

K-POP
K

K-Beauty
K

K-Aesthetic
K

K-Food
K

K-Fashion
K



권명준 스몰캡
02 3770 5587
myoungchun.kwon@yuantakorea.com

이승은 화장품/유통
02 3770 5588
seungeun.lee@yuantakorea.com

손현정 스몰캡
02 3770 5595
hyunjeong.son@yuantakorea.com

이환욱 미디어/엔터
02 3770 5590
hwanwook.lee@yuantakorea.com



권명준

스몰캡

02 3770 5587

myoungchun.kwon@yuantakorea.com



손현정

스몰캡

02 3770 5595

hyunjeong.son@yuantakorea.com



이승은

화장품/유통

02 3770 5588

seungeun.lee@yuantakorea.com



이환욱

미디어/엔터

02 3770 5590

hwanwook.lee@yuantakorea.com

CONTENTS



Intro. K-Trend

① K-Trend 개요	8
② K-Trend 성장배경	14
③ K-Trend 지속가능성	31

PART 3. K-Aesthetic

① K-Aesthetic 성장 배경과 전략	79
② K-Aesthetic 글로벌 트렌드	84
③ K-Aesthetic 지속 가능성	91

관련기업

1. 티앤엘 (340570)	94
2. 비올 (335890)	101

PART 1. K-POP

① K-POP 피크아웃 우려에도 여전히 높은 관심	39
② ‘양’, ‘질’의 성장을 이어온 K-POP	40
③ 지속 가능성은 ‘라이트 팬덤’ & ‘신규 BM’	46

관련기업

1. 하이브 (352820)	58
2. 디어유 (376300)	61

PART 4. K-Food

① K-Food Q의 변수는 해외	108
② K-Food C & P의 우호적인 환경	110
③ K-Food 미국 MZ세대 소비 트렌드	112

관련기업

1. 플무원 (017810)	117
2. 사조대림 (003960)	123

PART 2. K-Beauty

① 중국 중심 K-뷰티, 글로벌 시장으로 확장	66
② 비(非)중국 시장에서 K-뷰티 인기! 이유는?	70
③ K-뷰티의 지속 가능성, 어떻게 확보할 것인가?	73

관련기업

1. 코스메카코리아 (241710)	74
2. 한국콜마 (161890)	76

PART 5. K-Fashion

① 과거와 다른 K-Fashion	129
② 해외로 영역을 확장하는 K-Fashion	134
③ K-Fashion 성공가능 기대 요인	137

관련기업

1. 감성코퍼레이션 (036620)	140
2. F&F (383220)	142

SUMMARY



2024년 3분기 유안타 리서치 이슈&테마

안녕하십니까? 유안타 증권 리서치에서 근무하는 권명준, 이승은, 이환욱, 손현정 연구원입니다.

2008년 베이징 올림픽을 기억하십니까? 야구의 변방국으로 취급 받았던 한국이 야구 강국인 일본, 미국, 쿠바 등을 모두 격파하며 금메달을 획득하여 큰 주목을 받았습니다. 10여년이 지난 지금은 야구가 아닌 한국의 다양한 K-Culture가 일본, 미국, 유럽 등에 글로벌 제품과의 경쟁에서 비교우위를 보이며 확산되고 있습니다.

과거와 달리 최근에는 K-Culture 인기가 장기화되며, 다양한 품목으로 확산되고 있다는 점에서 일시적인 열풍이 아닌 트렌드화 되는 것으로 판단됩니다. 글로벌 한류 팬이 이미 2억명이 초과했다는 점이 이를 증명합니다.

K-Culture가 확대되는 요인으로 다양한 요인이 존재합니다. 그 중에서 특히 K-Culture에 관심을 가졌던 사람들이 소비의 주력층으로 변화되었다는 점, 가격대비 높은 인지도와 좋은 품질을 보유하고 있다는 특징이 있어 글로벌 소비심리 우려감에도 지속적인 관심 및 성장이 기대됩니다. 이에 5개의 K에 대해서 살펴보았습니다.

첫번째 K는 K-Culture를 선도하는 K-POP입니다. 최근 앨범 역성장 등 피크아웃 우려가 대두된 상황이나 내년부터 K-POP 글로벌 확산 범위는 한층 더 넓어질 것으로 전망됩니다. 지난 20년간 CD(앨범) 수출 대상국은 꾸준히 다변화 되고 있으며, 매출원도 앨범 위주에서 음원/콘서트/MD/기타 콘텐츠 등으로 다양해지고 있습니다. Covid-19 이후 글로벌 음원(스트리밍) 시장에서의 높은 성장세가 지속되고 있는데, K-pop 라이트 팬덤 확대는 글로벌 투어시장에서의 실적 성장을 크게 견인할 것이라 예상됩니다. 글로벌 팬 플랫폼 시장 개화에 따른 실적 개선 역시 기대되는 부분입니다. 글로벌 라이트 팬덤 확대에 따른 유기적 실적 성장 뿐만 아니라 해외(K-pop 이외 장르) 아티스트 IP 의 플랫폼 입점이 활성화되는 초입 구간으로 K-엔터테인먼트사의 비 유기적인 성장도 본격화 될 전망입니다. 주목하는 기업은 '하이브'와 '디어유'입니다.

두번째 K는 K-Beauty입니다. 과거 중국 시장에 크게 의존했던 아모레퍼시픽을 비롯한 국내 화장품 기업들은 최근 미국 시장으로의 진출을 본격화하며 K-뷰티의 저변 확대에 주력하고 있습니다. 2022년 이후 중국 수출 비중이 감소하는 반면, 미국 및 기타 지역으로의 수출 비중이 점차 상승하고 있으며, 이는 수출 지역 다변화 측면에서 매우 긍정적인 변화로 평가됩니다. 미국 시장에서는 다양한 인종과 피부 톤을 고려한 제품 출시와 더불어, 쿠션 팩트와 마스크팩 등 차별화된 제품으로 주목받고 있습니다. K-뷰티 제품은 미국 내 주요 유통 플랫폼에서 높은 가성비와 뛰어난 품질로 인기를 끌고 있으며, 구글 트렌드에서 K-뷰티 검색량이 증가하는 등, 전 세계적으로 K-뷰티에 대한 관심이 높아지고 있습니다. 이러한 성장 흐름은 화장품 브랜드뿐만 아니라 K-뷰티 산업 전반에 긍정적인 영향을 미치고 있습니다. 국내 주요 ODM/OEM사들은 미국 시장에서 주문량 증가와 함께 제품 다양성 확대, 현지화 전략 강화 등을 통해 향후 더욱 밝은 전망이 기대됩니다. 관련기업으로 코스메카코리아, 한국콜마를 주목합니다.

SUMMARY



2024년 3분기 유안타 리서치 이슈&테마 (계속)

세번째 K는 K-Aesthetic(미용기기)입니다. 미용기기 시장은 4Q22 이후 금리 인상으로 수출 성장세가 둔화되었으나, 2024년 9월 FOMC에서 금리 인하 가능성으로 수출 증가가 기대됩니다. 북미 시장에서는 SNS 마케팅과 MZ세대의 모방 소비가 수출 성장을 견인하고 있으며, 가격 경쟁력으로 빠른 성장을 보이고 있습니다. 미국에서 K-Beauty 인기가 상승하면서 최솜습 및 비침습 시술 증가와 함께 국내 EBD 미용기기 인지도가 높아질 전망입니다. 마이크로니들RF는 스킨부스터와의 시너지로 미국에서 주목받고 있으며, EBD 미용기기 시장 성장을 이끌 것으로 예상됩니다. 현재 K-Aesthetic 기업들의 25년 평균 PER은 15배로 저평가되어 있으며, 관련 기업으로 티앤엘과 비올을 주목합니다.

네번째 K는 K-Food입니다. 음식료 업종은 지난 20년간 두 차례의 상승 사이클을 겪었으며, 이는 판가 인상(P), 수출 성장(Q), 곡물가 하락과 환율 안정(C)이라는 우호적인 환경이 갖춰질 때 나타났습니다. 2024년에는 하반기부터 판가 인상(P), 미국 수출 성장(Q), 곡물가 하락과 환율 안정(C)의 요인들이 결합되어 3차 상승 사이클이 기대됩니다. 특히 미국 시장에서 라면을 중심으로 K-Food 인기가 확산되면서 수출 성장이 주요 동력으로 작용하고 있습니다. 곡물가 하락과 원달러 환율 안정은 하반기부터 본격화되며, 음식료 업체들의 수익성 개선에 기여할 전망입니다. K-Food의 성장에는 MZ세대의 가성비 중시 소비 트렌드와 건강식에 대한 관심이 큰 영향을 미치고 있으며, 이에 대응해 건강식 제품 라인업을 강화하고 있는 풀무원과 사조대림을 관심 종목으로 제시합니다.

마지막 K는 K-Fashion입니다. 패션변방국에서 패션중심국으로 무게중심이 이동하고 있으며, 내수에서 벗어나 일본/중국 등 아시아 지역으로 영역을 확대하고 있습니다. 가성비, 디토소비, 온라인 대응력 등의 강점을 기반으로 성장할 것으로 예상되며, 특히 라이선싱 브랜드 기업을 주목해야 한다고 판단됩니다. 자체 신류 브랜드 런칭시 인지도 확보를 위한 대규모 마케팅 비용과 수년간의 시간이 필요합니다. 반면 라이선싱 브랜드는 초기 적은 비용 투자이지만 인지도 있는 브랜드를 활용함으로써 성공가능성을 높이고 있기 때문입니다. 관련기업으로는 감성코퍼레이션과 F&F를 주목합니다.

이번 자료가 투자에 도움이 되셨으면 좋겠습니다. 지속적으로 다양한 투자 아이디어를 공유하도록 노력하겠습니다. 감사합니다.



권명준

스몰캡

02 3770 5587

myoungchun.kwon@yantakorea.com

Intro. K-Culture

지속 가능!

I. K-Culture ①History

- 한국의 문화콘텐츠의 확산이라는 점에서 한류(K-Culture)의 역사와 동행
- 1세대 한류: 1990~2002년. 한국 드라마 중심
- 2세대 한류: 2003~2009년. K-POP 중심
- 3세대 한류: 2010~2017년. 대중문화에서 화장품, 음식, 여행 등으로 확장
- 4세대 한류: 2018년 이후. OTT 기반 글로벌 확장

[그림] 세대별 한류



자료: 한국콘텐츠진흥원, 유안타증권 리서치센터

I. K-Culture ②한류세대별 변화

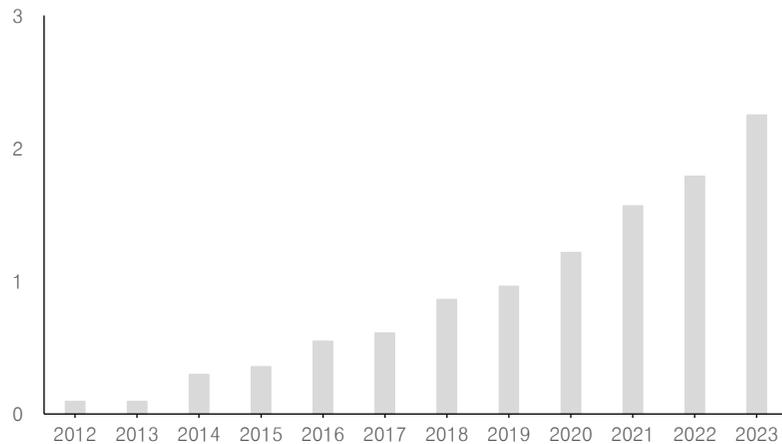
구분	1세대 한류(97~02년)	2세대 한류(03~09년)	3세대 한류(10~17년)	4세대 한류(18년~)
진출 영역	일본	일본	일본	일본
	중국	중국	중국	중국
	동남아	동남아	동남아	동남아
		중남미	중남미	중남미
		중동	중동	중동
		유럽	유럽	유럽
				아메리카
진출 영역				ETC
	K-DRAMA	K-DRAMA	K-DRAMA	K-DRAMA
		K-POP	K-POP	K-POP
			K-BEAUTY	K-BEAUTY
			K-FOOD	K-FOOD
				K-FASHION
				ETC

I. K-Culture ③글로벌 한류 팬 2억명 초과

- 한류 동호회: 2012년 757개 → 2023년 1,748개로 연평균 7.9% 성장
- 한류 동호회 회원수: 2012년 926.4만명 → 2023년 2.2억명으로 연평균 3.6% 성장
- 지역별로는 아시아/오세아니아 지역이 가장 높은 비중을 차지하며(23년 66.3%), 미주-유럽-아프리카/중동 순서
- 최근 5년간(2018~2023년) 성장률은 아프리카/중동(85.6%)-미주(36.8%)-아시아/오세아니아(17.2%)-유럽(17.0%) 순서
- *특징: 한류 동호회내 여성 비중이 높음(미국내 90% 이상으로 추정)

[그림] 한류동호회 회원수: 2023년 2억명 상회

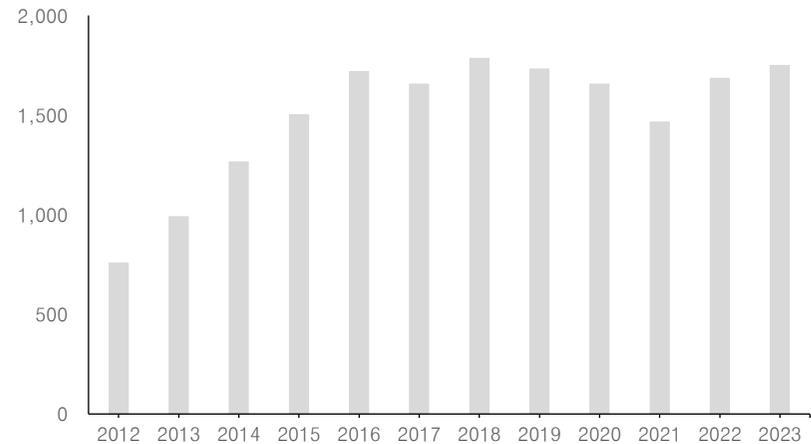
(억명)



자료: KF통계센터, 유안타증권 리서치센터

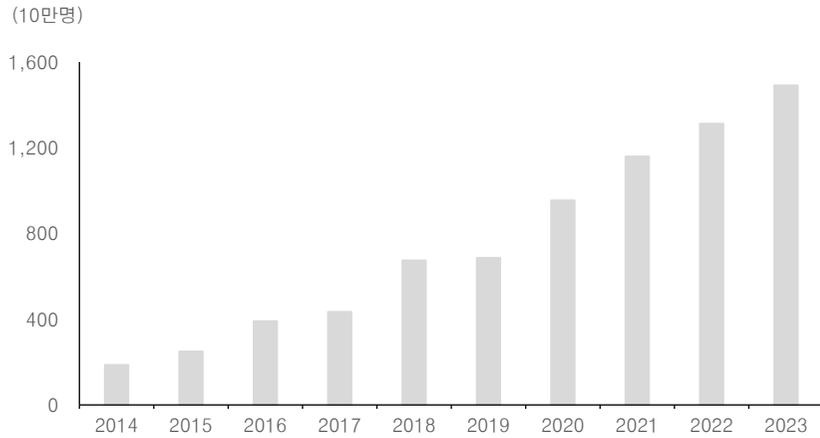
[그림] 한류동호회 수

(개)



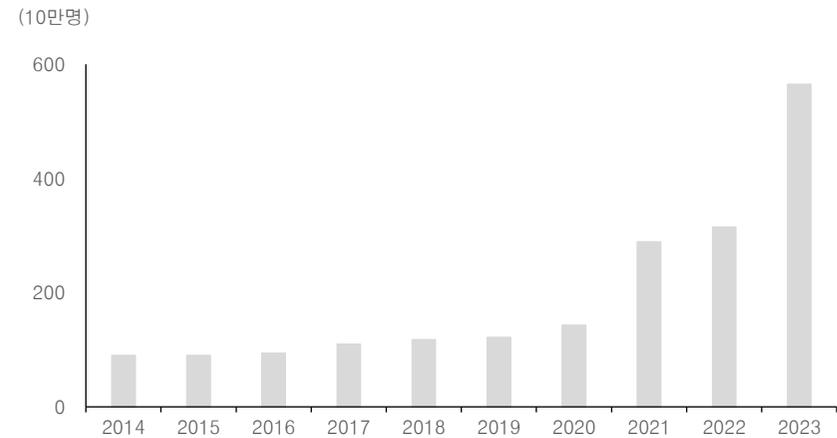
자료: KF통계센터, 유안타증권 리서치센터

연도별 아시아/오세아니아 한류동호회 회원수 추이



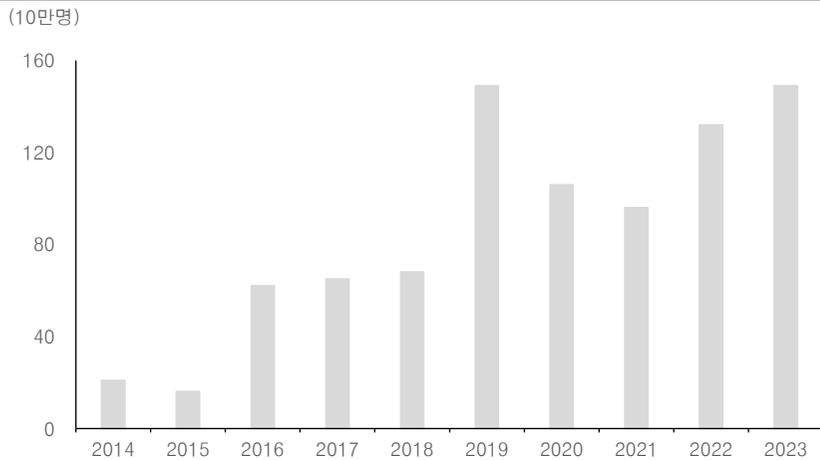
자료: Mordor Intelligence, 유안타증권 리서치센터

연도별 미주 한류동호회 회원수 추이



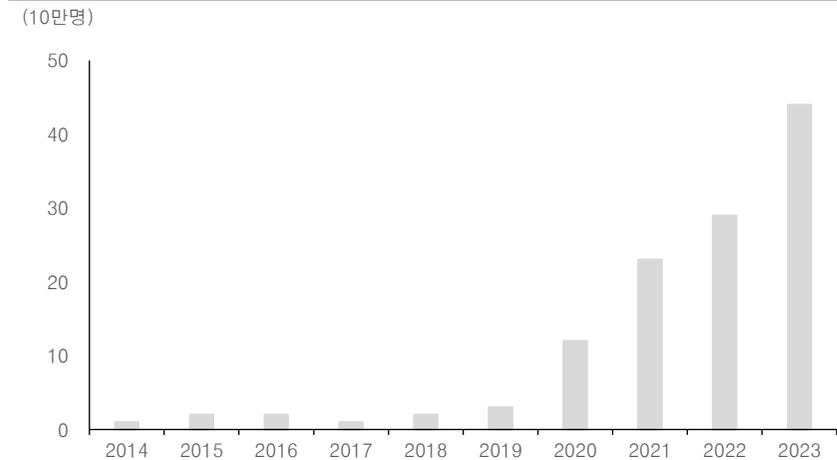
자료: Research Nester, Research&Markets, 유안타증권 리서치센터

연도별 유럽 한류동호회 회원수 추이



자료: Mordor Intelligence, 유안타증권 리서치센터

연도별 아프리카/중동 한류동호회 회원수 추이

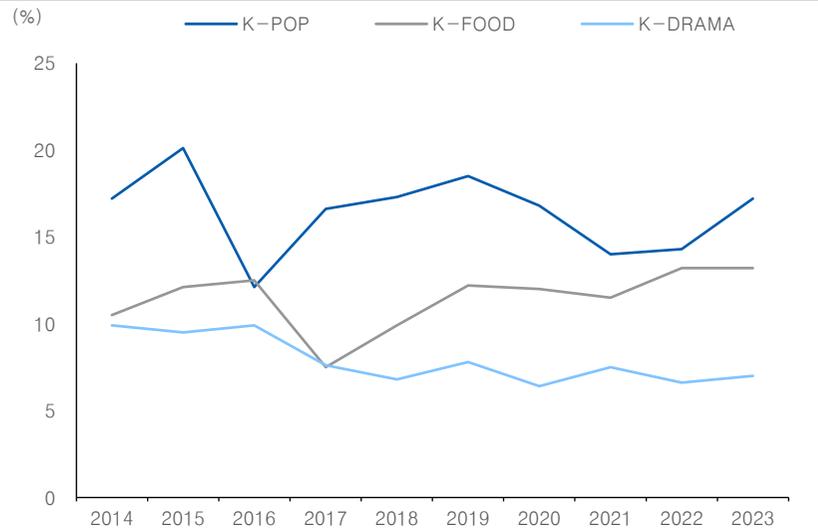


자료: Research Nester, Research&Markets, 유안타증권 리서치센터

I. K-Culture ④ 긍정적 평가 확대

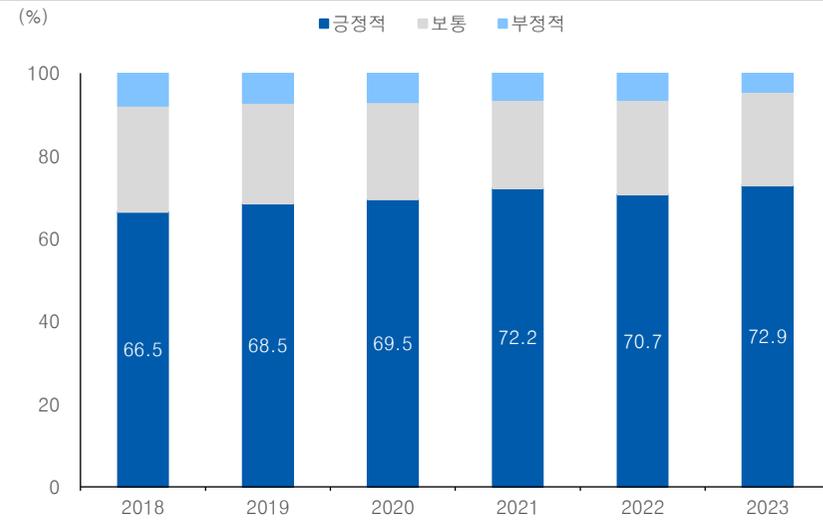
- 한류 경험자의 68.8%, 한국 문화 콘텐츠에 호감
인도네시아(86.3%)-인도(84.5%)-태국/UAE(83.0)-베트남(82.9%) 순 → 동남아 국가내 높은 호감도
- 한국 전반적 인식: 72.9% 긍정적
국가별로는 사우디(89.5%), UAE(88.9%), 이집트(88.3%) 등 중동, 아프리카 국가의 높은 긍정 응답률
- 한국 연상 이미지
과거 북한/북핵, 한국전쟁이 높은 순위 VS. 현재 문화콘텐츠 위주로 재편
2012년 K-DRAMA > K-POP > K-FOOD VS. 2023년 K-POP(↑) > K-FOOD(↑) > K-DRAMA(↓)

[그림] 한국 연상 이미지(2012~2023년)



자료: 문체부, 유안타증권 리서치센터

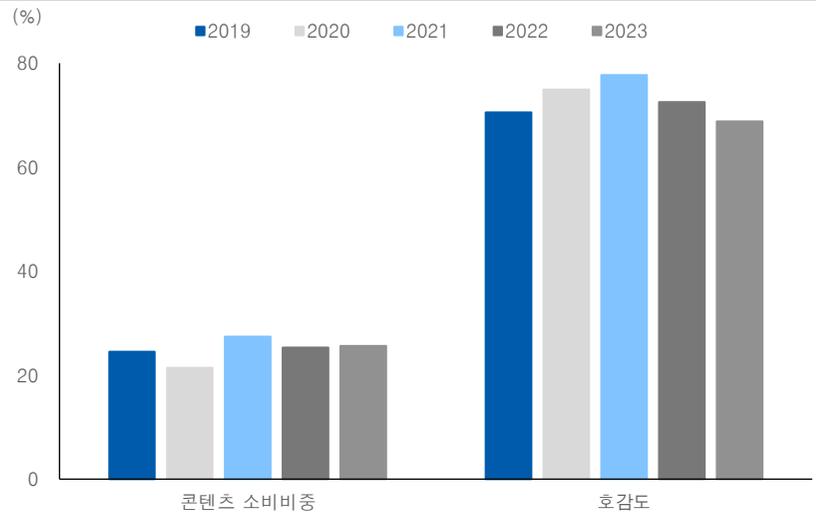
[그림] 한국에 대한 전반적 인식(2018~2023년)



자료: 문체부, 유안타증권 리서치센터

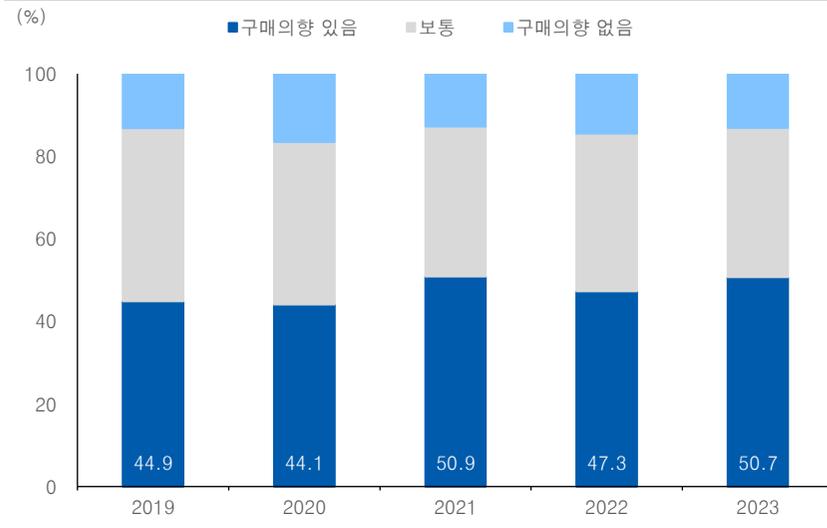
- 한국 문화 콘텐츠 호감도: 2023년 68.8%로 전년대비 3.7% 감소
 상승: 뷰티 +2.1%
 하락: 게임/동영상 -3.4%, 패션 -2.6%, 애니메이션 -2.5%, 웹툰 -2.1%, 음식 -1.3%, 음악 -1.1%, 영화 -1.0%, 드라마 -0.6%, 음악
- 한국 문화 콘텐츠 소비 비중: 2023년 25.6%로 전년대비 0.4%p 상승
 상승: 드라마 +0.7%, 뷰티 +0.2%, 예능 +0.8%, 영화 +1.0%, 게임 +0.8%, 음식 +0.3%
 하락: 음악 -0.1%, 패션 -0.9%, 애니메이션 -0.5%
- 한국산 제품/서비스 구매/이용 의향은 상승세

[그림] 한국 문화 콘텐츠 소비비중과 호감도



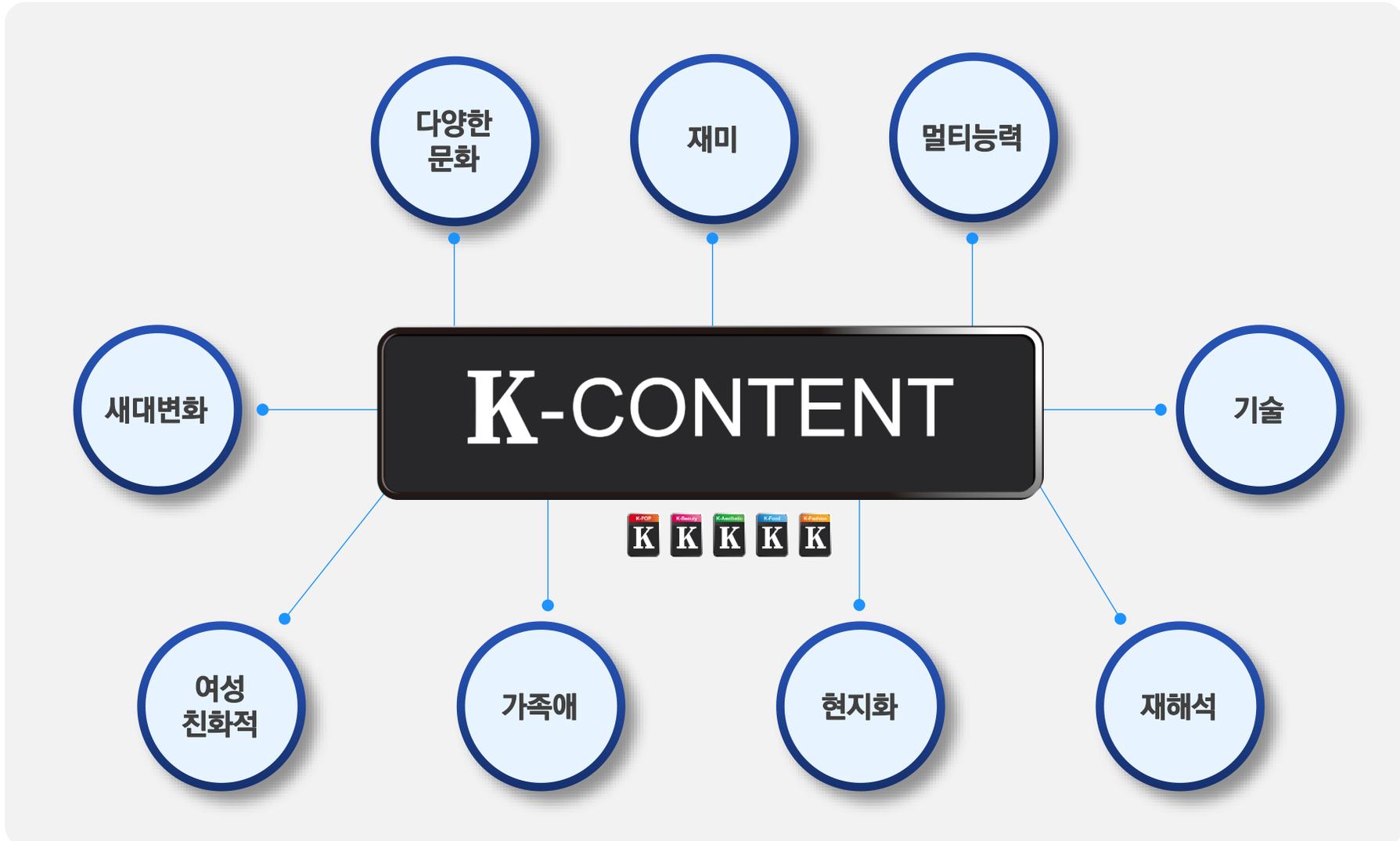
자료: 문체부, 유안타증권 리서치센터

[그림] 한국에 대한 전반적 인식(2018~2023년)



자료: 문체부, 유안타증권 리서치센터

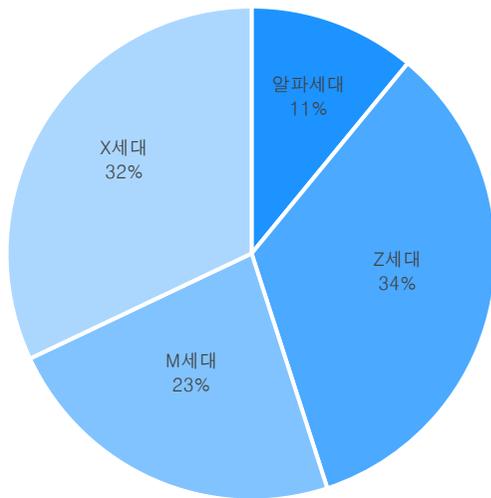
II. Why K-Culture?



