들어 폭발적인 성장을 시작한 초기 국면이다. 10년대 중반까지 K-뷰티 수출은 아모레퍼시픽의 설화수·라네즈, LG생활건강의 후·숨 등의 브랜드가 주도하며 한류 열풍이 불고 있던 중국 시장에 편중된 구조로 있었다.

미국 수출 급상승으로
중소형 브랜드 돌풍

20년부터 틱톡과 인스타그램 등 SNS에서 K-뷰티 인지도가 미국을 중심으로 높아지면서, 한국 **중소형 브랜드들이 돌풍을 일으키기 시작했다.** 미국은 세계 최대 화장품 소비시장으로, 한국은 미국 전체 화장품 수입의 20%를 차지한다. K-팝과 K-드라마의 인기로 미국 소비자들은 한국 화장품에 관심을 보이게 됐고, 가격 대비 품질이 좋다는 인식 속에 매출이 급증했다. 이런 흐름 속에서 미국은 중국을 제치고 K-뷰티의 최대 수출 시장으로 자리 잡았다.

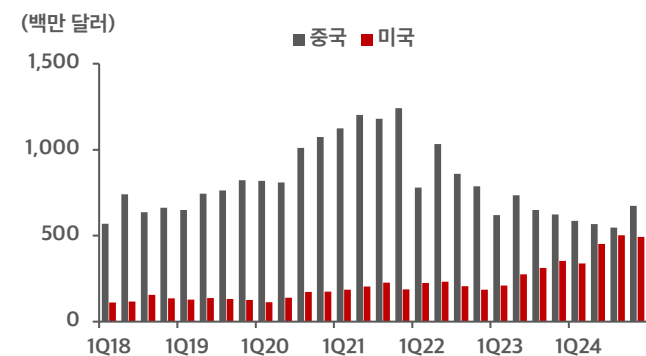
수출 지형의 변화로
유통사 중요성 up

이러한 수요 지형의 변화는 자연스럽게 공급의 구조 변화로 이어졌다. 기존에는 중국 시장에 집중하던 대형 브랜드사가 수출의 중심축이었다면, 최근에는 미국과 유럽을 중심으로 한 인디 브랜드들이 성장한 것이다. 그리고 이들의 글로벌 진출을 실현시키는 데 핵심적인 역할을 하는 유통사들이 산업 내 새로운 중심축으로 주목받고 있다.

실리콘투:
중소형 브랜드의
미국 유통 파트너

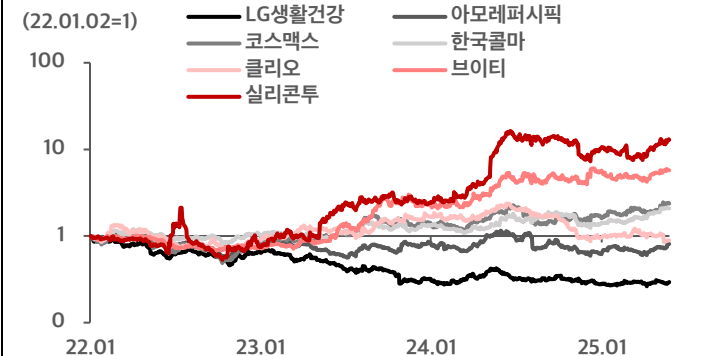
대표적으로, Amazon과 eBay, Shopee 등의 플랫폼에 한국 화장품을 입점·판매하는 서비스를 제공하는 실리콘투는, 자본과 마케팅 역량이 부족한 인디 브랜드들을 대신해 초기 물량 확보부터 해외 마케팅까지 **일괄 수행하는 BM을 가지고 있다.** 이를 통해 미국 소비자들은 한국 화장품을 온라인으로 손쉽게 구매할 수 있게 되었고, 조선티너, 마녀공장, 라운드랩, 아누아, 코스알엑스 등 SNS로 유명해진 중소형 브랜드들이 Amazon 카테고리 베스트셀러에 오르는 사례가 생겼다.

도표 3-2. 미국 및 중국 화장품 수출액 추이



출처: 관세청, SMIC 3팀

도표 3-3. 국내 화장품 기업 주가 추이



출처: KRX, SMIC 3팀

중국 시장의 실리콘투, 청담글로벌
한편, 중국 시장에서는 청담글로벌과 같은 유통사가 브랜드의 해외 진출을 지원하고 있다. 중국 내 K-뷰티 수요는 과거보다 줄었지만 여전히 존재하며, 시장 규모도 작지 않다. 다만 위생허가나 중국어 기반 마케팅 등 진입장벽이 높아 브랜드가 직접 진출하기에는 부담이 크다. 청담글로벌은 이러한 구조에서 현지 법인을 통해 수입허가, 통관, 물류를 전담하고 있으며, JD.com과 Tmall 등 주요 이커머스 플랫폼과의 네트워크를 기반으로 제품을 유통하고 있다.

미국 온라인 수출의 최대 수혜자, 실리콘투
 대형 브랜드가 주도하던 중국 중심의 수출 구조가 무너지고, 중소형 브랜드가 이끄는 미국 중심의 수출 시장으로 재편되는 변화의 수혜는 비단 브랜드사에 국한되지 않고 유통사에게도 직접적으로 이어졌다. 이는 실리콘투의 최근 실적으로 확인 가능하다. 25년 1분기 기준, 실리콘투는 매출 1,499억 원, 영업이익 477억 원을 기록하며 전년 동기 대비 각각 63.9%, 62.1%의 성장을 달성했다. 이는 **‘중소 브랜드의 해외 진출 최적화’를 표방한 실리콘투의 BMI 가지는 가치를 여실히 증명하는 수치이다.**

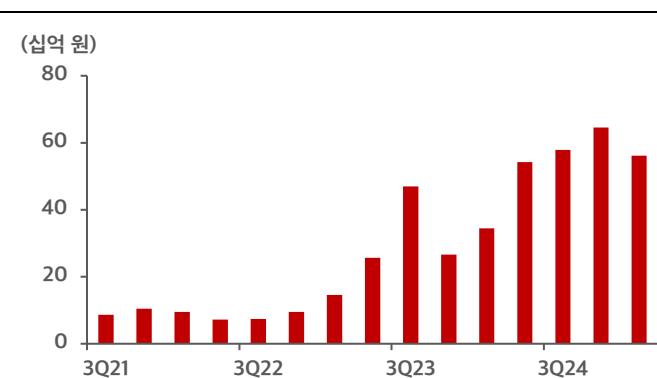
3.2. 화장품 수출 Lookforward

새롭게 열리는 미국 오프라인 수출의 문
 해외 온라인 유통 채널이 K-뷰티 브랜드의 주요 진출 경로로 자리 잡은 가운데, 오프라인 채널의 확대도 자연스럽게 이어지고 있다. **과거에는 해외 오프라인 판매가 주로 대형 브랜드에 한정되어 있었지만, 최근에는 중소형 브랜드 제품이 Costco, Target 등 미국 대형 유통망에 입점하는 사례가 늘고 있다.** 예컨대, 조선미녀의 대표 제품인 ‘광채프로폴리스세럼’은 기존에 30mL 단일 용량으로 판매되었으나, 미국 Costco에 입점하면서 100mL 대용량 기획팩으로 구성되어 큰 호응을 얻었다. 이외에도 토리든, 라운드랩, 스킨1004 등의 브랜드가 Target을 통해 판매되기 시작했다.

오프라인 수출은 전문 유통사가 더욱 필요
 이런 흐름 역시 온라인 유통과 마찬가지로, 모스트와 같은 전문 유통사의 역할이 크다. **오프라인 채널은 유통업체와의 계약 체결은 물론, 물류, 마케팅, 재고 운영까지 복합적인 조건을 요구하기 때문에 진입장벽이 상대적으로 높다.** 특히 대형마트는 재고 회전율과 판매 안정성을 중시하기 때문에 입점 기준이 까다로운 편이며, 단순한 제품 공급을 넘어 현지화된 상품 전략과 운영 역량이 필요하다. 전문 유통사들은 이러한 진입장벽을 대신 해결하고, 상품 제안부터 패키지 디자인 현지화, 규제 인증 획득, 물류 및 배송, 현지 프로모션까지 전 과정을 총괄하는 방식으로 오프라인 채널 확장을 주도하고 있다.

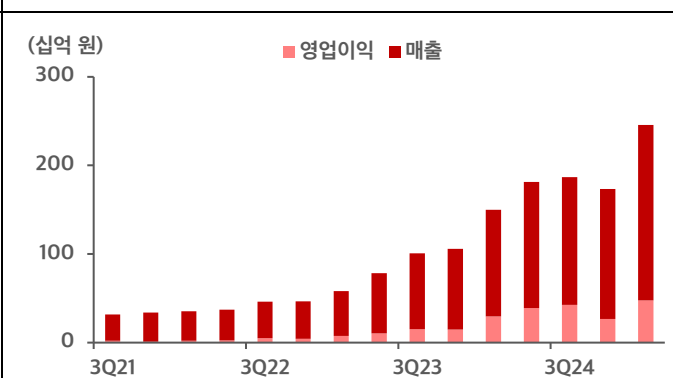
유통사의 역량은 곧 브랜드의 역량
 이처럼 미국을 중심으로 한 K-뷰티 오프라인 유통의 확장은 **중소형 브랜드의 성장 가능성을 넓히는 동시에 유통사의 역할을 더욱 부각하고 있다.** K-뷰티 산업의 글로벌화가 본격화되는 이 시점에서, 유통 역량을 갖춘 플레이어가 산업 내에서 차지하는 무게감은 과거보다 훨씬 커졌다. 이는 곧 유통사의 역량이 브랜드의 성공 여부를 좌우하는 요인으로 작용하고 있다는 뜻이다.

도표 3-4. 미국 온라인 직접판매액 추이



출처: 통계청, SMIC 3팀

도표 3-5. 실리콘투 매출 및 영업이익 추이



출처: DART, SMIC 3팀

4. Pond's New Engine, MOST - Point 1

앞서 [산업분석]에서 언급한 대로, 'K-뷰티'는 중소형 인디브랜드를 중심으로 저력을 보여주고 있다. 틱톡 등 소셜 미디어 플랫폼을 이용한 바이럴 마케팅은 북미에서 K-뷰티 브랜드에 이목을 집중시켰고, 이는 한국 화장품의 폭발적인 온라인 판매량 증가로 이어졌다. 본 단원에서는

- 1) 북미의 오프라인 화장품 판매 채널 또한 중요한 시장이며,
- 2) 한국 브랜드들은 북미 오프라인 판매 시장으로 침투를 가속화할 것이고
- 3) 그 속에서 동사가 인수한 모스트는 성장을 이룰 것임

위 세 가지를 논증하여 모스트가 동사에게 이익 성장을 가져다 줄 것임을 설명하겠다.

4.1. K-뷰티, 미국 오프라인 판매 채널을 봐야 하는 이유

미국의 K-뷰티 열풍

24년 북미 시장에 불어온 'K-뷰티'의 열풍은 온라인을 중심으로 일어났다. 틱톡과 인스타그램과 같은 소셜 미디어의 인플루언서를 통한 바이럴 마케팅으로 인디 브랜드에 대한 관심을 끌어 올렸다. 높아진 관심도는 아마존 등의 이커머스 플랫폼을 통해 폭발적 인기를 보이며 판매량 증가로 이어졌다.

인디브랜드도 성공할 수 있다

북미 시장에서 인디브랜드의 인기는 여러 사례로 확인할 수 있다. 코스알엑스는 22년부터 틱톡을 중심으로 글로벌 마케팅 캠페인과 인플루언서 협업을 본격적으로 진행하였고, 그 결과 브랜드 해시태그는 22년 1월 누적 2억 뷰에서 23년 6월 21억 뷰로 급성장하였다. 입소문을 탄 코스알엑스의 제품 중 '어드밴스드 스네일 96 뮤신 파워 에센스'는 23년 1분기 아마존 뷰티·개인케어 부문 8위, 23년 아마존 프라이머데이, 블랙 프라이데이 등 주요 행사에서 카테고리 1위를 수차례 기록했다. 코스알엑스 뿐만 아니라 조선미녀, 아누아 등 여러 인디 브랜드도 SNS 바이럴 마케팅을 통해 폭발적인 인기를 누렸다.

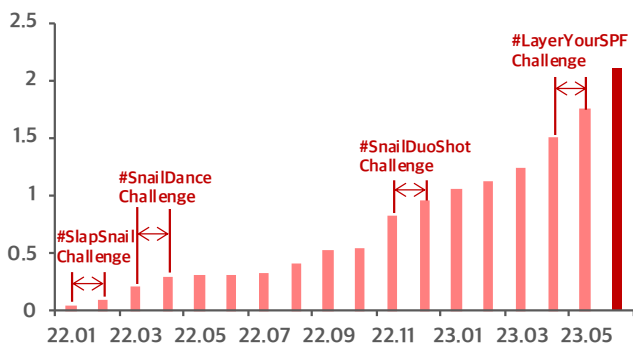
수요는 있었는데 공급을 못했어요

그러나 이전에는 중소 인디 브랜드들에게는 북미 지역의 수요를 충족할 수 있는 유통망이 없었다. 기존에는 대형 브랜드만이 글로벌 유통망을 구축할 수 있었고, 인디 브랜드가 스스로 해외 시장에 진출하는 데에는 어려움이 있었다. 유통망 부재뿐만 아니라 물류 인프라, 통관·인증, 플랫폼 입점 등 현지 소비자를 공략하는 과정에는 많은 진입장벽이 존재했다. 자체 유통만으로 해외에 진출하기에는 효율성 측면의 한계가 있었고, 인디 브랜드 제품들은 K-뷰티에 대해 높아진 관심도를 현금화할 수 없었다.

글로벌 B2B 화장품 유통 기업 등장

이러한 배경에서 화장품 밸류체인에 실리콘투와 같은 글로벌 B2B 화장품 유통 기업이 등장했다. 이들은 중소 인디 브랜드의 유통망 부재를 채워주는 역할을 했다. 실리콘투는 단순히 유통망 부재만 해결해주는 것이 아닌, 진입장벽으로 작용했던 다른 과정들도 종합적으로 대행한다. 이에 실리콘투는 인디 브랜드의 '글로벌 등용문'이 되었고, 국내 인디 브랜드는 미국을 비롯한 해외에서 성공을 거뒀다.

도표 4-1. 틱톡 코스알엑스 해시태그 누적 뷰



출처: COSRX, SMIC 3팀

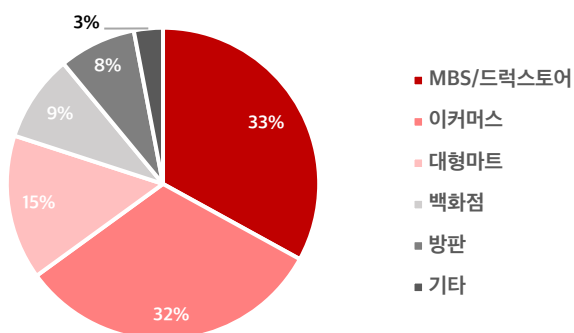
도표 4-2. 한국 인디브랜드 화장품 아마존 랭크 사례

브랜드명	제품명	내용
COSRX	Snail Mucin 96% Power Essence	23~24년 프라이머데이 뷰티 전체 1위
Beauty of Joseon	Revive Serum Ginseng	23~25년 베스트셀러
Anua	Heartleaf Pore Cleansing Oil	23~25년 프라이머데이 Top 100
BIODANCE	Bio-Collagen Real Deep Mask	24년 프라이머데이 뷰티 Top 5
VT(브이티)	Cica Mild Foam Cleanser 등	23~24년 Top 100
TIRTIR	Mask Fit Red Cushion	23~24년 프라이머데이 Top 100
Goodal	Green Tangerine Dark Spot Serum	23~25년 Top 100
d'Alba(달바)	White Truffle First Spray Serum	23~25년 Top 100
Be Plain	Green Full pH Cleansing Foam	24~25년 인디브랜드 스킨케어 Top 100
Manyo	Bifida Biome Ampule Toner	24~25년 인디브랜드 스킨케어 Top 100

출처: 언론 종합, SMIC 3팀

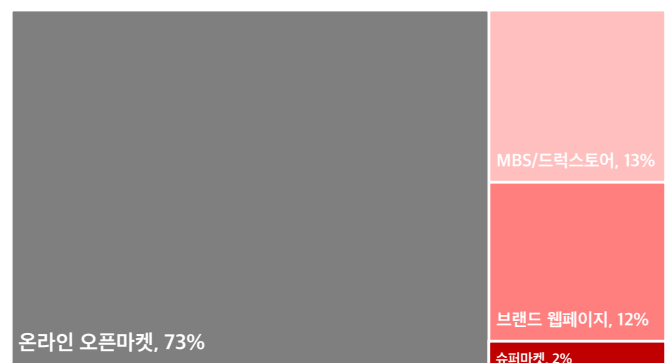
지금까지의 열풍은 온라인 중심	지금까지 K-뷰티의 글로벌 성공은 압도적으로 온라인 중심이었다. 미국 시장 내 성장 동력도 아마존과 같은 이커머스 플랫폼 내 판매 급증이었고, 실리콘투 역시 아마존이나 자체 글로벌 이커머스 플랫폼 '스타일코리안'을 기반으로 인디 브랜드 제품을 사입하여 유통하였다. 실제로 24년 북미 지역 한국 화장품 수출 성장에는 오픈마켓, 브랜드 공식 웹사이트와 같은 온라인 판매 채널의 기여도가 85%에 달할 정도로 온라인 시장에서의 성장이 두드러졌다. 이에 주로 온라인 판매량 증가가 주목받아왔다.
그래도 오프라인이 훨씬 큰데?	그러나 북미의 온라인 판매 채널에만 주목하기에는 오프라인 판매 채널은 여전히 주요한 시장이다. 미국 화장품 시장은 온라인 채널 비중은 코로나19 팬데믹의 영향으로 급증한 후 해마다 꾸준히 성장하는 모습을 보이고 있지만, 여전히 오프라인 채널의 비중이 70% 정도를 차지할 정도로 압도적이다. 알타 뷰티, 세포라, 타깃, 코스트코 등 오프라인 판매 채널은 여전히 미국 화장품 시장의 중심이다.
백문이 불여일견: 오프라인 선호 이유	소비자들이 여전히 오프라인 매장을 찾는 것은 직접 체험, 제품 테스트에 대한 선호 때문이다. 온라인에서 화장품을 구매한다면 화장품을 직접 체험해볼 수 없다. 그러나 소비자들은 화장품이라는 제품 특성상 피부에 직접 닿기 때문에 질감, 점성, 색감, 향 등의 요소들을 중시한다. 개인마다 취향과 피부 특성에 따라 원하는 화장품이 제각각이기 때문에 화장품 직접 체험의 중요성은 더욱 강조된다. 오프라인 판매 채널은 샘플을 제공하거나, 일부 제품을 체험할 수 있게 하여 소비자의 선호를 반영한다.
오프라인 매장이 주는 즉시성과 신뢰감	구매의 즉시성과 오프라인 매장이 주는 신뢰감 또한 오프라인 매장 선호의 이유이다. 소비자들은 배송을 기다릴 필요 없이 원하는 제품을 오프라인 매장에서 구매하여 바로 사용할 수 있다. 또한 오프라인 매장은 정식 유통·진열된 브랜드 제품만 취급하고, 직접 제품의 품질에 대해 체감할 수 있기 때문에 소비자에게 신뢰를 준다. 이러한 오프라인 매장의 특성은 소비자의 높은 만족도와 직결된다.
매장 쇼핑 인증은 Z세대의 필수 덕목	Z세대와 같은 젊은 층들은 오프라인 매장에서의 쇼핑 경험을 특별하게 여긴다. Z세대는 다른 세대에 비해 온라인 쇼핑에 익숙하지만, 직접 제품을 대면하는 경험을 중요시하는 세대이기도 하다. 트렌드에 민감한 Z세대는 매장 방문이나 인기 브랜드 제품 구매 경험을 공유하며 사회적으로 상호작용한다. Z세대에게 오프라인 매장은 단순 구매 공간이 아니라, 포토존, 팝업 이벤트 등 체험형 이벤트가 결합된 '놀이 공간'으로 진화하고 있다. 이에 맞춰 오프라인 매장과 유통사는 Z세대 사이에서 유행하는 K-뷰티 화장품을 기민하게 도입하여 Z세대의 '온라인→오프라인→SNS 재확산'의 소비 여정을 지원한다.
오프라인 채널 확장은 K-뷰티의 Upside	소비자들은 여전히 여러 이유로 오프라인 화장품 매장을 선호하고 있으며, 오프라인 시장을 무시할 수 없을 것으로 보인다. 그러나 한국 화장품의 미국 시장 침투율은 대부분 온라인 판매 채널, 특히 오픈마켓에 편중되어 있다. K-뷰티의 미국 흥행은 오프라인 채널에서도 드러날 것이다. 여러 브랜드들은 오프라인 채널 유통을 본격화하고 있으며, 아직 미국 시장에서 K-뷰티의 성장 여력은 충분하다.