II. Why K-Culture? ①세대 변화

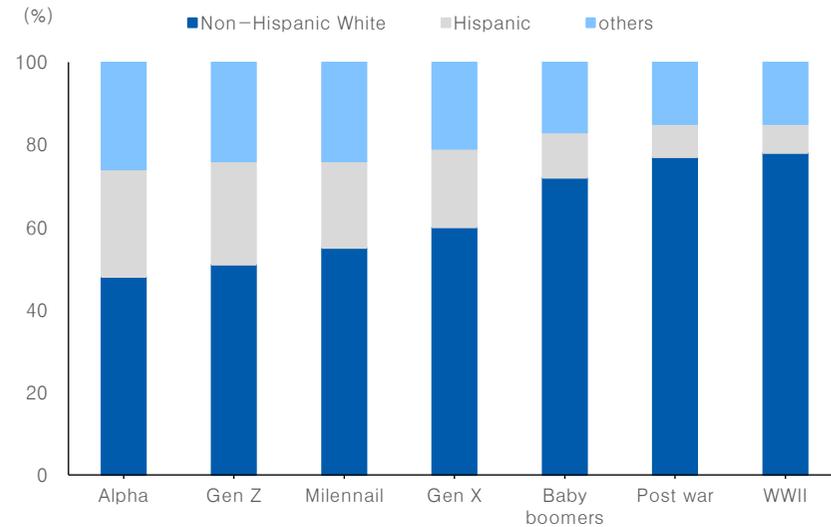
- 시대적 변화1. MZ 이후 세대가 국가별 소비의 주력으로 부상
2030년 전세계 노동인구 中 MZ세대 비중이 57%로 절반 이상 차지
미국내 MZ세대(2020년 기준) 인구 비중 42%. MZ세대 주축 연간 가계 지출은 미국 전체 가계 지출의 30% 이상으로 추정
- 시대적 변화2. 미국내 유색인종 비중 증가
낮은 연령일수록 미국내 히스페닉 비롯 유색인종 비중 상승
- 주력 소비층의 변화 → 새로운 문화에 대한 수요 확대

[그림] 2030년 노동인구 구성



자료: 맥클린들연구소, 유안타증권 리서치센터

[그림] 미국 세대별/인종별 인구 비중: 백인 비중 ↓ VS. 유색인종 비중 ↑



자료: Census Bureau(2022), 유안타증권 리서치센터

II. Why K-Culture? ② 다양한 문화가 혼재된 한국 역사

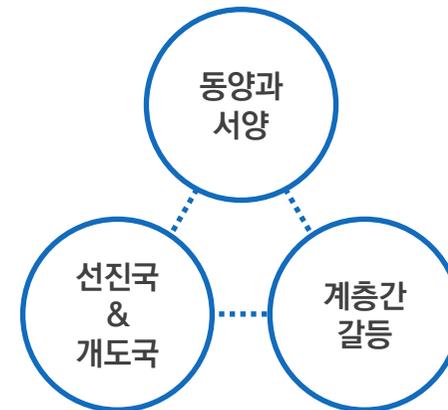
- 다양한 경험을 담을 수 있는 역사 보유 → 풍부한 콘텐츠
 조선시대 이전: 침략과 극복(중국, 일본)
 근현대사: 식민지 경험(일제강점기), 가난(한국전쟁 전후), 전쟁과 분단(6.25전쟁)
 현대사: 압축적 성장의 부작용(빈부격차 등)
- 다양한 사람들이 느낄 수 있는 혼재된 문화 → 다수의 공감 유발
 서양적 경제발전 & 동양적 사고
 다양한 사회계층: 계층(양반과 노비)간 갈등
 선진국과 개도국

[그림] 오랜 역사 → 다양한 콘텐츠



자료: 유안타증권 리서치센터

[그림] 혼재된 문화 → 다수의 공감



자료: 유안타증권 리서치센터

II. Why K-Culture? ③민족성

- 풍류를 즐기는 민족

부여: 은정월 나라에 대회를 열고 연일 음식을 먹고 노래 부르고 춤을 추는데 이를 영고라고 한다

고구려: 백성들이 노래와 춤을 즐겼으므로 나라의 각 마을에서 남녀가 밤에 서로 어울려 노래하고 유희를 하였다

마한: 5월에 씨 뿌린 후 항상 귀신에서 제사하고 무리를 지어 노래하고 춤추며 술 마시기를 낮밤 쉬지 않았다.

- 한국어: 색채어, 의성어, 의태어가 발달한 언어

[그림] 풍류를 즐기는 민족



자료: 신육복(상춘야흥), 유안타증권 리서치센터

[그림] 한국어 특징: 색채어, 의성어, 의태어 풍부

빨강다	발강다	빨그대대하다	빨그대대하다
발그맹맹하다	빨그맹맹하다	발그레하다	빨그레하다
별경다	별경다	별그레하다	별그레하다
새빨강다	시별경다	울긋불긋하다	울긋불긋하다

자료: 유안타증권 리서치센터

II. Why K-Culture? ④여성 주체성

- 여성의 시선(Female gaze)를 한류의 성공요인으로 주목(스탠포드대 한국학 20주년 기념 컨퍼런스)
20세기 영미 대중문화는 백인 남성들의 창작물 & 그들을 영웅화하는 히어로물이 대세(美-히어로 영화, 영국-셜록홈즈)
21세기 이후 백인 남성 우월주의에 대한 피로감
- 소외되었던 여성 소비자가 한류(K-Drama, K-POP)를 통해 문화 소비의 주체로 부각
블랙핑크 유튜브 채널 구독자 9,450만명(24.8월 기준)으로 세계 1위
대장금 이후 주체적인 여성을 묘사한 K-DRAMA(힘센여자 도봉순, 이상한변호사 우영우, 더 글로리 등) 지속

[그림] 주체적인 여인상 묘사



자료: 넷플릭스, MBC, ENA, 유안타증권 리서치센터

II. Why K-Culture? ⑤가족애(Family Love)

- 미국: 다인종/다민족 이민 국가, 편향된 특정 인종이나 민족의 콘텐츠로는 미국 시장 전체를 겨냥하기 어려움
가족애와 관련된 콘텐츠 비중 낮음 (박스오피스 Top10내 가족 관련 영화는 애니메이션인 슈퍼 마리오 브라더스가 유일)
- 반면, K-Drama에서 가족애는 필수 Story item
2023년 국내 드라마 시청률 상위 8개 작품 중 5작품 속에서 가족애와 관련된 스토리 포함
- 가족애와 더불어 도덕성을 중시하는 윤리관도 선호

[그림] 2023년 전세계 Box-office Top 10

순위	제목	제작	장르
1	바비	미국	모험, 블랙코미디, 판타지
2	슈퍼 마리오 브라더스	미국, 일본	애니메이션, 코미디, 가족
3	오픈하이머	미국	시대극, 전기, 스릴러
4	가디언즈 오브 갤럭시	미국	슈퍼히어로, SF
5	분노의 질주	미국	범죄, 액션, 어드벤처
6	스파이더맨	미국	애니메이션, 슈퍼히어로, 액션
7	만강홍: 사라진 밀서	중국	코미디, 미스터리
8	윙카	미국, 영국	판타지, 뮤지컬
9	인어공주	미국	판타지, 뮤지컬, 로맨스
10	미션 임파서블	미국	액션, 첩보, 스릴러

자료: The Numbers, 유안타증권 리서치센터

[그림] 2023년 국내 드라마 시청률 순위



자료: Digital story, 유안타증권 리서치센터

II. Why K-Culture? ⑥ 흥미 유발

- 새로움과 재미를 동시에 부여하는 K-Culture
- K-Food 열풍은 틱톡과 인스타그램과 같은 SNS의 영향도 크게 작용
불닭볶음면에 감동한 소녀
미국내 SNS에서 인기를 끈 한국산 냉동김밥이 트레이더조에서 대박 기록

[그림] 불닭볶음면 생일선물에 감격한 소녀의 유튜브 영상



자료: 유튜브, 유안타증권 리서치센터

[그림] 냉동김밥 인기를 견인한 유튜브 영상



자료: 유튜브, 유안타증권 리서치센터

[그림] 이미 문화가 된 K POP 커버



자료: 유튜브, 유안타증권 리서치센터

[그림] 화채만들기 챌린지



자료: 유튜브, 유안타증권 리서치센터

[그림] 감치만들기 챌린지



자료: 유튜브, 유안타증권 리서치센터

[그림] 핫도그 반응



자료: 유튜브, 유안타증권 리서치센터

II. Why K-Culture? ⑦ 현지화

- 공급자 중심이 아닌 수요자 중심으로 콘텐츠를 제작, 국가별로 선호되는 기호(피부, 맛, 언어)를 제품내 반영
- SNS를 기반으로 수요자의 Needs를 파악 & 제품에 반영하려는 노력 확대
- K-POP: 자신들의 음악과 공연으로 특정 국가와 지역을 공략 & 외국인 멤버 기용
예) EXO-으르렁의 중국어 버전 / BTS-다이너마이트(영어가사, 뮤직비디오 배경)
- K-DRAMA: 다양한 국가의 자막 및 더빙 제공 / 사회 및 인종 이슈를 내포
예) 이태원 클라스(김토니)
- K-FOOD: 국가별 차별화된 입맛에 맞는 제품 제조 & 현지기업과의 콜라보 제품 기획

[그림] BTS 다이너마이트: 영어가사, 뮤직비디오 배경



자료: 하이브, 유안타증권 리서치센터

[그림] 이태원클라스 김토니



자료: 삼양식품, 유안타증권 리서치센터

II. Why K-Culture? ⑧재해석

- 한국적으로 재해석을 통해 K화
- 음식: 라면, 만두, 핫도그(콘도그), 짜장면 등
예) 라면: 기원-중국의 납면, 최초의 즉석라면-日 닛신식품의 치킨라면. 국내 대표 수출 K-FOOD
예) 만두: 기원-중국, 페르시아 등 다양, 전세계적으로 유사한 제품 다수 존재. 미국내 만두 1위
- 엔터: 영미POP+한국적 정서 = K-POP
- 패션: 라이선스 브랜드화

[그림] 즉석라면의 시초는 일본



자료: 이마트, 유안타증권 리서치센터

[그림] 만두의 시초는 중국 등

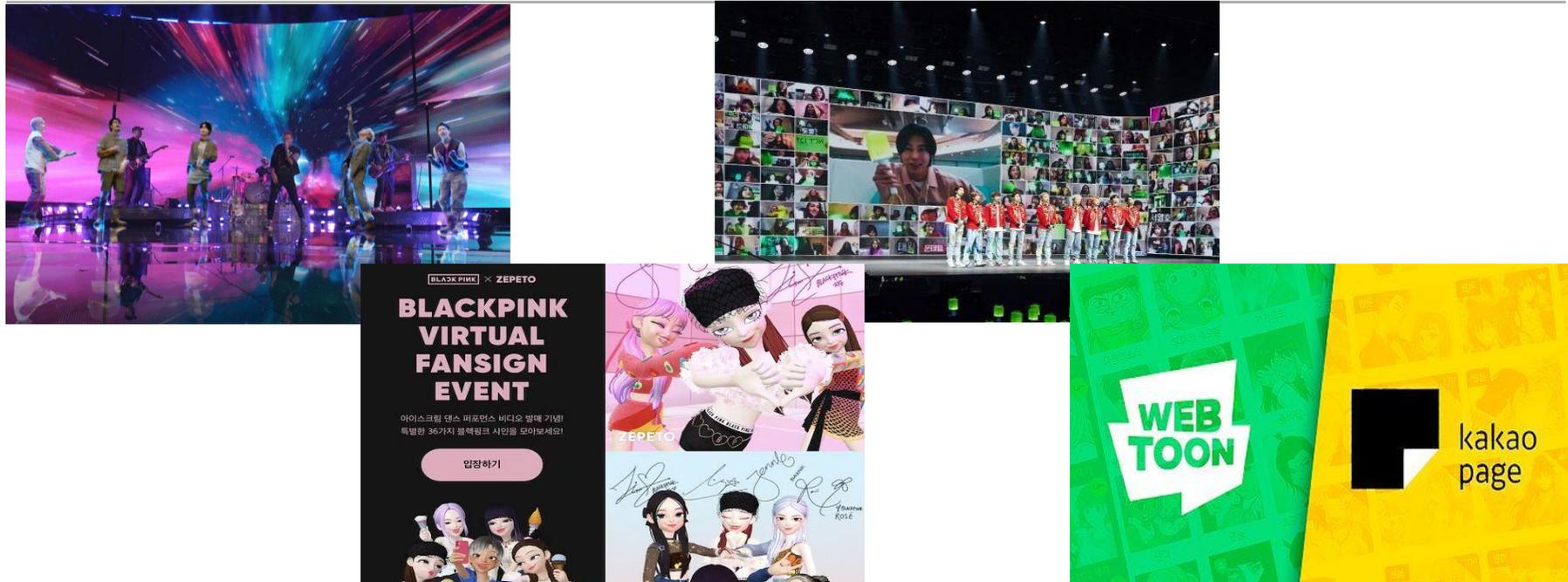


자료: CJ제일제당, 유안타증권 리서치센터

II. Why K-Culture? ⑨기술과의 접목

- 코로나19로 인해 Untact 시기 당시 Tech와 접목된 플랫폼 구축
 1. Online Concert(Global 1st): BTS의 Bang Bang Con The Live(2020년), SM엔터의 Beyond Live(2020년), KCON:TACT(2020년) 등
 2. Hologram: BTS-Coldpaly
 3. Metaverse: 제페토에서 메타버스내 최초로 블랙핑크 가상 팬사인회(2022년) 개최(4,600만명 참여)
- 웹툰: Web 환경에 최적화된 한국식 K-Webtoon

[그림] New Tech(Online Concert, Hologram, Metaverse, Webtoon 등)을 통해 시공간 초월



자료: 하이브, 네이버, SM엔터, 카카오페이지, 유안타증권 리서치센터

II. Why K-Culture? ⑩Multi player

- 한국의 아이돌 스타: 미국/유럽과 달리 다양한 교육(연습생)에 의해 육성
1세대: H.O.T(1996년, SM) / 2세대: 슈퍼주니어(2005년, SM), 빅뱅(2006년, YG), 원더걸스(2007년, JYP),
3세대: EXO(2012년, SM), BTS(2013년, 하이브), 트와이스(2015년, JYP), 블랙핑크(2016년, YG) / 4세대: 뉴진스(2022년, 하이브)
- 특징1. 초등학교부터 기획사와 계약, 장기 트레이딩(보컬, 연기, 메이크업 및 스타일)을 통해 인재 육성
→ 1명의 스타가 노래-연기-모델 등 다양한 역할 수행
- 특징2. 각기 다른 매력을 보유한 다수의 인원으로 구성
→ 다양한 연령/성별대의 팬층 확보가능
→ 멤버 중 부각 시점 상이 - 팬들의 관심 장기화

[그림] 다수의 멤버로 구성 통해 다양한 매력 발산



자료: 하이브, SM, YG, JYP, 유안타증권 리서치센터

[그림] 한명의 엔터테이너가 노래-연기-MC 등 다양한 역할을 수행

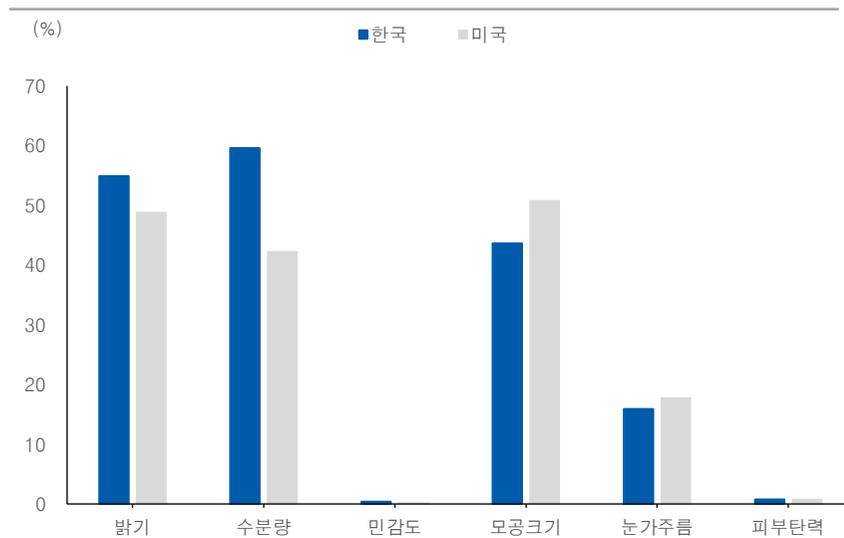


자료: 언론보도(JYP, tvN, 백상예술대상 사무국), 유안타증권 리서치센터

II. Why K-Culture? ⑪유전적 우수성

- 주목받는 한국 여성 피부 → K-Beauty, K-Aesthetics에 대한 관심 확대
 대한화장품산업연구원, 미국인 대비 한국인의 피부가 밝고 촉촉하며 주름도 적음
 샤넬 기술연구소(CERIES) 1)색소침착: 중국, 일본 > 한국, 프랑스 / 2)주름: 프랑스, 중국 > 한국, 일본
- 오젠폭 페이스(Ozempic Face): 체중감량에 사용되는 당뇨병 치료제인 오젠폭(Ozempic) 사용시 발생하는 부작용
 변화1. 주름 생성과 같은 노화 징후 증가, 지방 손실로 인한 피부 처짐 현상 → 화장품, 미용기기 시술 수요 확대
 변화2. 체중 감량 → 신체 사이즈 변화 → 의류 교체
 변화3. 신체가 지방을 축적하는 저장하는 방식에 영향을 미치는 지방 이영양증 → 고탄수화물 저지방 식당 권장

[그림] 우수한 한국 여성 피부



자료: 대한화장품산업연구원, 유안타증권 리서치센터

[그림] 오젠폭 페이스



자료: Change for Life, 유안타증권 리서치센터

II. Why K-Culture?

구분	K-POP	K-BEAUTY	K-Aesthetic	K-FOOD	K-FASHION
세대변화	Blue diagonal stripes				
다양한 문화	Blue diagonal stripes				
여성 친화적	Blue diagonal stripes	Grey	Blue diagonal stripes	Grey	Grey
가족애	Grey	Blue diagonal stripes	Grey	Blue diagonal stripes	Grey
흥미/재미	Blue diagonal stripes	Blue diagonal stripes	Grey	Blue diagonal stripes	Grey
현지화	Grey	Grey	Grey	Blue diagonal stripes	Blue diagonal stripes
재해석	Grey	Grey	Grey	Blue diagonal stripes	Blue diagonal stripes
Tech	Blue diagonal stripes	Grey	Blue diagonal stripes	Grey	Grey
다양한 능력	Blue diagonal stripes	Blue diagonal stripes	Blue diagonal stripes	Grey	Blue diagonal stripes

[참고] 홍콩 영화

- 1970~1990년대 홍콩 영화 전성기
- 주요요인
 1. 문화적 배경: 동서양의 문화 혼재(중국적 소재 + 서구적 감성). 다양하고 독특한(Mix & Match) 다문화 환경 형성
 2. 시대적 배경: 1980년대 전후 다수의 아시아 국가들의 검열 vs. 홍콩 영화계 다양한 소재의 작품 제작
 3. 경제적 배경: 중국 본토내 전란에 따른 혼돈시기에 많은 인력과 자본이 홍콩으로 유입
- 성장의 한계
 - 1997년 홍콩의 중국 반환 이후 개방적 제작환경의 장점 축소 & 아시아 금융위기에 따른 해외수출 및 투자 축소
 - 제한된 장르(느와르, 코미디)에 국한된 작품 제작 지속 → 소비자의 관심 축소

[그림] 아직도 유덕화(1990년 천정지구 vs. 2024 잠행)



자료: 나무위키, 유안타증권 리서치센터

[그림] 아직도 주성치(2000년 희극지왕 vs. 2019년 신희극지왕)

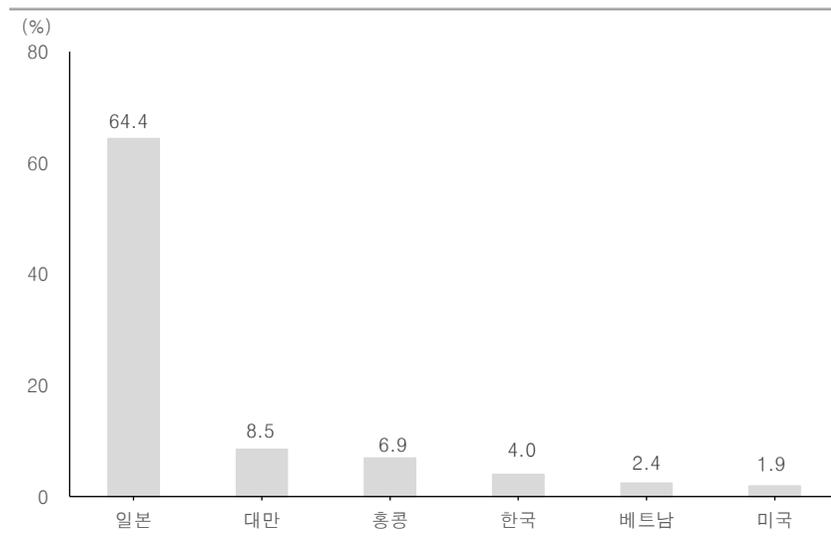


자료: 나무위키, 유안타증권 리서치센터

[참고] 일본 J-POP

- J-POP 1970~1990년대 인기. 특히, 미국의 R&B, 소울, 재즈의 영향을 받은 시티팝(City PoP) 유행
- 2021년 일본 음악시장 중국에 밀려 3위로 하락
- 성장의 한계
 - 내수 위주: 일본내 영향력은 컸지만, 해외진출에 소극적
 - 차별화 요인: J-POP이 POP음악과의 차별성 불분명
 - 시대 변화 대응력: 유튜브에 음원을 풀버전으로 공개 금지, Shorts Contents의 낮은 대응

[그림] JPOP 각국 음악시장 2023년 점유율(일본 64.4% VS. 미국 1.9%)



자료: Luminate, 유안타증권 리서치센터

[그림] 한국을 모방하는 JPOP



자료: TORJA, 유안타증권 리서치센터

[참고] 미국 헐리웃 영화

- 헐리웃 영화의 성공 배경
 1. 투자: 해외 영화 인재 영입, 기술투자(CG, Flow motion, 애니메이션 실사화)
 2. 배급시장 장악: 워너브라더스, 21세기폭스 등
- 헐리웃 영화의 정체성
 1. 아이디어 고갈: 이어지는 속편 & Spin off 작품
 2. Political Correctness(정치적 타당성, 차별적인 언어 사용 및 행동을 피하는 원칙)
 - 제한된 스토리텔링, 캐릭터의 강제적 다양성, 강압적 의미부여 → 혁신적 아이디어 등의 창의성 저해

[그림] 새로운 영상기법을 적용한 매트릭스, 아바타



자료: 나무위키, 유안타증권 리서치센터

[그림] 끝나지 않는 마블 시리즈

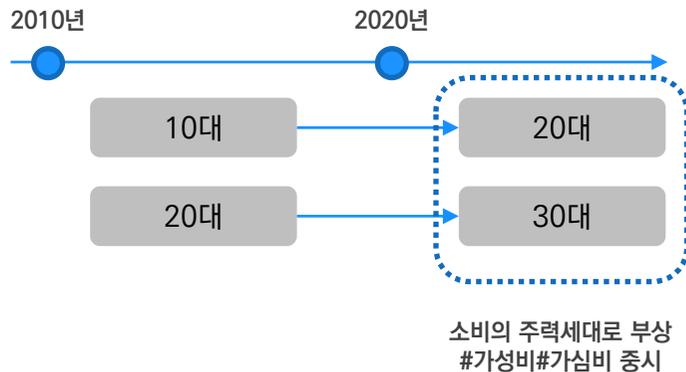


자료: 나무위키, 유안타증권 리서치센터

III. Sustainable K-Culture ① 이미 소비의 주력이 된 MZ

- 3세대 한류부터 전세계적으로 확대. K-Culture를 글로벌 확산 10년 이상 지속 중
- 당시 10~20대 해외 소비자들이 20~30대의 주력 소비층으로 변화
- 당시 30~40대 해외 소비자들은 자녀와 함께 Contents를 공유
: 가정내 K-Artist의 노출도 확대 → Family 팬으로 변화
- 글로벌로의 확대와 더불어 연령대의 확대

[그림] 2010년대 10~20대 해외 팬, 2020년 이후 소비의 주력세대로 전환



자료: 매클린들연구소, 유안타증권 리서치센터

[그림] 30대 K-Contents Fan은 가족(특히 자녀)과의 공유 확대



동방신기 때문에
한국어를 공부하는 모녀



BTS 영국 공연을
함께 보러 온 스웨덴 모녀

자료: 언론보도, 유안타증권 리서치센터

III. Sustainable K-Culture ②Short form 강자!

- 콘텐츠의 트렌드 Shorts(Short form)화
 - 짧은 기간내 임팩트 있는 콘텐츠 선호 현상 지속 및 강화
 - K-Contents들은 Shorts에 최적화
- K-POP: 짧은 인트로, 중독성 있는 후크(후렴), 포인트 안무
- K-DRAMA: 임팩트 있는 장면 묘사, 명대사
- K-FOOD: 자극적인 매운 맛!

[그림] K-POP 포인트 안무



자료: 유튜브(블랙핑크), 유안타증권 리서치센터

[그림] K-DRAM 명장면

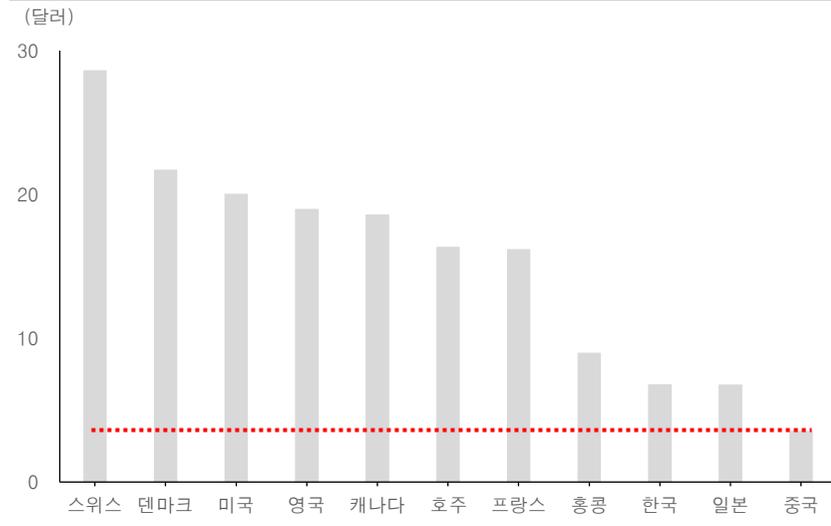


자료: 드라마(눈물의 여왕, 원더랜드, 도깨비, 시크릿가든), 유안타증권 리서치센터

III. Sustainable K-Culture ③가성비

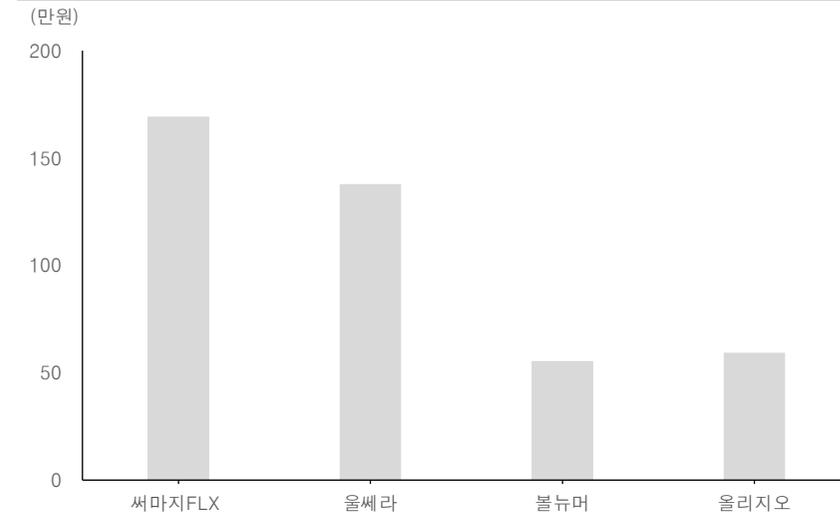
- K-Food
 국가별 한끼 밥값 미국 20\$ VS. K-Food 라면 1.5\$~3\$ / 냉동김밥 3.5~4.0\$ 로 낮은 가격
 라면 500~600kcal, 냉동김밥 300~400kcal로 든든한 한끼 가능(햄버거 500~600kcal, 피자 1,500~2,000kcal)
 냉동김밥은 건강식(웰빙식)이라는 이미지 보유
- K-에스테틱
 비침습(600Shot 기준): 써마지 300~400만원, 올세라 150~300만원 vs. 볼뉴머 60~100, 올리지오 40~60만원
- K-BEAUTY: 한국 화장품 브랜드의 기초 제품들은 일본 제품 대비 10~20% 가량 저렴한 편
 글로벌 Top Tier OEM/ODM 제조사 보유 영향

[그림] 국가별 한끼 밥값 vs. 저렴한 K-FOOD 가격



자료: 넘베오(국가/도시 비교 통계 사이트), 유안타증권 리서치센터

[그림] K-에스테틱 가격: 글로벌 제품 대비 절반 이하



자료: 여신티켓(24.8월), 유안타증권 리서치센터

III. Sustainable K-Culture ④ 콘텐츠의 연계성

- 웹소설 기반 드라마/영화와 웹툰 기반의 드라마/영화 제작 확대
 다양한 소재와 스토리 작품 多
 웹소설과 웹툰을 통해 소비자들의 선제적인 반응 확인 및 고정 관객 확보
 기 제작된 드라마/영화가 역으로 웹툰화 하는 CASE도 존재
- 엔터테이너의 다양한 활동범위: 가수, 배우, MC, 예능, 모델 등 다양

[그림] 웹툰 기반 드라마



자료: 드라마(파칭코, 해물달, 성균관스탠들), 유안타증권 리서치센터

[그림] 웹툰 기반 드라마와 영화

구분	작품명
드라마	<ul style="list-style-type: none"> ▷ 이태원 클래스 ▷ 여신강림 ▷ 스위트홈 ▷ 치즈인더트랩 ▷ 강남미인 ▷ 경이로운 소문 ▷ 지금 우리 학교는 ▷ 구해줘
영화	<ul style="list-style-type: none"> ▷ 신과 함께 ▷ 군도: 민란의 시대 ▷ 내부자들 ▷ 은밀하게 위대하게 ▷ 염력 ▷ 패션왕 ▷ 26년

자료: 언론보도 취합, 유안타증권 리서치센터

III. Sustainable K-Culture ⑤ 현지 대응능력 상황

- 해외 진출 확대 & 대응력 향상을 위해 해외 거점지역내 공장 및 오프라인 매장 구축
- 현지 공장: 고객 반등에 따른 우선적 생산 및 안정적 재고 관리 가능. Shortage상황 발생시 우선적 공급 가능
현지 오프라인 매장: 상시 제품 홍보 및 고객 체험 가능
- K-FOOD: 농심-미국내 2개의 라면 공장 보유중이며, 3번째 공장 구축 추진 중
- K-BEAUTY: 코스메카코리아 자회사 잉글우드랩 미국 공장 보유
- K-FASHION: 한섬-프랑스 파리에 대표 브랜드 시스템 매장 구축 & 백화점 입점 추진 중

[그림] 현지 생산 공장



자료: 농심, 잉글우드랩, 유안타증권 리서치센터

[그림] 현지 매장(한섬-프랑스 파리)



자료: 한섬, 유안타증권 리서치센터

III. Sustainable K-Culture ⑥ AI를 통해 언어적 장벽 Break!

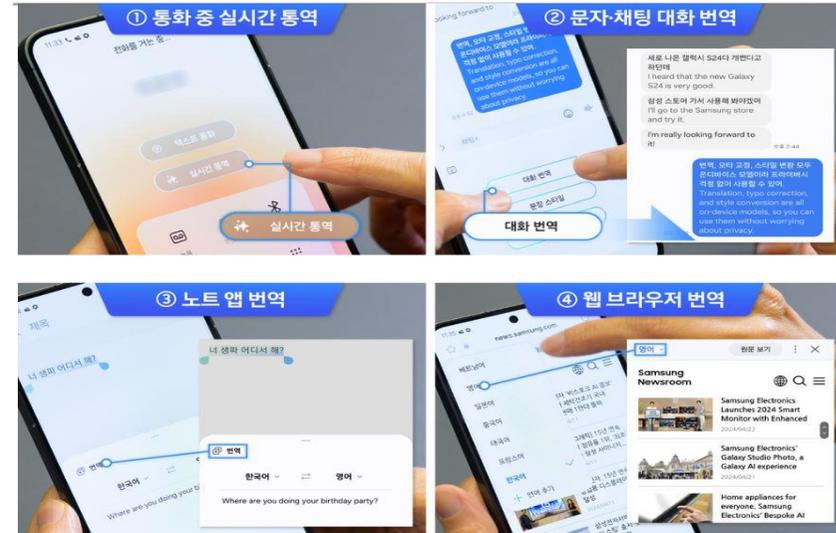
- 코로나19도 극복한 DNA 보유: 코로나19시기 K-POP은 Untact Concert 등을 통해 성장 지속
Untact Concert를 통해 공간적 제약 탈피
- AI 적용도 Positive
BTS의 경우 팬들의 자발적 참여(비티쿠, BTS 번역프로젝트)를 통해 번역 진행
AI 적용시 지역별/순차적 개봉 및 출시 → 동시 개봉으로 전환
국가별 정확한 의미 전달 가능성 ↑
특히, 한국어 특성(색채어, 의태어, 의성어 발달)상 AI Effect 높을 것으로 예상

[그림] Untact Concert → 공간적 제약 탈피



자료: 비티쿠, 유안타증권 리서치센터

[그림] AI를 통해 언어적 제약 탈피



자료: 삼성전자 뉴스룸, 유안타증권 리서치센터

III. Sustainable K-Culture ⑦친화적인 팬 서비스

- 앱, SNS 등을 통한 일상 공유
커버곡, 커버영상, 팬아트 등을 통해 팬들과의 교류 확대
팬의 수명 연장 & 새로운 팬 확보 발판
- 하나의 트렌드로 자리잡은 역조공
예) BTS: 꽃, 화장품, 포카, 액자, 라면, 피부팩 등 다양
예) 블랙핑크: 직접 만든 쿠키와 음료 제공
예) 아이유: 일본 콘서트 당시 도쿄 바나나 선물

[그림] 일상을 공유하는 K-Artist



자료: 위버스, 유니버스, V라이브, 리슨, 유안타증권 리서치센터

[그림] 트렌드로 자리잡은 역조공



자료: 언론보도(BTS, 아이유), 유안타증권 리서치센터



이환욱

미디어/엔터

02 3770 5590

hwanwook.lee@yuantakorea.com

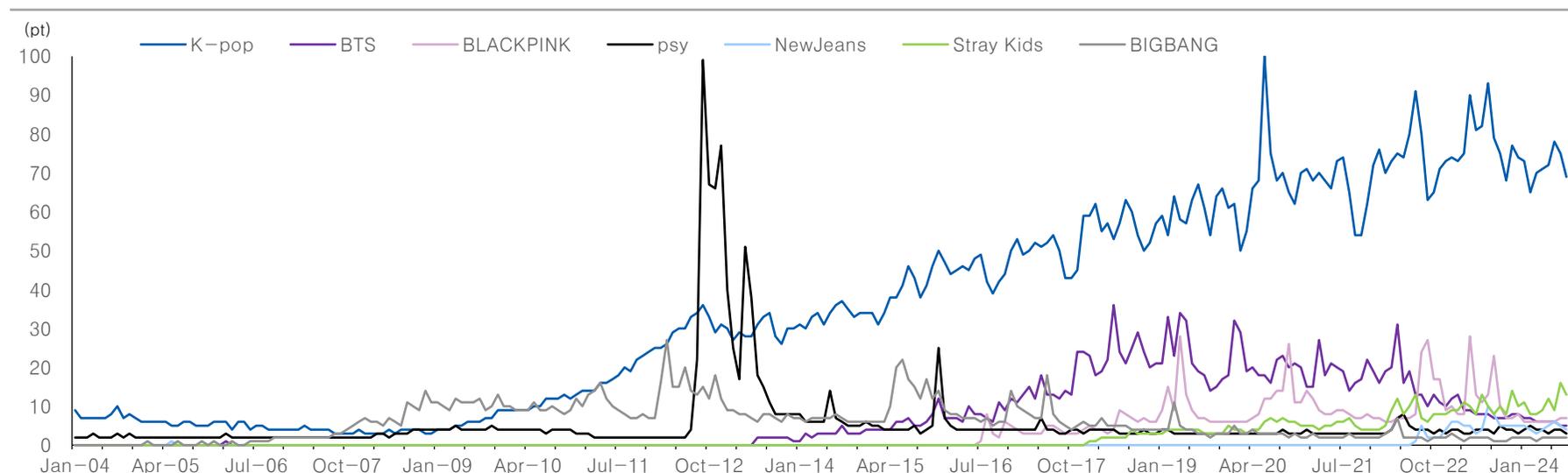
PART 1. K-Enter

낙하 하기엔 여전히 뜨겁다

I. K-Enter ① 여전히 뜨거운 K-POP Keyword

- K-POP 키워드 검색 여전히 높은 수준 유지
- 미국 내 'K-pop' 구글 검색 트렌드 2004년 이후 현재까지 지속적인 우상향 기초를 이어가고 있음
- (2004~2015년) K-pop 아티스트 IP '빅뱅' 과 '싸이'를 필두로 검색 트렌드 우상향
(2016~2023년) 3세대 대표 아티스트 IP '방탄소년단' 과 '블랙핑크' 중심 키워드 확산
- 현재 대표 아티스트 IP의 공백으로 인한 K-POP 우상향 기초 다소 둔화된 것으로 보이나,
최대 검색 pt(코로나 시기) 달성 이후 평균 검색 강도에 부합 수준 검색량 유지中
- 내년 BTS & 블랙핑크 컴백 시점과 맞물려 다시 우상향 검색 트렌드 기대

[그림] K-POP 외 주요 IP 구글(미국 지역) 검색 트렌드 추이(2004~현재)

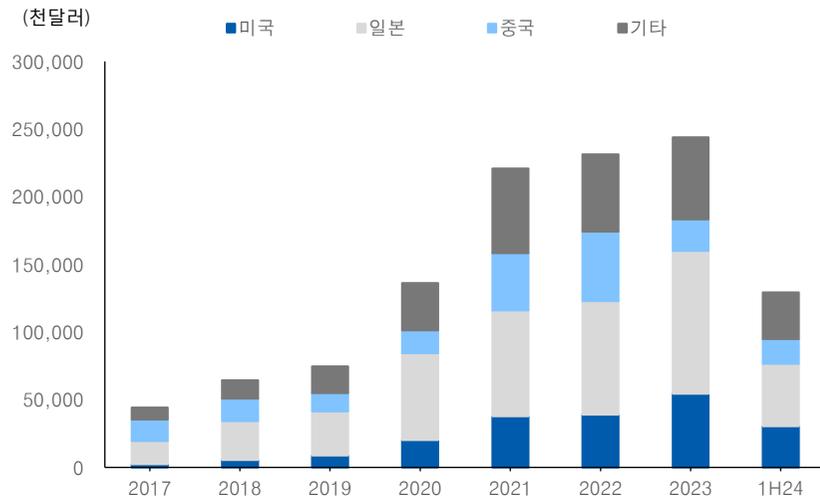


자료: 구글, 유안타증권 리서치센터

II. K-POP 특징 ①수출국 다변화

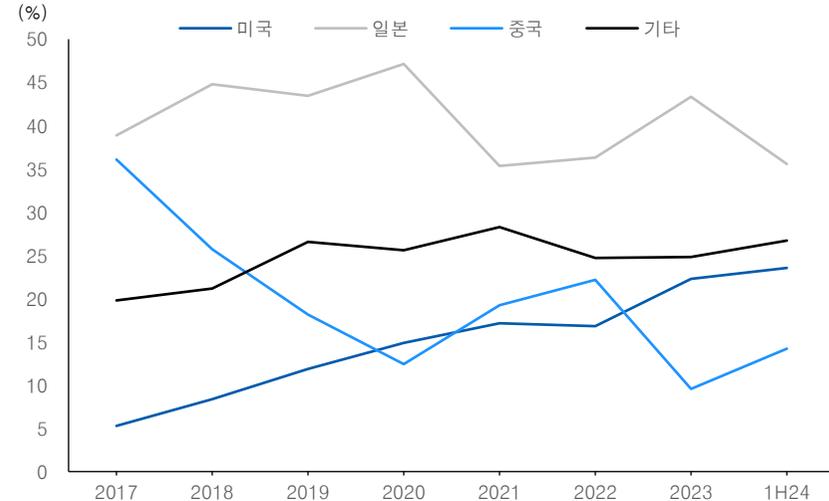
- 2017년
 앨범 수출 대상국은 일본과 중국 중심의 아시아 지역 편중, 총 수출 금액은 4.4천만\$
 수출 금액 국가별 비중: 일본과 중국(일본 39%, 중국 36%) 향 수출 의존도가 75% 상회
- 2023년
 총 수출 금액 24.4천만\$: 2017년 대비 약 5.5배 가량 증가
 일본과 중국 합산 수출 의존도가 53% 수준으로 하락 VS. 미국 수출 비중 22%로 상승하며 수출 상승을 견인
 이외 기타 국가향 수출 비중도 과거(2017년) 20%→(2023년) 25%으로 증가 → 글로벌 전지역으로 K-POP 확산세가 다변화 확인
 1H24 국가별 수출 비중 일본(36%), 미국(24%), 중국(14%) 순, 일/중 의존도는 50% 수준으로 감소세 지속

[그림] 국가별 K-POP 앨범 수출 추이



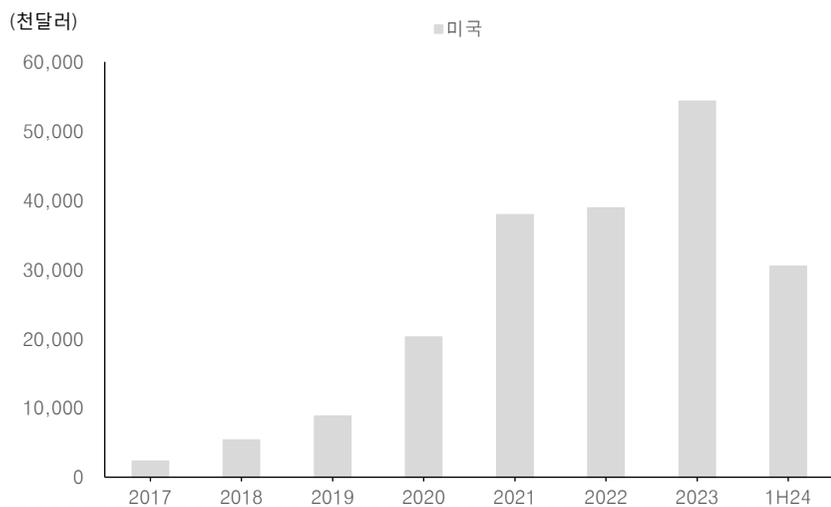
자료: 관세청, 유안타증권 리서치센터

[그림] 국가별 K-POP 앨범 수출 비중 추이



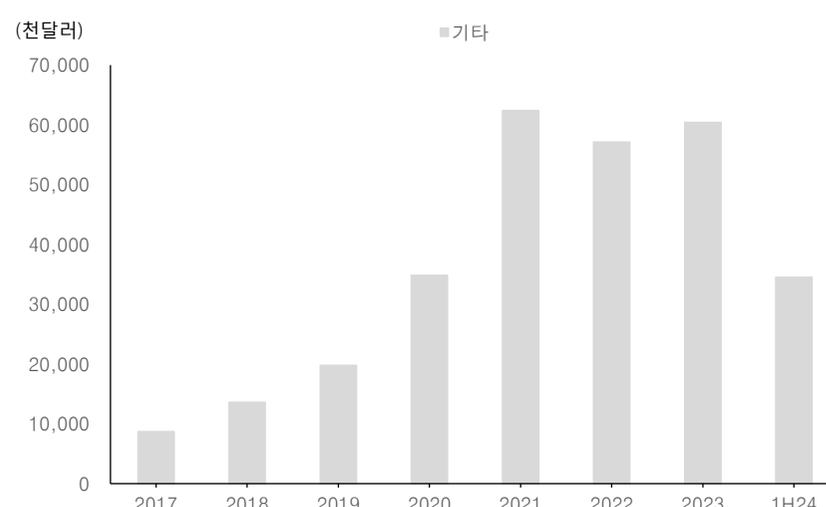
자료: 관세청, 유안타증권 리서치센터

[그림] K-POP 앨범 수출 추이 _ 미국



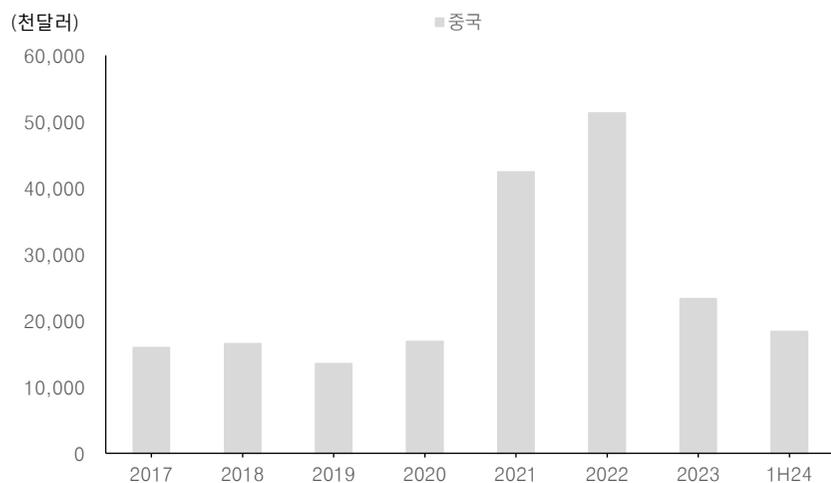
자료: 관세청, 유안타증권 리서치센터

[그림] K-POP 앨범 수출 추이 _ 기타



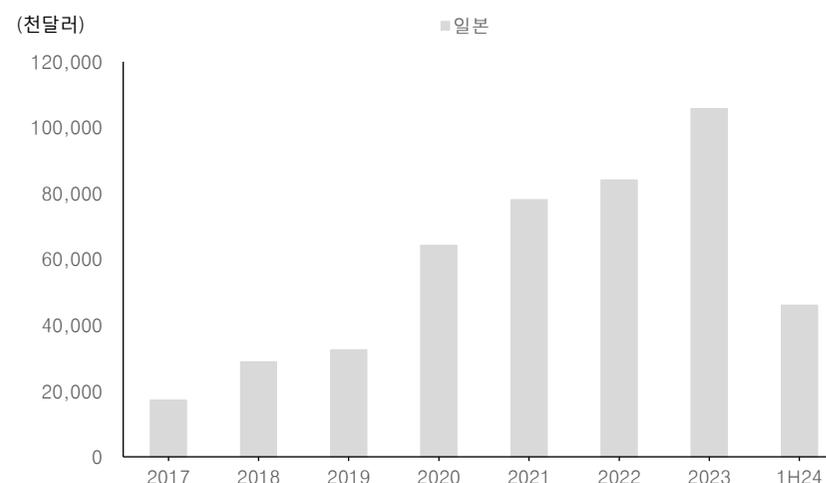
자료: 관세청, 유안타증권 리서치센터

[그림] K-POP 앨범 수출 추이 _ 중국



자료: 관세청, 유안타증권 리서치센터

[그림] K-POP 앨범 수출 추이 _ 일본

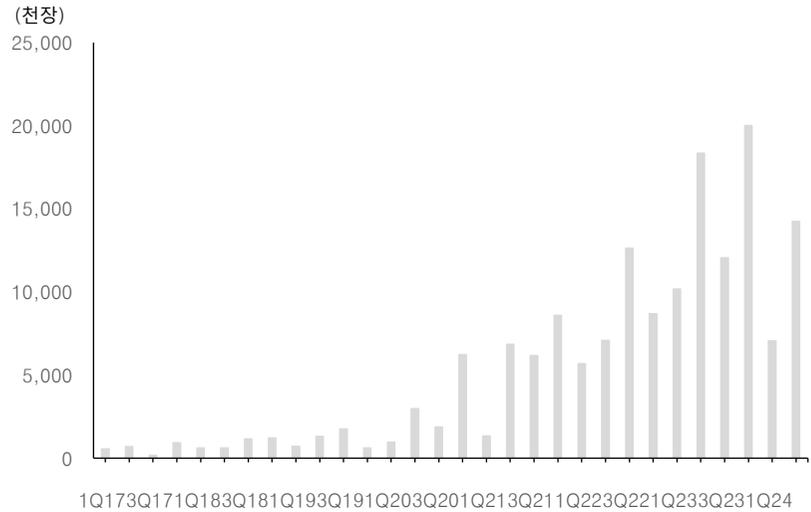


자료: 관세청, 유안타증권 리서치센터

II. K-POP 특징 ②코어 팬덤

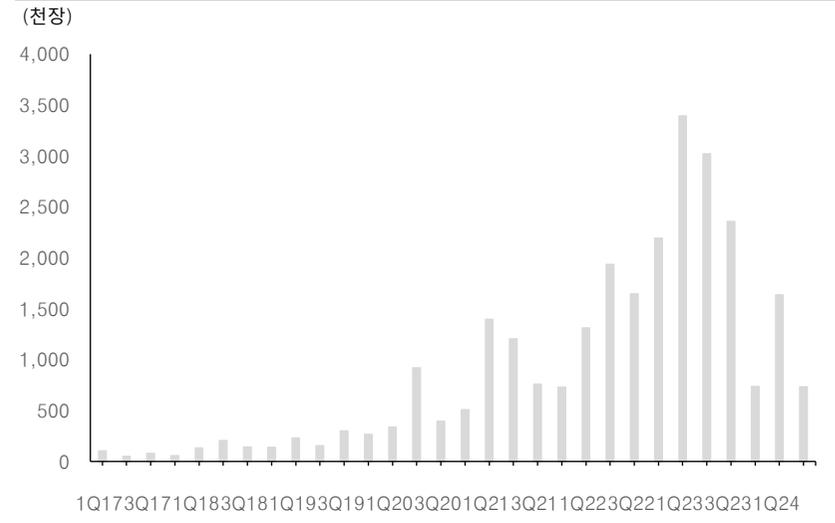
- 글로벌 신규 코어 팬덤 유입에 따른 앨범 판매량 선순환
 신규 코어 팬덤 유입으로 해석되는 구보 판매량: K-POP의 글로벌 확산 기조에 맞춰 분기별(1Q17~3Q23) 증가세 지속
 선순환 구조(구보 판매량 증가 →신보 판매량 증가) 형성, 국내 주요 엔터사의 가파른 실적 성장내 직접적 영향
- 작년 말 부터 신보/구보 판매량 둔화된 양상이나, 여전히 높은 순유입세를 기록하고 있음
 1H24 구보 판매량은 약 240만장 (주요 KPOP 활동 아티스트 합산 기준) 수준
 →이는 글로벌 전지역에서 K-엔터 고유의 코어 팬덤 비즈니스 가능성을 의미 & 상품 다각화에 따른 실적 개선 기대

[그림] 엔터 4사 주요 K-POP IP 신보 판매량 추이



자료: 씨클차트, 유안타증권 리서치센터

[그림] 엔터 4사 주요 K-POP IP 구보 판매량 추이



자료: 씨클차트, 유안타증권 리서치센터

II. K-POP 특징 ③매출원 다변화

- 엔터사 매출은 직접 매출과 간접 매출로 구분 가능

- 직접매출(전통적인 수익 모델)

앨범/음원, 광고, 콘서트, 출연료 등: 아티스트의 직접적인 참여에 의한 매출원으로 뮤직 비즈니스 내에 전통적인 수익 모델

지난 2015년 JYP Ent의 직접 매출 비중은 약 79% 수준으로 전통적인 수익 모델에 집중

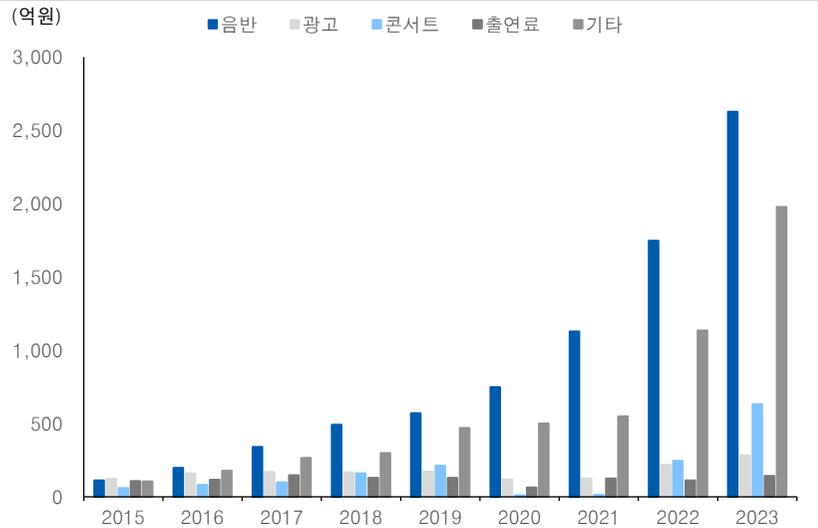
앨범 22%, 광고 24%, 콘서트 12%, 출연료 21%로 구성, 특히 광고/출연 등의 높은 의존도 보임

- 간접매출

2023년 기준 간접 매출 비중 35%로 상승 VS. 광고/출연 등의 매출 비중 크게 감소 → 직접 매출 비중은 65% 수준까지 꾸준히 감소

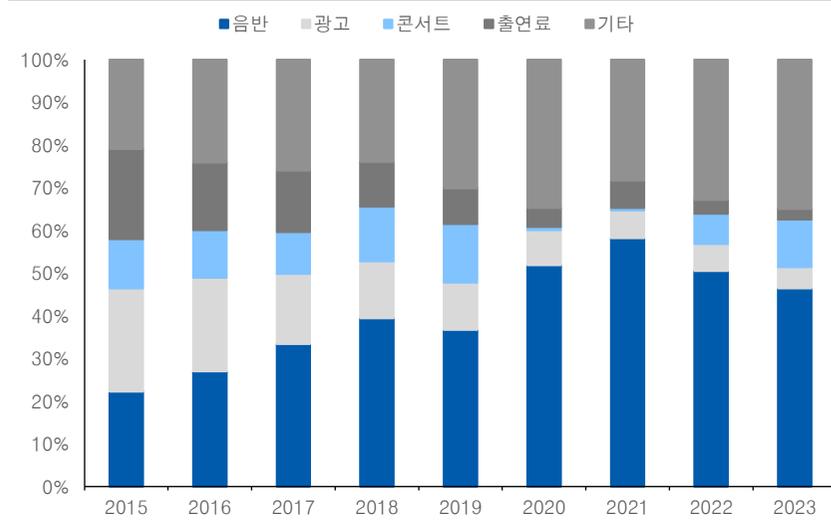
상시 MD, 플랫폼(유튜브, 디어유 등) 수익화 등 아티스트 IP를 활용한 간접상품-2차 상품군(신규 BM)이 다각화된 영향

[그림] JYP 매출 유형별 매출 추이(2015~2023)



자료: JYP Ent, 유안타증권 리서치센터

[그림] JYP 매출 유형별 매출 비중 추이(2015~2023)



자료: JYP Ent, 유안타증권 리서치센터

II. K-POP 특징 ④글로벌 차트인 빈도수 증가

- IFPI 차트인 K-POP 아티스트 IP 지속 증가
 2017년 이전 글로벌 아티스트 차트(Top 10)에서 K-POP 아티스트 검색 어려움
 2018~19년 BTS가 각각 2위, 7위로 차트인 하기 시작
 2023년 TOP10 올해의 아티스트에 4개의 K-POP IP(세븐틴-2위, 스트레이키즈-3위, TXT-7위, 뉴진스-8위) 차트인 성공
- 2023년 글로벌 음원 & 앨범 차트
 TOP10 中 5개의 앨범이 K-POP 앨범 → 앨범 분야내 사실상 글로벌 석권
 2023년 올해의 싱글 차트內 BTS 멤버 정국의 'SEVEN'이 10위 달성
 이외 빌보드 Hot100 차트에 등장하는 K-POP 아티스트 IP의 빈도수가 지속적으로 증가

[그림] 2017 글로벌 아티스트 차트

1	Ed sheeran
2	Drake
3	Taylor Swift
4	Kendrick Lamar
5	Eminem
6	Bruno Mars
7	The Weeknd
8	Imagine Dragons
9	Linkin Park
10	The Chainsmokers

자료: IFPI, 유안타증권 리서치센터

[그림] 2019 글로벌 아티스트 차트

1	Taylor Swift
2	Ed Sheeran
3	Post Malone
4	Billie Eilish
5	Queen
6	Ariana Grande
7	BTS
8	Drake
9	Lady Gaga
10	The Beatles