도표 4-3. 미국 화장품 채널 유형별 비중



출처: Euromonitor, SMIC 3팀

도표 4-4. 24년 판매 채널별 한국 화장품 수출 성장 기여분



출처: TRASS, SMIC 3팀

4.2. 오프라인? 모스트는 알고 있었다

K-뷰티, 더 이상
온라인 여포가 아냐

온라인에서 K-뷰티 제품에 대한 인기는 오프라인에도 적용된다. 온라인에서 많이 판매되는 제품은 오프라인에서도 응당 수요가 있을 것이고, 온라인에서 인기를 끄는 인디브랜드 입장에서 오프라인 판매 채널로 확장하지 않을 이유가 없다. 코스알엑스, 스킨1004, 조선미녀 등 여러 인디브랜드들은 온라인에서 성공을 맞본 후 현재 코스트코, 알타와 같은 대형 오프라인 유통망에도 진입하였다.

온라인 채널 진출은
쉬운데

그러나 전술한대로 오프라인 채널 침투는 온라인에 비해 현저히 더디게 진행되었다. 인디브랜드가 아마존 등 오픈마켓에 입점하는 데에는 비교적 진입장벽이 낮았다. 아마존은 뷰티 카테고리에 대해 입점 프로세스를 간소화했다. 셀러 계정을 생성하고, 제품 정보를 입력한 후 FDA 규정 준수 서류를 제출하면 제품의 인기와 상관 없이 판매를 시작할 수 있다. 심지어 틱톡 등 SNS 바이럴로 인기가 급상승한 제품들은 추가 검토 없이도 빠르게 입점이 가능했다. 실리콘투와 같은 유통 대행사의 존재와 FBA(Fulfillment by Amazon)는 중소 인디브랜드가 미국 시장에 진입하는 것을 더욱 쉽게 만들었다.

오프라인 채널 진출은
어려워

반면 오프라인 채널 진입에는 높은 진입장벽이 존재한다. 한 오프라인 매장에 입점하기 위해서는 제품당 일정 금액을 지불해야 한다. 이를 슬로팅 피(Slotting Fees)라고 하는데, 많은 제품군을 많은 매장에 입점시키기 위해서는 더욱 많은 슬로팅 피를 지불해야 했다. 또한 오프라인 채널 입장에서도 물리적으로 한정된 매대에 팔리지 않을 상품을 진열하는 것은 손해로 연결된다. 이에 현지 바이어 심사는 엄격하게 이루어졌고, 품질과 흥행이 보장되지 않으면 입점할 수 없었다. 미국에서 K-뷰티에 대한 인기가 올라오고 나서야, 여러 인디브랜드는 오프라인 채널 유통망으로 눈을 돌리기 시작했다.

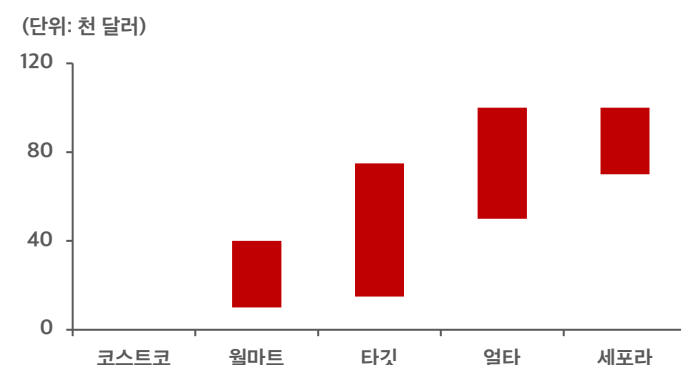
오프라인 채널 진출?
모스트는 하고 있었다

하지만 모스트는 이미 19년부터 미국 현지 코스트코에 인디브랜드 제품을 유통하고 있었다. 모스트의 정다면 대표는 15년 아마존 코리아 창립 멤버로, 뷰티 부문 사업개발을 담당했다. 근무 당시 정 대표는 한국 화장품을 리뷰하는 미국 인플루언서가 있었고, 이로 인해 아마존에서 매출이 증가하는 것을 보고 K-뷰티의 성공 가능성을 발견했다. 특히 미국 대형 오프라인 유통 채널에 정착하는 것이 더욱 승산이 있을 것이라고 판단해, 18년 모스트를 창립하여 북미 오프라인 시장을 겨냥하였다. 정 대표는 한국 화장품들이 잔뜩 담긴 트렁크를 끌고 미국 시애틀에 있는 코스트코 본사로 무작정 찾아가 바이어들에게 직접 제품을 선보였다. 그 결과, 바이어들의 긍정적인 평가와 함께 입점에 성공할 수 있었다.

코스트코에서 사업
확장 중

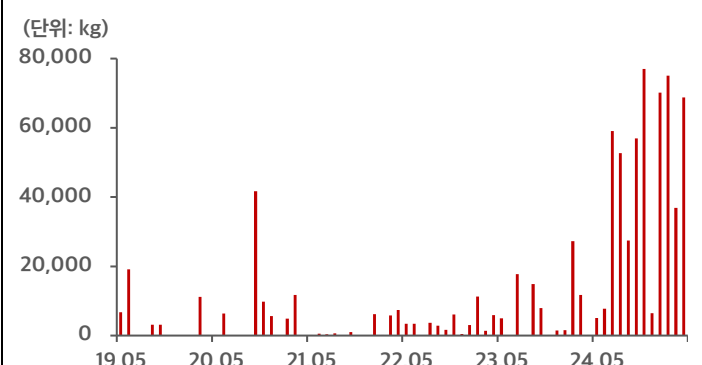
모스트는 19년부터 코스트코에 코스알엑스, 조선미녀의 제품을 입점시킨 것을 시작으로 코스트코 매장에 공격적으로 인디브랜드 제품을 유통하고 있다. 초기에 코스트코 유통망을 확보하며, K-뷰티의 인기가 폭발적인 현재 30여 개 브랜드의 제품을 유통하고 있다. 또한 미국 지역을 중심으로 사업을 시작했지만, 캐나다, 멕시코, 대만, 유럽 일부 지역의 코스트코까지 유통의 범위도 넓혀가고 있다.

도표 4-5. 오프라인 채널별 평균 슬로팅 피



출처: 언론 종합, SMIC 3팀

도표 4-6. 모스트 미국향 선적량 추이



출처: ImportYeti, SMIC 3팀

4.3. 코스트코 유통의 이점 - Why Costco?

왜 모스트는
코스트코를 골랐나

혹자는 의문을 던질 수 있다. 화장품이라면 얼타, 세포라 등 전통적인 화장품 유통 채널에 입점해야 한다고 생각할 수 있다. 그러나 모스트가 초기 진출 교두보로 코스트코를 선택한 전략은 정 대표의 합리적 계산 하 수립되었다. **지금부터 정 대표가 어떤 근거로 코스트코를 선택한 것인지 살펴보자.**

코스트코의 특징:
재고 회전, 대량 매출

코스트코는 연회비를 내고 입장하는 **회원제 창고형 할인점**이다. 24년 기준 전 세계 1억 3,700만 명의 회원을 보유하고 있으며, 미국 내 회원 갱신률은 90%에 달할 정도로 충성 고객을 거느리고 있는 유통 채널이다. 코스트코는 연회비를 지불하고 '본전을 뽑으려는' 고객의 심리를 이용해 재구매와 대량 구매를 유도한다. 이는 코스트코가 재고 회전율을 높이고 단기간에 대량 매출을 올릴 수 있게 한다.

K-뷰티, 코스트코에
딱이야!

코스트코는 고객의 심리를 이용하기 위해 **가성비 제품을 주로 판매하는데, K-뷰티 제품의 '합리적 가격의 고효능' 이미지와 일맥상통한다.** K-뷰티가 트렌드에 올라타기 전 주로 트렌드에 맞는 프리미엄 제품을 입점시키는 얼타, 세포라 등 MBS(Multi Brand Shop) 입점은 쉽지 않았다. 한국 인디브랜드들은 가격-품질 경쟁력이 좋은 상품들을 생산하고 있었고, 모스트는 코스트코의 입맛에 맞는 화장품을 코스트코 측에 제안하여 입점을 성사시킨 것이다. 다른 판매 채널에 비해 SKU(상품 단위)가 월등히 적은 코스트코의 입점을 뚫어냈다는 점에서, 한국 브랜드 화장품의 우월한 가성비를 확인할 수 있다.

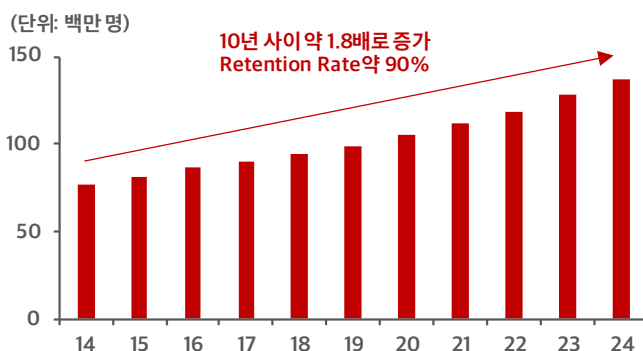
코스트코가 제일
안 남긴다

코스트코는 **가성비 제품을 매입하여 저마진으로 판매하는 정책을 고수한다는 점에서 모스트에게도 유리하다.** 얼타, 세포라 등 화장품 전문 매장은 30~50%, 월마트와 타깃 등 대형마트는 20~30%의 마진 구조를 취하는 것과 달리, 코스트코는 정책상 최대 14~15%의 낮은 마진을 취한다. 동일한 품목에 대해 마진을 소비자에게 전가한다면, 판매 채널의 가격 경쟁력이 떨어질 것이다. 그래서 판매 채널은 우선적으로 비용을 벤더사에 전가하게 되는데, 중간 벤더 역할을 하는 모스트 입장에서는 다른 판매 채널에 유통하는 것보다 마진을 적게 남기는 코스트코에 납품하는 편이 순이익 확보에 유리하다. **또한 코스트코는 다른 오프라인 판매 채널과 달리 슬로팅 피를 부과하지 않아 비용 부담이 더욱 적다.**

중소 인디브랜드도
단기간 매출 극대화

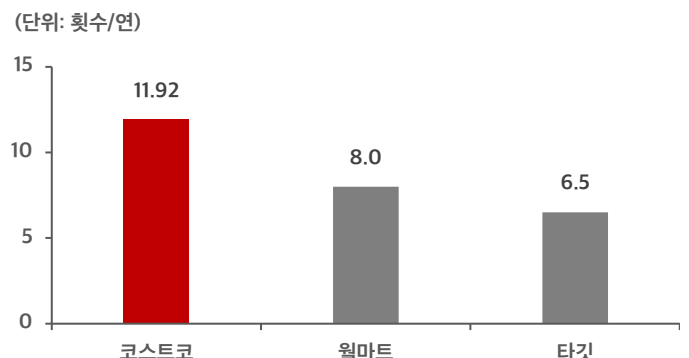
코스트코가 타 채널보다 저가로 상품을 대량 판매한다는 점 또한 모스트와 인디브랜드에게 **이점으로 작용한다.** 코스트코는 대형 창고의 형태로 물품을 판매하기 때문에, 한 품목을 매장당 300~400개씩 대량으로 매입한다. **중소 인디브랜드 입장에서 한 번에 대량의 매출이 보장되는 것이기 때문에 모스트가 뚫어놓은 유통망을 통해 단기간에 매출을 극대화할 수 있다.** 저가로 판매되는 화장품들은 소비자의 구매 욕구를 유발하여 많은 판매량으로 이어질 것이다. 특히 미국인의 소비 패턴상 저장 공간에 물품을 쌓아놓고 사용하는 경우가 많아, 대량 구매로 이어져 재고 회전율을 높일 것이다. 또한 모스트는 소규모 유통채널에 소량씩 납품하는 것보다 적은 비용으로 대량 판매하며 운영 효율성을 강화한다.

도표 4-7. 전 세계 코스트코 회원 수 추이



출처: Statista, SMIC 3팀

도표 4-8. 미국 판매 채널별 재고 회전율



출처: GuruFocus, SMIC 3팀

중소 브랜드 노출도
향상에도 효과적

코스트코가 이벤트성 위주의 판매 채널인 것도 선택의 이유가 된다. 얼타나 세포라와 같은 전통적 판매 채널들은 한 브랜드의 제품을 입점시키면 오랜 기간동안 가져가는 경우가 많다. 따라서 하나의 브랜드를 입점시킬 때 많은 고민을 하는 편이다. 특히 K-뷰티 붐이 오기 전에는 지속적인 판매를 위해 브랜드의 인지도를 중요시했기 때문에, 인디브랜드는 당연하게도 얼타, 세포라에 입점할 수 없었다. 그러나 코스트코는 한정된 SKU에 고품질의 화장품을 엄선해 단기 이벤트성, 시즌성, 한정판 중심으로 빠르게 진열·판매한다. 이런 점에서 정 대표는 코스트코에 입점하는 것이 더 유용할 것이라고 판단했다. 인디브랜드는 코스트코에서 진행되는 이벤트로 단기간에 인지도, 노출도를 올릴 수 있었다.

코스트코는 아무거나
받지 않는다

코스트코가 한정된 SKU를 입점하여 대량 판매와 빠른 재고 회전을 추구하기 때문에 상품의 품질과 가격 경쟁력에 대한 검증 절차는 엄격할 수밖에 없다. 한정된 공간에 놓여진 상품이 최대한 빠르게, 많이 팔려야 하기에 코스트코는 자신들의 철칙에 맞는 상품이 맞는지 까다롭게 확인한다. 그 사정을 정확하게 알고 있었던 정 대표는 코스트코의 철칙에 맞는 제품을 적절하게 발굴하여 제시하였다.

코스트코에 입점
→ 신뢰감 상승

그렇기 때문에 브랜드가 코스트코에 입점했다는 사실은 타 오프라인 판매 채널 바이어에게 강력한 레퍼런스가 된다. 바이어들은 코스트코의 간간한 검증 과정에 대한 신뢰를 가지고 있으며, 코스트코에서 대량·반복구매가 검증된 브랜드라면 다른 오프라인 매장에서도 통할 것이라 생각한다는 것이 시장의 주된 의견이다. 실제로 전술한 것처럼 모스트가 19년 코스트코에 입점시킨 브랜드들은 현재 다른 오프라인 채널에서도 찾아볼 수 있다. 또한 모스트 입장에서는 대량 공급 역량과 탁월한 브랜드 발굴 능력을 입증할 수 있다. 미국 진출의 교두보로 코스트코를 선택한 전략은 확장성도 기대해 볼 만하다.

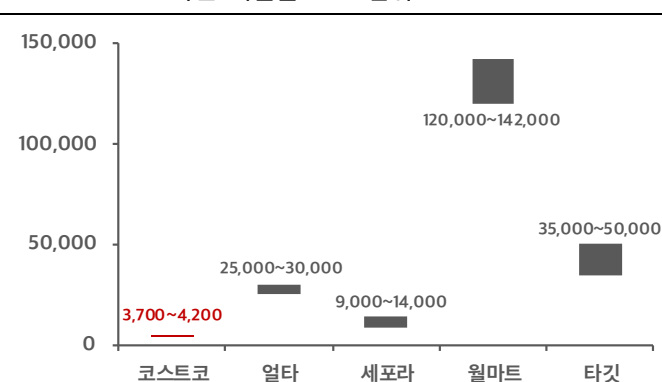
모스트는 코스트코를
백분 활용 중

이렇게 모스트는 코스트코가 오프라인 판매 채널로서 가지는 성격을 활용하여 인디브랜드와 동반 성장을 추구하고 있다. 그렇지만 모스트가 단순히 '화장품을 사입하여 유통하는 업체'는 아니다. 유통 과정에서 제품을 미국에 맞춰 현지화한다. 상품을 영어로 번역하는 것을 넘어, 미국의 정서가 반영된 '뷰티 언어'로 번역한다. 예를 들어, '미백'을 'Whitening'으로 직역하는 것이 아니라, 미국인의 선호에 맞춰 'Brightening'으로 적절히 번역한다. 미국 시장에서 '팔리는 언어'로 제품을 재해석하는 것이다.

현지화? 모스트는
Costco화!

설명한 현지화가 다른 벤더사나 브랜드들도 능히 할 수 있는 일이라면, 모스트는 한 단계 더 나아가 코스트코가 가지는 특징에 맞춘 현지화를 진행한다. 모스트는 코스트코의 입맛을 파악하여, 화장품을 대용량 기획팩으로 구성하거나 여러 제품, 혹은 같은 제품을 한꺼번에 패키징하여 납품하였다. 코스트코가 직접 상품 패키징을 기획할 필요 없이, 상품 패키지를 받아 운반하여 그대로 매대에 진열하여 판매하기만 하면 된다. 또한 모스트는 대형 창고 같은 코스트코 매장에서 미국 소비자의 눈에 띄는 디자인을 만들기도 한다. 이는 '코스트코 화장품 유통사'로서 모스트의 입지를 공고히 한다.

도표 4-9. 오프라인 채널별 SKU 범위



출처: 각 사, 언론 종합, SMIC 3팀

도표 4-10. K-뷰티 브랜드 현지화 예시

<p>모스트 화장품 패키지 출시</p>	<p>현지에 맞는 뷰티 언어로 번역</p>
<p>미국 소비자들의 대용량 기획팩, 멀티팩 구성 선호 반영</p>	<p>미백을 'Brightening'으로 번역해 인종적 이슈 기피</p>

출처: Costco, Auna, SMIC 3팀

4.4. 기회의 땅, 오프라인 유통 채널

꿀 향기 맡고 모이는 유통사들

K-뷰티의 흥행에 맞춰 오프라인 판매 채널에서 기회를 포착한 것은 모스트뿐이 아니다. 모스트와 비슷한 시기 화장품 유통 사업을 시작한 '쏘피컴퍼니'와 '한성USA'는 MBS나 대형마트에化妆품을 유통하고 있으며, 코스트코에도 일부 유통하고 있다. 23년에는 같은 사업을 영위하는 '언락드브랜드'가 설립되어 현재 타깃, 월마트 등에化妆품을 유통한다. 또한 온라인 판매 유통망을 책임지던 실리콘투 또한 오프라인 유통에 뛰어들었고, 올리브영도 미국 오프라인 시장 진출을 준비하고 있다. K-뷰티 흥행의 수혜를 본 아누아와 같은 브랜드들은 자체적으로 오프라인 판매 채널에 유통하기도 한다.

코스트코 벤더 포지션 : 유리한 위치 선점

먼저 모스트가 선점한 코스트코 벤더의 포지션은 상당히 유리하게 작용할 것으로 보인다. 전술했듯 코스트코 유통 업력은 모스트의 대량 납품 역량의 레퍼런스가 될 것이고, 파트너십을 맺은 인디브랜드를 코스트코에서 검증한 후 타 오프라인 채널로 입점시키기에도 용이하다. 또한 코스트코와 19년부터 유지해 온 긴밀한 파트너십은 새로 코스트코에 입점하려는 중소 인디브랜드들로 하여금 모스트를 찾게 만들 것이다. 새로운 브랜드의 입점 역시 모스트의 성장 동력이 될 것이다.

코스트코 유통량이 꺾이지 않을 것

쏘피컴퍼니와 한성USA도 코스트코에 제품을 유통하고 있다. 그러나 이는 K-뷰티의 수요가 급증하여 다양한 K-뷰티 제품이 미국 오프라인 채널에도 확산되며 유통사도 다변화된 것으로 보인다. 이는 모스트의 성장세가 꺾일 것임을 의미하진 않는다. 코스트코에 입점하는 브랜드의 수가 계속해서 많아지는 상황에서, 코스트코에 입점한 화장품 유통사들은 동반 성장할 것이다. 코스트코의 매대에서 모스트가 유통한 브랜드의 제품을 보는 일은 더 많아질 것이다.

코스트코만 하나까, 이익률에서 이점!

전술했던 코스트코의 마진 구조상, 경쟁사에 비해 코스트코 노출도가 큰 모스트는 이익률 면에서 유리하기도 하다. 쏘피컴퍼니와 한성USA는 다른 오프라인 판매 채널에도化妆품을 유통하고 있으며, 코스트코 노출도는 작은 편이다. 모스트는 계속해서 코스트코에 유통하며 매출액 대비 높은 이익률을 낼 것이며, 다른 브랜드에 투자할 여력이 생기게 된다. 모스트는 확보한 이익을 통해 더욱 공격적으로 브랜드들의 제품을 사입하여 추가적으로 오프라인 채널에 침투할 수 있다.

언락드브랜드, 아직은 아니야

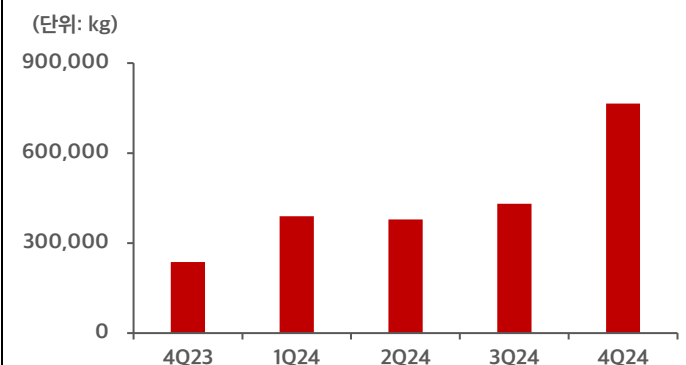
시장에 진입한지 얼마 되지 않은 언락드브랜드는 단기적으로 모스트의 경쟁자가 되기 힘들 것으로 보인다. 언락드브랜드는 신생이거나 미국 시장에서 검증이 미완료된 브랜드를 오프라인 대형 매장에 유통하는 전략을 펼치고 있다. 24년 초기 진입에는 성공했지만, 매출 부진 시 매장에서 퇴출 당할 위험성이 있다. 브랜드 발굴 및 대량 유통 역량을 인정받은 모스트와 달리 장기적으로 미국 오프라인 시장에서 역량을 검증받아야 할 것이다. 온라인에 비해 오프라인 유통 레퍼런스가 다소 부족한 실리콘투 역시 같은 이유로 오프라인 채널 유통 역량을 검증해내야 할 것이다.

도표 4-11. 미국 오프라인 화장품 채널 유통사 현황



출처: 각 사, SMIC 3팀

도표 4-12. 유통사 3사(모스트, 한성, 언락드) 선적량 합계



출처: ImportYeti, SMIC 3팀

올리브영, 실리콘투는 오프라인 채널과 경쟁 자체 판매 채널을 직영하는 유통사는 직접적인 경쟁자로 보기 힘들다. 올리브영은 25년 2월 LA에 현지 법인을 설립하고 오프라인 매장 계획을 발표했다. 실리콘투 역시 자체 오프라인 매장인 모이다를 미국 현지에 2개점 오픈했고, 오는 3분기 3호점 오픈이 예정되어 있다. 이들은 실제 매장을 내고 제품을 유통·판매하기 때문에 이들의 실질적인 경쟁자는 현지 오프라인 판매 채널로 보는 것이 적절하다. **직접 판매 없이 오프라인 채널에 공급만 하는 모스트 등의 유통사와는 엄연히 구분되어야 한다.**

아직 유통사가 필요한 브랜드가 더 많다 최근에는 브랜드가 중간 유통사를 거치지 않고 자체적으로 오프라인 채널에 유통하는 사례도 있다. K-뷰티 성장 국면에서 덩치를 키워 온 일부 브랜드들은 직접 대형 오프라인 채널에 유통할 수 있는 역량을 갖춘 것으로 보인다. 그러나 아직 대부분의 인디브랜드는 유통사 없이 대형 오프라인 채널에 공급할 만한 역량이 갖춰져 있지 않다. 심지어 미국에 진출하는 중소 브랜드, 신생 브랜드의 수가 지속적으로 증가하고 있기 때문에 모스트를 포함한 유통 전문사에 대한 수요는 견조할 것이다.

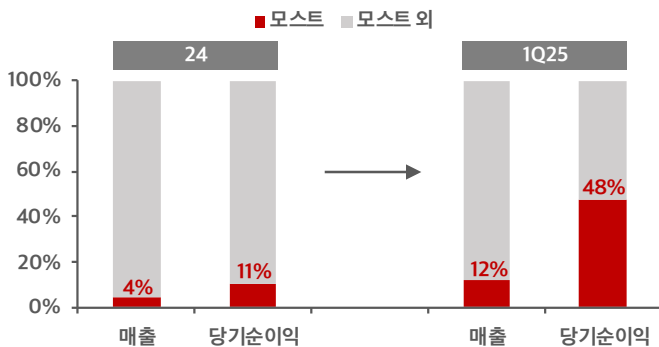
경쟁 심화? 다같이 크면 되잖아 유통사의 수가 많아지며 경쟁이 심화될 것으로 보이긴 하지만, 단기적으로 미국 오프라인 판매 채널 침투율이 빠르게 증가하며 유통사들은 동반 성장하고 있다. 모스트를 비롯한 유통사는 대부분 매출 성장을 이뤄내고 있으며 K-뷰티의 성장에 발 맞추어 유통사들의 매출도 성장할 것으로 보인다. K-뷰티 열풍이 지속되고 있는 현재, ‘파이 나누기’가 아닌 ‘파이 키우기’에 집중할 때 이다. 또한 장기적인 경쟁에 뒤처지지 않기 위해서는 적극적인 공급 채널 및 브랜드의 다변화가 중요할 것으로 보인다.

4.5. 동사 이익 성장은 모스트가

동사의 이익 성장, 모스트가 할게 앞서 [기업분석]에서 언급한대로, 모스트는 동사의 매출 비중 대비 높은 순이익 비중을 보인다. 1Q25 기준 모스트의 당기순이익은 44억 원으로, 동사가 인수한 지 1년도 되지 않은 시점에 동사의 수익성 개선에 크게 관여하고 있다. 이는 모스트의 이익 창출 역량을 단적으로 보여주며, 모스트가 동사의 알짜 사업부라는 사실을 뒷받침한다. **하지만 모스트의 본격적인 성장은 이제부터 시작이다.**

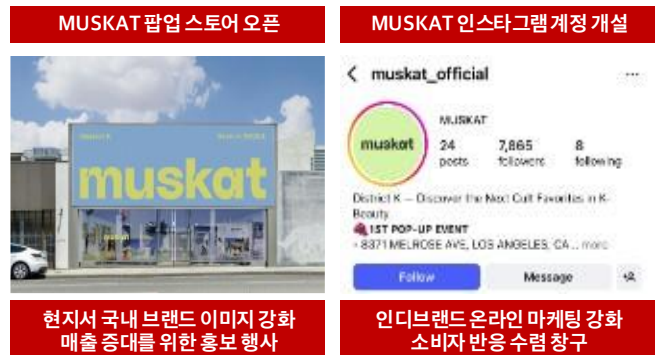
판매 채널, 국가 확장 기대 모스트는 미국 현지 법인 ‘MUSKAT(이하 머스캣)’을 설립하여 현지 사업을 확장할 계획에 있다. 머스캣은 오는 6월 5일에서 10일 LA 할리우드에서 멀티 브랜드 팝업 스토어를 오픈한다. 이는 모스트의 미국 사업 확장 의지를 보여주며, 현지 마케팅을 강화하려는 움직임으로 보인다. **또한 코스트코 이외에 얼타, 월마트와도 협업을 논의하며 공급 채널 다변화를 꾀하고 있다.** 유통 채널뿐만 아니라 유통 국가 또한 다변화되고 있다. 모스트는 25년 제대로 된 유통 채널이 없는 대만에 있는 코스트코 전매장에 브이티의 ‘리틀샷’을 입점시켜 런칭하자마자 완판시켰다. K-뷰티의 사각지대까지 모스트가 공략한다면, 모스트의 이익 성장세는 더욱 가팔라질 것이며, 동사의 수익성도 더욱 빠르게 개선될 것이다.

도표 4-13. 동사 매출, 당기순이익 중 모스트 비중



출처: DART, SMIC 3팀

도표 4-14. 모스트 미국 현지 법인 MUSKAT



출처: MOST, SMIC 3팀

5. 가치주의 교과서 - 투자포인트 ②

[투자포인트 2]를 본격적으로 들어가기 전, [Introduction]를 복기해보자. 좋은 기업은 ① 탁월한 BM으로부터 창출되는 현금흐름, 그리고 ② 그 현금을 통해 이루어지는 주주환원이 필수적이다. 이 뿐만 아니라, ③ 기업의 BM이 '성장성'을 갖추어야 비로소 주가의 상승으로 이루어진다는 것을 확인하였다. 이에 본서의 [투자포인트 1]은 먼저 동사의 자회사, 모스트 BM의 성장에 초점을 두어, 주가 상승의 필요조건을 갖춘 것을 증명하였다. **이제 나머지 조건들을 증명할 차례이다.**

따라서 [투자포인트 2]에서는 먼저 폰드 그룹 별도 BM과 모스트 이외의 자회사들에 집중하여, 이후에도 안정적인 현금흐름이 창출될 것임을 보여준다. 이후 동사의 경영진 역량에 주목하여 잉여 현금을 활용한 동사의 효율적 자본 배치로 만들어지는 지속적인 성장 곡선을 보인다. 마지막으로, 모회사인 대명화학을 중심으로 지배구조를 들여다보며, 동사는 배당과 같은 주주환원을 할 수밖에 없음을 입증하고, 자회사 구조에 따른 디레이팅이 동사에겐 무의미함을 보일 것이다.

5.1. 좋은 BM: 성장하는 Cash Cow, 언더웨어 & 어패럴

동사의 본업: 패션

동사의 본업이자, 기업의 근간은 **패션 사업**이다. 패션 사업은 크게 언더웨어와 속옷 외 의복을 의미하는 어패럴로 나누어볼 수 있다. 이러한 패션 산업은 1Q25 기준 매출 비중 82%로, 모스트의 등장에도 불구하고 아직 동사의 매출 대부분을 차지하고 있다. 패션 사업은 K-뷰티 시장에 비해 성장성은 뒤떨어지지만, 지속적인 매출을 발생시키는 Cash Cow로 여겨진다. **동사의 경우에는 이러한 현실에 안주하지 않고 적극적으로 새로운 브랜드를 확보하거나 패션 자회사 인수로 큰 성장을 도모하고 있다.**

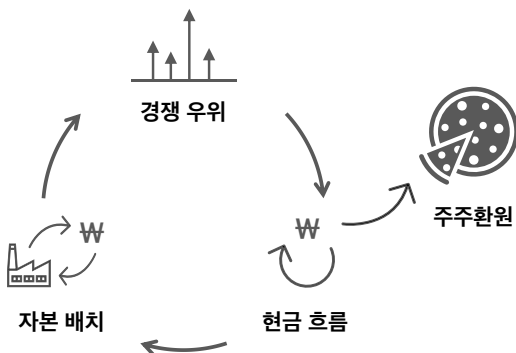
안정적 Cash Cow: 언더웨어

먼저 동사의 전통적인 본업, 언더웨어 사업에 대해 살펴보자. 언더웨어는 크게 남성용과 여성용 시장으로 나누어 볼 수 있다. 여성용 시장의 경우 경쟁자가 많고 세분화되어있어, 동사는 남성용 언더웨어 시장을 주력으로 한다. **남성용 언더웨어의 경우, 브랜드별 원단은 모두 같으며 단지 붙이는 브랜드 택만 바뀌어 판매된다.** Adidas 언더웨어와 Calvin Klein 언더웨어가 사실은 동일한 원단으로 만들어지는 것이다. 이러한 언더웨어의 주 유통처는 홈쇼핑이며, 그렇기에 여행, 음식과 같은 다른 상품이 홈쇼핑에 많이 들어오는 4분기에 매출액이 역성장하는 특징을 가지고 있다.

언더웨어의 왕

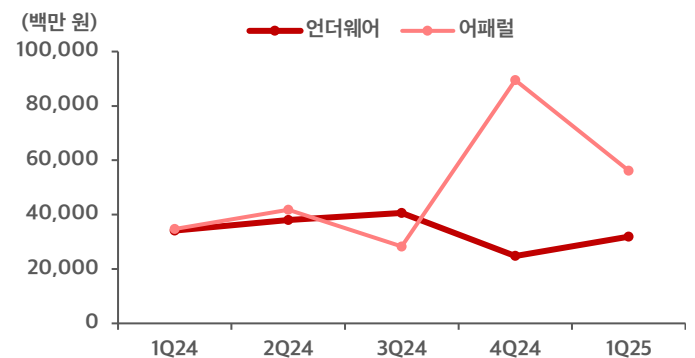
남성용 언더웨어 시장에서 동사는 시장 점유율 80% 이상을 차지하는 절대강자이다. 이는 브랜드간 품질 차이가 없는 시장 특성에 기인한다. 이에 따라 '무슨 브랜드와 라이선스 계약되어 있는지?'보다 '어떻게 원가를 절감할 수 있을까?'가 가장 중요한 경쟁력이다. 동사가 시장에서 독점적 지위를 가진 만큼, 원재료를 다량으로 매입할 수 있어 원가 절감에 큰 강점이 있다. 이에 따라 동사는 Calvin Klein, Adidas, Puma와 같은 거의 모든 속옷 브랜드와 계약이 되어 있다. **트렌드를 타지 않는 시장 특성 상 급격한 성장을 기대할 수는 없지만, 안정적인 실적은 보장되었다.**

도표 5-1. 기업의 선순환 구조



출처: 한국형 가치투자, SMIC 3팀

도표 5-2. 1Q24~1Q25 동사 언더웨어 & 어패럴 매출액



출처: 동사 IR, SMIC 3팀

성장하는 Cash Cow: 언더웨어가 안정적인 실적을 담당한다면, 어패럴은 실적의 성장까지 바라본다. 어패럴 사업은 주로 여러 브랜드의 라이선스 계약 후, 외주를 통해 제작, 동사가 다시 유통하는 구조이다. 예를 들어, 동사가 Adidas와의 라이선스 계약을 맺은 후 Adidas의 첨단 소재가 들어간 옷들을 대신 만드는 것이 아니라, 그냥 동사가 만든 티셔츠에 Adidas 로고를 붙여 판매하는 것이다. 이러한 제품들은 주로 대형마트에서 찾아볼 수 있다. 이런 사업은 가격을 크게 올리지 못해 마진이 적다. 따라서 동사는 라이선스 사업 외에, IP를 직접 사와 자체 브랜드를 키우는 사업을 시작하였다.