자료: IFPI, 유안타증권 리서치센터

[그림] 2023 글로벌 아티스트 차트

1	Taylor Swift
2	Seventeen
3	Stray Kids
4	Drake
5	The Weeknd
6	Morgan Wallen
7	TXT
8	Newjeans
9	Bad Bunny
10	Lana Del rey

자료: IFPI, 유안타증권 리서치센터

[그림] 2017 글로벌 싱글 차트

1	Shape of You-Ed Sheeran
2	Despacito-Luis Fonsi
3	Something Just Like This-The chainsmokers and Coldplay
4	That's What I Like-Bruno Mars
5	Closer-The chainsmokers
6	Humble-Kendrick Lamar
7	Attention-Charlie Puth
8	I'm the one-DJ Khaled
9	Perfect-Ed Sheeran
10	Believer-Imagine Dragons

자료: IFPI, 유안타증권 리서치센터

[그림] 2019 글로벌 싱글 차트

1	Bad guy-Billie Eilish
2	Old Town Road-Lil Nas X
3	Senorita-Shawn Mendes, Camila Cabello
4	Sunflower-Post Malone, Swaelee
5	7 rings-Ariana Grande
6	Dance Monkey-Tones and I
7	I Don't Care-Ed Sheeran, Justin Bieber
8	Shallow-Lady Gaga, Bradley Cooper
9	Someone You Loved-Lewis Capaldi
10	Without me-Halsey

자료: IFPI, 유안타증권 리서치센터

[그림] 2023 글로벌 싱글 차트

1	Flowers-Miley Cyrus
2	Calm down-Rema, Selena Gomez
3	Hill Bill-SZA
4	Die for you-The Weeknd, Ariana Grande
5	As it was-Harry Styles
6	La bebe-Yng Lvcas, Peso Pluma
7	Cruel Summer-Taylor Swift
8	Last night-Morgan Wallen
9	Anti Hero-Taylor Swift
10	Seven feat. Latto-Jung Kook

자료: IFPI, 유안타증권 리서치센터

[그림] 2017 글로벌 앨범 차트

1	÷ -Ed Sheeran
2	Reputation-Taylor Swift
3	Beautiful Trauma-P!NK
4	Human-Rag'n'Bone man
5	The thrill of it all-Sam Smith
6	Songs of Experience-U2
7	Damn-Kendrick Lamar
8	Revival-Eminem
9	Harry Styles-Harry Styles
10	24K Magic-Bruno Mars

자료: IFPI, 유안타증권 리서치센터

[그림] 2019 글로벌 앨범 차트

1	5X20 All the BEST!! 1999 - 2019 - ARASHI
2	Lover-Taylor Swift
3	MAP OF THE SOUL:PERSONA-BTS
4	A Star in Born OST-Lady Gaga
5	When we all fall asleep, where do we go?-Billie Eilish
6	Bohemian Rhapsody-Queen
7	No.6 Collaborations Project-Ed Sheeran
8	Thank u, next-Ariana Grande
9	Rammstein-Rammstein
10	Abbey Road-The Beatles

자료: IFPI, 유안타증권 리서치센터

[그림] 2023 글로벌 앨범 차트

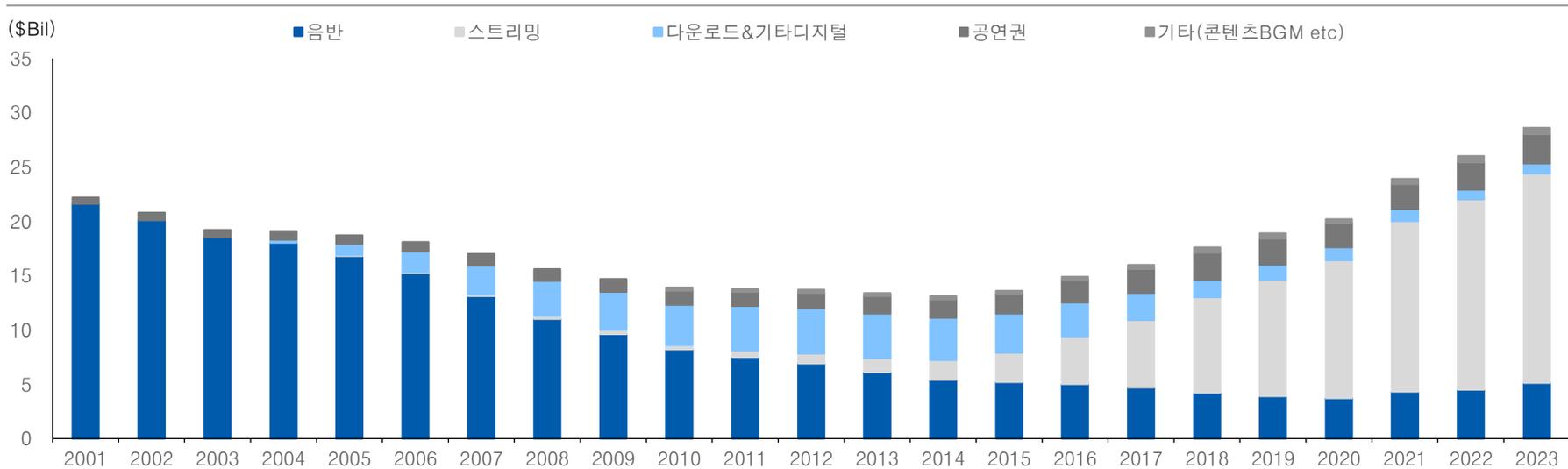
1	FML-Seventeen
2	5-STAR-Stray kids
3	One things at a time-Morgan Wallen
4	Midnights-Taylor Swift
5	1989(Taylor's version)-Taylor Swift
6	ISTJ-NCT DREAM
7	SOS-SZA
8	Seventeen Heaven-Seventeen
9	Rock-star-Stray kids
10	Utopia-Travis Scott

자료: IFPI, 유안타증권 리서치센터

III. K-Enter 지속성장 요인 ① 스트리밍 시장

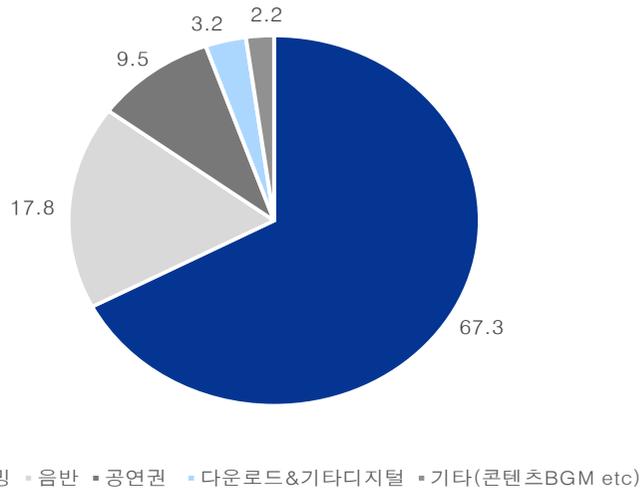
- Global Music Market 스트리밍 시장이 견인
 2023년 전세계 레코딩 음악 시장 규모: 약 286억 달러 수준이며 전년대비 약 10% 성장
 스트리밍 시장(193억 달러, +10.3% yoy)은 전체 시장의 2/3이상
 세부 분야별 점유율: 스트리밍 67.3%, 음반 17.8%, 공연권 9.5%, 다운로드 & 기타 디지털 3.2% 등으로 구성
 시장 규모는 미국 > 일본 > 영국 > 독일 > 중국 > 프랑스 > 한국 > 캐나다 > 브라질 > 호주 순
 북미(미국&캐나다) 점유율 40%를 상회
- K-POP의 지속가능한 성장은 시장 규모 & 성장률 측면에서 앨범 판매량 성적 보단 북미권 음원 성적이 중요

[그림] 글로벌 레코딩 뮤직 인더스트리 시장 추이



자료: IFPI, 유안타증권 리서치센터

[그림] 2023 글로벌 뮤직 인더스트리 세부 분야별 비중 현황



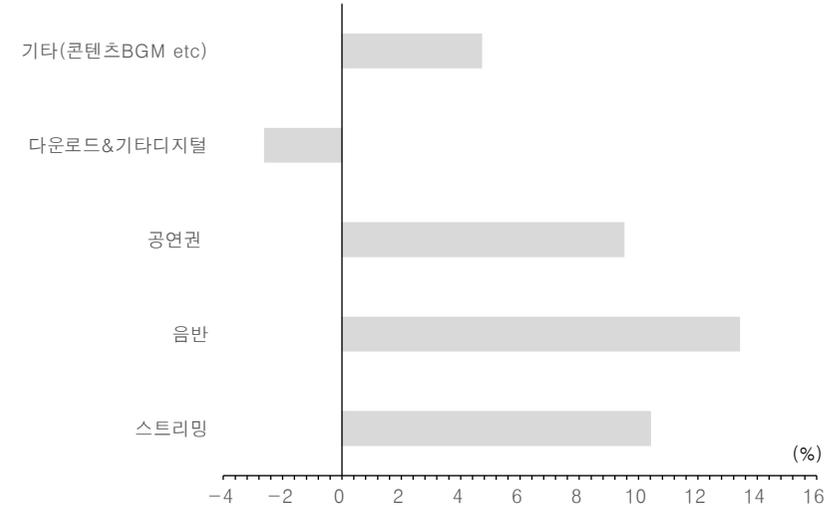
자료: IFPI, 유안타증권 리서치센터

[그림] Top 6 Music Market (2023 국가순)

순위	국가
1	USA
2	JAPAN
3	UK
4	GERMANY
5	CHINA
6	FRANCE
7	SOUTH KOREA
8	CANADA
9	BRAZIL
10	AUSTRALIA

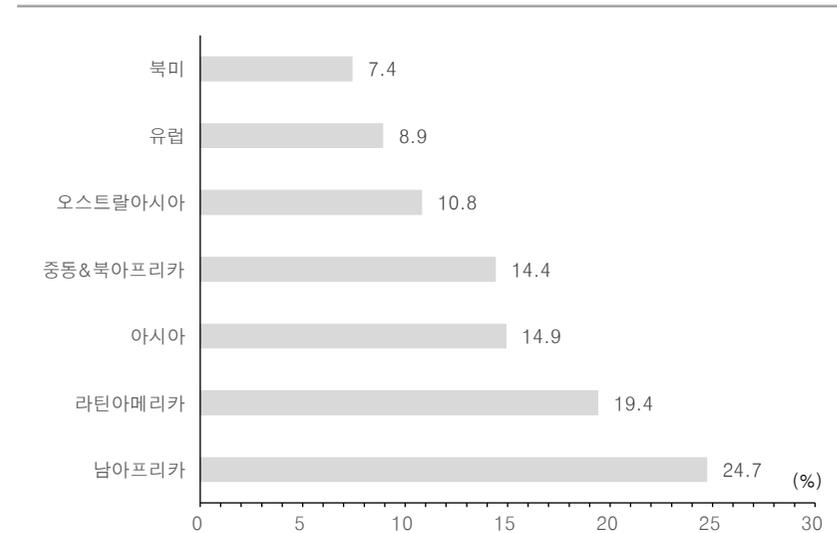
자료: IFPI, 유안타증권 리서치센터

[그림] 세부 분야별 Music Market YOY 성장률



자료: IFPI, 유안타증권 리서치센터

[그림] 대륙별 Music Market YOY 성장률

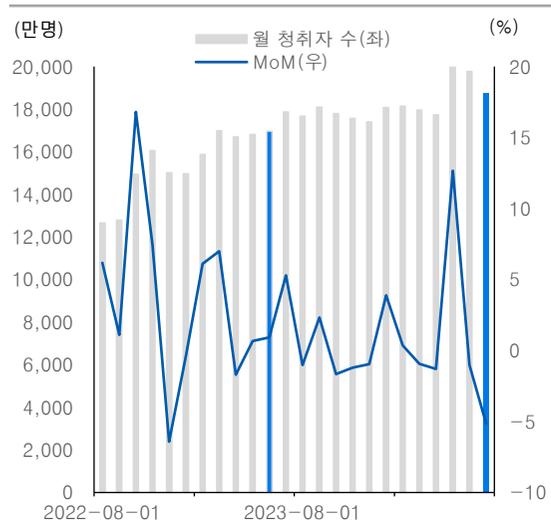


자료: IFPI, 유안타증권 리서치센터

III. K-Enter 지속성장 요인 ②라이트 팬덤 확대 기조 ing형

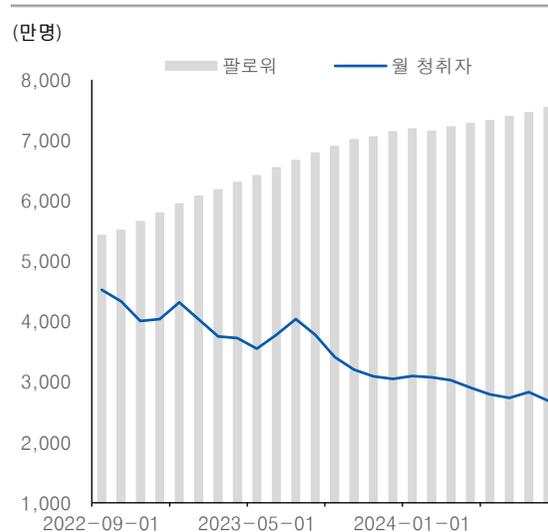
- 글로벌 No1. 음원 스트리밍 플랫폼 ‘스포티파이’ 월 청취자 수 기준 K-POP 글로벌 라이트 팬덤 규모는 2Q24 기준 약 2억명 수준에 도달
- 2024년 6월 엔터 4사 IP 합산 Spotify 월 청취자 수 성장률은 전년동월대비 약 +5.5% 기록
동기간 국내 K-POP IP 중 글로벌 청취자 베이스가 가장 큰 BTS & Blackpink의 활동 공백에 의한 청취자 베이스 이탈분은 각각 981만명, 797만명
- BTS & Blackpink 2개 IP를 제외한 합산 월 청취자 수 성장률은 +23.8% 성장
글로벌 스트리밍 시장 성장률 보다 2배 이상 빠르게 확산 되고 있음

[그림] 엔터 4사 IP 합산 Spotify 월 청취자 수 추이



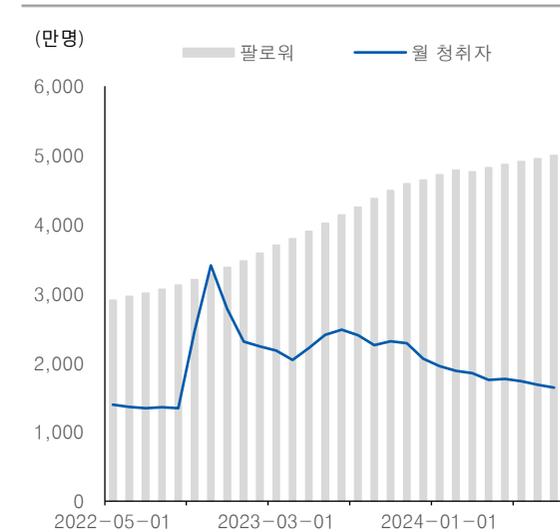
자료: 스포티파이, 유안타증권 리서치센터

[그림] Spotify 월 청취자 수 _ BTS



자료: 스포티파이, 유안타증권 리서치센터

[그림] Spotify 월 청취자 수 _ Blackpink

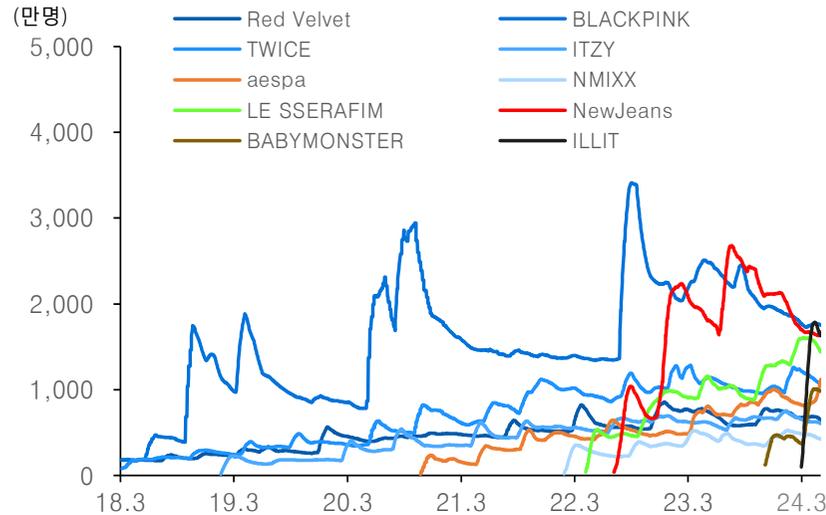


자료: 스포티파이, 유안타증권 리서치센터

III. K-Enter 지속성장 요인 ③ 집중에서 확산

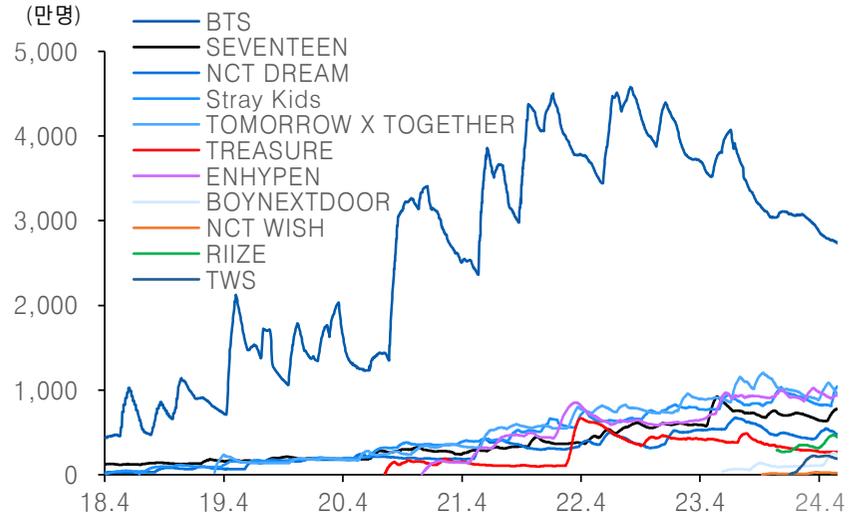
- 코로나 19 이후 데뷔한 4세대 아티스트 IP에 주목
최근 3~4년내 데뷔한 신인 IP의 글로벌 인지도 상승세가 과거 데뷔 IP(2~3세대) 대비 가파르게 성장 중
- 과거 BTS 와 Blackpink를 제외한 대부분의 IP가 서구권 노출도가 높은 스포티파이 스트리밍 플랫폼에서 청취자 수 1,000만명을 하회
- 반면, 20년 이후 데뷔한 신규 아티스트 IP는 1,000만명을 빠르게 돌파하는 모습을 여러 IP에서 확인
남자 아티스트의 경우 현재까지 의미 있게 글로벌 인지도가 확산된 신인 IP는 없으나, 성장률 측면에서 과거 대비 빠르게 확산
- 2가지 측면(빠른 수익화, 높은 레버리지 효과)에서 매우 긍정적인 성과로 판단
높은 레버리지는 월드투어 및 다각화된 2차 IP 상품군의 높은 실적 개선세를 의미

[그림] 엔터 4사 주요 K-POP 걸그룹 IP 스포티파이 월간 청취자 수 추이



자료: 스포티파이, 유안타증권 리서치센터

[그림] 엔터 4사 주요 K-POP 보이 그룹 IP 스포티파이 월간 청취자 수 추이

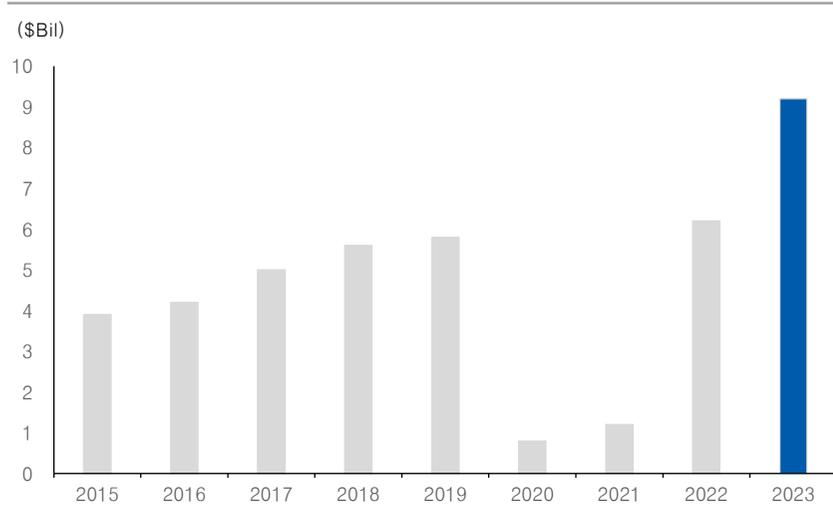


자료: 스포티파이, 유안타증권 리서치센터

III. K-Enter 지속성장 요인 ④ 오프라인 콘서트 시장 확대 수혜

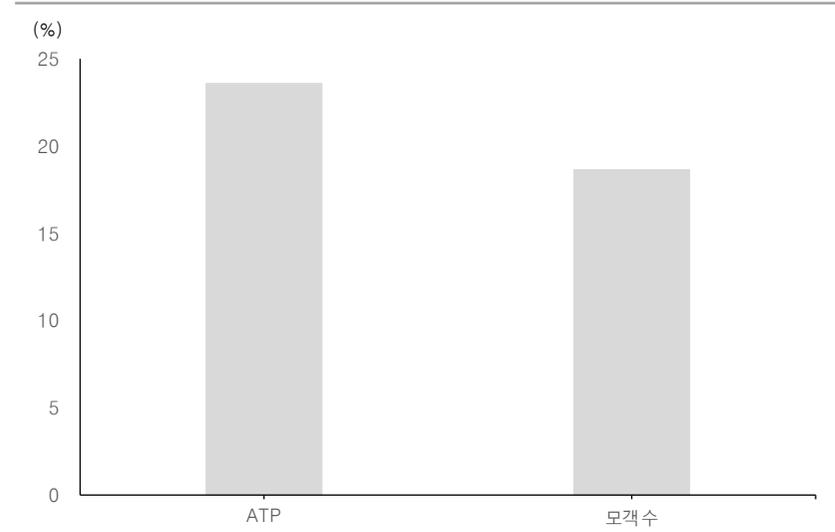
- 2023년 글로벌 투어 시장은 전년대비 +46.0% 성장
 지난해 100대 월드 투어 기준 총 수익은 약 91.7억\$로 전년대비 +46.0%의 폭발적인 성장을 달성
 대규모 월드투어(테일러 스위프트 10억\$, 비욘세 6억\$) 제외해도 +20.2% 성장
 코로나 이전까지 통상적으로 10% 내외의 시장 성장률을 크게 상회하는 수치 큰 폭 상회
- P(평균 티켓 가격) X Q(총 모객수) 동반
 평균 티켓 가격(ATP)은 약 +23%(yoy) 상승(2022년: \$106 → 2023년: \$131)
 총 티켓 판매량(총 모객수)도 약 +18%(yoy) 상승(2022년: 5,900만명 → 2023년: 7,000만명)

[그림] 월드 투어 시장 규모 추이(TOP 100 B.O 합산)



자료: 폴스타, 유안타증권 리서치센터

[그림] ATP & 모객수 2023 YOY 성장률

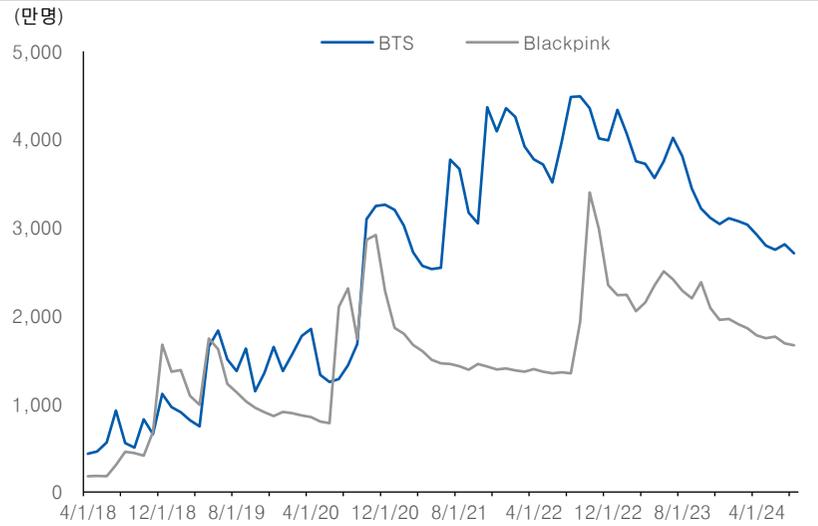


자료: 폴스타, 유안타증권 리서치센터

III. K-Enter 지속성장 요인 ④ 오프라인 콘서트 시장 확대 수혜(계속)

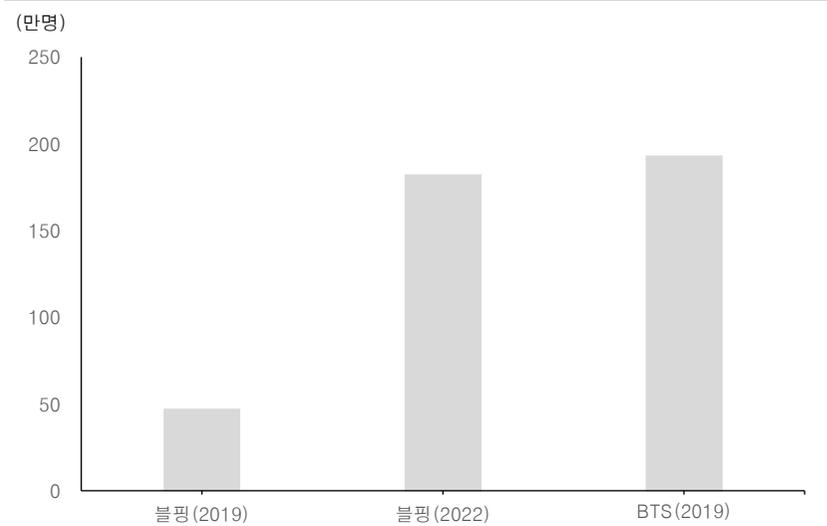
- 월드 투어 모객파워는 글로벌 음원 시장과 연동 VS. 과거 대규모 월드 투어 모객은 앨범 판매량 보단 글로벌 ‘음원 성적’과 높은 상관관계
 2018 BTS 월드투어(Love: Speak Yourself Tour) 총 모객수는 193만명
 당시 스포티파이 월 청취자 수는 1,800 ~ 2,000만명 수준을 기록
 →글로벌 청취자 베이스 기준 오프라인 모객 전환율은 10% 내외 수준
- 2019 블랙핑크 월드투어(In your area tour), 2022 월드투어(Bornpink tour) 총 모객수는 각각 47만명, 182만명을 기록
 동기간 글로벌 청취자 베이스는 1,500 ~ 3,500만명 수준으로 모객 전환율은 3~5% 수준

[그림] BTS & 블랙핑크 스포티파이 월 청취자 수 추이



자료: 스포티파이, 유안타증권 리서치센터

[그림] BTS & 블랙핑크 주요 월드투어 총 모객수 현황

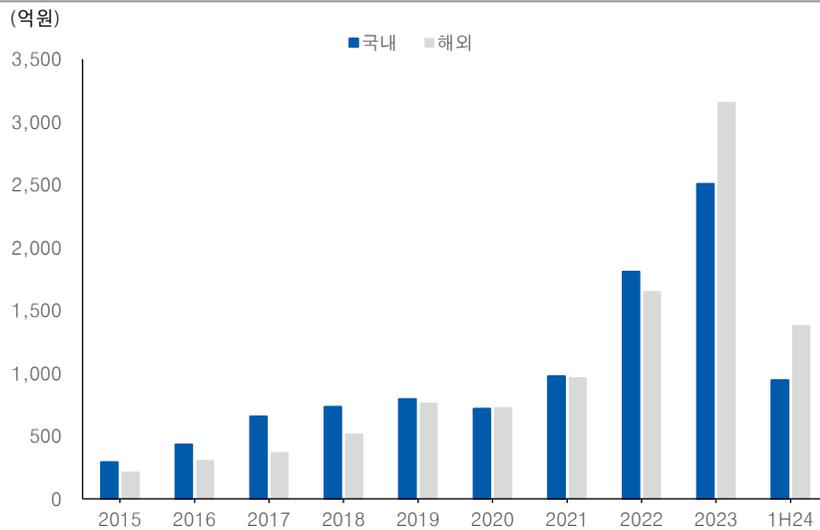


자료: 유안타증권 리서치센터

III. K-Enter 지속성장 요인 ④ 오프라인 콘서트 시장 확대 수혜(계속)

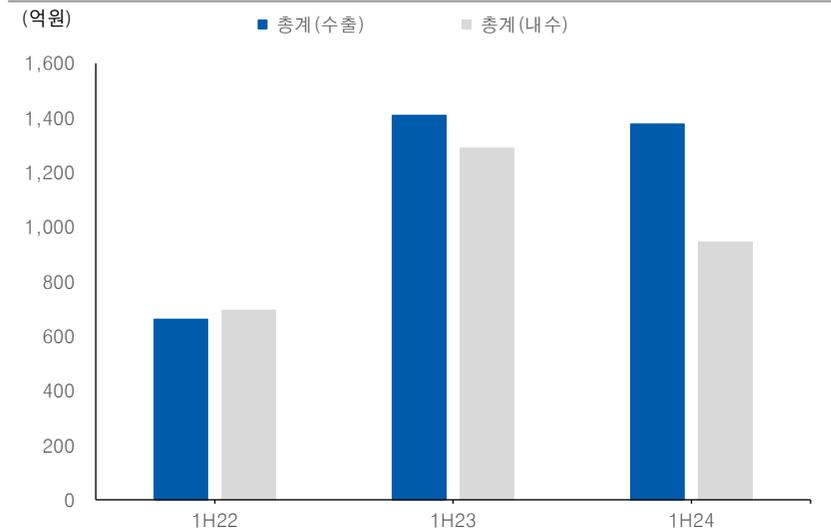
- 1H24 앨범 역성장에 가려진 ‘해외’ & ‘투어’ 실적
- 연초 이후 JYP 엔터 실적 하락세 VS. 해외 & 투어 실적은 가파른 매출액 성장
- 상반기 총 매출액은 13.9% 감소한 2,322억원 VS. 해외 매출액은 1,377억원으로 전년동기대비 -2.2%한 1,377억원
 中 공구 물량이 급감했던 사태 감안시 사실상 해외 실적은 성장
- 특히, 해외 투어 실적의 경우 전년동기대비 +80.7% 높은 성장세를 유지
 반기 별 해외 콘서트 매출액 추이는 1H22 97억원, 1H23 197억원, 1H24 355억원을 기록