동사의 핵심작 - 슈퍼드라이 그 중 동사가 현재 가장 주목하고 있는 브랜드는 ‘슈퍼드라이’이다. 슈퍼드라이는 03년 영국에서 론칭된 브랜드로, 영국의 빈티지 스타일과 일본의 스트리트 스타일, 그리고 아메리칸 캐주얼을 융합한 스타일을 구사한다. 동사가 해당 브랜드에 주목하는 이유는, 슈퍼드라이가 이전 한국에서 성공했던 브랜드들의 논법을 철저히 따르고 있기 때문이다. 그 논법은 ‘이전에는 글로벌 트렌드를 주도했지만, 한동안 시장에 잊혀진 후 다시 아시아에 맞게 리브랜딩되어 재도약하는 것’이다.

성공논법 사례 ① ‘LEE’ 대중들에게 가장 알려진 이러한 케이스가 바로 브랜드 ‘Lee’이다. 미국 데님 캐주얼 브랜드인 Lee는 89년부터 출범하여 글로벌적으로 선풍적인 인기를 끌었지만, 00년도 초반부터 트렌드에 벗어나 주목받지 못했다. 그러나 21년 한국의 배럴즈라는 기업이 라이선스를 획득, 국내에 맞추어 오버핏, 크롭 기장, 빈티지 워싱과 같은 뉴트로 트렌드로 브랜드를 리브랜딩하였다. 그 결과, 21년 매출액 약 250억 원에서 24년 기준 약 860억 원으로 급격한 실적 성장을 기록하였다.

성공논법 사례 ② ‘마리떼’ 동사의 모회사인 대명화학 또한 동일한 논법을 가진 브랜드, ‘마리떼 프랑수와 저버 (마리떼)’를 성공적으로 이끈 경험이 있다. 마리떼는 72년 프랑스에서 시작된 데님 브랜드로 90년대 ‘저버’라는 이름으로 글로벌 트렌드를 이끌다가 00년대 인기가 급감하였다. 19년 국내 기업 ‘레이어’가 해당 라이선스를 확보하였으니 처음에는 크게 성공하지 못했다. 그러나 20년 대명화학이 레이어를 인수하며 마리떼 또한 본격적으로 리브랜딩을 시작, 그 결과는 놀라웠다. 22년 기준 매출액 350억 원에서 23년 매출액 1,000억 원을 돌파하며 마리떼는 완벽하게 부활하였다.

슈퍼드라이의 성공은 필연적 모기업의 이러한 노하우와 함께, 동사는 현재 슈퍼드라이의 재도약을 바라보고 있다. 슈퍼드라이 역시 00년대 후반에는 ‘런던에선 2m마다 슈퍼드라이를 볼 수 있다.’라는 말이 있을 정도로 국민 브랜드였다. 그러나 이후 트렌드에 따라가지 못하였고, 23년 3월 동사가 아시아, 태평양에 판매할 수 있는 IP 권한을 인수하였다. 이후 동사는 아시아 니즈에 맞게 리브랜딩 후, 24년 7월 홍대에 오프라인 1호점을 런칭하며 본격적으로 확장하기 시작하였다. 25년 5월 기준 점포 23개로 국내 규모를 빠르게 확장하고 있으며 동남아에도 유통을 시작, 성장 궤도에 안착하였다.

도표 5-3. 25년 기준 동사와 계약 브랜드

언더웨어 계약 브랜드	패션 계약 브랜드
Calvin Klein adidas	SUPERDRY®
MILLET Kappa	adidas BBC
DKNY LACOSTE	FIFA OFFICIAL LICENSED PRODUCT earth
montbell	SPYDER HUGO
EMPORIO ARMANI	PUMA BUCKAROO
	UNITED COLORS OF BENETTON Kappa

출처: 동사 IR, SMIC 3팀

도표 5-4. Lee, 마리떼, 슈퍼드라이 구조도

	런칭 시기 / 장르	트렌드 주도 시기	국내 리브랜딩 기업	브랜드 부활 시기
LEE	89년 미국 / 데님	~00년 초반	배럴즈	21년~
마리떼 프랑수와 저버	72년 프랑스 / 데님	~99년	레이어 (대명화학)	22년~
슈퍼드라이	03년 영국 / 빈티지	~00년 후반	동사	24년~

출처: SMIC 3팀

또 다른 성장 Driver 자사 브랜드 확보 이외에도, 브랜드를 이미 보유한 기업을 인수하는 방식을 통해 성장하기도 한다. 동사의 패션 자회사 중 가장 기대를 많이 받는 회사는 바로 '브랜드 유니버스'이다. 브랜드 유니버스는 미국 스포츠웨어 브랜드 'SPYDER'의 판권을 중심으로 운영하는 기업이다. 이전까지는 동사와 인연 없이 운영하였지만, 코로나 이후 매출 둔화로 영업 손실을 경험하여 23년 동사에게 200억 원을 대여받고 전략적 제휴 관계로 운영되었다. 그 후 이러한 파트너십이 효과를 발휘하자 24년 10월 동사는 브랜드 유니버스의 지분 50.01% 인수, 연결 자회사로 편입하였다.

한화의 돌풍에 올라타 현재 브랜드 유니버스는 한화 이글스와 함께 훨훨 날아가고 있다. SPYDER는 24년 1월, 국내 프로야구팀 한화 이글스와 스폰서십 계약을 맺고 유니폼과 같은 의류들을 제작, 유통을 시작했다. 이 덕에 2Q24부터 흑자 전환에 성공했지만, 그것은 성장의 서막에 불과했다. 원래는 낮은 성적으로 팬들에게 실망감을 안겨왔던 한화 이글스가 25년 높은 성적을 기록하기 시작하자, 팬들은 지갑을 열기 시작했다. 브랜드 유니버스의 25년 5월 매출액은 YoY 약 66% 수준으로 상승하며 이러한 현상이 실적으로 그대로 드러나고 있다. 프로 배구단인 현대캐피탈과의 스폰서십, 그리고 추가적인 SPYDER 해외 판권 확보 계획을 드러내며 향후 실적 기대감을 증폭시키고 있다.

화수분형 BM의 조건 실적이 상승한다고 해서 그 이익이 곧바로 현금흐름으로 이어지는 것은 결코 당연하지 않다. 이익으로 창출된 현금이, 실적 유지를 위해 대규모의 CapEx와 같이 재투자된다면 이익잉여금은 쌓일 수 없다. 반도체 산업과 같이 시대의 흐름에 항상 따라가야 하는 산업이 이와 같다. 반면, 실적을 유지하는데 필요한 자본 배치가 거의 전무하여, 이익잉여금이 사내에 그대로 유보되거나 주주 환원에 쓰이는 BM은 일명 '화수분형' BM으로 불린다. 화수분형 BM을 영위하는 기업들은 실적이 이익잉여금으로 그대로 연결되어, 1년 안에 현금화할 수 있는 자산인 당좌자산의 증가로 이어지는 구조를 가진다.

동사의 BM이 바로 동사가 영위하는 의류 라이선스 사업이 가장 대표적인 화수분형 BM이다. 동사가 분할되기 이전, 코웰 패션의 이익잉여금과 당좌자산, 그리고 주당배당금 추이를 확인해보자. 세 지표 모두 아름다운 우상향을 보여주고 있다. 이러한 모습을 보일 수 있는 가장 큰 이유는 대규모의 CapEx가 전혀 필요하지 않기 때문이다. 의복 제조는 모두 공장에 외주를 맡기기에, 공장설비와 같은 유형 자산이 필요가 없다. 물류창고 또한 동사는 전북 김제에 1곳 외엔 모두 외부와 계약을 통해 마련되어 있다. 이런 외주는 모두 비용으로 처리되기에, 비용을 제한 이익은 모두 현금으로 이어진다.

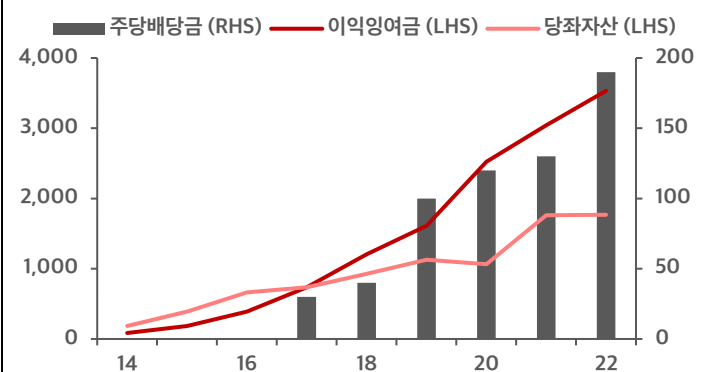
IP 확보를 위한 투자도 동사에게 가장 큰 자본 배치는 IP 확보이지만, 이 또한 사소한 수준이다. 실적을 유지하는 데엔 IP를 인수하는 것보다 하나의 IP를 성장시키는 무형의 역량이 더욱 중요하다. 이는 돈을 투자한다고 이루어지는 것이 아니기에 CapEx같이 대규모 자본이 투자되지 않는다. 이에 동사는 1Q25 별도 기준으로도 영업활동현금흐름 약 90억 원을 기록, 자본 배치에 충분한 현금을 확보 중이다.

도표 5-5. 25년 5월 (1~18일) 매출액 및 YoY 성장률

스포츠 브랜드 7곳 매출액 및 성장률		
(단위: 백만 원)	25년 5월 매출액	YoY 성장률
SPYDER	6,290	66.2%
SKECHERS	16,800	18.4%
DESCENTE	16,260	12.9%
DYNAFIT	7,350	-8.3%
FILA	5,170	23.1%
MIZUNO	3,340	17.5%
PUMA	3,190	40.6%

출처: 언론 종합, SMIC 3팀

도표 5-6. 분할 전 코웰패션 이익잉여금, 당좌자산, 주당배당금



출처: DART, SMIC 3팀

5.2. 유능한 경영진: Pond - Midas Investment - Group

Next Step: 현금 배치 충분한 현금 흐름이 유지된다면, 다음 단계는 그 현금을 적절히 배치하는 것이다. 대표적으로 주주환원과 M&A와 같이 사업에 재투자하는 방식으로 자본 배치를 이루어낸다. **폰드그룹은 이러한 자본배치의 Specialist이다.** 분할 전 코웰 패션에서부터 주주환원은 물론 사업 인수와 같은 재투자도 적재적소에 수행했다. 슈퍼드라이나 모스트, 브랜드 유니버스 또한 재투자의 산물인 것이다.

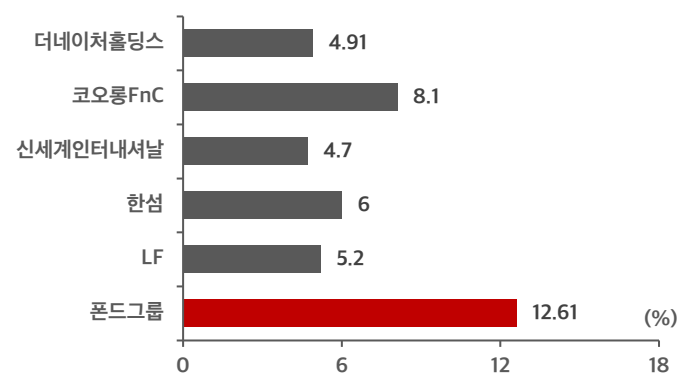
동사는 자본배치 Specialist 이러한 동사의 자본 배치 역량은 Peer들간의 ROE 비교로도 확연히 드러난다. 동사의 Peer는 패션 라이선스 위주로 국내 매출비중이 높은 기업들로 선정하였다. 더네이처홀딩스, 코오롱 FnC와 같은 기업들이 동사의 Peer인 것이다. **동사의 ROE는 약 12.6%에 달하는 반면, Peer들의 평균 ROE는 약 5.7% 수준밖에 되지 않는다.** 동사와 Peer와의 부채비율이 70~90%로 매우 유사하다는 것을 고려하면, 이러한 ROE 차이는 순전히 자본 배치 능력에 따른 것으로 해석할 수 있다.

자본 배치는 경영진의 능력 이렇게 뛰어난 자본 배치의 원천은 단연코 동사의 투자 방식과 경영진 역량이다. 동사의 투자 방향성은 동사의 창업자인 이순섭 회장이 제시한다. 이순섭 회장은 고려대학교 심리학과 출신으로, 신세계 그룹에서 9년간 의류 바이어로 재직하다 코웰패션을 창업한 전문 경영인이다. **이순섭 회장의 투자 스타일은 자본을 내부에 유보하지 않고, 신사업 유치와 브랜드 확보를 통해 적극적으로 성장 동력을 확보하는 것이다.** M&A를 할 때도 무턱대고 인수하기보단 자금 대어 형태의 전략적 협업을 한 후, 실제 동사에게 보탬이 될 수 있는 사업만을 인수하여 타율이 높다.

창업주가 비전 제시 경영진이 실무로 연결 창업자가 비전을 제시하면, 그 비전을 현실로 만드는게 바로 경영진과 이사진이다. 동사의 경영진은 임종민 대표와 김유진 대표로 이루어져있다. 두 대표 모두 20~30년간 패션 업계에 종사한 패션 분야 전문가이다. **임종민 대표는 경영을 총괄하여 경영 전략 전반과 시스템을 구축하며, 김유진 대표는 영업과 생산과 같은 사업 운영 측면을 총괄하는 방식으로 경영한다.** 이러한 전문 경영인의 시선으로 이루어지는 컨설팅과 M&A는 매우 효과적으로 발현됐다. 동사의 이사회 또한 이 두 대표와 법률, 금융 전문가인 사외이사 2인으로 구성되어 있어 균형잡힌 모습을 보여준다.

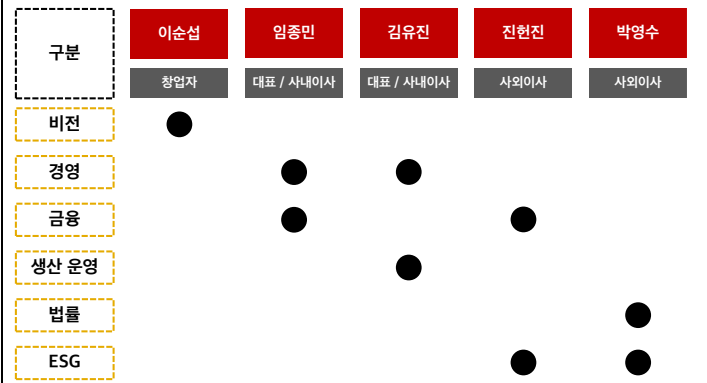
경영진의 능력 입증 사례 동사 경영진의 운영 능력이 돋보인 사례가 바로 전술한 브랜드 유니버스다. 브랜드 유니버스는 코로나 이후로 23년까지 연간 약 100억 원가량의 영업 손실을 기록 중이었다. 이러한 손실의 이유론 SPYDER 외 다른 브랜드로의 진출 시도로 비용 지출, 그리고 직영점을 마구잡이로 확대하며 불필요한 투자를 감행한 것이다. 그러나 동사와의 전략적 제휴 및 컨설팅 이후 세컨 브랜드를 철수, 또한 실적이 나오지 않는 직영점들을 과감히 정리하며 원가 절감을 성공하였다. **또한 SPYDER 브랜드 집중, 한화 이글스덕에 정상 궤도로 진입하며 동사 경영진의 역량을 입증하였다.**

도표 5-7. 24년 라이선스 위주 패션 기업 ROE



출처: DART, SMIC 3팀

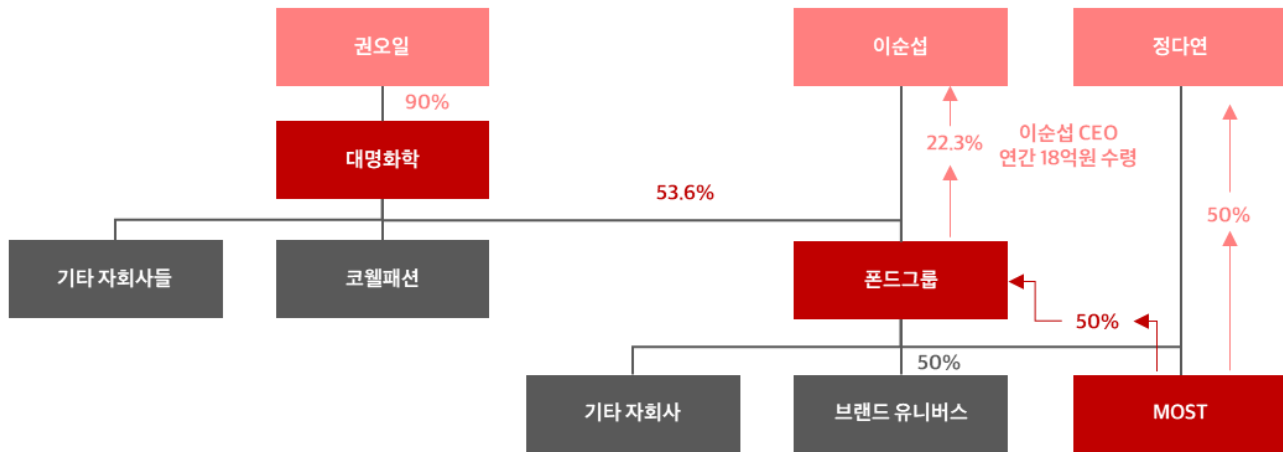
도표 5-8. 창업자 & 이사진 Skill Matrix



출처: DART, 언론 종합, SMIC 3팀

5.3. 대미장식: 불가피한 주주환원. 깔끔한 지배구조

도표 5-9. 25년 기준 대명화학 지배구조



출처: SMIC 3팀

주주환원의 선결 조건
대주주와 소액주주 간
의견 합치

좋은 기업의 마지막 조건, 바로 '주주환원에 대한 의지'이다. 주주환원에 대한 의지를 측정할 때 가장 중요한 것은, '자본배치를 결정하는 대주주와 소액주주의 입장이 합치되는가?'이다. 이해관계자 간의 입장이 일치할 때, 주주환원 정책은 선언에 그치지 않고 비로소 실질적 실행력과 시장의 신뢰를 얻게된다. 따라서 동사의 주주환원 의지를 판별하기 위해서는 먼저 동사의 지배구조를 확인해야 한다. 동사 지분의 경우, 대명화학이 약 53.6%, 이순섭 회장이 약 22.3%를 소유하고 있으며 나머지 지분은 소액주주들이 나눠 가지고있다. 대주주인 대명화학부터 확인해보자.

대명화학의 주축 -
권오일 회장

대명화학은 창업주 권오일 회장이 90.25%를 들고 있는 지주회사이다. 대명화학을 실질적으로 경영하는 권 회장은 워렌 버핏이 좋아하는 요소를 거의 다 가지고 있다. 서울대학교 졸업 회계사 출신이며, 03년부터 대명화학을 인수하며 투자를 시작하였다. 언론 노출을 극도로 꺼리며, 사무실은 단칸방 수준이지만 패션 업계에 내로라하는 브랜드라면 모두 대명화학의 Offer를 받아봤을 정도로 적극적인 재투자를 한다. 이런 권 회장의 신조는 대명화학의 경영에 그대로 드러난다.

Nest 버크셔 해서웨이
: 대명화학

대명화학은 91년도에 설립된 화학 제품 기업이었지만, 권 회장이 인수한 이후 180도 달라진 창업투자회사가 되었다. 안정적으로 현금이 창출되는 기업들을 다수 인수하여 그 현금으로 재투자를 시행하는 것이 기본 운영 방식이다. 이에 따라 사업 초기에는 삼성, LG 등에 안정적으로 전자 기기용 콘덴서를 납품하는 기업들을 인수하였다가, 08년부터 본격적으로 패션 산업에 뛰어 들었다. 인수를 한 후, 대명화학은 경영에 거의 관여하지 않고 기존에 운영하던 전문 경영진에게 위임하며, 계열사들 간의 자본 배치를 통해 도움을 준다. 버크셔 해서웨이의 방식과 매우 흡사하다.

대명화학은 동사의
배당이 필요해

이러한 경영 방식과 현재 대명화학 계열사들의 사정을 고려하면, 대명화학은 폰드그룹의 배당 정책을 매우 긍정적으로 평가할 수밖에 없다. 24년 기준 대명화학 계열사들의 당기순손익을 비교해보자. 폰드그룹이 약 271억 원으로 압도적으로 높으며, 2등인 코웰 패션은 약 180억 원으로 현격한 차이를 보인다. 대명화학이 기존 운영 방식대로 적극적인 재투자를 하거나 자본 배치를 통해 현재는 적자인 자회사들을 도와주려면, 알짜 자회사인 폰드그룹의 배당을 증가시켜 현금을 조달하는 것이 필수적이다.

이순섭 회장도 동사의
배당이 필요해

또 다른 대주주인 이순섭 회장에게도 동사의 배당은 마다할 이유가 없다. 이 회장이 동사의 현금을 수취할 방법은 보수와 배당밖에 없다. 현재 이 회장은 약 7억의 세전 보수와 약 18억의 세전 배당금을 받고 있다. 3억원 이상의 종합과세 소득 대상에는 최대 49.5%의 세금이 부과되는 현 세법 상, 보수를 올리든 배당을 올리든 세금의 차이는 없다. 그러나, 현재 여야 대선후보 모두 내세우는 공약인 배당소득 분리과세가 통과된다면 배당에 부여되는 세금이 급감, 배당의 유인이 더더욱 생길 것이다.

가뜩이나 품질주인데 자사주 소각까지? **동사의 주주환원은 자사주 매입, 소각까지 이어질 것이다.** 동사는 25년 1월, 별도 기준 당기순이익의 25%±5%를 주주환원에 사용하겠다고 공시하였다. **이것이 배당과 자사주 매입, 소각에 각각 어느 정도로 이루어질지 25년 가이던스로 단순 계산해보자.** 동사는 지배주주 순이익 400억 원을 25년 가이던스로 제시하였다. 별도 기준 당기순이익이 지배주주 순이익과 거의 동일하기에, 해당 금액의 25%인 100억 원정도가 주주환원에 쓰일 것이라 판단된다. 동사는 1Q25 분기 배당을 주당 50원 규모로 시행했으며, 이 추이가 유지된다면 동사는 연간 약 64억원을 배당에 쓰게된다. **나머지 36억 원의 현금이 예정대로 자사주에 사용된다면, 동사는 현 시총 기준 유통주식수의 약 5%씩이 매년 소각될 것이다.**

5.4. 매수의 마지막 조건: 낮은 가격.

매수의 마지막 조건 - 낮은 가격 **좋은 기업임을 확인했다면, 매수까지 남은 단계는 ‘낮은 가격’임을 확인하는 것뿐이다.** 성장하는 BM, 뛰어난 경영진, 그리고 주주환원 의지까지 모든 것을 보유한 동사에게 현재 부여받는 TTM PER 10은 지나친 저평가로 판단된다. 이를 확인하기 위해, Peer들이 현재 받고있는 멀티플과 비교해보자. 동사의 Peer인 패션 기업들은 현재 약 9의 TTM PER을 받고 있다. **단순 비교를 하면 동사가 더 높은 평가를 받는 것처럼 보이지만 그렇지 않다.** 타 기업들은 의류 업황 둔화에 따라 이익이 감소하고 있는 형국이기에, 이익이 상승하고 있는 동사는 다른 평가를 받아야 마땅하다.

자회사 구조가 디레이팅 요소 **본서는 ‘성장하는 BM이 자회사 소유’임이 동사의 가장 큰 저평가 요소라고 판단한다.** 향후 동사 이익의 큰 비중을 차지하게 될 BM이 자회사 소속임에 따라 저평가되는 것은 사실 당연한 일이다. 자회사는 성장하는 실적을 보여도 연결 재무제표에 숫자만이 반영될 뿐, 실제 현금의 경우 자회사의 배당과 같은 방법을 제외하면 동사 주주에게 직접적인 수혜로 다가오지 않기 때문이다.

그러나 깨끗한 동사는 디레이팅 덜 받아야해 **그러나 다른 국내 자회사들과 비슷한 수준으로 디레이팅 되는 것은 동사에 대한 저평가라 생각된다.** 자회사 구조에 의해 저평가되는 대표적인 이유 중 하나가 바로 대주주의 사익편취 우려이기 때문이다. 국내 여러 기업의 경우, 상속과 같은 대주주의 사익을 위해 알짜 자회사의 현금을 유용하는 문제가 발생한다. 이는 장기적으로 자회사 BM에 대한 투자 여력에 악영향을 미쳐, 결국 저평가로 이어진다. **그러나 동사의 자회사는 사익편취 우려로부터 자유롭다.** 대명화학 및 폰드그룹의 자회사들을 전수조사해보아도, 상속이나 사익편취 대상이 될 가족 지분은 전무하다. 그간의 깨끗했던 경영진의 자본 배치 역사 또한 이를 뒷받침해준다. Appendix 9.9에 첨부하였다.

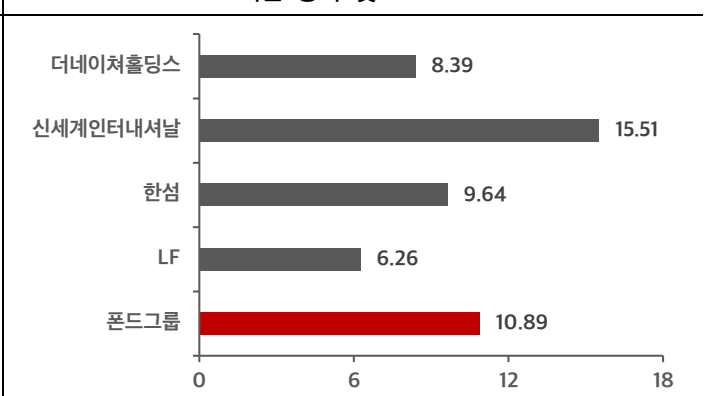
성장이 실적으로 증명 되는 순간 Re-레이팅 **결국 동사의 주가는, 자회사를 필두로 한 실적 성장과 주주환원으로 리레이팅될 것이다.** [투자포인트 1]에서 살펴보았던 자회사 모스트의 성장성은, 사익편취 없는 깨끗한 가버넌스로 인해 지속적으로 유지될 것이라 판단된다. 1Q25의 실적과 폭증하는 선적량으로 성장을 증명하고 있는 지금, 지속적인 현금흐름과 주주환원까지 갖춘 동사를 의심하지 않고 매수해야 하는 타이밍이다.

도표 5-10. 이순섭 회장 시나리오별 수취액

이순섭 회장 보수 및 배당금 실수령액 시나리오	
(단위: 백만 원)	금액
이순섭 회장 24년 보수 수령액 (세금 포함)	788
이순섭 회장 보유 발행 주식 수 (A)	7,223,425
24년 동사 주당 배당금 (B) (원)	250
이순섭 회장 24년 배당금 수령액 (세금 포함) (A x B)	1,806
현재 종합과세 정책 반영, 보수 실수령액	465
Implied Tax Rate (%)	41.0%
현재 배당금 과세 정책 반영, 배당금 실수령액	1,070
Implied Tax Rate (%)	40.8%
분리 과세 공약 반영, 배당금 실수령액	1,309
Implied Tax Rate (%)	27.5%
*현재 배당금 과세 정책: 세전 배당금 - 원천징수 - 금융소득종합과세	
**배당금 분리 과세 공약 (이소영 의원안 기준): 세전 배당금 - 분리과세	

출처: SMIC 3팀

도표 5-11. 25.05.29 기준 동사 및 Peer TTM PER



출처: 네이버 증권, SMIC 3팀

6. 매출 추정

매출 추정은 어패럴, 모스트, 언더웨어, 기타로 구분했다. 동사는 제품, 상품, 기타로 나누어 공시하나, 투자포인트에 따라 사업부를 구분했다. 슈즈, SNS마켓 등 기타 부문은 24년 매출에 flat 처리했다. 동사의 최종 매출추정 Table은 아래와 같다.

최종 매출추정 Table									
(단위: 백만 원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	2024	1Q25	2025E	2026E	2027E
매출액	75,592	82,843	72,556	137,663	368,654	106,527	497,828	566,352	657,961
YoY(%)						41%	35%	14%	16%
어패럴	34,697	41,836	28,297	89,481	194,310	56,140	274,043	313,887	350,700
% of sales	46%	51%	39%	65%	53%	53%	55%	55%	53%
모스트			2,609	12,711	15,320	13,270	64,679	93,277	147,990
% of sales	0%	0%	4%	9%	4%	12%	13%	16%	22%
언더웨어	34,092	38,025	40,631	24,779	137,528	31,958	137,610	137,693	137,775
% of sales	45%	46%	56%	18%	37%	30%	28%	24%	21%
기타	6,803	2,982	1,019	10,692	21,496	5,159	21,496	21,496	21,496
% of sales	9%	4%	1%	8%	6%	5%	4%	4%	3%

(1) 어패럴 사업부 매출 추정

본 사업부는 매출 볼륨이 가장 큰 '브랜드유니버스'와 동사의 메인 브랜드인 '슈퍼드라이', 기타 어패럴로 나누어 추정하였다. 각각의 추정 논리에 더해 의류 산업의 분기별 계절성(1/0.89/0.95/1.29)을 연동하였다. 계절성 도출 과정은 [Appendix 9.1.]에 첨부하였다.

어패럴 매출 Table												
(단위: 백만 원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	2024	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2025E	2026E	2027E
어패럴 매출	34,697	41,836	28,297	89,481	194,310	56,140	65,696	64,900	87,308	274,043	313,887	350,700
브랜드유니버스				21,475	21,475	15,650	25,160	24,417	30,753	95,981	105,579	116,137
% of sales				24.0%	11.1%	27.9%	38.3%	37.6%	35.2%	35.0%	33.6%	33.1%
슈퍼드라이					6,467	7,139	7,794	8,707	13,580	37,221	67,466	93,721
내수					2,250	4,600	5,301	6,288	10,308	26,498	52,996	74,195
wholesale					4,217	2,539	2,493	2,419	3,272	10,722	14,470	19,526
% of sales					3.3%	12.7%	11.9%	13.4%	15.6%	13.6%	21.5%	26.7%
기타	34,697	41,836	28,297	68,006	166,368	33,351	32,742	31,775	42,974	140,842	140,842	140,842
% of sales					85.6%	59.4%	49.8%	49.0%	49.2%	51.4%	44.9%	40.2%

브랜드유니버스의 스파이더는 5월 1일부터 18일까지 62.9억 원의 매출을 기록했다. 매출의 단기 급등에 따른 변동성을 완화하기 위해 해당 기간의 매출을 20%를 할인하여 2Q25를 도출하고, 계절성을 고려해 추정했다. 이때, 야구 어패럴 판매의 성수기가 2,3분기임을 고려해 4분기의 계절성을 완화했다. 브랜드 이미지 개선과 스폰서십을 바탕으로 꾸준히 성장할 것으로 가정하였다.

슈퍼드라이 매출은 국내와 해외 홀세일로 다시 구분할 수 있다. 국내 매출은 브랜드 '리(LEE)'의 21-23년 매출 성장률을 차용했다. [투자포인트 2]에서 서술했듯 슈퍼드라이와 LEE는 과거 유행했던 브랜드의 라이선스를 취득해 국내에 판매한다는 점, 국내 선호 및 트렌드에 맞게 리브랜딩한 캐주얼 브랜드라는 점에서 닮아있다. LEE가 그랬듯 슈퍼드라이 역시 런칭 초기 점포의 확장과 함께 매출 성장을 이루며 안정적으로 성장할 것이라 가정하였다. 해외 홀세일 매출은 동남아 및 영국 본사에 도매로 공급하는 물량으로, 1Q25 매출과 yoy 성장률을 기반으로 추정하였다.

기타 어패럴은 1Q25 매출에 계절성을 연동했으며, 25년 이후 flat 처리했다. 동사의 또다른 주력 브랜드 BBC어스의 성장세와 헬베스코, 에스까다 등 11개의 추가 브랜드 론칭, 오프화이트 독점 유통 계약 등을 고려하면 매우 보수적인 추정이다. 만약 슈퍼드라이의 성장이 기대에 못미치거나 다소 지연되더라도 상기한 모멘텀들이 어패럴 사업부의 하방을 지지해줄 것으로 예상된다.

(2) 모스트 매출 추정

모스트의 매출은 TAM-SAM-SOM 구조를 통해 추정하였다. 모스트의 BM과 계약 방식을 고려해 탑다운 방식을 채택했다. 브랜드별 납품 국가, 납품 매장 수, 납품 규모가 모두 천차만별이며, 공개된 데이터가 존재하지 않아 개별 기업단에서의 엄밀한 추정이 어렵다고 판단했기 때문이다. 그럼에도, '온라인 중심으로 성장하던 K-Beauty의 오프라인 침투 본격화'라는 구조적 변화 속에서 동사가 확보할 수 있는 수혜의 크기를 논리적으로 추정하고자 했다.

매출 추정에 있어 미국 시장만 고려했다. IR에 따르면 올해 캐나다와 멕시코 매출이 발생하고 있으며, 대만/뉴질랜드/UK/스페인 일부 지역도 유통을 시작하는 단계에 있다. K-Beauty의 확산이 지속됨에 따라 동사의 매출 국가 및 규모도 커질 것으로 기대된다. 그러나 각 국가별 매출 비중을 알 수 없고, 아직까지는 유의미한 매출이 발생하지 않으므로 생략해 보수적으로 추정하였다.

모스트의 매출은 코스트코, 월마트, 타겟 등 대형마트와 얼타뷰티, 세포라 등 MBS/드럭스토어로 나누어 추정하였다. 대부분의 매출이 코스트코에 발생하고 있으나, 세포라, 월마트 등으로 유통 채널을 다변화하고 있다. 얼타 뷰티에는 이미 테스트 물량을 납품하고 있음을 고려할 때, 근시일 내에 MBS/드럭스토어향 매출이 발생할 것으로 가정하였다.

채널별 매출 추정 (단위: 백만 원)	대형마트(코스트코, 월마트, 타겟 등)				MBS/드럭스토어(얼타뷰티, 세포라 등)			
	2024	2025E	2026E	2027E	2024	2025E	2026E	2027E
매출액 (a x b)	33,498	51,490	76,485	124,552	-	13,188	16,792	23,438
미국 화장품 시장 규모	142,072,000	142,478,000	151,172,000	175,840,000	142,072,000	142,478,000	151,172,000	175,840,000
채널별 매출 비중	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	33%	33%	33%	33%
한국 화장품 침투율	1.20%	1.56%	2.18%	3.06%	5.50%	6.60%	7.92%	9.50%
TAM: 채널向 수출액	255,730	333,399	495,239	806,473	2,578,607	3,103,171	3,951,031	5,514,905
인디브랜드 비중*		78.0%	78.0%	78.0%		42.5%	42.5%	42.5%
SAM: 중간유통사 거래액(a)		260,051	386,287	629,049		1,318,848	1,679,188	2,343,835
모스트 점유율(b)		19.8%	19.8%	19.8%		1.00%	1.00%	1.00%

*인디브랜드는 오프라인 매장 납품을 위해 중간 유통사를 필요로 하는 브랜드를 의미함

모스트의 TAM은 미국 오프라인 채널에서 판매되는 한국 화장품의 수출액으로 설정하였다. **미국 화장품 시장 규모*채널별 매출 비중*한국 화장품 침투율로 TAM을 산정하였다.** 미국 화장품 시장 규모는 시장 전망치를 활용했으며, 채널별 매출 비중은 [도표 4.3]을 참고했다. 방문판매 및 백화점 비중을 이커머스가 흡수하는 추세로, 대형마트 및 MBS/드럭스토어의 매출 비중은 일정할 것으로 가정했다. 채널별 한국 화장품 침투율은 23-24년 yoy 성장률 추이를 반영하였다.