[그림] JYP 연도별 국내외 매출액 추이(2015~2023)



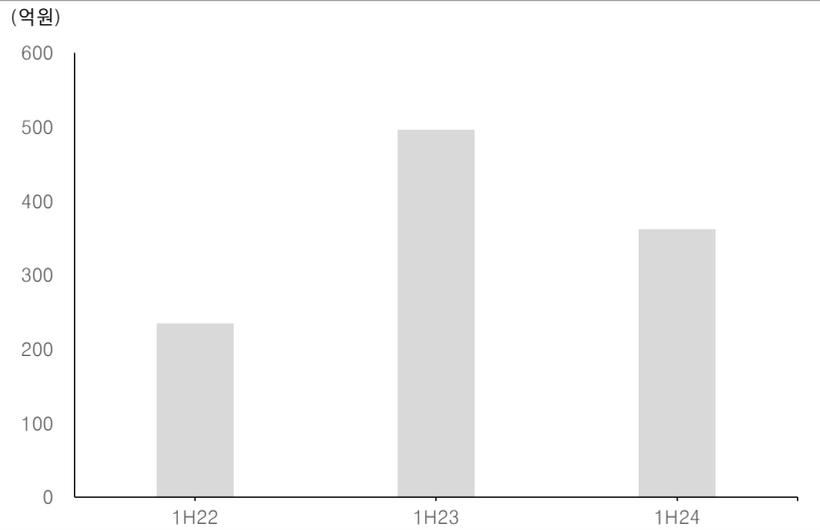
자료: JYP Ent, 유안타증권 리서치센터

[그림] JYP 국내외 매출액 추이(1H22 vs 1H23 vs 1H24)



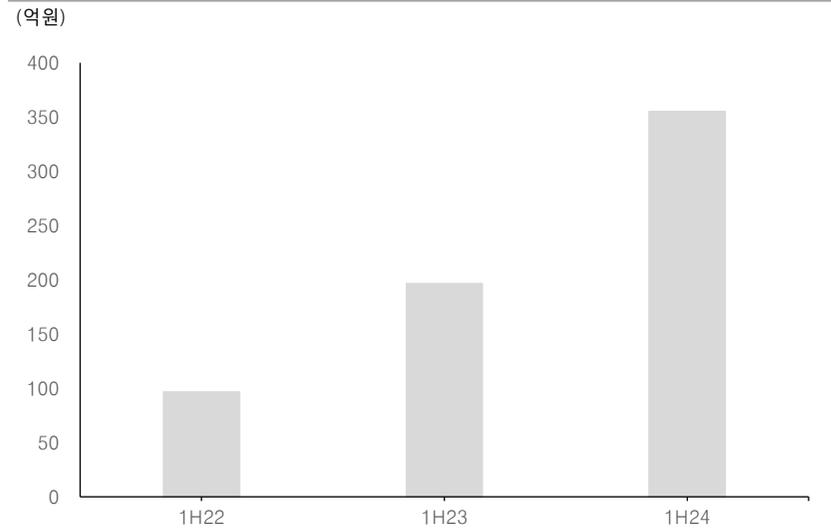
자료: JYP Ent, 유안타증권 리서치센터

[그림] JYP 음반원 수출 매출액 추이(1H22 vs 1H23 vs 1H24)



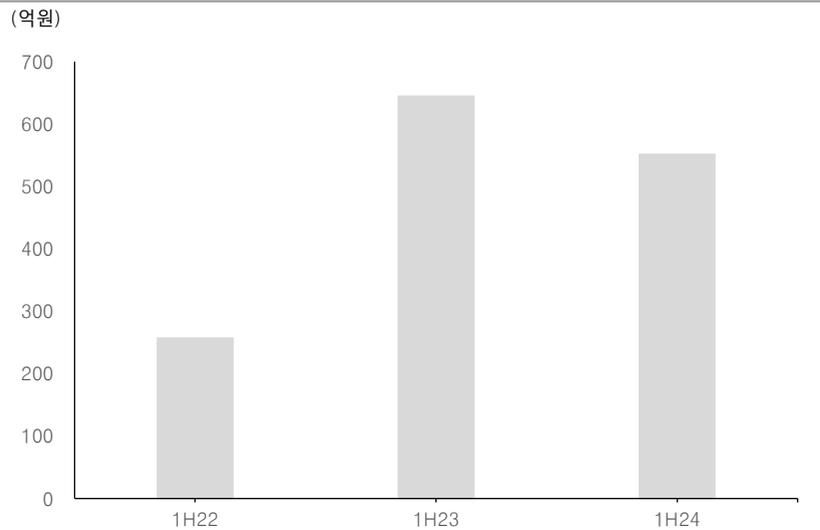
자료: JYP Ent, 유안타증권 리서치센터

[그림] JYP 해외 콘서트 매출액 추이(1H22 vs 1H23 vs 1H24)



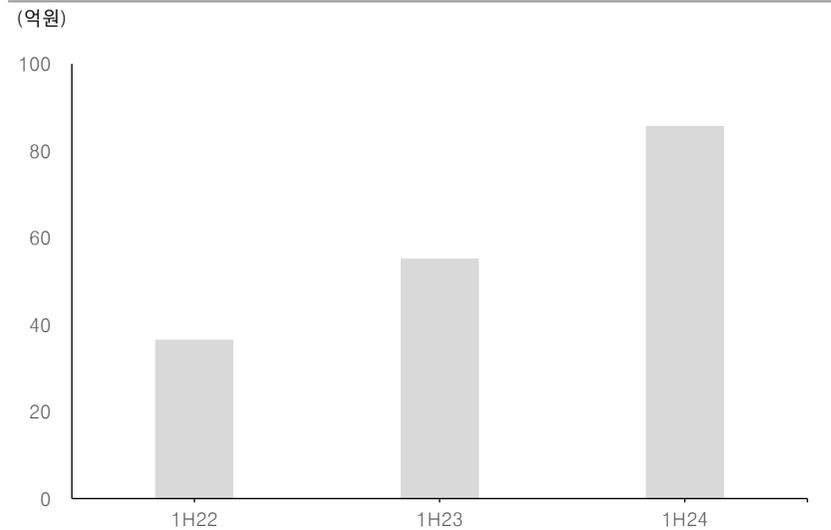
자료: JYP Ent, 유안타증권 리서치센터

[그림] JYP 기타(2차 IP 판권) 수출 매출액 추이(1H22 vs 1H23 vs 1H24)



자료: JYP Ent, 유안타증권 리서치센터

[그림] JYP 해외 광고 매출액 추이(1H22 vs 1H23 vs 1H24)



자료: JYP Ent, 유안타증권 리서치센터

III. K-Enter 지속성장 요인 ⑤글로벌 팬 플랫폼 시장 개화 & 선점

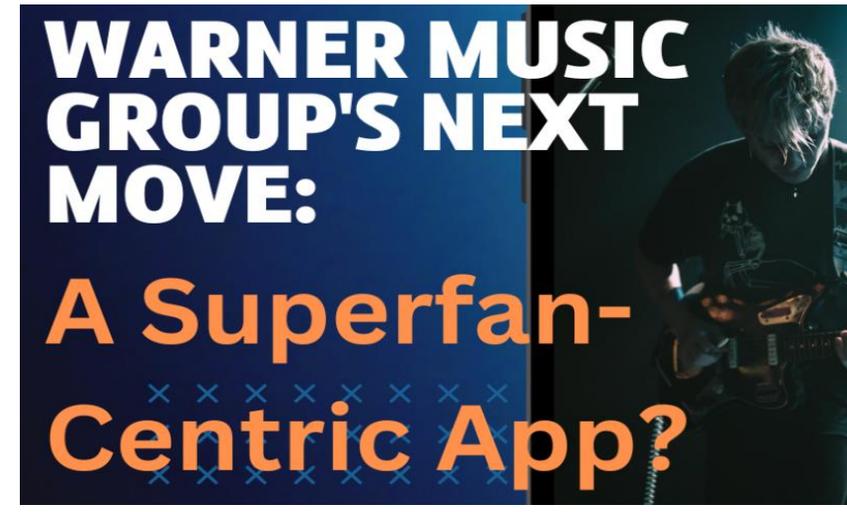
- 하이브 1,000만 MAU를 달성한 명실공히 글로벌 No1. 팬 플랫폼 '위버스' 보유
- 국내 주요 K-POP IP는 물론 글로벌 팝스타 '아리아나 그란데', '코난 그레이' 등 해외 대형 아티스트도 지속해서 입점
- 음원 & 콘서트 위주로 한정 되었던 서구권 팬덤 비즈니스 형태를 고려해 볼 때, 지속 가능한 신규 비즈니스 모델로 각광 받고 있음
- 유니버설뮤직그룹(UMG)은 위버스에 직접 투자 및 파트너십 강화를 통해 시장 진출을 선언
반면, 워너뮤직그룹(WMG)은 자체 팬 플랫폼 런칭을 공식 선언한 가운데 올해 말 출시를 앞두고 있음
- 글로벌 뮤직 빅 레이블의 팬 플랫폼 시장 진출로 본격적인 확장 국면에 들어갈 것으로 예상

[그림] 하이브 - UMG 파트너십 강화



자료: 언론보도, 유안타증권 리서치센터

[그림] 자체 팬플랫폼 준비중인 WMG



자료: 언론보도, 유안타증권 리서치센터

III. K-Enter 지속성장 요인 ⑤ 팬 플랫폼-위버스

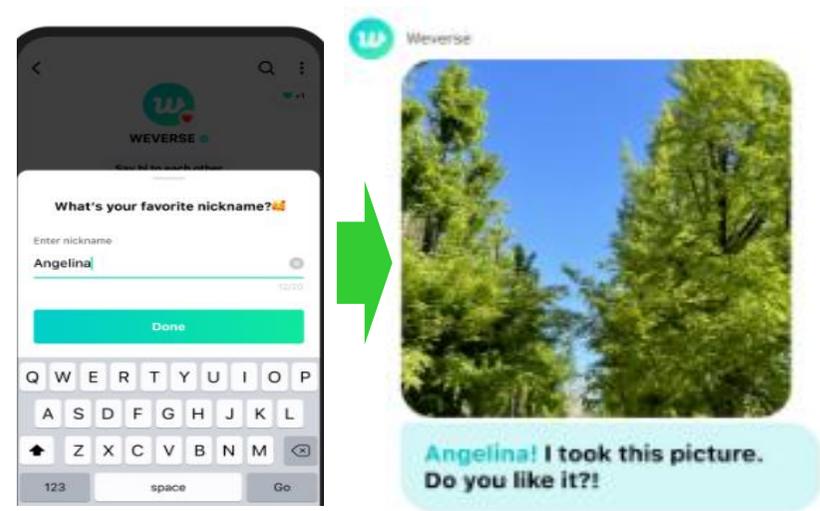
- 글로벌 No1. 팬 플랫폼 ‘위버스’
하이브가 운영중인 ‘위버스’: 팬 소통부터 커머스까지 ALL-in-One 슈퍼 팬 플랫폼으로 글로벌 뮤직 비즈니스에 새로운 패러다임을 제시
- 4Q24 본격적으로 서비스 모델 확장이 이루어질 전망 & 구독형 멤버십 서비스가 론칭 될 예정
서비스 구성: 1) 디지털 멤버십 카드, 2) 보너스 켈리 충전, 3) 광고 없는 영상시청, 4) VOD 오프라인 저장, 5) 멤버십 독점 콘텐츠 조회(선택적), 6) 이벤트 우선 참여 등으로 구성
- 기존 팬클럽 멤버십과는 별도의 서비스
팬클럽 멤버십(연 2만원 내외) 서비스: 1) 디지털 멤버십 카드, 2) 멤버십 전용 공식 상품 구매 기회, 3) 유료 콘텐츠 할인 및 선공개, 4) 공연 및 이벤트 티켓 선예매 및 추첨제 참여 기회, 5) 멤버십 독점 콘텐츠 제공, 6) 멤버십 기프트 신청 기회, 8) 리듬 하이브 멤버십 전용 혜택

[그림] 위버스 Live _ 광고 적용 범위



자료: 하이브, 유안타증권 리서치센터

[그림] 위버스 DM _ 1:1 프라이빗 메신저 서비스



자료: 하이브, 유안타증권 리서치센터

• 위버스 서비스 항목

위버스 : 커뮤니티(아티스트 스토리), 실시간 커뮤니케이션(위버스 Live), 온라인 스트리밍(콘서트), 아티스트피디아(프로필&공식 콘텐츠&이벤트 확인), 팬레터 서비스, DM(1:1 프라이빗 메시징 서비스) 등을 포함한 팬덤 활동 전반의 서비스를 제공

위버스 DM : 입점 아티스트 순차적으로 서비스 적용 중, 국내외 아티스트 DM 서비스 적용 범위 지속적으로 확대 될 예정

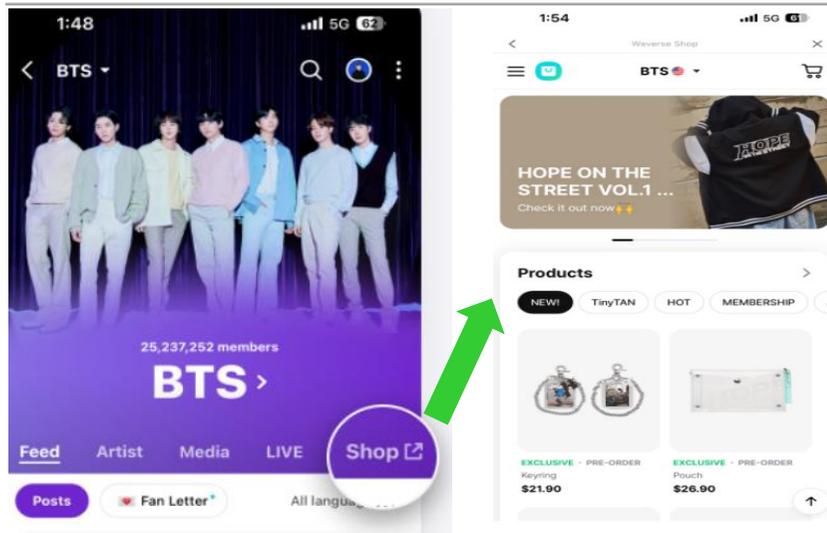
위버스 샵: 위버스와 연동된 커머스 플랫폼, 독점 굿즈 및 멤버십 상품 판매를 주로 하며 글로벌 배송 시스템 구축됨

위버스 앨범: 디지털 & 애니메이션 앨범 제공 및 디지털 포토북 & 포토카드 제공

위버스 메거진: 아티스트 인터뷰, K-POP 기사 & 전문가 리뷰, 추천 인기 음악 등을 제공

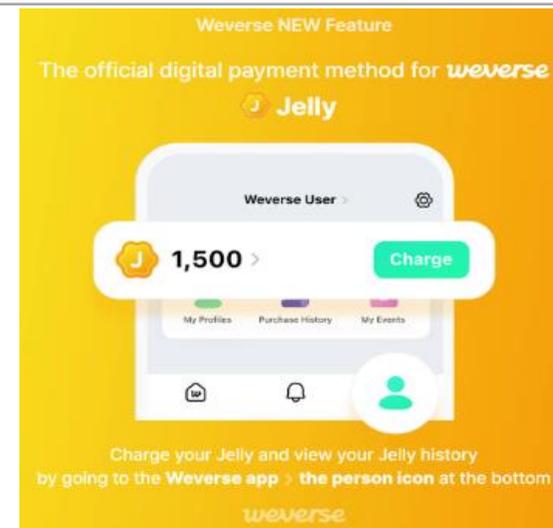
젤리: TVOD/DM/팬레터 등의 상품 구매 시 사용되는 위버스 전용 디지털 재화

[그림] 위버스 샵 _ 연계 커머스



자료: 하이브, 유안타증권 리서치센터

[그림] 위버스 젤리 _ 위버스 전용 디지털 재화

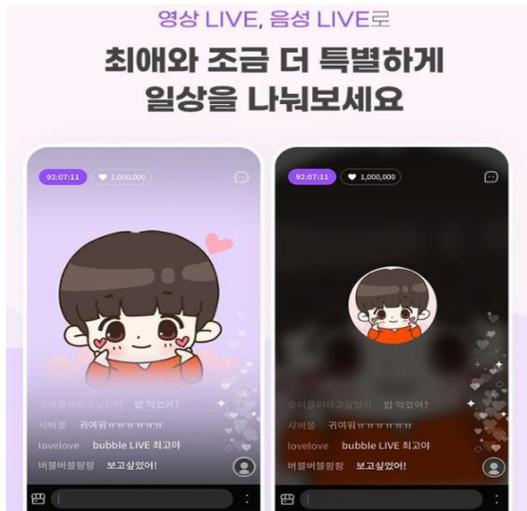


자료: 하이브, 유안타증권 리서치센터

III. K-Enter 지속성장 요인 ⑤ 팬 플랫폼-버블

- 국내 대표 팬 플랫폼: 버블
 아티스트와 팬 사이 1:1 프라이빗 메신저 서비스(사진/음성/비디오 지원) 주력
 국내 엔터 SM/JYP 등의 아티스트 IP를 포함 플랫폼 내 총 입점 아티스트 수는 607명(230팀) 상회, 총 구독수는 210만 수준
- 현재 K-POP 아티스트 IP 중심으로 구독수 견인 중이며, 팬덤을 보유한 모든 IP(배우, 인플루언서, 해외 스타)를 입점 대상
 월 4,500원 수준의 구독 서비스를 수익 모델로 제시
 신규 플랫폼 해외 런칭 진행중: 일본(런칭)/미국(24.9월 런칭예정)/중국(연내 런칭 목표) 등
 연내 피지컬 굿즈 사업과 AI 팻(연말/연초) 등 신규 서비스 → 수익 모델 다각화 예상

[그림] 국내 대표 1:1 메신징 플랫폼 ‘버블’



자료: 디어유, 유안타증권 리서치센터

[그림] 버블 폰트: 손글씨 서비스



자료: 디어유, 유안타증권 리서치센터

미디어/엔터



이환욱 미디어/엔터
hwanwook.lee@yuantakorea.com

투자 의견	BUY (M)
목표주가	300,000원 (M)
현재주가 (9/2)	179,800원
상승여력	67%

시가총액	74,890억원
총발행주식수	41,652,097주
60일 평균 거래대금	373억원
60일 평균 거래량	199,884주
52주 고/저	256,000원 / 163,100원
외인지분율	20.25%
배당수익률	0.30%
주요주주	방시혁 외 6인

주가수익률 (%)	1개월	3개월	12개월
절대	(0.6)	(10.1)	(27.8)
상대	(0.7)	(11.6)	(31.0)
절대 (달러환산)	1.9	(7.0)	(28.8)

하이브(352820): 동트기 직전

- 풍부한 주가 상승 모멘텀 대기
 - 4Q24 BTS 멤버 '진' 솔로 앨범 및 오프라인 활동 본격화
 - 4Q24 위버스 구독형 멤버십 서비스 런칭
 - 3~4Q24 위버스 DM 적용 아티스트 IP 범위 확대 지속
- 위버스 구독형 멤버십 수익 모델 런칭
 - 서비스 구성은 1) 디지털 멤버십 카드, 2) 보너스 젤리 충전, 3) 광고 없는 영상 시청, 4) VOD 오프라인 저장, 5) 멤버십 독점 콘텐츠 조회(선택적), 6) 이벤트 우선 참여 등으로 구성될 것
 - 광고 Skip 서비스는 주로 live 콘텐츠에 적용될 예정
 - 아티스트별 멤버십 수익 모델 패키지 차별화 전망
- 투자 의견 매수, 목표주가 300,000원 유지
 - 주력 IP 활동 재개 및 플랫폼 수익화 런칭 등 하반기 점진적인 주가 상승 모멘텀 부각 전망

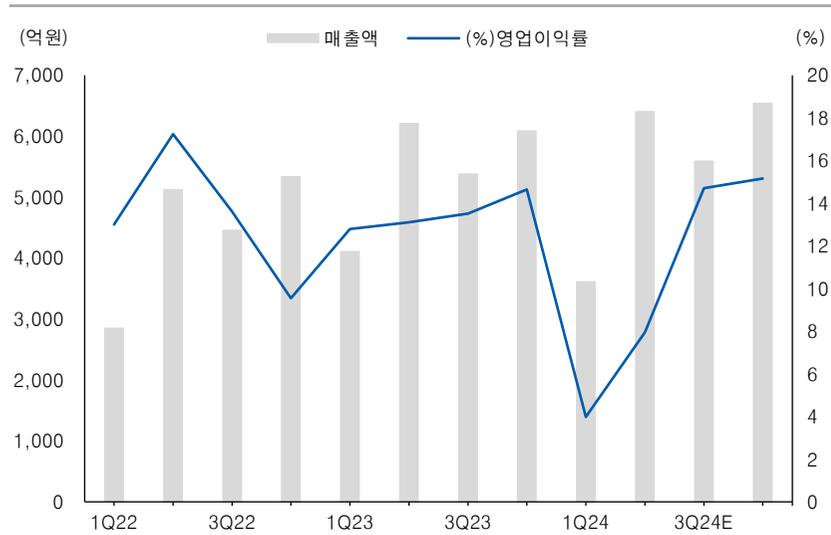
Forecasts and Valuation (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2022A	2023A	2024F	2025F
매출액	1,776	2,178	2,215	2,636
증가율	41.4	22.6	1.7	19.0
영업이익	237	296	247	372
영업이익률	237	296	247	372
지배주주귀속 순이익	52	187	212	327
지배주주 귀속 EPS	1,265	4,504	5,092	7,842
EPS증가율	-64.9	256.0	13.1	54.0
PER	159.3	51.6	35.3	22.9
PBR	3.0	3.3	2.5	2.1
EV/EBITDA	22.4	22.7	17.7	12.1
ROA	1.1	3.7	3.7	5.0
ROE	1.9	6.6	7.1	9.8

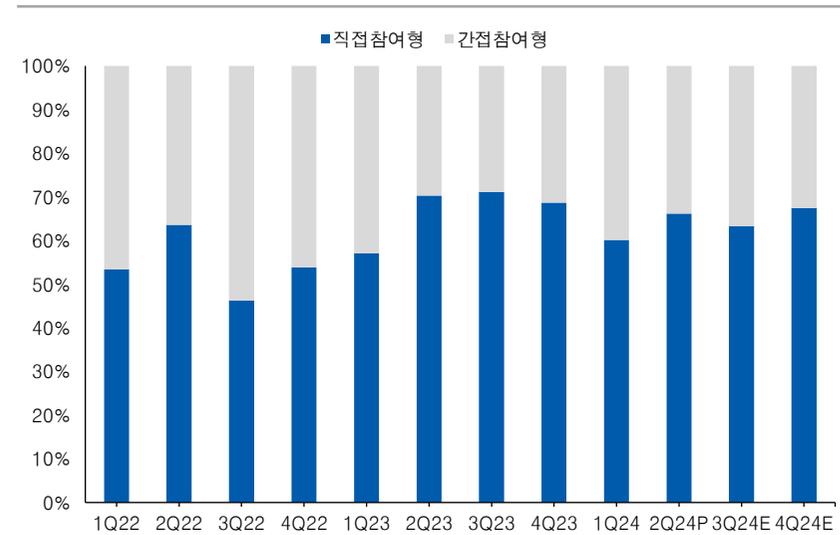
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림] 분기별 매출액 및 영업이익률 추이



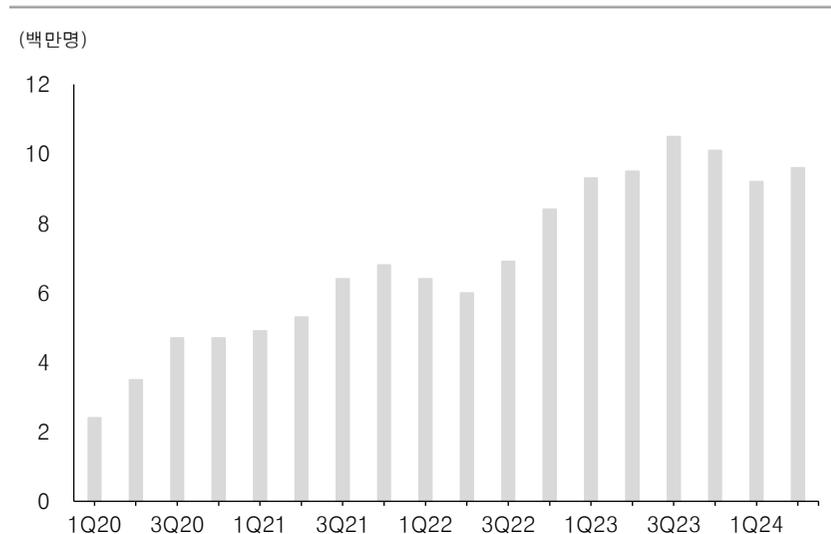
자료: 하이브, 유안타증권 리서치센터

[그림] 분기별 직접참여형 vs 간접참여형 매출 비중 추이



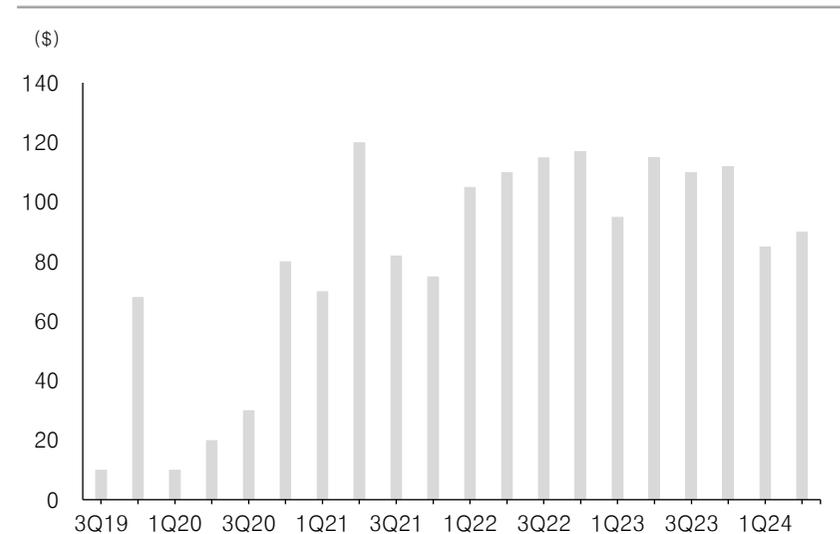
자료: 하이브, 유안타증권 리서치센터

[그림] 위버스 분기별 MAU 추이



자료: 하이브, 유안타증권 리서치센터

[그림] 위버스 분기별 ARPPU 추이



자료: 하이브, 유안타증권 리서치센터

하이브 (352820) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 십억원)

결산 (12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	1,776	2,178	2,215	2,636	2,925
매출원가	934	1,169	1,237	1,437	1,595
매출총이익	843	1,009	978	1,198	1,330
판매비	606	713	731	826	917
영업이익	237	296	247	372	413
EBITDA	356	423	382	501	532
영업외손익	-140	-46	-31	-37	-19
외환관련손익	5	11	20	0	0
이자손익	3	0	11	28	46
관계기업관련손익	0	11	6	12	12
기타	-148	-67	-68	-76	-76
법인세비용차감전순이익	96	250	215	335	394
법인세비용	48	67	79	125	132
계속사업순이익	48	183	137	210	262
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	48	183	137	210	262
지배자분순이익	52	187	212	327	407
포괄순이익	-171	205	365	439	491
지배자분포괄이익	-168	210	401	482	539

주영업이익의 산출 기준은 기존 K-GAAP과 동일함. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표 (단위: 십억원)

결산 (12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	347	311	10	12	58
당기순이익	48	183	137	210	262
감가상각비	50	53	56	50	39
외환손익	39	6	-9	0	0
중속, 관계기업관련손익	0	-11	-6	-12	-12
자산부채의 증감	-11	-40	-418	-529	-525
기타현금흐름	221	119	249	293	293
투자활동 현금흐름	-285	-471	-126	-86	-76
투자자산	-274	45	-24	-50	-45
유형자산 증가 (CAPEX)	-17	-23	-36	-40	-20
유형자산 감소	0	0	0	0	0
기타현금흐름	5	-494	-66	4	-11
재무활동 현금흐름	-188	-1,268	49	-12	-13
단기차입금	-151	167	38	18	16
사채 및 장기차입금	50	-160	9	0	0
자본	106	-1,081	0	0	0
현금배당	0	0	0	-29	-29
기타현금흐름	-194	-194	3	0	0
연결범위변동 등 기타	-20	0	648	501	481
현금의 증감	-146	-1,428	581	416	449
기초 현금	678	532	358	939	1,355
기말 현금	532	-897	939	1,355	1,804
NOPLAT	237	296	247	372	413
FCF	330	288	-27	-28	38