다음으로, TAM에 중간 유통사를 필요로 하는 국내 브랜드 비중을 고려해 SAM을 산정하였다. 대형마트의 경우 가장 큰 코스트코 매장이 미국 유타주 솔트레이크 시티점에서 판매되는 41개 브랜드를 기준으로, MBS/드럭스토어의 경우 3Q24 세포라, 얼타뷰티 등 리테일러 인기 브랜드 순위 40개를 기준으로 추정하였다. 해상 선적 데이터를 통한 고객 및 바이어 정보, 회사 홈페이지, 언론, 현지 법인 유무 등을 종합해 직수출 브랜드와 중간 유통사를 거치는 브랜드를 구분했다.

LG생활건강, 달바글로벌 등을 제외한 대다수의 인디 브랜드들은 모스트와 같은 중간 유통사를 거쳐 납품함을 확인했다. **대형마트와 MBS/드럭스토어의 비율에 차이가 존재하는 이유는 크게 두 가지다.** 우선, 대형마트는 대용량 및 저가 패키지를 기본 상품 단위로 취급하여, 상품 구성이나 패키징 변경 과정이 수반되므로 중간 유통사의 필요성이 증가한다. 또한, 브랜드 인지도를 우선시해 메가 브랜드부터 입점되는 MBS/드럭스토어와 달리 대형마트는 가성비와 마진을 우선시하여 상대적으로 인디 브랜드 비중이 크다.

코스트코 입점 브랜드(UT, Saltlake 기준)				MBS/드럭스토어 브랜드 Top 40(3Q24 기준)			
브랜드	기업	직수출 여부	입점 제품	순위	브랜드	기업	직수출 여부
COSRX	아모레퍼시픽	x	Advanced Snail Mucin, The Niacinamide Serum, Aha/Bha Toner	1	COSRX	아모레퍼시픽	x
VT Cosmetics	브이티	x	Reedle Shot 100 Treatment Set	2	Laneige	아모레퍼시픽	o
Biodance	뷰티셀렉션	x	Real Deep Mask, Collagen/Cera-nol Gel Toner Pads	3	Anua	더파운더즈	o
Ma:nyo	마녀공장	x	Pure Cleansing Water Sensitive, Pure Cleansing Oil	4	조선미녀	구다이글로벌	x
RoundLab	서린컴퍼니	x	Dokdo Cleansing Oil, Birch Juice Moisturizing Cleanser/UVLock	5	Biodance	뷰티셀렉션	x
Goodal	클리오	o	Heartleaf Hyaluron Soothing Ampoule/Cream	6	Medicube	에이피알	o
Skin1004	구다이글로벌	x	Madagascar Centella Soothing Facial Cream, Centella Ampoule	7	Skin1004	구다이글로벌	x
MEDIHEAL	엘앤피코스메틱	x	Teatree Trouble Pad Set	8	Tirtir	구다이글로벌	x
d'Alba	달바글로벌	o	Piedmont White Truffle First Spray Serum	9	Innisfree	아모레퍼시픽	o
fwee	비나우	x	Lip and Cheek Pudding Pot	10	설화수	아모레퍼시픽	o
I'm From	위시컴퍼니	x	Rice Toner	11	빌리프	LG생활건강	o
Missha	에이블씨앤씨	o	Time Revolution Night Repair	12	Dr.Jart+	Estee Lauder	o
Torriden	토리든	x	Dive in Low Molecule Hyaluronic Acid Serum	13	Biodance	뷰티셀렉션	x
*glowiest	쏘피컴퍼니	o	Sweet Dreams Lip Oil Mask Set, Peekaboo AHA PHA Skin Toner	14	d'Alba	달바글로벌	o
Derma:B	네오팜	o	Daily Moisture Body Lotion	15	Some By Mi	페렌벨	x
treecell	엘앤피코스메틱	x	Collagen Boost Scalp Pack	16	성분에디터	올리브 Int'l	x
Tirtir	구다이글로벌	x	Collagen Core Glow Mask	17	Mixsoon	파켓	x
Herbloom	메르스코	x	Calming Days Vegan Sunscreen	18	VT Cosmetics	브이티	x
Dr.Groot	LG생활건강	o	Scalp Revitalizing Solution	19	Missha	에이블씨앤씨	o
Lapalette Beauty	브이티	x	Hydra Blue Petal Serum Toner	20	더페이스샵	LG생활건강	o
theralogic	테라로직	x	Retinol Ampoule	21	KAH1	코리아테크	o
Dear, Klairs	위시컴퍼니	x	Gentle Black Deep Cleansing Oil	22	Aestura	아모레퍼시픽	o
성분에디터	올리브 Int'l	x	Green Tomato Deep Pore Cleansing Ultra Whipping Foam	23	Torriden	토리든	x
Purito Seoul	퓨리토	x	Mighty Bamboo Panthenol Cream	24	Clio	클리오	o
Braye	이그니스	x	Lipsleek Lip Balm/Blush	25	편강울	편강한방	x
laundryou	비브이엔티	x	Soft Body Red Glove Clean	26	정샘물	정샘물뷰티	o
Molvany	올디브	x	Hypoallergenic LHA CIS Gel Cleanser	27	Ma:nyo	마녀공장	x
SONATURAL	쏘내추럴코스메틱	o	All Day Tight Make-up Setting Fix	28	peripera	클리오	o
Tocobo	픽톤	x	Coconut Clay Cleansing Foam, Calamine Control Cleansing Oil	29	It's Skin	잇츠한불	x
Celimax	씨엘맥스랩	x	Noni Ampoule	30	April Skin	에이피알	o
CP-1	에스테틱하우스	x	Seconds Hair Fill-Up Mask Ampoule, Premium Hair Treatment	31	Dear, Klairs	위시컴퍼니	x
Cell Fusion C	이노딤	x	Post Alpha First Cooling Mask	32	TonyMoly	토니모리	o
ACWELL	비엔에이치코스메틱	x	Licorice pH Balancing Advance Serum/Toner	33	Dr Althea	닥터엘시아	x
Kocostar	퍼스트파켓	x	Yeollow Cream Patch	34	네이처리퍼블릭	네이처리퍼블릭	o
Healing Bird	클리오	o	Revive Repair Hair Oil	35	Banila Co	에프앤코	o
Huxley	픽톤	x	Secret of Sahara Cleansing Oil	36	Rom&d	아이패밀리에스씨	o
EverCell	차바이오펜C	o	4 Week Skincare Treatment	37	CNP	LG생활건강	o
Mania Holic	마닐라홀릭	x	Cheek Patch	38	Dermal	더말코리아	x
정샘물	정샘물뷰티	x	Essential Nuder Cushion Bundle, Micro Fitting Mist	39	Kaja	미미박스	o
COSNORI	그레이스클럽	x	Tone-up Cream	40	Illiyoon	아모레퍼시픽	o
Madeca Derma	동국제약	o	Vita Brightening Microbiome Ampoule&Toner				
		78%					42.5%

*glowiest는 중간유통사인 쏘피컴퍼니의 자회사

중간 유통사를 거치는 브랜드의 비중은 26, 27년 flat 처리하였다. 규모가 커져 자체 유통망을 갖추는 브랜드와 중간 유통사를 필요로 하는 신생 브랜드의 설립이 상쇄될 것이라 가정하였다.

마지막으로, SAM에 동사의 중간 유통 시장 점유율을 곱해 매출을 산정하였다. 미국 대형마트에 납품하는 주요한 유통사로는 모스트, 쏘피코리아, 한성USA, Unlocked Brands가 존재한다. 해상 선적 기록 사이트 ImportYeti가 제공하는 미국향 선적량 데이터를 이용해 점유율을 계산했다. 모스트의 매출액과 미국향 선적량의 선형회귀분석 결정계수는 0.898로, 높은 설명력을 가진다. 회귀분석은 [Appendix 9.3.]에 첨부하였다.

대형마트 유통사별 미국 선적량							
(단위: kg)	2023	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	2024	1Q25
모스트	68,791	40,460	13,080	139,141	140,431	333,112	182,100
모스트 점유율	16.7%	9.6%	2.4%	27.0%	13.9%	13.4%	22.7%
쏘피컴퍼니	74,671	30,407	159,752	83,504	245,588	519,251	167,471
한성USA	264,096	335,262	352,360	278,268	524,334	1,490,224	299,304
Unlocked Brands	3,925	13,312	13,094	13,978	100,238	140,622	154,845
합계	411,483	419,441	538,286	514,891	1,010,591	2,483,209	803,720

*모스트와 쏘피코리아는 미국에 직수출

**한성USA와 Unlocked Brands는 국내 브랜드가 미국 법인에 수출 후 유통

대형마트 유통시장 점유율은 모스트가 본격적으로 미국향 선적을 시작한 3Q24 이후 3개 분기 평균 19.8%를 적용했고, 26년과 27년도 flat 처리했다. 25년 화장품 비수기인 1분기에 최대 분기 선적량을 기록해 점유율이 큰 폭으로 증가했으며, 한성USA 등 경쟁사의 미국 선적량에는 얼타뷰티를 포함한 MBS/드럭스토어항 물량이 일부 포함되어있음을 고려할 때 보수적인 추정이다.

모스트의 MBS/드럭스토어의 점유율은 1%로 보수적 가정했다. 세포라, 얼타뷰티 등에는 국내 소매점과 동일한 다품종 소량공급 방식으로 납품되기에 유통 대행사의 중요성이 상대적으로 낮다. 또한, 실리콘투를 포함한 대형 유통사들이 진입하고 있으며, 현지 네트워크 외 확실한 경쟁 우위를 확보하기 어려운 상황이므로 대형마트에서와 같은 점유율을 기대하기는 어렵다고 가정했다.

상기 논의를 종합한 동사의 모스트 매출은 다음과 같다.

모스트 매출 추정				
(단위: 백만 원)	2024	2025	2026	2027
모스트 매출	33,498	64,679	93,277	147,990
대형마트	33,498	51,490	76,485	124,552
<i>% of sales</i>	<i>100%</i>	<i>80%</i>	<i>82%</i>	<i>84%</i>
MBS/드럭스토어	-	13,188	16,792	23,438
<i>% of sales</i>	<i>0%</i>	<i>20%</i>	<i>18%</i>	<i>16%</i>

(3) 언더웨어 매출 추정

언더웨어 매출 Table								
(단위: 백만 원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	2024	2025E	2026E	2027E
언더웨어 매출	34,092	38,025	40,631	24,779	137,528	137,610	137,693	137,775
<i>YoY(%)</i>						<i>0.06%</i>	<i>0.06%</i>	<i>0.06%</i>

코웰패션에서부터 지금의 동사를 있게 한 언더웨어 사업부의 성장은 둔화되고 있다. 홈쇼핑에서의 언더웨어 편성이 감소하고, 여성용 언더웨어 시장의 경쟁이 심화된 영향이다. 언더웨어 기업 3사의 22-24년 CAGR를 24년 동사 매출에 적용해 추정했다. 원가 경쟁력과 이커머스 채널을 바탕으로 남성용 언더웨어 시장의 지위를 유지할 것으로 전망한다.

언더웨어사 매출 추이				
(단위: 백만 원)	2022	2023	2024	CAGR
3사 합계	451,600	453,800	452,100	0.06%
좋은사람들	80,500	82,600	90,200	5.85%
신영와코루	201,400	202,800	196,700	-1.17%
BYC	169,700	168,400	165,200	-1.33%
그리티(감탄브라)	143,100	176,100	194,700	16.64%

7. 비용 추정

7.1. 매출원가 및 판매비와관리비 추정

매출원가 및 판매비와관리비 추정										
(단위:백만원)	2023	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	2024	1Q25	2025E	2026E	2027E
매출액	2,781	75,592	82,843	72,556	137,663	368,653	106,527	500,337	579,407	678,870
YoY(%)	-	-	-	-	-	-	40.9%	35.7%	15.8%	17.2%
매출원가	1,700	31,247	35,514	35,414	72,062	174,237	51,855	257,819	301,300	362,043
매출원가율(%)	61.1%	41.3%	42.9%	48.8%	52.3%	47.3%	48.7%	51.5%	52.0%	53.3%
GPM(%)	38.9%	58.7%	57.1%	51.2%	47.7%	52.7%	51.3%	48.5%	48.0%	46.7%
원재료비	1,036	20,634	20,621	12,245	67,802	121,302	35,222	185,120	218,027	265,527
% of sales	37.3%	27.3%	24.9%	16.9%	49.3%	32.9%	33.1%	37.0%	37.6%	39.1%
급여	70	1,862	2,007	1,999	1,997	7,865	1,952	7,808	8,225	8,663
% of sales	2.5%	2.5%	2.4%	2.8%	1.5%	2.1%	1.8%	1.6%	1.4%	1.3%
소모품비	6	458	402	595	974	2,430	923	3,817	4,421	5,180
% of sales	0.2%	0.6%	0.5%	0.8%	0.7%	0.7%	0.9%	0.8%	0.8%	0.8%
지급수수료	-	163	217	66	973	1,419	54	948	1,001	1,102
% of sales	0.0%	0.2%	0.3%	0.1%	0.7%	0.4%	0.1%	0.4%	0.4%	0.4%
운반비	-	105	121	183	212	622	97	650	752	882
% of sales	0.0%	0.1%	0.1%	0.3%	0.2%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
감가상각비	1	16	12	12	(29)	11	35	65	74	79
% of sales	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
기타	587	8,009	12,135	20,312	131	40,588	13,570	59,411	68,800	80,610
% of sales	21.1%	10.6%	14.6%	28.0%	0.1%	11.0%	12.7%	11.9%	11.9%	11.9%
판매비와관리비	1,469	34,069	36,318	31,792	50,915	153,093	40,244	166,521	183,004	201,419
판매비율(%)	52.8%	45.1%	43.8%	43.8%	37.0%	41.5%	37.8%	33.3%	31.6%	29.7%
OPM(%)	-13.9%	13.6%	13.3%	7.4%	10.7%	11.2%	13.5%	15.2%	16.4%	17.0%
급여	177	4,719	4,566	4,597	6,826	20,708	5,840	21,153	22,281	23,470
% of sales	6.4%	6.2%	5.5%	6.3%	5.0%	5.6%	5.5%	4.2%	3.8%	3.5%
판매수수료	735	16,183	19,643	13,515	25,813	75,154	14,896	66,162	71,128	75,679
% of sales	26.4%	21.4%	23.7%	18.6%	18.8%	20.4%	14.0%	13.2%	12.3%	11.1%
지급수수료	112	4,284	3,775	3,666	3,803	15,528	6,418	19,639	20,735	22,828
% of sales	4.0%	5.7%	4.6%	5.1%	2.8%	4.2%	6.0%	3.9%	3.6%	3.4%
운반비	188	2,660	2,824	2,812	5,231	13,527	4,182	19,000	22,002	25,779
% of sales	6.8%	3.5%	3.4%	3.9%	3.8%	3.7%	3.9%	3.8%	3.8%	3.8%
광고선전비	10	2,413	2,024	2,504	3,186	10,127	2,696	13,203	15,290	17,914
% of sales	0.3%	3.2%	2.4%	3.5%	2.3%	2.7%	2.5%	2.6%	2.6%	2.6%
감가상각비	55	1,307	1,418	1,540	2,508	6,773	2,213	10,321	11,831	12,625
% of sales	2.0%	1.7%	1.7%	2.1%	1.8%	1.8%	2.1%	2.1%	2.0%	1.9%
기타	192	2,503	2,068	3,158	3,549	11,277	3,999	17,043	19,737	23,125
% of sales	6.9%	3.3%	2.5%	4.4%	2.6%	3.1%	3.8%	3.4%	3.4%	3.4%

본서의 투자포인트 논리에 따라 중요성을 띄는 영업비용을 변동비와 고정비로 구분해 추정했다. 원재료비, 판매수수료, 지급수수료는 사업부별 매출과 연동하여 연결기준 동사의 매출, 이익 Mix 변화를 반영했다. 고정비성 종업원급여, 감가상각비는 투자포인트 2에서 기술한 영업레버리지 효과를 고려해 추정했다. 자세한 추정논리는 [9.Appendix]에 첨부했다. 확인가능한 시계열이 짧아 합리적 추정이 불가능한 비용항목의 경우 24년과 1Q25의 매출 대비 비중 평균값을 적용했다.

7.2. 변동비 별도 추정: 원재료비, 지급수수료, 판매수수료

원재료비 추정										
(단위: 백만 원)	2023	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	2024	1Q25	2025E	2026E	2027E
매출	2,781	75,592	82,843	72,556	137,663	368,653	106,527	500,337	579,407	678,870
원재료비	1,036	20,634	20,621	12,245	67,802	121,302	35,222	185,120	218,027	265,527
% of Sales	37.3%	27.3%	24.9%	16.9%	49.3%	32.9%	33.1%	37.0%	37.6%	39.1%
언더웨어 매출		34,092	38,025	40,631	24,779	137,528	31,958	137,610	137,693	137,775
언더웨어 원재료비								33,467	33,487	33,507
% of Sales								24.3%	24.3%	24.3%
어패럴 매출		34,697	41,836	28,297	89,481	194,310	56,140	274,043	313,887	350,700
어패럴 원재료비								107,344	122,951	137,371
% of Sales								39.2%	39.2%	39.2%
모스트 매출		-	-	2,609	12,711	15,320	13,270	64,679	93,277	147,990
모스트 원재료비								39,081	56,361	89,421
% of Sales								60.4%	60.4%	60.4%
기타 매출		6,803	2,982	1,019	10,692	21,496	5,159	21,496	21,496	21,496
기타 원재료비								5,228	5,228	5,228
% of Sales								24.3%	24.3%	24.3%

① 원재료비는 동사 사업부의 구조적 변화를 가장 잘 나타내는 계정이다. 전술한 매출추정 논리에 따라 언더웨어 사업부의 실적은 정체되고, 어패럴 사업부의 매출은 총매출과 유사한 수준으로 성장한다. Mix 변화의 핵심 드라이버는 자회사 모스트의 매출 성장세다. 24년 4%에 그쳤던 매출 비중은 향후 13%, 18%까지 확대될 전망이다.

3가지 사업부의 원재료비율이 매우 상이해, 급격한 매출의 Mix 변화는 변동비성 원재료비의 구조적 변화로 이어진다. 특히 화장품 유통 플랫폼 모스트는 브랜드化妆품을 사입하는 구조로, 외부조달 완제품(CA, Contract Assembly) 구매 비용을 원재료비로 인식한다. 자연히 폴리스판, 면스판 등의 원재료를 조달해 직접 의류를 생산·판매하는 의류사업 대비 원재료비율이 높다. 이에 따라 25, 26년 원재료비율은 24년 매출 대비 % 기준 5~6% 상승할 것으로 예상된다.

사업부별 원재료비 추정을 위해 유사한 사업구조를 가진 기업의 매출 대비 원재료비율을 proxy로 활용했다. 동사 사업보고서는 사업부 및 자회사의 원재료비율을 제공하지 않지만, 투자포인트와 매출추정을 통해 제시한 자회사 모스트의 급부상과 어패럴사업부의 성장을 비용률에 충실히 반영하기 위해 원재료비율을 사업부별로 구분해 추정했다.

사업별 매출-원재료비 구조를 proxy로 쓰는 추정 논리의 엄밀함을 위해, 주력 비즈니스 모델의 비중이 높은 기업을 벤치마크했다. 언더웨어 사업부는 동사 라이선스 브랜드의 판매가가 BYC 대비 30% 이상 높고, 라이선스 비용은 지급수수료로 인식된다는 점을 반영해 BYC의 원재료비율에 25% 할인을 적용했다. 어패럴 사업부는 의류 ODM/OEM 기업의 매출이 소비자가격이 아닌 위탁사 납품가인 점을 감안해 한세실업의 원재료비율에 25%의 할인을 진행했다. 모스트는 국내 브랜드化妆품을 사입하는 구조가 유사한 실리콘투의 원재료비율을 차용했다. 각 사업부별 비용률로 24년 원재료비를 역산한 값이 공시된 실적과 유사해 추정 논리를 뒷받침한다.

지급수수료 추정 (단위: 백만 원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	2024	1Q25	2025E	2026E	2027E
지급수수료	4,447	3,991	3,733	4,776	16,947	6,473	20,587	21,736	23,930
언더웨어 매출	34,092	38,025	40,631	24,779	137,528	31,958	137,610	137,693	137,775
어패럴 매출	34,697	41,836	28,297	89,481	194,310	56,140	274,043	313,887	350,700
지급수수료 발생 어패럴 매출	34,697	41,836	28,297	68,006	166,368	33,351	140,842	140,842	140,842
지급수수료 발생 언더웨어 + 어패럴 매출	68,789	79,861	68,928	92,785	303,896	65,309	278,452	278,535	278,617
언더웨어 + 어패럴 지급수수료	4,447	3,991	3,628	4,268	16,334	5,942	18,000	18,005	18,011
% of 어패럴+언더웨어 매출	6.5%	5.0%	5.3%	4.6%	5.4%	9.1%	6.5%	6.5%	6.5%
모스트 매출	-	-	2,609	12,711	15,320	13,270	64,679	93,277	147,990
모스트 지급수수료	-	-	104	508	613	531	2,587	3,731	5,920
% of 모스트 매출	-	-	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%

② 지급수수료는 동사가 라이선스 브랜드에 대해 지급하는 로열티로, 언더웨어와 어패럴 중 라이선스 계약을 맺은 브랜드의 매출과 연동되어 발생한다. 어패럴 매출 가운데 직접 IP를 확보한 브랜드유니버스와 슈퍼드라이의 경우 지급수수료가 발생하지 않아, 해당 매출 추정분을 제외한 언더웨어와 어패럴의 매출합계에 지급수수료를 연동했다. 25, 26년 추정 시 활용한 지급수수료율은 의류사업의 구조적인 계절성을 고려해 1~4Q의 비용률 패턴이 반복될 것으로 가정했다. 1Q24 대비 1Q25의 증가세를 활용해 24년 대비 1.1% 증가한 6.7%의 지급수수료율을 적용했다. 화장품 유통사업에서 발생하는 지급수수료는 실리콘투의 24년 비용률인 4%를 차용했다.

판매수수료 추정 (단위: 백만 원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	2024	1Q25	2025E	2026E	2027E
언더웨어 매출	34,092	38,025	40,631	24,779	137,528	31,958	137,610	137,693	137,775
어패럴 매출	34,697	41,836	28,297	89,481	194,310	56,140	274,043	313,887	350,700
판매수수료 발생 어패럴	34,697	41,836	28,297	74,448	178,603	43,805	198,907	224,083	247,146
브랜드유니버스 비직영점(50%)	-	-	-	6,443	6,443	4,695	28,794	31,674	34,841
슈퍼드라이 내수 비직영점(70%)	-	-	-	-	1,575	3,220	18,549	37,097	51,936
슈퍼드라이 Wholesale	-	-	-	-	4,217	2,539	10,722	14,470	19,526
기타	34,697	41,836	28,297	68,006	166,368	33,351	140,842	140,842	140,842
판매수수료 발생 언더웨어 + 어패럴 매출	68,789	79,861	68,928	99,228	316,130	75,763	336,517	361,775	384,921
판매수수료	16,183	19,643	13,515	25,813	75,154	14,896	66,162	71,128	75,679
% of 어패럴+언더웨어 매출	23.5%	24.6%	19.6%	26.0%	23.8%	19.7%	19.7%	19.7%	19.7%

③ 판매수수료는 동사의 언더웨어와 어패럴 브랜드가 백화점, 홈쇼핑 등 입점 채널에서 판매될 때 발생하는 수수료다. 해당 비용은 완제품을 사입해 코스트코에 납품하는 구조의 화장품 유통 사업부에서는 발생하지 않거나 미미한 수준이며, 동사가 직영점을 통해 판매하는 브랜드 유니버스와 슈퍼드라이에서는 발생하지 않는다. 따라서 브랜드 유니버스의 비직영점과 슈퍼드라이의 해외 매출, 그리고 기타 매출의 합계에 판매수수료를 연동해 추정했다. 25,26년 추정에는 1Q25의 매출 대비 판매수수료 비중을 적용했다.

7.3. 고정비 별도 추정: 인건비, 감가상각비

종업원급여 추정 (단위: 백만 원)		2023	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	2024	1Q25	2025E	2026E	2027E
총 급여		247	6,581	6,572	6,597	8,824	28,573	7,792	28,961	30,506	32,133
직원 수 (명)		487	519	515	515	499	499	485	492	504	517
	YoY(%)	-	-	-	-	-	2.5%	-6.6%	1.4%	5.3%	5.3%
매출원가 급여		70	1,862	2,007	1,999	1,997	7,865	1,952	7,808	8,225	8,663
	안분비율 (%)	28.3%	28.3%	30.5%	30.3%	22.6%	27.5%	25.1%	27.0%	27.0%	27.0%
판관비 급여		177	4,719	4,566	4,597	6,826	20,708	5,840	21,153	22,281	23,470
	안분비율 (%)	71.7%	71.7%	69.5%	69.7%	77.4%	72.5%	74.9%	73.0%	73.0%	73.0%
Mixed 1인당 급여		1	13	13	13	18	57	16	59	61	62
	YoY(%)	-	-	-	-	-	-	26.7%	2.8%	2.8%	2.8%
평균 급여 상승률									24년 상용근로자 평균 임금상승률		

③ 종업원급여는 직원수와 1인당 급여의 완만한 상승세를 가정해 추정했다. 현재까지 직원 채용의 근거를 따로 확인할 방법은 없지만, 전분기 대비 급격한 매출 성장을 이룬 1분기에 오히려 직원수는 감소했다. 이는 투자포인트 논리대로 사업을 확장함에 있어 대규모 인력채용 또는 CapEx 집행이 불필요하기 때문이다. 다만 투자포인트 2와 매출추정에서 반영했듯, 어패럴 매출 확장 과정에서 있을 인력 채용을 가정해, 24년 연간 상승률을 26, 27년 직원수 상승률에 적용했다. 1인당 급여는 24년 상용근로자의 평균 임금상승률을 적용했다.

④ 감가상각비는 24년과 올해 1분기 발생한 비용이 경상비적으로 발생한다고 가정했다. 동사 사업보고서에 따르면 유의미한 수준의 유형자산 취득 계획은 없다. 다만 급격한 사업 확장으로 계획에 없던 유형자산 취득이 발생할 확률이 높다고 판단했다. 올해 1분기의 유형자산 취득이 2~4분기에도 반복적으로 발생한다고 가정해 연간 취득액을 추산한 후, 이를 26, 27년에도 동일하게 적용했다. 자세한 추정논리는 [9.Appendix]에 첨부했다.

7.4. 기타손익, 금융손익, 법인세비용 추정

금융손익의 경우 이자부자산과 이자부부채를 기반으로 이자수익과 이자비용을 추정했다. 동사는 사업 운영 자금 확보를 위해 단기차입금을 적극적으로 활용하고 있으며, 이는 올해 1분기에도 단기차입금 증가세로 나타났다. 25년 총 단기차입금은 23~24년 단기차입금 상승률을 적용해 추정하고, 그에 따른 이자비용 역시 증가할 것으로 판단했다. 26, 27년의 경우 합리적 추정이 불가능해 flat 처리했다. 합리적 추정이 불가능한 수익 및 비용 계정은 0 flat 처리했다.

기타수익과 기타비용은 합리적 추정이 불가능한 경우 0 flat 또는 avg. flat 처리했다. 다만 지난해와 올해 1Q에 지출된 약 15억원 상당의 기부금은 향후에도 반복적으로 발생할 것으로 가정했다. 인적분할 전 코웰패션에서부터 지난 10년간 매년 5월 의류를 기부해온만큼, 모회사의 정책이 의류기업으로 분할된 동사에 적용될 것으로 추정했다. 법인세비용은 24년의 유효법인세율을 flat 처리했다. 금융손익과 기타손익, 법인세비용의 자세한 추정논리는 [9.Appendix]에 첨부했다.

8. Valuation - Historical Peer PER Method

8.1. 추정 손익계산서 및 지배지분 귀속 당기순이익

추정 연결손익계산서										
(단위:백만원)	2023	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	2024	1Q25	2025E	2026E	2027E
매출액	2,781	75,592	82,843	72,556	137,663	368,653	106,527	500,337	579,407	678,870
YoY(%)	-	-	-	-	-	-	40.9%	35.7%	15.8%	17.2%
매출원가	645	31,247	35,514	35,414	72,062	174,237	51,855	257,819	301,300	362,043
% of sales	23.2%	41.3%	42.9%	48.8%	52.3%	47.3%	48.7%	51.5%	52.0%	53.3%
매출총이익	2,136	44,345	47,329	37,142	65,601	194,416	54,672	242,517	278,107	316,827
GPM(%)	76.8%	58.7%	57.1%	51.2%	47.7%	52.7%	51.3%	48.5%	48.0%	46.7%
판매비와관리비	1,469	34,069	36,318	31,792	50,915	153,093	40,244	166,521	183,004	201,419
% of sales	52.8%	45.1%	43.8%	43.8%	37.0%	41.5%	37.8%	33.3%	31.6%	29.7%
영업이익	668	10,276	11,011	5,349	14,686	41,323	14,429	75,997	95,103	115,408
OPM(%)	24.0%	13.6%	13.3%	7.4%	10.7%	11.2%	13.5%	15.2%	16.4%	17.0%
금융손익	(105)	(856)	1,116	(775)	(3,421)	(3,935)	(1,390)	(1,854)	(1,854)	(1,854)
기타손익	(210)	(1,641)	(573)	562	(2,040)	(3,693)	(1,497)	(1,634)	(1,634)	(1,634)
세전순이익	352	7,778	11,555	5,136	9,225	33,695	11,541	72,508	91,614	111,919
법인세비용(수익)	114	1,429	6,220	3,400	(4,509)	6,539	2,303	14,072	17,780	21,720
당기순이익	238	6,350	5,335	1,736	13,735	27,156	9,238	58,436	73,834	90,199
NPM(%)	8.6%	8.4%	6.4%	2.4%	10.0%	7.4%	8.7%	11.7%	12.7%	13.3%

추정 지배주주귀속 당기순이익										
(단위: 백만 원)	2023	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	2024	1Q25	2025E	2026E	2027E
당기순이익	238	6,350	5,335	1,736	13,735	27,156	9,238	58,436	73,834	90,199
지배지분에 귀속되는 당기순이익	238	6,344	5,353	1,320	12,170	25,187	7,466	47,137	58,155	67,752
비지배지분에 귀속되는 당기순이익	-	6	(18)	416	1,564	1,968	1,773	11,299	15,679	22,447
YoY(%)	-	-	-	-	-	-	-	474.0%	38.8%	43.2%
모스트 매출	-	-	-	2,609	12,711	15,320	13,270	65,000	104,000	166,400
브랜드유니버스 매출	-	-	-	-	21,475	21,475	15,650	95,981	105,579	116,137

동사는 탑라인의 성장과 바텀라인의 개선을 통해 투자포인트의 논리를 실적으로 증명할 것이다. 가장 큰 변화는 사업부 Mix의 변화에서 비롯된다. 코웰패션의 의류사업부일때부터 지난해 9월까지 어패럴과 언더웨어 사업부가 전체 매출의 38%, 53%를 차지했다. 그러나 지난해 9월 오프라인 화장품 유통플랫폼 모스트를 인수하면서, 다가올 25, 26년에는 매출, 이익 양단에서 급격한 구조적 변화를 겪을 예정이다. 모스트는 미국 오프라인 K-뷰티 시장의 성장세를 견인하고 있다. 어패럴 사업부 내에서는 지난 7월 1호점을 런칭한 슈퍼드라이의 비중 확장이 전망된다.

모스트 매출 비중의 급격한 확대와, 수수료가 발생하지 않는 어패럴 사업부 내 브랜드의 성장은 건실한 이익률 개선을 가능케한다. 원재료비로 회계처리되는 '사입' 비용이 증가해 매출 원가율은 상승할 전망이지만, 지급수수료와 판매수수료가 주된 비용인 판관비율의 감소세가 이를 상쇄할 전망이다. 게다가 동사의 BM은 투자포인트 2에서 전술했듯 사업의 현상유지를 위한 대규모 CapEx 역시 불필요해, 고정비성 지출인 감가상각비나 인건비가 급격하게 상승할 우려도 적다. 매출의 가파른 성장이 긍정적 Mix 변화를 수반하며, 이익률까지 개선되는 이상적인 시나리오다.

8.2. Valuation - Historical Peer PER Method

본서가 제시하는 '이상적인 가치주'의 선제조건은 1) BM의 수익성과 성장성 2) BM에서 창출되는 잉여현금흐름의 축적이다. 투자포인트에서 살핀 자회사 모스트와 브랜드 라이선스는 매출 성장과 이익률 증가를 이끌며 BM의 Mix 개선을 실적으로 증명할 것이다. 우수한 BM으로부터 나오는 현금흐름은 연결과 별도 기준 모두에서 긍정적으로 축적·재배치·환원될 전망이다. 투자포인트 2에서 복잡한 지배구조와 모회사 그룹의 히스토리를 면밀히 살핀 결과 모스트의 현금흐름이 유용될 확률은 낮다. 동사 별도기준 현금흐름 역시, 어패럴의 성장과 의류라이선스 사업의 비용효율로 착실히 당좌자산으로 흘러들 전망이다.

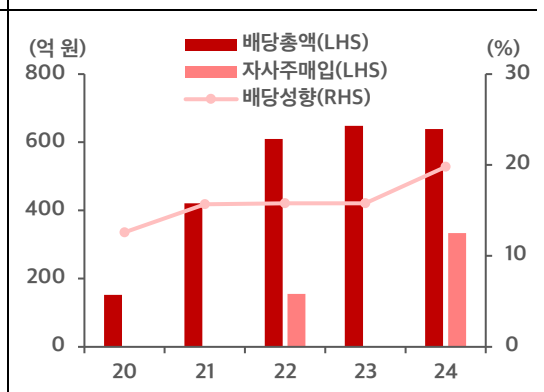
본서는 모스트라는 강력한 킷이 선제 조건의 달성 여부에 대한 시장의 이목을 동사에 집중시킬 것이라고 주장한다. 올해 하반기까지 실적발표에서 기대감에 차있는 시장에게 BM와 현금흐름을 증명해보일 수 있다면, 동사에게 남은 것은 실제로 이뤄질 주주환원과, 앞으로도 이어질 효과적 자본재배치다. 그 간의 경영진의 행적과 성과를 고려할 때, 실현 가능성이 높은 미래다.

25년 말 동사가 이를 성장과 그에 따른 기대감을 가능하고자, 유사한 상황을 맞았던 의류 라이선스 기업 F&F를 Peer 기업으로, 23년 6월의 12mf PER 8.7배를 타겟 멀티플로 제시한다. 당시 F&F는 실적으로 선제조건인 BM과 현금흐름 성장을 증명하고 있었다. 그룹 차원에서 밝힌 주주환원 계획과 자본재배치에 대한 기대감 역시 고조되어있었다.

도표 8-1. 동사, F&F 매출, 핵심 BM, 실적 및 현금흐름 추이

동사, F&F 매출, 핵심 BM, 실적 및 현금흐름 추이				24.12	25.12	26.12	27.12
(단위: 백만 원)							
동사	BM	매출		368,653	500,337	579,407	678,870
			YoY(%)	-	35.7%	15.8%	17.2%
		슈퍼드라이 % of Sales	1.8%	7.4%	11.6%	13.8%	
		모스트 % of Sales	4.2%	12.9%	16.1%	21.8%	
	현금흐름	Npm(%)	7.4%	11.7%	12.7%	13.3%	
기대감	12mf PER			8.7x			
(단위: 백만 원)				22.12	23.06	23.12	24.12
F&F	BM	매출		1,808,895	497,404	2,194,600	2,514,600
			YoY(%)	66.1%	13.8%	21.3%	14.6%
		해의 패션 매출 % of Sales	35.6%	47.3%	47.3%	47.3%	
	현금흐름	Npm(%)	24.4%	21.6%	22.8%	22.8%	
	기대감	12mf PER		10.9x	8.7x		

도표 8-2. F&F 주주환원 정책



출처: DART, SMIC 3팀

출처: DART, SMIC 3팀

타라인부터 살펴보면, 동사의 25, 26년 매출추정치와 유사하게 F&F는 23년 상반기까지 가파른 매출성장을 이뤘다. 이를 견인한 것은 해외 패션 매출이었는데, 특히 MLB는 중국에서 급격하게 매장 수를 확장하며 높은 판매 실적을 기록해 전체 매출 대비 비중이 연 5~7%씩 성장했다. 이익률 역시 23년 대비 개선세를 보이며 동사가 기대하는 향후 이익률 추정치에 부합한다. 당시 23, 24년에 대한 시장의 전망 역시 긍정적인 시각이 다수였다. 한한령에도 불구하고 불티나게 팔리던 MLB에 대한 기대감과, 견조했던 내수 위주의 디스커버리와 같은 IP가 근거였다.