자료: 유안타증권 주-1, EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임 2, PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임 3, ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표 (단위: 십억원)

결산 (12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	2,116	1,889	2,584	3,229	3,884
현금및현금성자산	532	358	939	1,355	1,804
매출채권 및 기타채권	270	275	295	336	373
재고자산	79	126	135	154	171
비유동자산	2,755	3,457	3,589	3,620	3,667
유형자산	99	101	93	83	65
관계기업등 지분관련자산	316	241	259	295	327
기타투자자산	475	482	561	575	588
자산총계	4,870	5,346	6,173	6,848	7,550
유동부채	849	1,772	2,472	2,699	2,905
매입채무 및 기타채무	343	591	1,036	1,179	1,309
단기차입금	0	100	100	100	100
유동성장기부채	232	725	732	732	732
비유동부채	1,092	464	527	566	600
장기차입금	365	100	100	100	100
사채	345	0	0	0	0
부채총계	1,942	2,236	3,000	3,265	3,505
자본지분	2,770	2,919	3,055	3,581	4,188
자본금	21	21	21	21	21
자본잉여금	2,650	1,570	1,569	1,569	1,569
이익잉여금	233	1,420	1,603	1,901	2,279
비지배자분	158	191	118	2	-143
자본총계	2,929	3,110	3,173	3,583	4,045
순차입금	-529	-240	-852	-1,406	-1,980
총차입금	1,157	1,163	1,211	1,228	1,244

Valuation 지표 (단위: 원, %, 배)

결산 (12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS	1,265	4,504	5,092	7,842	9,779
BPS	66,995	70,090	73,351	85,986	100,558
EBITDAPS	8,604	10,175	9,176	12,027	12,762
SPS	42,951	52,392	53,173	63,275	70,235
DPS	0	700	700	700	700
PER	159.3	51.6	35.3	22.9	18.4
PBR	3.0	3.3	2.5	2.1	1.8
EV/EBITDA	22.4	22.7	17.7	12.1	10.1
PSR	4.7	4.4	3.4	2.8	2.6

재무비율 (단위: 배, %, %)

결산 (12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액 증가율 (%)	41.4	22.6	1.7	19.0	11.0
영업이익 증가율 (%)	24.5	24.8	-16.6	50.9	11.0
지배순이익 증가율 (%)	-61.8	257.9	13.3	54.0	24.7
매출총이익률 (%)	47.4	46.3	44.1	45.5	45.5
영업이익률 (%)	13.3	13.6	11.1	14.1	14.1
지배순이익률 (%)	2.9	8.6	9.6	12.4	13.9
EBITDA 마진 (%)	20.0	19.4	17.3	19.0	18.2
ROIC	8.5	13.2	11.2	19.7	26.0
ROA	1.1	3.7	3.7	5.0	5.7
ROE	1.9	6.6	7.1	9.8	10.5
부채비율 (%)	66.3	71.9	94.5	91.1	86.6
순차입금/자기자본 (%)	-19.1	-8.2	-27.9	-39.3	-47.3
영업이익/금융비용 (배)	6.8	6.3	5.2	7.7	8.4

미디어/엔터



이환욱 미디어/엔터
hwanwook.lee@yuantakorea.com

투자 의견	BUY (M)
목표주가	40,000원 (M)
현재주가 (9/2)	20,250원
상승여력	98%

시가총액	4,807억원
총발행주식수	23,738,406주
60일 평균 거래대금	16억원
60일 평균 거래량	64,328주
52주 고/저	43,050원 / 20,000원
외인지분율	2.00%
배당수익률	0.00%
주요주주	에스엠스튜디오스 외 4인

주가수익률 (%)	1개월	3개월	12개월
절대	(14.0)	(21.1)	(47.6)
상대	(12.9)	(13.8)	(37.4)
절대 (달려환산)	(11.9)	(18.3)	(48.4)

디어유(352820): 글로벌 슈퍼 팬도 버블에서 관리

- 하반기 분기 외형 성장 지속 전망
 - 3Q24 블랙핑크 멤버 '리사', 배우 '박보영' 신규 입점에 따른 구독수 증가
 - 4Q24 SM 주력 보이그룹 IP '라이즈' 신규 입점 예상
 - 4Q24 ~1Q25 피지컬 굿즈 사업 및 AI 팻 신규 서비스 런칭 예정
- 해외 신규 플랫폼 본격화
 - 美 신규 플랫폼 '더 버블' 9월말 런칭 예정
 - 초기 입점 아티스트는 라틴 팝스타 2인(제이발빈 외 1명), 글로벌 팝스타 1인 등 최대 3개 IP 전망
 - 日 NMB48 출신 멤버, 인플루언서, 배우 등 지속적인 신규 IP 입점 예정
- 투자 의견 매수, 목표주가 40,000원 유지
 - 신규 서비스 런칭 임박한 시점으로 투자 매력도 상승 구간 진입

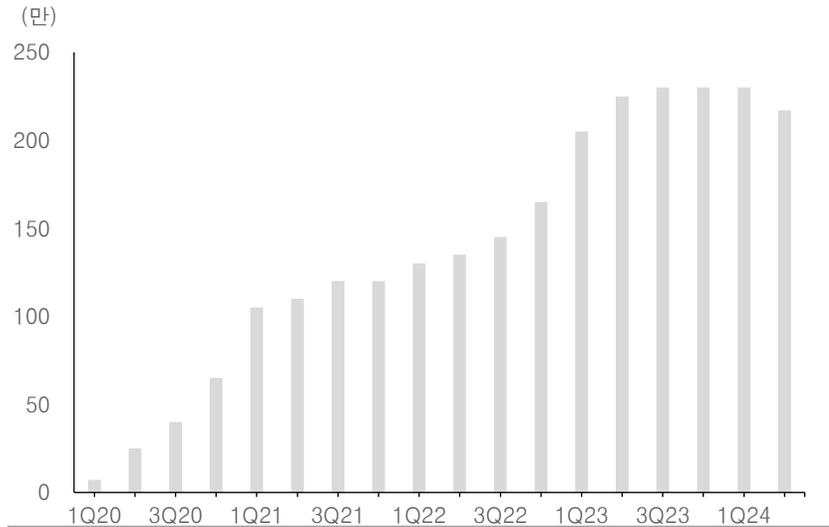
Forecasts and Valuation (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

계산 (12월)	2022A	2023A	2024F	2025F
매출액	49	76	82	112
증가율	23.0	53.9	8.7	36.5
영업이익	16	29	30	43
영업이익률	33.1	37.8	36.6	38.1
지배주주귀속 순이익	16	26	30	39
지배주주 귀속 EPS	732	1,104	1,278	1,651
EPS증가율	흑전	50.8	15.8	29.2
PER	55.2	35.5	15.8	12.3
PBR	6.7	5.5	2.4	2.0
EV/EBITDA	45.9	26.5	10.1	6.4
ROA	11.5	15.3	14.6	15.7
ROE	12.4	16.9	16.3	17.5

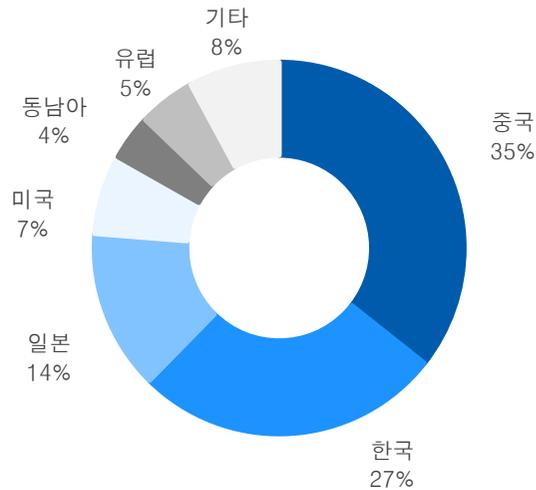
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림] 분기별 버블 구독 수 추이 (1Q20~2Q24)



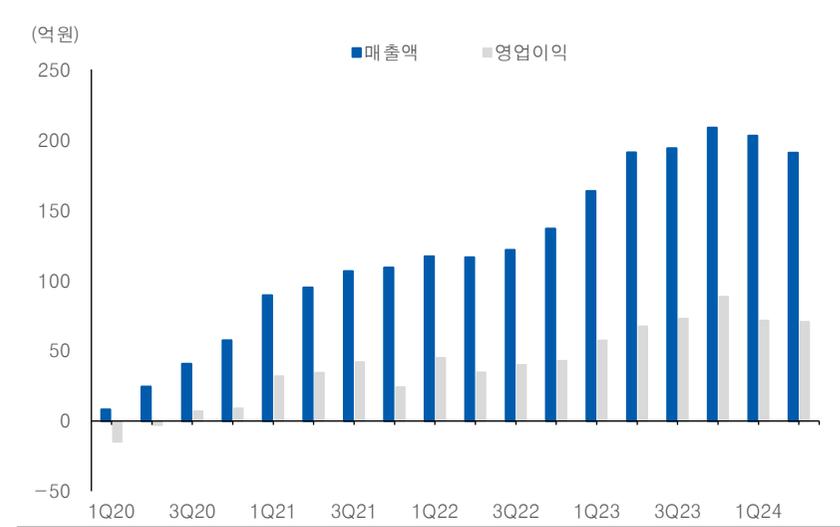
자료: 디어유, 유안타증권 리서치센터

[그림] 지역별 매출 비중 현황 (평균값 기준)



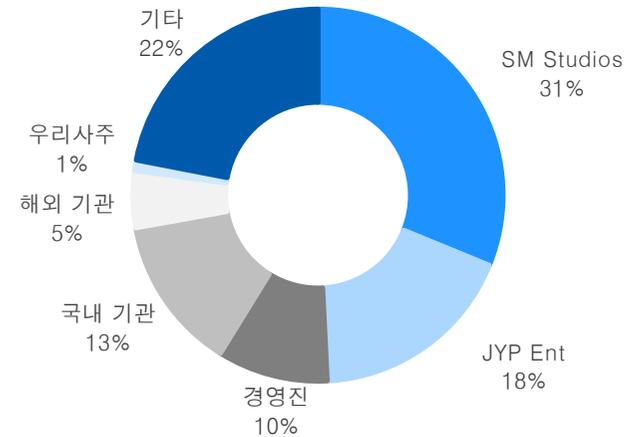
자료: 디어유, 유안타증권 리서치센터

[그림] 분기별 디어유 매출액 및 영업이익 추이 (1Q20~2Q24)



자료: 디어유, 유안타증권 리서치센터

[그림] 주주현황



자료: 디어유, 유안타증권 리서치센터

디어유 (376300) 추정재무제표 (K-IFRS 개별)

손익계산서 (단위: 십억원)

결산 (12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	49	76	82	112	131
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	49	76	82	112	131
판매비	33	47	52	69	81
영업이익	16	29	30	43	50
EBITDA	17	31	33	45	53
영업외손익	1	4	9	8	10
외환관련손익	-1	0	3	0	0
이자손익	2	5	6	8	10
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타	0	-1	0	0	0
법인세비용차감전순이익	17	33	39	50	60
법인세비용	1	6	9	11	13
계속사업순이익	16	26	30	39	47
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	16	26	30	39	47
지배자분순이익	16	26	30	39	47
포괄순이익	17	26	33	42	49
지배자분포괄이익	17	26	33	42	49

주영업이익의 손익 기준은 기존 K-GAAP과 동일함. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표 (단위: 십억원)

결산 (12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	21	13	31	47	56
당기순이익	16	26	30	39	47
감가상각비	0	1	1	2	2
외환손익	2	2	-1	0	0
중속, 관계기업관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	2	-23	-6	2	3
기타현금흐름	0	7	6	4	4
투자활동 현금흐름	29	-41	-13	-29	-20
투자자산	0	-5	0	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	0	-3	-2	-2	-2
유형자산 감소	0	0	0	0	0
기타현금흐름	30	-32	-12	-27	-18
재무활동 현금흐름	8	6	0	0	0
단기차입금	0	0	0	0	0
사채 및 장기차입금	0	4	0	0	0
자본	9	3	0	0	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타현금흐름	-1	-1	0	0	0
연결범위변동 등 기타	-1	0	2	-4	-3
현금의 증감	57	-22	20	13	32
기초 현금	27	84	57	77	90
기말 현금	84	62	77	90	122
NOPLAT	16	29	30	43	50
FCF	21	9	29	45	54

자료: 유안타증권 주-1, EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임 2, PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임 3, ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표 (단위: 십억원)

결산 (12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	135	147	180	228	281
현금및현금성자산	84	57	77	90	122
매출채권 및 기타채권	7	15	16	21	23
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	18	43	46	46	46
유형자산	0	3	4	4	5
관계기업 등 지분관련자산	0	0	0	0	0
기타투자자산	0	6	6	7	7
자산총계	153	191	226	274	327
유동부채	11	17	19	25	30
매입채무 및 기타채무	8	13	14	19	22
단기차입금	0	0	0	0	0
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	0	4	4	4	4
장기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
부채총계	11	21	23	30	34
자본지분	141	170	203	244	294
자본금	12	12	12	12	12
자본잉여금	159	162	162	162	162
이익잉여금	-41	-15	16	55	102
비지배자분	0	0	0	0	0
자본총계	141	170	203	244	294
순차입금	-126	-122	-152	-192	-242
총차입금	0	4	4	5	5

Valuation 지표 (단위: 원, %, 배)

결산 (12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS	732	1,104	1,278	1,651	1,985
BPS	5,988	7,141	8,535	10,284	12,366
EBITDAPS	750	1,286	1,373	1,904	2,220
SPS	2,196	3,192	3,466	4,731	5,523
DPS	0	0	0	0	0
PER	55.2	35.5	15.8	12.3	10.2
PBR	6.7	5.5	2.4	2.0	1.6
EV/EBITDA	45.9	26.5	10.1	6.4	4.5
PSR	18.4	12.3	5.8	4.3	3.7

재무비율 (단위: 배, %)

결산 (12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액 증가율 (%)	23.0	53.9	8.7	36.5	16.7
영업이익 증가율 (%)	23.0	75.8	5.2	42.2	17.8
지배순이익 증가율 (%)	흑전	59.7	15.8	29.2	20.2
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률 (%)	33.1	37.8	36.6	38.1	38.4
지배순이익률 (%)	33.3	34.6	36.9	34.9	35.9
EBITDA 마진 (%)	34.2	40.3	39.6	40.2	40.2
ROIC	310.4	193.5	125.9	172.1	201.5
ROA	11.5	15.3	14.6	15.7	15.7
ROE	12.4	16.9	16.3	17.5	17.5
부채비율 (%)	8.0	12.4	11.4	12.1	11.5
순차입금/자기자본 (%)	-89.2	-71.8	-75.0	-78.6	-82.4
영업이익/금융비용 (배)	1,401.5	447.3	151.4	203.5	228.3



이승은

화장품/유통

02 3770 5588

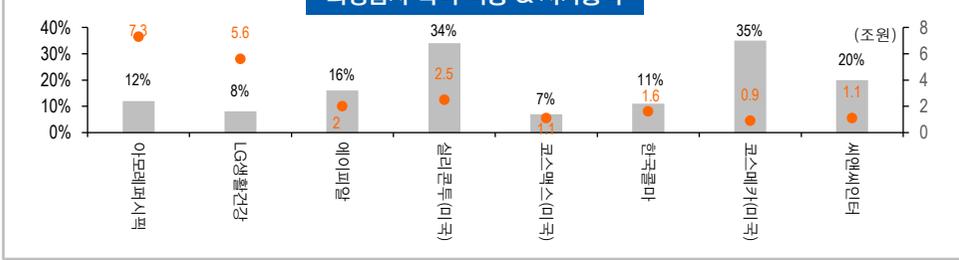
seungeun.lee@yuantakorea.com

PART 2. K-Beauty

글로벌을 품다!

Cosmetics Executive Summary

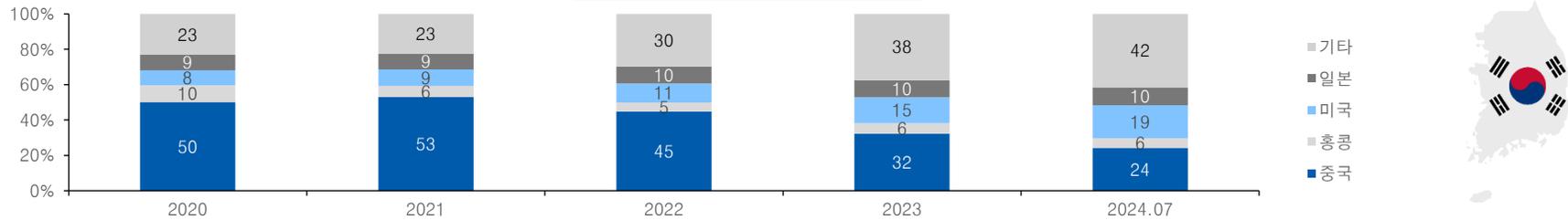
화장품사 복미 비중 & 시가총액



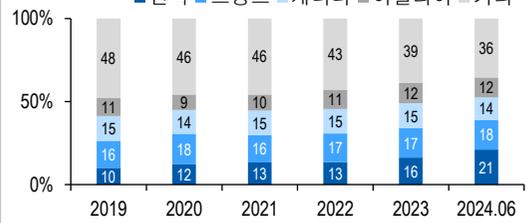
화장품사 복미 성장률 & 매출액



국내 화장품 수출시장



미국 화장품 수입시장



중국 화장품시장



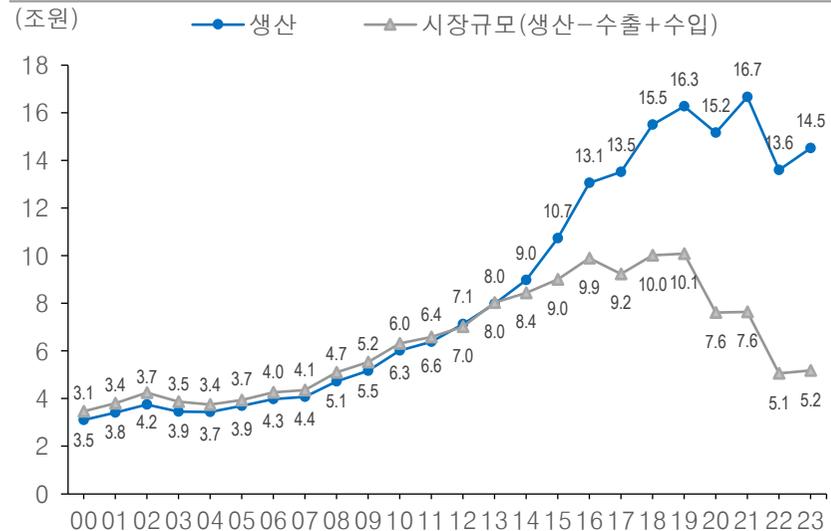
		2024년 예상		
업종	관련주	비중 (%)	성장률 (%)	매출액 (억 원)
브랜드/유통	아모레퍼시픽	12	99	5,911
	LG생활건강	8	-8	5,532
	에이피알(미국)	16	105	1,393
ODM(복미)	실리콘투(미국)	34	90	2,312
	코스메카(미국)	35	13	2,300
	코스맥스(미국)	7	5	1,470
	씨앤씨인터내셔널	20	15	770
	한국콜마(미+캐나다)	11	21	1,750

		2024년 예상		
업종	관련주	비중 (%)	성장률 (%)	매출액 (억 원)
브랜드	아모레퍼시픽(Asia)	26	-21	8,300
	LG생활건강	12	7	8,003
ODM(중국법인)	에이피알	6	9	403
	코스맥스	39	11	6,068
	한국콜마	7	3	1,633
	코스메카코리아	9	-15	429

I. 과거: 중국 시장 의존도 높았으나, 아모레퍼시픽 필두로 미국 시장 문 두드리기 시작

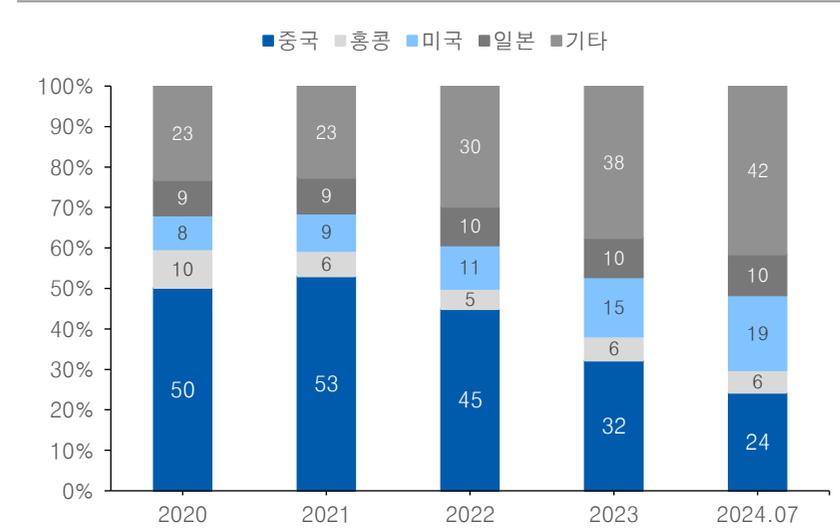
- 중국 시장 의존도가 높았던 과거, 아모레퍼시픽을 필두로 미국 시장 진출 본격화
- 이후 중소 브랜드들도 미국 시장 진출에 박차를 가하며 K-뷰티 저변 확대!
- 2022년부터 중국 수출액 비중이 하락하는 대신 미국과 기타 지역의 비중이 점차 상승하고 있음
- 미국 수출 비중이 상승하고 있는 부분은 수출 지역 다변화 측면에서 국내 화장품 시장에서 매우 긍정적인 변화

[그림] 국내 화장품 생산금액 시장규모



자료: TRASS, 유안타증권 리서치센터

[그림] 국내 화장품 수출시장 국가별 비중

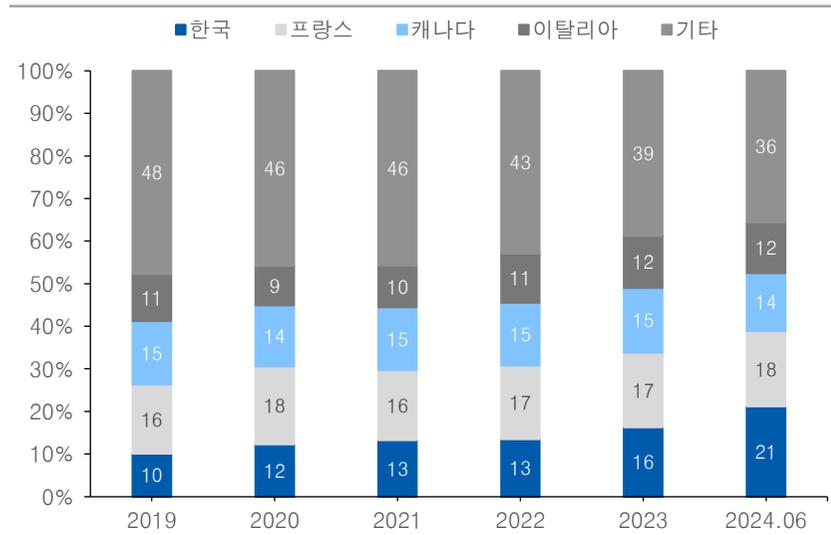


자료: TRASS, 유안타증권 리서치센터

I. 과거: 미국/중국 화장품 수입 국가별 비중

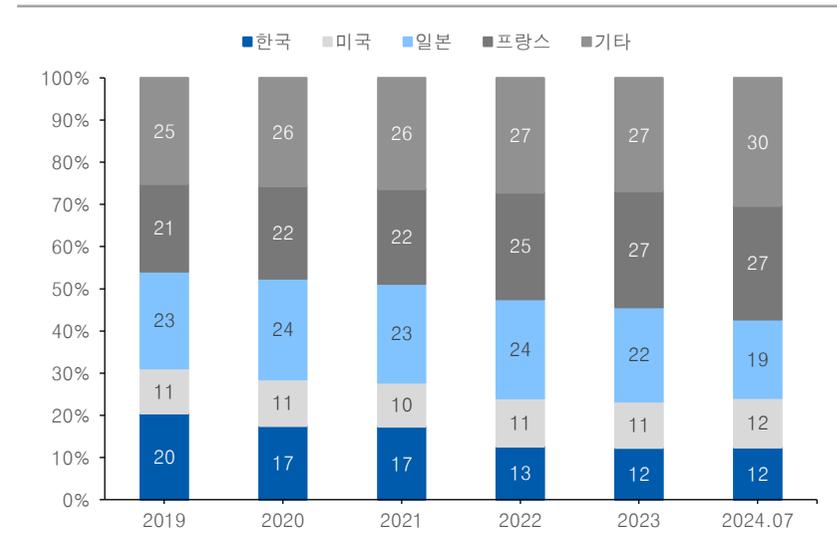
- 미국 화장품 수입 시장에서 가장 높은 비중을 차지하고 있는 나라는 대한민국(21%), 프랑스(18%), 캐나다(14%), 이탈리아(12%)
- 프랑스, 이탈리아는 전통적인 화장품 선진국. 캐나다는 미국과 인접 국가
- 한국은 미국에 비해서 화장품 역사가 오래되지 않았고 물리적인 거리가 가깝지 않음에도 불구하고 K-Beauty 대한 미국 소비자 선호도가 상승
- 반면 중국 화장품 수입 시장에서는 중국의 자국 화장품 소비자 선호도가 상승하면서 한국뿐만 아니라 미국, 프랑스도 수출액 감소하고 있음. 대한민국이 국가별 비중에서 낙폭이 가장 큼

[그림] 미국 화장품 수입시장 국가별 비중



자료: DataWeb, 유안타증권 리서치센터

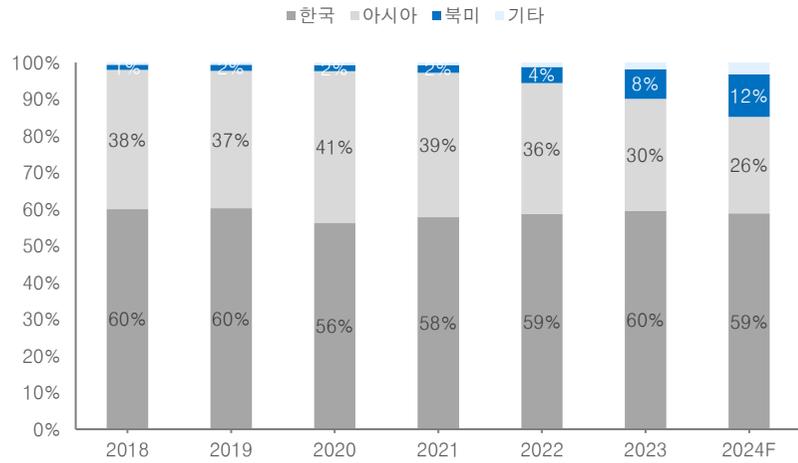
[그림] 중국 화장품 수입시장 국가별 비중



자료: 중국해관총서, 유안타증권 리서치센터

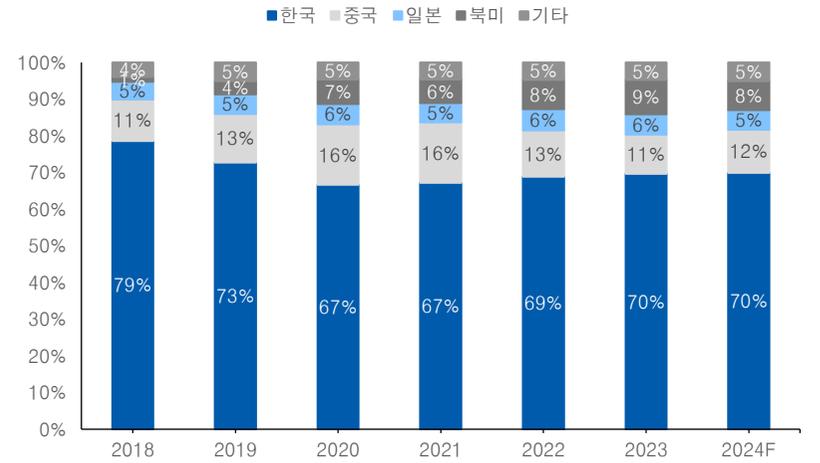
I. 과거: 화장품 지역별 매출 비중

[그림] 아모레퍼시픽 지역별 매출 비중



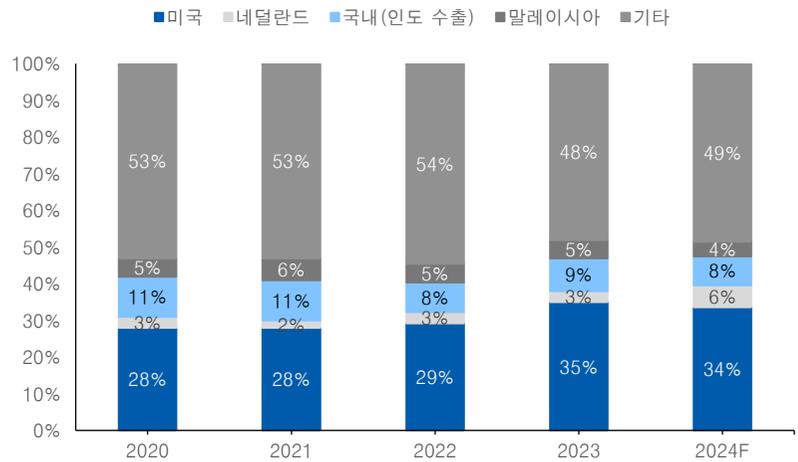
자료: DART, 유안타증권 리서치센터

[그림] LG생활건강 지역별 매출 비중



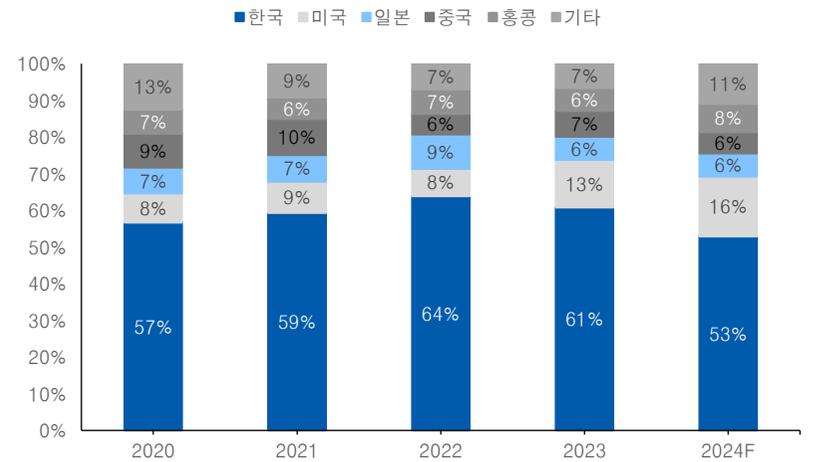
자료: DART, 유안타증권 리서치센터

[그림] 실리콘투 지역별 매출 비중



자료: DART, 유안타증권 리서치센터

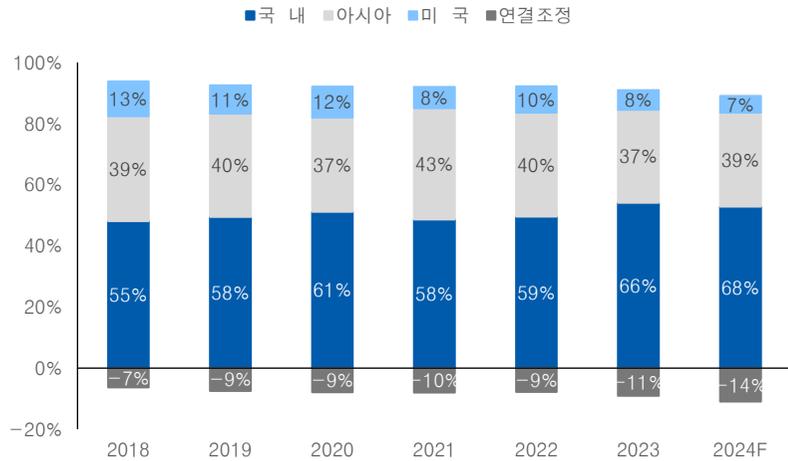
[그림] 에이피알 지역별 매출 비중



자료: DART, 유안타증권 리서치센터

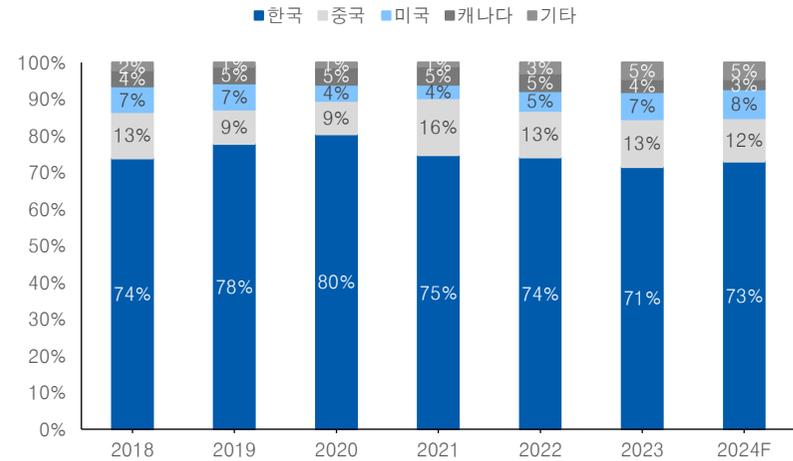
I. 과거: 화장품 ODM 4사 지역별 매출 비중

[그림] 코스맥스 지역별 매출 비중



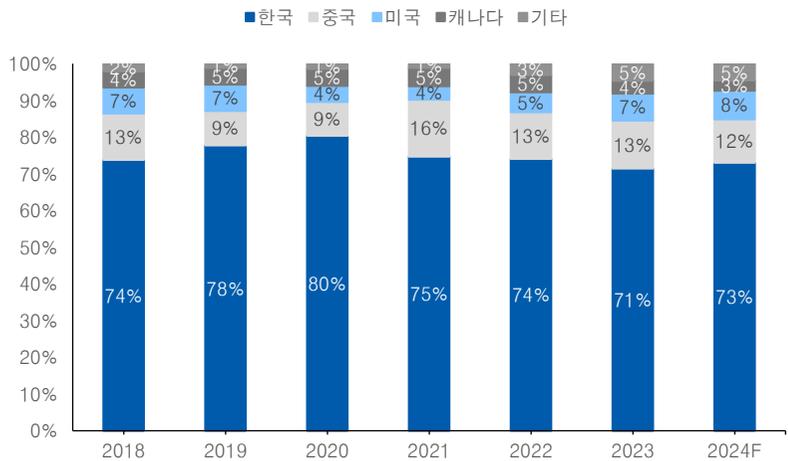
자료: DART, 유안타증권 리서치센터

[그림] 한국콜마 지역별 매출 비중



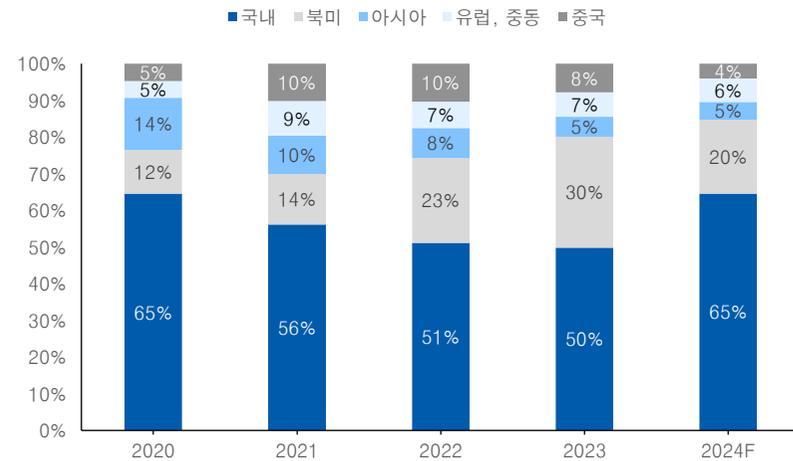
주: 식품, 의약품 사업부 매출액을 제외한 화장품, 패키징 사업 매출액 기준, 자료: DART, 유안타증권 리서치센터

[그림] 코스메카코리아 지역별 매출 비중



자료: DART, 유안타증권 리서치센터

[그림] 씨앤씨인터내셔널 지역별 매출 비중

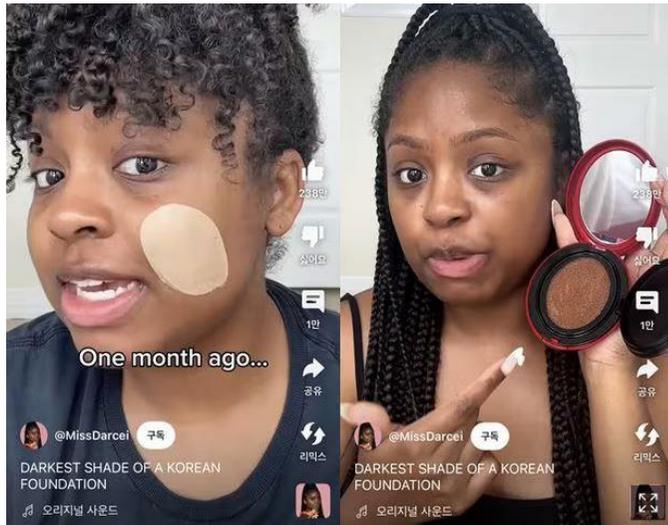


자료: DART, 유안타증권 리서치센터

II. 현재: K-Beauty 가 성장하는 이유 ① 다양성

- 인종 다변화 추세. 아시아, 히스패닉 등 다양한 피부 톤 고려한 제품 출시
- 쿠션 팩트, 마스크팩 등 미국에선 찾기 힘든 유니크한 제품으로 차별화 전략
- 천연 성분(한방. 과일. 곡물류 등), 기능성 화장품(선케어.미백.주름개선), 캐릭터 콜라보(스퀴시멜로우) 등 다양한 니즈 충족 가능, 선택의 폭 넓음

[그림] 글로벌 인종 다변화에 맞는 제품 개발(TIR TIR 브랜드)



자료: 유튜브 채널 미스달시(MissDarcei), 유안타증권 리서치센터

[그림] K-뷰티가 가지고 있는 독창적인 화장품(쿠션팩트, 천연 성분 화장품, 캐릭터 화장품 등)



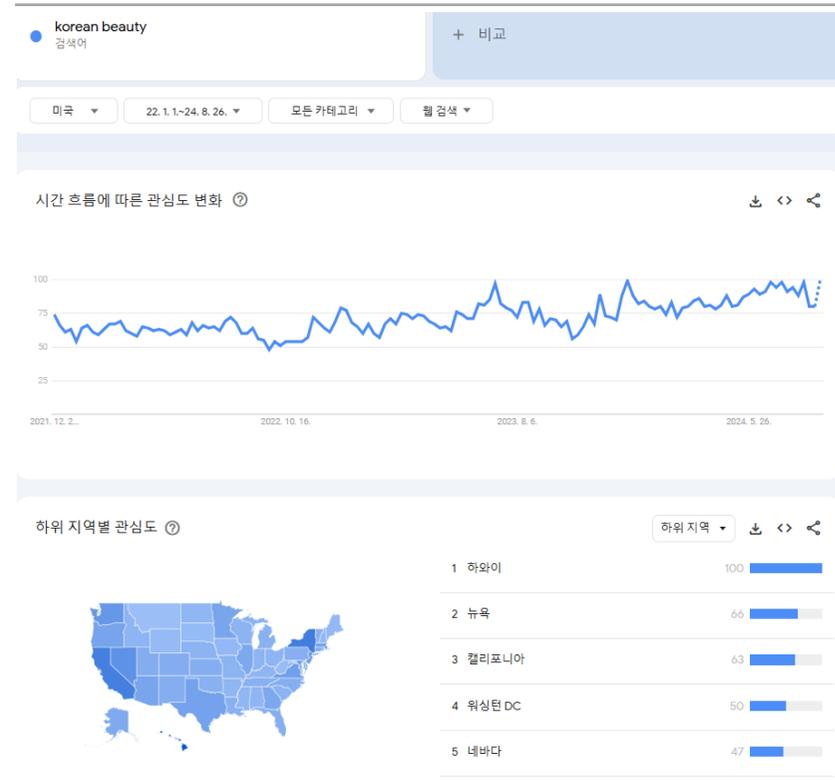
자료: 아모레퍼시픽, 토니모리, 유안타증권 리서치센터

II. 현재: K-Beauty 가 성장하는 이유 ②가성비

- 가성비 갑! 미국 화장품보다 착한 가격에 뛰어난 품질로 소비자 마음 사로잡음
- 미국 아마존, 세포라, 얼타뷰티 등 주요 플랫폼에서 K-뷰티 제품 순위 상승
- 아모레퍼시픽 북미 실적도 꾸준히 성장, K-뷰티 선두주자 역할
- 구글 트렌드에서도 K-뷰티 검색량 증가
- 미국 아마존 홈페이지 Korean beauty 카테고리 활성화. 전세계적 관심 증가

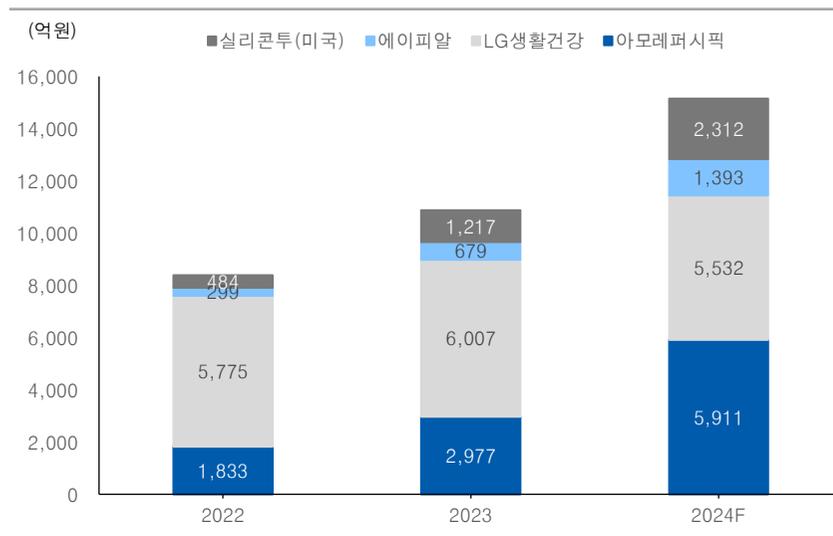


[그림] 구글 트렌드 검색



자료: Google, 유안타증권 리서치센터

[그림] 국내 화장품 회사 북미 연간 매출액



자료: DART, 유안타증권 리서치센터

[그림] 미국 Amazon Best Sellers in Beauty & Personal Care

Amazon Best Sellers

Our most popular products based on sales. Updated frequently.

Best Sellers in Skin Care Products

Best Sellers in Makeup

Best Sellers in Skin Sun Protection

자료: Amazon, 유안타증권 리서치센터

[그림] 미국 Sephora Best Sellers

SEPHORA

Stores & Services
Choose Your Store
Community
Sign In
for FREE Shipping

New
Brands
Makeup
Skincare
Hair
Fragrance
Tools & Brushes
Bath & Body
Mini Size
Cuts & Gift Cards
Beauty Under \$20
Sale & Offers

Bestsellers > Skincare

Skincare Bestsellers

Makeup
Skincare
Fragrance
Bath & Body
Hair
Tools & Brushes
Men

SHOP NOW, PAY LATER

Split your purchase into convenient payments.*

LEARN MORE >

Summer Fridays
Lip Butter Balm for Hydration & Shine
★★★★☆ 10.6K
\$24.00

Touchland
Power Mist Hydrating Hand Sanitizer
★★★★☆ 1.3K
\$10.00

SHOP NOW, PAY LATER

Split your purchase into convenient payments.*

LEARN MORE >

LANEIGE
Lip Sleeping Mask Intense Hydration with Vitamin C
★★★★☆ 20K
\$24.00

Tower 28 Beauty
Shine-On Lip Jelly Non-Sticky Gloss
★★★★☆ 4.5K
\$16.00

SHOP NOW, PAY LATER

Split your purchase into convenient payments.*

LEARN MORE >

Summer Fridays
Lip Butter Balm for Hydration & Shine
★★★★☆ 10.6K
\$24.00

Rare Beauty by Selena Gomez
Soft Pinch Liquid Blush
★★★★☆ 11.5K
\$14.00 - \$23.00

SHOP NOW, PAY LATER

Split your purchase into convenient payments.*

LEARN MORE >

Rare Beauty by Selena Gomez
Mini Soft Pinch Liquid Blush
★★★★☆ 38K
\$14.00

HUDA BEAUTY
Easy Bake Loose Baking & Setting Powder
★★★★☆ 11.2K
\$22.00 - \$38.00

NEW FROM RARE BEAUTY

Get a glowy flush of color with the Soft Pinch Luminous Powder Blush.

SHOP NOW >

ONE/SIZE by Patrick Starr
Mini On T's Dawn Mattifying Powder
★★★★☆ 2K
\$17.00

자료: Sephora, 유안타증권 리서치센터

III. 미래: K-Beauty 지속가능성

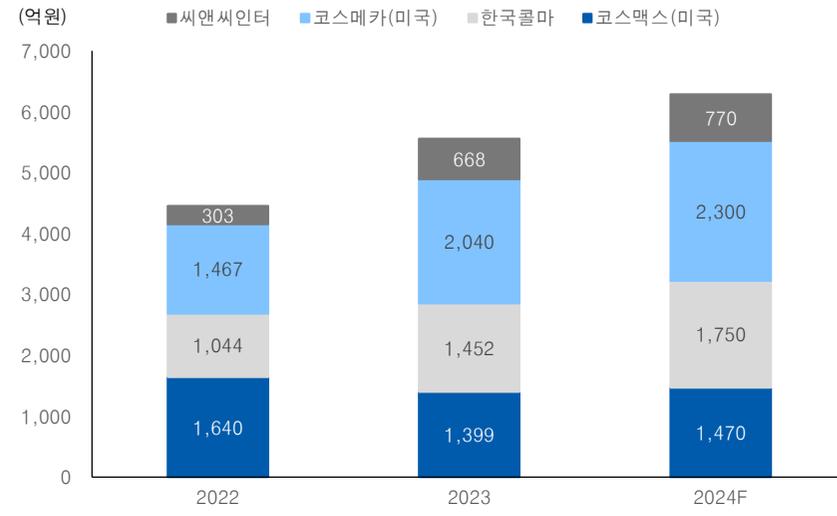
- 화장품 브랜드뿐 아니라 ODM사 주가도 상승세, K-뷰티 산업 전반에 대한 긍정적 평가
- ODM, 용기 업체까지 함께 성장하는 K-뷰티 생태계, 탄탄한 성장 기반
- 미국 OTC 선케어 시장 진출 등 ODM 사업 영역 확대, 새로운 성장 동력 확보
- 한국 ODM 4사 성장률 및 가동률 모두 꾸준히 증가, K-뷰티 성장 뒷받침
- 국내 화장품 ODM/OEM사(코스맥스, 한국콜마, 코스메카코리아 등) 국내&미국 법인에서 미국 고객사 주문량 증가
- 해당 고객사 제품도 베스트셀러로 등극! K-뷰티 인지도 상승하고 있음
- 제품 다양성 확대, 현지화 전략 강화 등 긍정적 요인 많아 미래 전망 밝음

미국 Sephora Bestsellers



자료: 미국 Sephora 홈페이지, 유안타증권 리서치센터

ODM 기업 북미 시장 성장



자료: DART, 유안타증권 리서치센터

화장품/유통



이승은 화장품/유통
seungeun.lee@yuantakorea.com

투자의견	BUY (M)
목표주가	110,000 원 (M)
현재주가 (9/2)	83,100원
상승여력	32%

시가총액	8,875억원
총발행주식수	10,680,000주
60일 평균 거래대금	168억원
60일 평균 거래량	219,034주
52주 고/저	88,800원 / 24,500원
외인지분율	7.22%
배당수익률	0.00%
주요주주	박은희 외 3 인

주가수익률 (%)	1개월	3개월	12개월
절대	12.9	34.9	201.1
상대	14.4	47.3	260.0
절대 (달러환산)	15.7	39.5	196.7

코스메카코리아(241710): 신성장 동력 강화

• 신성장 동력 강화, 이전상장은 11월말 전망

- ① 한국법인: 하반기에도 견조한 성장세 유지할 전망
글로벌 고객사 수주 증가, K-뷰티 수출 호조, 색조 제품 매출 확대, 블랙 프라이데이 효과
- ② 미국법인: 3분기 매출액 +10% YoY 성장 전망
4분기 OTC 제품 출시, 매출 성장으로 영업이익률 개선 기대
RTG(Ready To GO) 사업 강화, 인디 브랜드 매출 증가 등 신성장 동력 확보

• 투자의견 Buy 유지, 목표주가 110,000원 유지

- 법인별 가동률: 한국 40%, 잉글우드랩 34.7%(본사 25%, 코리아가 68%), 중국 26.9%
안정적인 생산능력은 기존 고객사 추가 주문 및 신규 고객 유치에 긍정적인 영향

Forecasts and Valuation (K-IFRS 개별)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2022A	2023A	2024F	2025F
매출액	3,994	4,707	5,768	6,700
증가율	0.7	17.9	22.5	16.2
영업이익	104	492	715	900
영업이익률	2.6	10.5	12.4	13.4
지배주주귀속 순이익	27	223	400	490
지배주주 귀속 EPS	249	2,090	3,745	4,586
EPS증가율	-70.1	739.4	79.2	22.5
PER	44.7	10.3	22.2	18.1
PBR	0.8	1.4	4.2	3.4
EV/EBITDA	10.1	5.7	11.5	9.4
ROA	0.7	5.4	8.6	9.2
ROE	1.8	14.1	21.0	20.8

자료: 유안타증권 리서치센터

코스메카코리아 (161890) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 억원)

결산 (12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	3,994	4,707	5,768	6,700	7,400
매출원가	3,343	3,636	4,370	5,050	5,550
매출총이익	651	1,071	1,398	1,650	1,850
판매비	547	580	683	750	800
영업이익	104	492	715	900	1,050
EBITDA	271	659	883	1,068	1,218
영업외손익	-40	-31	-5	-20	-30
외환관련손익	-1	0	0	0	0
이자손익	-36	-37	-32	-27	-21
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타	-4	7	27	7	-10
법인세비용차감전순손익	64	461	710	880	1,020
법인세비용	4	122	180	220	250
계속사업순손익	60	339	530	660	770
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	60	339	530	660	770
지배자분순이익	27	223	400	490	560
포괄순이익	107	351	542	673	783
지배자분포괄이익	44	229	353	438	509

주영업이익의 산출 기준은 기존 K-GAAP과 동일함. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표 (단위: 억원)

결산 (12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	167	420	460	626	800
당기순이익	60	339	530	660	770
감가상각비	137	137	137	137	137
외환손익	32	4	0	0	0
중속, 관계기업관련손익	1	-3	0	0	0
자산부채의 증감	-113	-222	-289	-253	-189
기타현금흐름	50	165	82	82	82
투자활동 현금흐름	-104	-221	-260	-358	-354
투자자산	-3	4	-3	-2	-2
유형자산 증가 (CAPEX)	-116	-186	-250	-350	-350
유형자산 감소	21	14	0	0	0
기타현금흐름	-6	-53	-8	-6	-2
재무활동 현금흐름	-103	-156	-109	-159	-160
단기차입금	54	-96	-45	-96	-97
사채 및 장기차입금	-124	-26	-30	-30	-30
자본	0	0	0	0	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타현금흐름	-33	-33	-33	-33	-33
연결범위변동 등 기타	0	0	77	43	28
현금의 증감	-41	43	168	151	313
기초 현금	301	260	304	471	622
기말 현금	260	304	471	622	935
NOPLAT	104	492	715	900	1,050
FCF	51	234	210	276	450

자료: 유안타증권 주-1, EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임 2, PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임 3, ROE, ROA의 경우, 자본자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표 (단위: 억원)

결산 (12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	1,868	2,212	2,778	3,302	3,895
현금및현금성자산	260	329	471	622	935
매출채권 및 기타채권	830	1,126	1,380	1,603	1,770
재고자산	712	656	804	934	1,032
비유동자산	2,060	2,114	2,199	2,384	2,568
유형자산	1,474	1,535	1,648	1,861	2,075
관계기업등 지분관련자산	12	11	13	15	17
기타투자자산	14	15	15	16	16
자산총계	3,928	4,326	4,977	5,686	6,463
유동부채	1,430	1,546	1,639	1,661	1,645
매입채무 및 기타채무	525	587	720	836	924
단기차입금	660	568	518	418	318
유동성장기부채	151	210	180	150	120
비유동부채	427	359	375	388	399
장기차입금	347	278	278	278	278
사채	0	0	0	0	0
부채총계	1,857	1,905	2,013	2,049	2,044
자본지분	1,467	1,695	2,108	2,610	3,183
자본금	53	53	53	53	53
자본잉여금	584	584	584	584	584
이익잉여금	779	1,002	1,402	1,892	2,452
비지배자분	604	726	856	1,026	1,237
자본총계	2,070	2,422	2,964	3,637	4,419
순차입금	940	690	458	168	-282
총차입금	1,210	1,087	1,012	886	759

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)

결산 (12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS	249	2,090	3,745	4,586	5,241
BPS	13,732	15,874	19,736	24,440	29,799
EBITDAPS	2,537	6,173	8,265	9,997	11,402
SPS	37,397	44,075	54,007	62,734	69,288
DPS	0	0	0	0	0
PER	44.7	10.3	22.2	18.1	15.9
PBR	0.8	1.4	4.2	3.4	2.8
EV/EBITDA	10.1	5.7	11.5	9.4	8.1
PSR	0.3	0.5	1.5	1.3	1.2

재무비율 (단위: 배, %)

결산 (12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액 증가율 (%)	0.7	17.9	22.5	16.2	10.4
영업이익 증가율 (%)	-48.4	374.1	45.5	25.9	16.7
지배순이익 증가율 (%)	-70.2	740.3	79.2	22.5	14.3
매출총이익률 (%)	16.3	22.8	24.2	24.6	25.0
영업이익률 (%)	2.6	10.4	12.4	13.4	14.2
지배순이익률 (%)	0.7	4.7	6.9	7.3	7.6
EBITDA 마진 (%)	6.8	14.0	15.3	15.9	16.5
ROIC	3.4	12.3	17.4	19.6	20.7
ROA	0.7	5.4	8.6	9.2	9.2
ROE	1.8	14.1	21.0	20.8	19.3
부채비율 (%)	89.7	78.6	67.9	56.4	46.3
순차입금/자기자본 (%)	64.1	40.7	21.7	6.4	-8.9
영업이익/금융비용 (배)	2.8	12.2	19.5	27.1	36.5

화장품/유통



이승은 화장품/유통
seungeun.lee@yuantakorea.com

투자의견	BUY (M)
목표주가	90,000 원 (M)
현재주가 (9/2)	67,700원
상승여력	33%

시가총액	15,981억원
총발행주식수	23,605,077주
60일 평균 거래대금	299억원
60일 평균 거래량	460,553주
52주 고/저	73,000원 / 43,500원
외인지분율	32.43%
배당수익률	1.12%
주요주주	한국콜마홀딩스 외 24 인

주가수익률 (%)	1개월	3개월	12개월
절대	5.8	5.3	26.3
상대	5.6	3.5	20.8
절대 (달러환산)	8.4	8.9	24.5

한국콜마(161890): 상반기보다 기대되는 하반기

- 2024년 하반기 Preview: 상반기보다 기대되는 하반기
 - ① 한국콜마[별도]: 3분기에도 긍정적인 분위기 예상
특히 7월 매출이 2분기보다도 더 높은 최고치를 기록한 것으로 파악
'24년 국내 매출 성장률 +24% YoY 전망
 - ② 미국: 미국의 주요 고객사 주문이 6월부터 빠르게 증가
'24년 매출 성장률 +25% YoY 예상
 - ③ 무석: 상반기까지 매출 역성장
7월 이후부터 베이스 부담 줄면서 매출 성장률 약 +10% YoY로 회복
- 투자의견 Buy 유지, 목표주가 90,000원 유지

Forecasts and Valuation (K-IFRS 개별)

(억원, 원, %, 배)

계산 (12월)	2022A	2023A	2024F	2025F
매출액	18,657	21,557	24,593	27,227
증가율	17.6	15.5	14.1	10.7
영업이익	733	1,361	2,134	2,500
영업이익률	3.9	6.3	8.7	9.2
지배주주귀속 순이익	-220	52	921	1,291
지배주주 귀속 EPS	-961	227	3,915	5,467
EPS증가율	-161.4	-123.6	1,624.7	39.6
PER	-41.5	203.5	17.3	12.4
PBR	1.4	1.6	2.2	1.9
EV/EBITDA	16.7	11.5	10.3	8.9
ROA	-0.8	0.2	3.1	4.3
ROE	-3.3	0.8	13.5	16.8

자료: 유안타증권 리서치센터

한국콜마 (161890) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 억원)

결산 (12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	18,657	21,557	24,593	27,227	28,970
매출원가	13,969	15,775	17,000	18,700	19,800
매출총이익	4,688	5,781	7,593	8,527	9,170
판매비	3,956	4,420	5,459	6,027	6,370
영업이익	733	1,361	2,134	2,500	2,800
EBITDA	1,487	2,299	3,071	3,437	3,737
영업외손익	-563	-1,018	-534	-460	-400
외환관련손익	20	5	25	30	30
이자손익	-255	-367	-365	-327	-277
관계기업관련손익	-12	33	33	33	33
기타	-316	-690	-227	-196	-186
법인세비용차감전순손익	170	343	1,600	2,040	2,400
법인세비용	211	92	450	500	550
계속사업순손익	-41	251	1,151	1,540	1,851
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	-41	251	1,151	1,540	1,851
지배자분순이익	-220	52	921	1,291	1,551
포괄순이익	146	144	1,043	1,433	1,743
지배자분포괄이익	-82	-19	-139	-191	-233

주영업이익인식기준은 기존 K-GAAP과 동일함. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표 (단위: 억원)

결산 (12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	908	1,122	1,994	2,692	3,181
당기순이익	-41	251	1,151	1,540	1,851
감가상각비	616	727	727	727	727
외환손익	53	0	-25	-30	-30
중속, 관계기업관련손익	8	-26	-33	-33	-33
자산부채의 증감	-323	-762	-861	-549	-370
기타현금흐름	596	933	1,037	1,037	1,037
투자활동 현금흐름	-1,452	-1,557	-629	-621	-670
투자자산	968	-76	-35	-30	-20
유형자산 증가 (CAPEX)	-378	-1,068	-500	-500	-600
유형자산 감소	53	6	45	30	30
기타현금흐름	-2,096	-418	-139	-121	-80
재무활동 현금흐름	820	-612	-2,084	-1,583	-965
단기차입금	886	900	-1,016	-510	8
사채 및 장기차입금	695	-545	-100	-100	0
자본	-22	-22	0	0	0
현금배당	-148	-114	-137	-142	-142
기타현금흐름	-590	-831	-831	-831	-831
연결범위변동 등 기타	13	0	377	266	171
현금의 증감	289	-1,047	-342	754	1,716
기초 현금	1,912	2,201	1,154	812	1,566
기말 현금	2,201	1,154	812	1,566	3,282
NOPLAT	733	1,361	2,134	2,500	2,800
FCF	530	54	1,494	2,192	2,581