당시 F&F는 동사와 마찬가지로 본격적인 주주환원 정책도 약속했다. 23년까지 현금을 축적했다면, 24년부터 당기순이익의 20% 수준의 배당 계획을 명시했다. 그간의 적극적인 자사주매입과 배당 행보는 사측 계획에 신뢰감을 주었다. 당시 F&F의 주가는 22년 4월부터 1년 넘게 보합세를 보였고, 이익률이 약소하게 떨어지며 포워드 멀티플 역시 동일한 비율로 하락했다. 그럼에도 8~9배 수준에 형성되었던 멀티플은, BM과 현금흐름이라는 선제조건은 물론 주주환원과 경영자의 브랜드 발굴 능력에 대한 믿음까지 갖춘 당시 F&F에 대한 기대감이었다.

모든 상황이 동사가 그리는 25년 말과 꼭 들어맞는 가운데, Peer와의 이익률 격차는 동사의 성장동력으로부터 정당화된다. 동사 Npm은 25년 추정치를 기준으로 약 11.7%로, Peer 기업의 21.6%와 다소 차이를 보인다. 그러나 향후 동사의 주력 이익동력이 될 슈퍼드라이와 브랜드유니버스, 모스트는 추정 이익률이 20%에 달한다. 아직 언더웨어 사업부와 어패럴의 라이선스 사업 비중이 높아 이익률이 Peer 기업의 절대값에는 못미치지만, 시장의 기대감은 단순히 Npm에 비례하기보다는 그 증분에 초점을 맞출 가능성이 높다. 동종 의류 라이선스 기업 LF는 이익률이 4~5% 수준이던 21년 하반기, 12mf 이익률 7%의 시장전망에 8~9배 포워드 PER을 부여받았다. 이는 본서의 타겟 PER 8.7배가 결코 과도하지 않은 밸류에이션임을 뒷받침한다.

상기 논의를 모두 종합하여, **2026E EPS 1,846 원에 Target PER 8.7x를 곱한 목표주가 16,057 원, 상승여력 89.3%, 투자 의견 “Strong Buy”를 제시한다.**

Valuation - Historical PER Method (2026E), 0529 종가 기준	
2026E 지배주주귀속 당기순이익 (단위: 백만 원)	58,155
가중평균유통보통주식수	31,510,505
2026E EPS (단위: 원)	1,846
Target PER Multiple	8.7x
목표주가 (단위: 원)	16,057
현재주가 (단위: 원)	8,480
상승여력	89.35%

9. Appendix

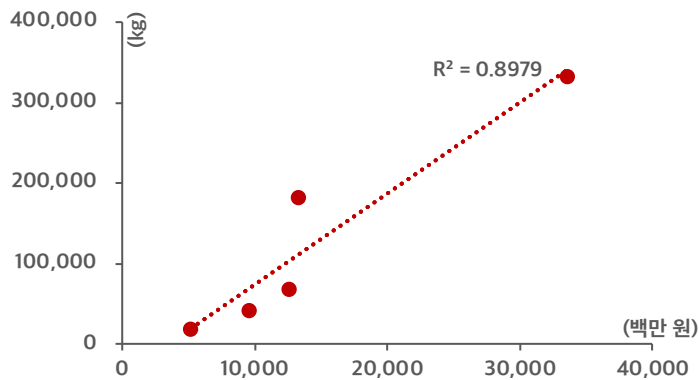
9.1. 의류 산업 분기별 매출 계절성

의류사 분기별 평균 매출액(최근 3년)				
(단위: 십억 원)	1Q	2Q	3Q	4Q
4개사 합계	1,209	1,187	1,152	1,558
F&F	480	389	462	562
신성통상	304	411	330	478
한섬	397	348	327	447
감성코퍼레이션	28	38	34	71
계절성	1	0.98	0.95	1.29

9.2. 슈퍼드라이 PEER 매출액 추이

슈퍼드라이 PEER 매출액							
(단위: 백만 원)	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E
마리떼 프랑수와 저버	300	2,500	10,000	35,000	100,000	160,000	230,000
YOY(%)		733%	300%	250%	186%	60%	44%
LEE			25,000	50,000	70,000	86,000	105,000
YOY(%)				100%	40%	23%	22%

9.3. 모스트 매출 - 미국향 선적량 회귀분석



9.4. 영업비용 추정

지급수수료 안분 비율 추정							
(단위: 백만원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	2024	1Q25	Average
지급수수료	4,447	3,991	3,733	4,776	16,947	6,473	
매출원가	163	217	66	973	1,419	54	
% of 지급수수료	3.7%	5.4%	1.8%	20.4%	8.4%	0.8%	4.6%
판매관리비	4,284	3,775	3,666	3,803	15,528	6,418	
% of 지급수수료	96.3%	94.6%	98.2%	79.6%	91.6%	99.2%	95.4%

지급수수료 추정			
(단위: 백만 원)	2025E	2026E	2027E
지급수수료 추정	20,587	21,736	23,930
매출원가	948	1,001	1,102
% of 지급수수료	4.6%	4.6%	4.6%
판매관리비	19,639	20,735	22,828
% of 지급수수료	95.4%	95.4%	95.4%

9.5. 감가상각비 추정

감가상각비 - CapEx 반영 전							
(단위: 백만 원)	1Q25	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
건물	516	2,065	2,065	2,065	2,065	2,065	2,065
차량운반구	5	19	19	19	-	-	-
집기비품	180	722	722	-	-	-	-
시설장치	242	966	966	966	966	966	966
미술품	-	-	-	-	-	-	-
사용권자산	1,273	5,094	5,094	5,094	5,094	5,094	5,094
합계	2,216	8,865	8,865	8,144	8,125	8,125	8,125

유형자산 Capex						
(단위: 백만 원)	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
건물	2,161	2,161	2,161	2,161	2,161	2,161
차량운반구	49	49	49	49	49	49
집기비품	290	290	290	290	290	290
시설장치	1,958	1,958	1,958	1,958	1,958	1,958
미술품	-	-	-	-	-	-
사용권자산	9,885	9,885	9,885	9,885	9,885	9,885
합계	14,344	14,344	14,344	14,344	14,344	14,344

감가상각비 - Capex 반영 후						
(단위: 백만 원)	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
건물	2,137	2,209	2,281	2,353	2,425	2,497
차량운반구	29	38	48	39	49	59
집기비품	780	838	174	232	290	348
시설장치	1,358	1,750	2,141	2,533	2,925	3,316
미술품	-	-	-	-	-	-
사용권자산	6,082	7,071	8,059	9,048	10,036	11,025
합계	10,385	11,905	12,704	14,205	15,725	17,245

감가상각비 추정						
(단위: 백만 원)	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
감가상각비	10,385	11,905	12,704	14,205	15,725	17,245
매출원가	65	74	79	88	98	107
% of 감가상각비	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
판매관리비	10,321	11,831	12,625	14,117	15,627	17,138
% of 감가상각비	99.4%	99.4%	99.4%	99.4%	99.4%	99.4%

9.6. 영업외비용 추정

금융손익 추정										
(단위: 백만 원)	2023	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	2024	1Q25	2025E	2026E	2027E
금융수익	22	702	479	447	(595)	1,033	343	580	580	580
이자수익	22	662	431	433	(609)	916	210	580	580	580
금융상품평가이익	-	-	-	-	4	4	14	-	-	-
금융보증비용환입	-	40	49	14	10	113	119	-	-	-
금융비용	128	1,558	(637)	1,222	2,826	4,969	1,733	2,434	2,434	2,434
이자비용	108	1,558	(683)	1,222	874	2,971	1,733	2,434	2,434	2,434
금융보증비용	20	-	46	-	1,830	1,875	-	-	-	-
파생상품거래손실	-	-	-	-	122	122	-	-	-	-

기타손익 추정										
(단위: 백만 원)	2023	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	2024	1Q25	2025E	2026E	2027E
기타영업외수익	48	640	84	664	1,514	2,902	956	376	376	376
외환차익	14	94	105	447	638	1,283	267	-	-	-
외화환산이익	31	44	6	151	409	610	511	-	-	-
유형자산처분이익	-	-	-	3	3	6	84	-	-	-
기타대손상각비환입	-	-	-	1	43	44	-	-	-	-
기타영업외이익	2	502	(74)	63	467	959	94	376	376	376
기타영업외비용	259	2,281	657	102	687	6,595	2,453	2,010	2,010	2,010
외환차손	2	333	647	56	1,426	2,463	224	-	-	-
외화환산손실	38	214	(40)	(109)	339	405	375	-	-	-
유형자산처분손실	-	-	-	-	262	262	9	-	-	-
유형자산폐기손실	-	-	-	-	244	244	167	-	-	-
무형자산처분손실	-	-	14	-	-	14	50	-	-	-
기부금	8	1,346	141	-	27	1,514	1,425	1,514	1,514	1,514
유가증권처분손실	-	2	-	-	-	2	-	-	-	-
기타영업외비용	210	385	36	154	1,115	1,690	202	496	496	496

이자부자산 유효이자율						
(단위: 백만 원)	2023	2024	1Q25	2025E	2026E	2027E
이자부자산	66,287	41,648	43,148	43,148	43,148	43,148
현금및현금성자산	15,445	23,744	23,954	23,954	23,954	23,954
단기금융상품	26,920	10,240	6,236	6,236	6,236	6,236
유동리스채권	-	83	56	56	56	56
기타유동금융자산	21,074	2,274	7,501	7,501	7,501	7,501
기타비유동금융자산	2,848	5,307	5,402	5,402	5,402	5,402
이자수익	22	916	210	580	580	580
유효이자율(%)	0.03%	2.20%	0.49%	1.34%	1.34%	1.34%

이자부부채 유효이자율						
(단위: 백만 원)	2023	2024	1Q25	2025E	2026E	2027E
이자부부채	137,288	151,973	160,341	160,341	160,341	160,341
단기차입금	40,961	59,845	64,107	64,107	64,107	64,107
유동리스부채	2,544	4,434	4,199	4,199	4,199	4,199
기타유동금융부채	19,847	20,752	28,023	28,023	28,023	28,023
장기차입금	69,703	54,488	49,051	49,051	49,051	49,051
비유동리스부채	4,182	5,703	8,065	8,065	8,065	8,065
기타비유동금융부채	52	6,751	6,896	6,896	6,896	6,896
이자비용	108	2,971	1,733	2,434	2,434	2,434
유효이자율(%)	0.08%	1.96%	1.08%	1.52%	1.52%	1.52%

9.7. 법인세비용 추정 Table

법인세비용 추정						
(단위: 백만 원)	2023	2024	1Q25	2025E	2026E	2027E
세전순이익	352	33,695	11,541	72,508	91,614	111,919
법인세비용	114	6,539	2,303	14,072	17,780	21,720
유효법인세율(%)	32.4%	19.4%	20.0%	19.4%	19.4%	19.4%

9.8. BS,CF

연결 재무상태표				연결 현금흐름표			
(단위:백만원)	2023	2024	1Q25	(단위:백만원)	2023	2024	1Q25
자산	338,705	422,743	456,347	영업활동현금흐름	71	3,068	12,430
유동자산	159,728	206,207	241,906	영업에서 창출된 현금	148	11,552	16,875
현금및현금성자산	15,445	23,744	23,954	이자수취	6	1,981	241
단기금융상품	26,920	10,240	6,236	이자지급(영업)	(83)	(4,864)	(1,583)
매출채권	17,573	38,833	56,282	법인세 납부, 영업활동	-	(5,600)	(3,103)
유동리스채권	-	83	56	투자활동현금흐름	(62)	10,356	(1,733)
기타유동금융자산	21,074	2,274	7,501	단기금융상품의 처분	-	75,866	4,009
재고자산	71,019	114,845	132,280	단기대여금의 처분	1,215	368	158
계약자산	393	526	685	장기대여금의 회수	-	331	73
기타유동자산	7,304	15,662	14,914	유형자산의 처분	-	6	-
비유동자산	178,977	216,536	214,441	무형자산의 처분	-	1,154	-
유형자산	94,584	103,001	103,610	임차보증금의 회수	-	100	1,067
무형자산	78,411	90,358	89,411	연결범위의 변동	-	5,889	-
이연법인세자산	3,025	15,694	14,074	리스채권의 감소	-	28	28
기타비유동금융자산	2,848	5,307	5,402	단기금융상품의 취득	-	(57,298)	-
기타비유동자산	110	2,176	1,944	단기대여금의 지급	(1,276)	(3,400)	(5,063)
부채	151,509	185,041	217,590	장기대여금의 지급	-	(237)	(122)
유동부채	77,512	115,147	150,369	종속기업투자자산 취득	-	(3,486)	-
매입채무	8,949	18,381	44,965	유형자산의 취득	-	(4,895)	(336)
단기차입금	40,961	59,845	64,107	무형자산의 취득	-	(134)	(9)
유동리스부채	2,544	4,434	4,199	사용권자산의 취득	-	180	(420)
기타유동금융부채	19,847	20,752	28,023	건설중인무형자산의 취득	-	(2,085)	(9)
당기법인세부채	2,828	6,804	4,647	기타무형자산의 취득	-	(314)	-
계약부채	825	1,112	1,164	임차보증금의 지급	-	(1,234)	(1,099)
기타유동부채	1,558	3,818	3,264	파생상품자산의 정산	-	122	-
비유동부채	73,997	69,894	67,221	복구비의지출	-	-	(10)
장기차입금	69,703	54,488	49,051	재무활동현금흐름	(1,286)	(5,332)	(10,490)
비유동리스부채	4,182	5,703	8,065	단기차입금의 증가	-	23,001	-
이연법인세부채	-	1,566	1,402	임차보증금의 회수	-	23	(1)
기타비유동금융부채	52	6,751	6,896	단기차입금의 상환	-	(11,819)	-
순환정금여부채	60	1,385	1,807	장기차입금의 상환	(1,270)	(12,961)	(1,270)
자본	187,197	237,702	238,757	금융리스부채의 지급	(16)	(3,443)	(1,135)
지배기업의 소유주에게 귀속되는 자본	187,197	212,130	211,420	자기주식의 취득	-	(73)	-
자본금	16,172	16,172	16,172	배당금의 지급	-	-	(8,084)
기타불입자본	164,390	164,390	164,390	주식매수선택권 행사	-	60	-
이익잉여금(결손금)	325	25,376	24,666	환율변동효과 반영전 현금및현금성자산의 순증가(감소)	(1,277)	8,093	208
기타포괄손익누계액	6,140	6,140	6,140	현금및현금성자산에 대한 환율변동효과	-	206	3
기타자본구성요소	170	52	53	현금및현금성자산의 순증가(감소)	(1,277)	8,299	210
비지배지분	-	25,573	27,337	기초현금및현금성자산	16,722	15,445	23,744
				기말현금및현금성자산	15,445	23,744	23,954

9.9. 대명화학 자회사 리서치

대명화학 종속기업

회사	주요 사업	대표/임원	권오일 및 이순섭 경영 참여 여부
모다이노칩과 그 종속기업	전자부품 제조 및 패션 유통	강중근, 정태형	x
코웰패션과 그 종속기업	패션 브랜드 제조 및 유통	임종민, 이순섭	이순섭 회장
폰드그룹과 그 종속기업	라이선스/IP 패션 및 화장품 유통	임종민, 이순섭	이순섭 회장
디에이피와 그 종속기업	PCB 및 적층판 제조	권오일, 최봉운	권오일 회장
파인드폼과 그 종속기업	패션 브랜드 제조 및 유통	홍정우	x
한국낙시채널과 그 종속기업	낙시 관련 방송 및 콘텐츠	나채재	x
고려에프앤에프	식품첨가물, 향료 제조	이승훈	x
Dae Myung Chemical	베트남 소재 잉크 제조	-	x
Dae Myung Ink	베트남 소재 화학제품 제조	-	x
베이스먼트랩	패션 브랜드 제조 및 유통	주시경	x
비바스튜디오	패션 브랜드 제조 및 유통	이준권	x
대명월드패션	패션 브랜드 제조 및 유통	이근호	x
퍼스트브랜드코퍼레이션과 그 종속기업	패션 브랜드 제조 및 유통	한창호	x

자본 재배치 연혁

연도	대명화학	연도	코웰패션
1991	대명화학 설립	1974	필립스코리아 설립
2010	창투사 케이아이지(현 대명화학) 인수	1994	필코전자 상호변경 및 대표자 변경
2006	필코전자 인수	2015	필코전자에 흡수합병 및 코스닥 상장
2008	케이브랜드 인수	2016	씨에프크리에이티브/코스메틱스 주식회사 설립
2009	모다이노칩 인수	2017	PUMA GOLF 라이선스 계약
2010	모다아울렛 (現 모다이노칩)	2017	씨에프인터내셔널 주식회사 설립
2018	PWD(데님 캐주얼 브랜드) 인수	2018	씨에프리테일/H&K/뷰티 주식회사 설립
2019	모다이노칩의 모다, 모다아울렛 흡수합병	2021	로젠택배 인수
2019	어센티브랜즈홀딩스 산하 하이라이트브랜드 설립	2022	피파 1904, BBC Earth 라이선스 계약
2019	한국월드패션 인수	2023	로젠의 씨에프인베스트먼트 흡수합병
2020	하고하우스 지분투자방식으로 관계사 편입	2023	슈퍼드라이 아시아태평양 IP 인수
2020	하고엘앤에프, 분크, 키르시 등 패션 기업 인수	2024	패션사업부 분사(폰드그룹)
2022	디에이피 통해 에어로케이항공 인수	2024	자회사 씨에프씨 흡수합병
2024	코웰패션 인적분할	2024	모스트 및 브랜드유니버스 인수

Notice.

본 보고서는 서울대 투자연구회의 리서치 결과를 토대로 한 분석 보고서입니다. 보고서에 사용된 자료들은 서울대 투자연구회가 신뢰할 수 있는 출처 및 정보로부터 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임 하에 종목 선택이나 투자 시기에 대한 최종 결정을 내리시기 바랍니다. 따라서, 이 분석보고서는 어떠한 경우에도 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한, 이 분석보고서의 지적재산권은 서울대 투자연구회에 있음을 알립니다.