자료: 유안타증권 주-1, EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임 2, PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임 3, ROE, ROA의 경우, 자본자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표 (단위: 억원)

결산 (12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	8,163	8,984	9,092	10,718	13,012
현금및현금성자산	2,201	1,708	812	1,566	3,282
매출채권 및 기타채권	2,609	3,238	3,694	4,089	4,351
재고자산	2,394	2,809	3,205	3,548	3,775
비유동자산	21,170	21,111	20,662	20,225	19,878
유형자산	6,088	6,604	6,332	6,076	5,919
관계기업등 지분관련자산	150	156	178	197	210
기타투자자산	249	379	392	403	410
자산총계	29,333	30,094	29,754	30,943	32,889
유동부채	8,681	12,837	11,510	11,337	11,635
매입채무 및 기타채무	2,978	3,896	3,628	4,017	4,274
단기차입금	3,117	4,000	3,000	2,500	2,500
유동성장기부채	2,076	4,384	4,284	4,184	4,184
비유동부채	5,957	3,071	3,153	3,223	3,270
장기차입금	1,936	1,385	1,385	1,385	1,385
사채	2,995	599	599	599	599
부채총계	14,638	15,908	14,662	14,560	14,905
자본지분	6,641	6,486	7,162	8,203	9,505
자본금	114	114	114	114	114
자본잉여금	2,645	2,623	2,623	2,623	2,623
이익잉여금	3,837	3,676	4,459	5,608	7,018
비지배자분	8,054	7,700	7,930	8,179	8,479
자본총계	14,695	14,186	15,092	16,383	17,984
순차입금	7,643	8,209	7,852	6,368	4,581
총차입금	10,679	11,034	9,918	9,308	9,317

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)

결산 (12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS	-961	227	3,915	5,467	6,570
BPS	29,024	28,347	30,341	34,753	40,268
EBITDAPS	6,499	10,046	13,060	14,562	15,833
SPS	81,540	94,212	104,580	115,344	122,728
DPS	500	600	600	600	600
PER	-41.5	203.5	17.3	12.4	10.3
PBR	1.4	1.6	2.2	1.9	1.7
EV/EBITDA	16.7	11.5	10.3	8.9	7.8
PSR	0.5	0.5	0.6	0.6	0.6

재무비율 (단위: 배, %)

결산 (12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액 증가율 (%)	17.6	15.5	14.1	10.7	6.4
영업이익 증가율 (%)	-13.0	85.8	56.7	17.2	12.0
지배순이익 증가율 (%)	적전	적전	1,673.1	40.2	20.2
매출총이익률 (%)	25.1	26.8	30.9	31.3	31.7
영업이익률 (%)	3.9	6.3	8.7	9.2	9.7
지배순이익률 (%)	-1.2	0.2	3.7	4.7	5.4
EBITDA 마진 (%)	8.0	10.7	12.5	12.6	12.9
ROIC	-0.9	4.7	7.5	9.0	10.2
ROA	-0.8	0.2	3.1	4.3	4.9
ROE	-3.3	0.8	13.5	16.8	17.5
부채비율 (%)	99.6	112.1	97.2	88.9	82.9
순차입금/자기자본 (%)	115.1	126.6	109.6	77.6	48.2
영업이익/금융비용 (배)	2.2	3.0	4.9	6.3	7.2



손현정

스몰캡

02 3770 5595

hyunjeong.son@yuantakorea.com

PART 3. K-Aesthetic

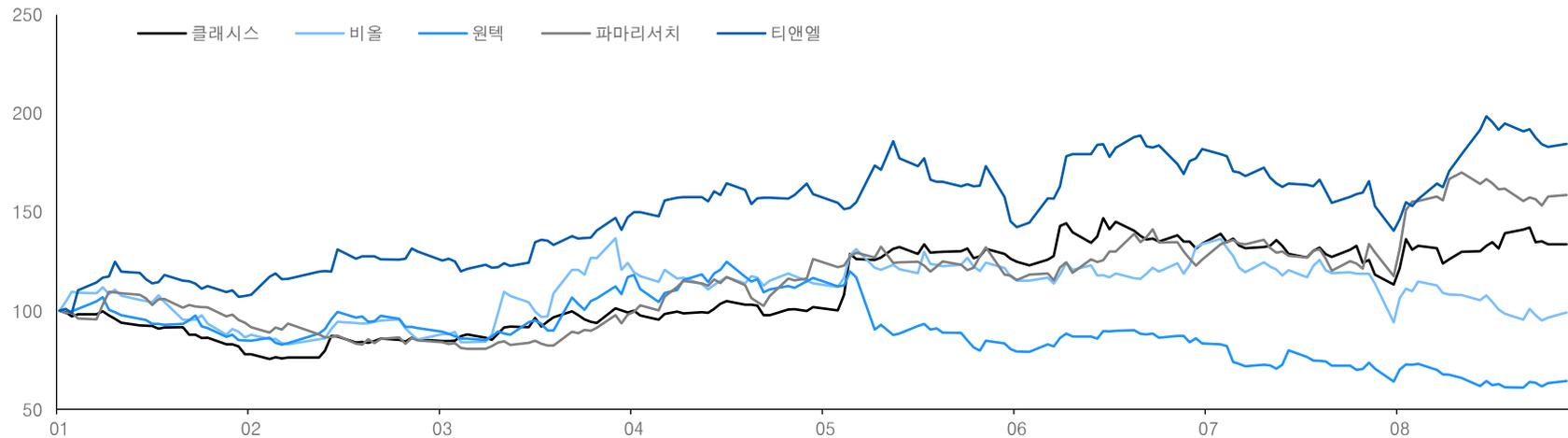
마르지 않는 안티에이징 욕구

I. K-Aesthetic 성장 ①연초 대비 평균 28% 상승률

- 2024년 미용기기 업체의 주가는 약 28% 상승하며, 코스닥(-13%)대비 아웃퍼폼
- 1Q24에는 비수기에 따른 실적 부진으로 주가 하락세 나타남
- 3월 ITC 소송 합의 이벤트가 부각되며, 전반적인 상승 분위기 전환
- 2Q24 실적 발표 이후에는 종목별 차별화 나타나기 시작
- 2H24 아웃퍼폼 하고 있는 종목: 티앤엘, 파마리서치, 클래스시스

[그림] 2024년 미용기기 업체 주가 추이

(24.01=100)

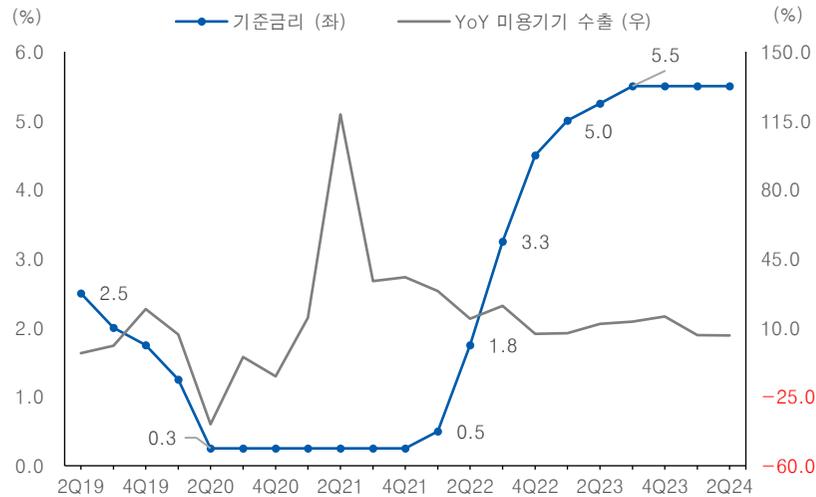


자료: Quantwise, 유안타증권 리서치센터

I-I. K-Aesthetic 성장배경 ①금리와 미용기기 수출의 상관관계

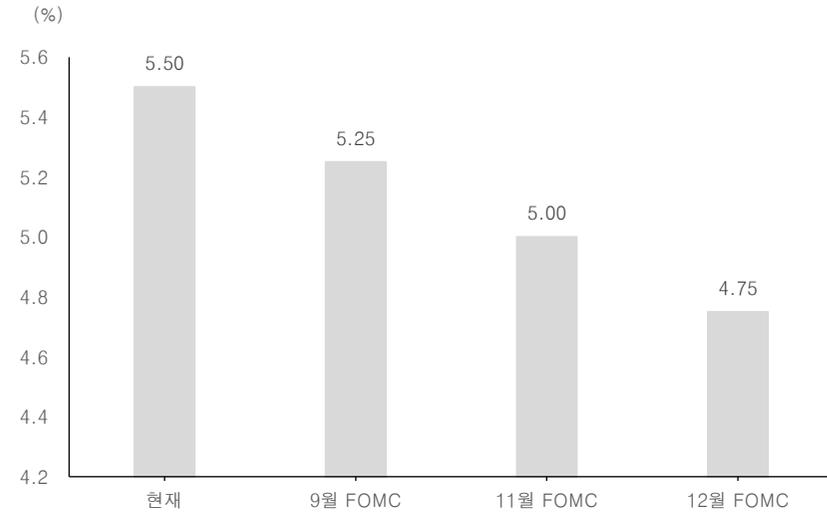
- 미용기기는 고가의 제품으로 금리 인상 시기 수요 감소세 나타남
- 과거 2Q20~2Q22 미국 기준금리 0.25% 시기, 국내기업들의 미국 수출 성장률이 YoY +115% 급증
- 반면, 4Q22 이후 자이언트 스텝에 따른 금리 인상으로 고금리 기조가 이어지며, 수출 성장세 둔화
- 2024년 9월 FOMC에서 기준금리 인하 가능성이 높은 바, 이후 미국향 미용기기 수출이 증가할 것으로 기대

[그림] 미국 기준금리와 미용기기 수출 음의 상관관계



자료: 미국연방은행, Trsss, 유안타증권 리서치센터

[그림] 2024년 미국 기준금리 전망



자료: fnguide, 유안타증권 리서치센터

I-I. K-Aesthetic 성장배경 ② SNS가 수출 성장세 견인

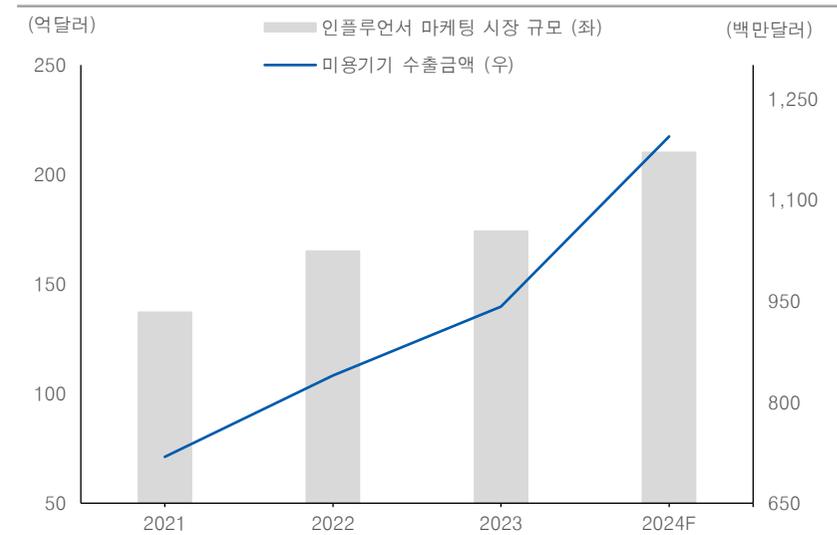
- 북미 시장에서 음식 다음으로 한국 뷰티 인지도가 높은 상황 (19년 42.6% → 23년 50.8%)
- 최근 MZ세대의 소비가 SNS 마케팅을 통해 확산되는 중
- SNS에서 영향력 있는 인플루언서를 보며, MZ세대의 모방소비가 확대되는 것으로 판단
- 2024년 전세계 인플루언서 마케팅 시장 규모는 210억 달러로, 미용기기 수출 성장세와 양의 상관관계를 보임

[그림] 한국 문화콘텐츠별 대중적 인지도(2019년 VS. 2023년)



자료: 한국국제문화교류진흥원, 유안타증권 리서치센터

[그림] 인플루언서 마케팅과 미용기기 수출 추이

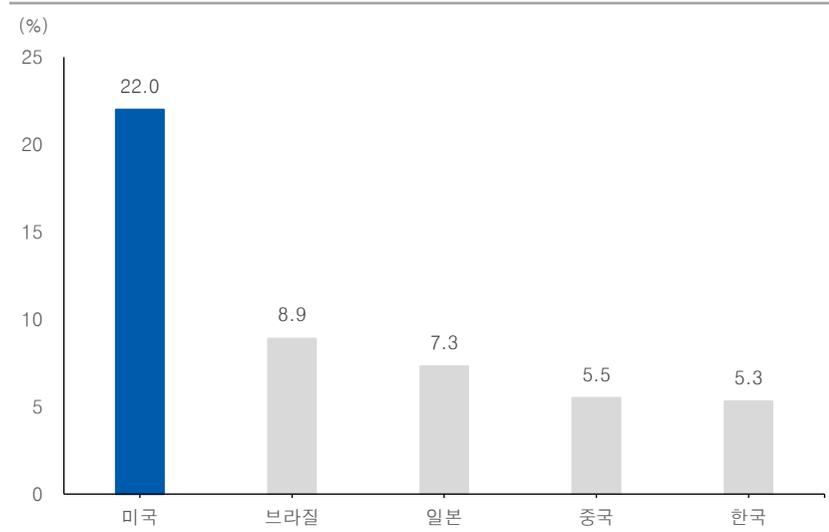


자료: Collabstra, 유안타증권 리서치센터

I-II. K-Aesthetic 성장전략 ①미국은 기회의 땅

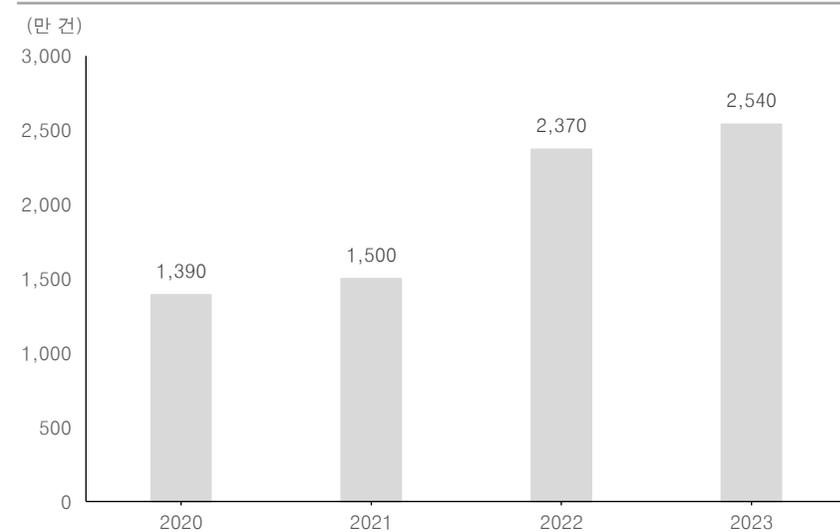
- 미국은 미용 수술 및 시술 시장에서 22%로 가장 높은 점유율을 차지하고 있음
- K-뷰티의 인기로, 국내 미용기기의 인지도 증가할 것으로 전망
- 미국 미용기기 시장에서 성형수술보다 최소침습 및 비침습 시술 횟수가 늘어나는 중 (20년 1,390만건 →23년 2,540만건)
- 최소침습 마이크로니들RF, 비침습RF 국내 미용기기 업체들의 적극적인 미국 수출이 필요하다는 판단

[그림] 국가별 미용 수술 및 시술 점유율



자료: ISAPS, 유안타증권 리서치센터

[그림] 미국 최소침습 및 비침습 시술 추이

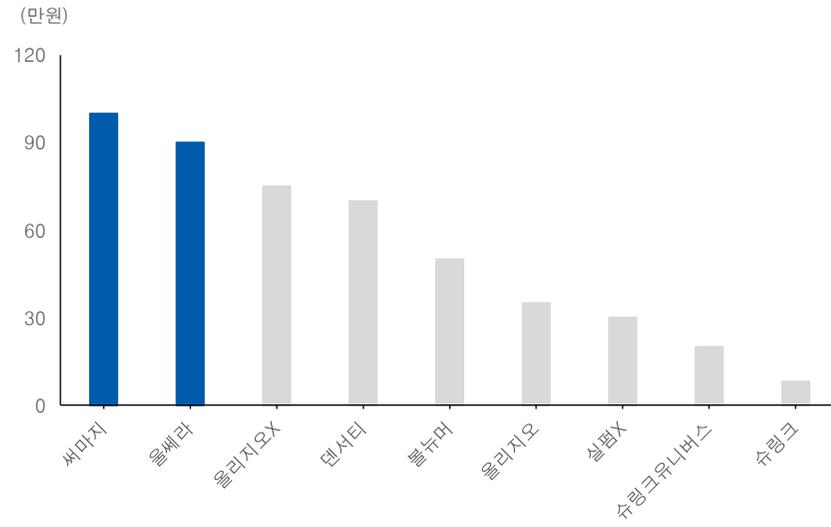


자료: ASPS, 유안타증권 리서치센터

I-II. K-Aesthetic 성장전략 ② 압도적인 가격 경쟁력

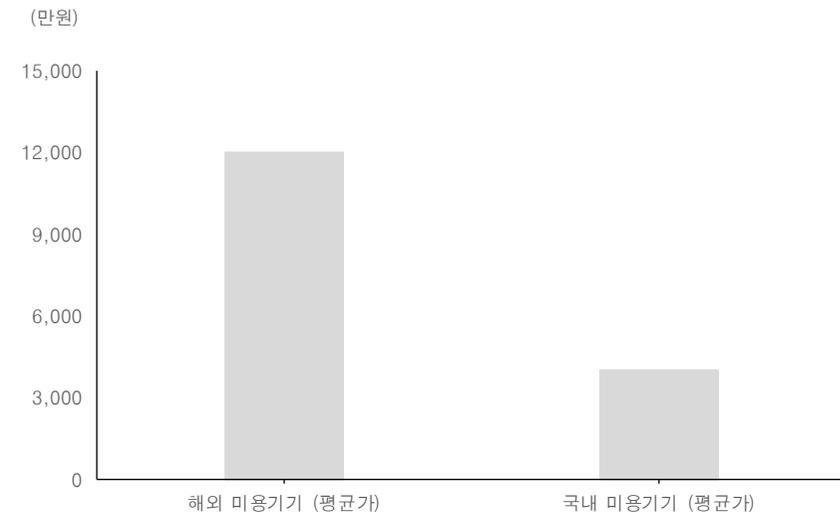
- 글로벌 시장에서 K-미용기기의 경쟁력은 가성비
- 미용기기 가격: 해외 평균 1억 2,000만원 vs. 국내 평균 4,000만원
- RF 미용 시술 가격: 해외 95만원~ (써마지) vs. 35만원~ (올리시오, 볼뉴머, 덴서티 등)
- HIFU 미용 시술 가격: 해외 90만원~ (올세라) vs. 8만원~ (슈링크, 슈링크유니버스 등)
- 국내 업체들의 기기 가격은 약 3배, 시술 가격은 최대 10배 저렴하여 수출 경쟁력 높다고 판단

[그림] 미용 시술 가격 비교



자료: 업계 자료, 유안타증권 리서치센터
 주: 300샷 기준

[그림] 국내외 미용 기기 가격 비교

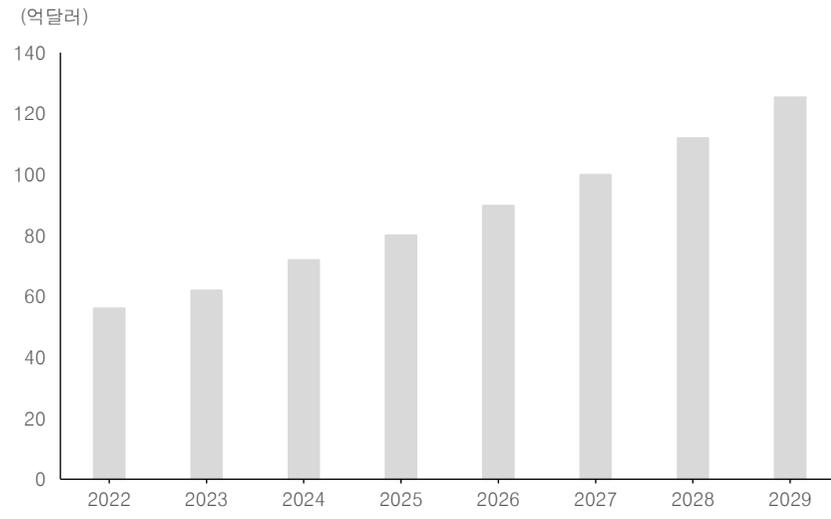


자료: ASPS, 유안타증권 리서치센터

II. K-Aesthetic 글로벌 트렌드 ① EBD는 리프팅의 강자

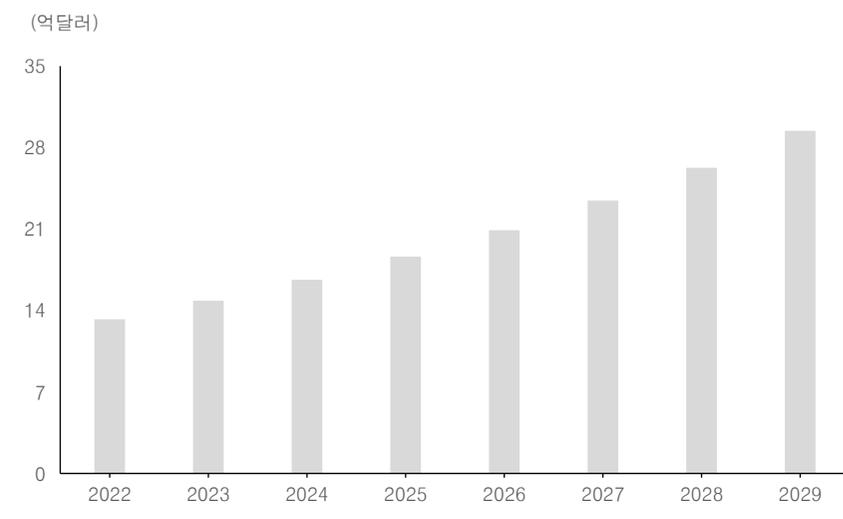
- 글로벌 EBD(Energy Based aesthetic Device) 시장은 2022~2029년 CAGR +12.2% 전망
- EBD 기기는 다양한 에너지원으로 피부조직 일부를 사멸시켜 피부의 생리활성과 세포기능을 촉진
- 주요 EBD는 초음파 HIFU, 비침습RF, 마이크로니들RF가 있으며, 주름 및 탄력 개선 목적의 리프팅 기기
- 1~2개월에 걸쳐 서서히 리프팅 효과가 극대화되며, 유지기간은 6개월~12개월
- 글로벌 RF 시장 규모는 2024년 약 15억달러에 달할 것으로 전망되며, 2022~2029년 CAGR은 +12.1%

[그림] 글로벌 EBD 시장 규모 추이 및 전망 (CAGR +12.2%)



자료: Modor Intelligence, 유안타증권 리서치센터

[그림] 글로벌 RF 미용기기 시장 규모 추이 및 전망 (CAGR +12.1%)

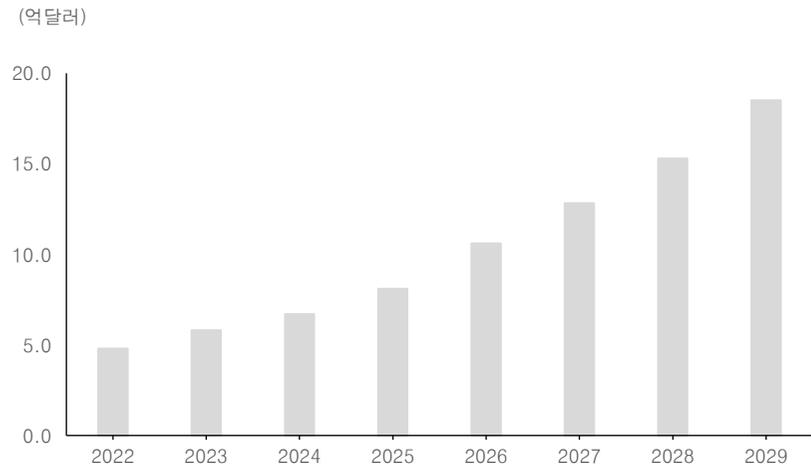


자료: Straits Research, 유안타증권 리서치센터

II. K-Aesthetic 글로벌 트렌드 ②미국이 주목한 마이크로니들RF

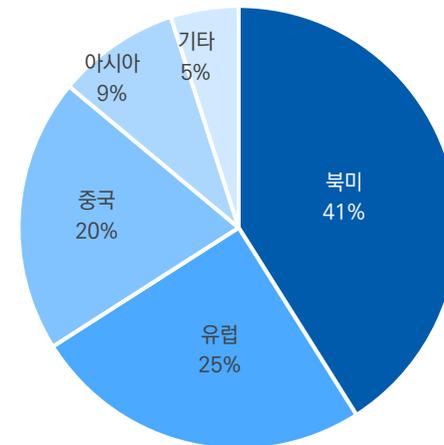
- 마이크로니들RF(RF Microneedling)는 라디오 주파수 기술과 마이크로 니들링을 결합하여 피부 침투를 촉진하는 미용 장비
- 마이크로니들RF 시장 규모는 EBD 기기 중 가장 성장세가 높으며, 2022~2029년 CAGR +21.3% 전망
- 특히 전세계 1위 미용 시장은 북미 지역으로, 점유율 41%. 국내 기업들의 북미향 수출액이 늘어나고 있는 상황
- ITC 소송도 마이크로니들RF 1등 시장의 선점 경쟁의 일환으로 판단

[그림] 마이크로니들 RF 시장 규모 추이 및 전망 (CAGR +21.3%)



자료: GII, 유안타증권 리서치센터

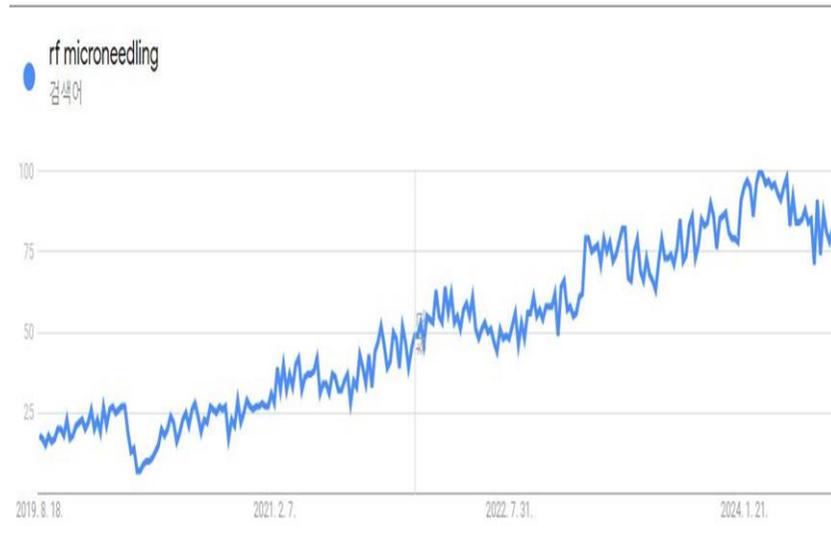
[그림] 마이크로니들RF 시장 지역별 M/S



자료: QYResearch, 유안타증권 리서치센터

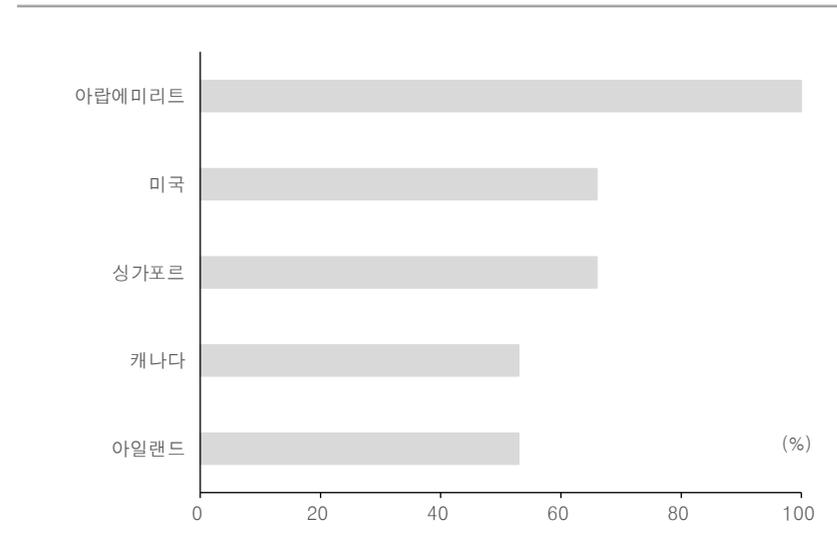
- 최근 글로벌 시장에서 마이크로니들링의 인기가 높아지고 있음
- 구글트렌드 조사에 따르면, RF 마이크로니들링 관심이 올해 초 최고치까지 상승한 바 있음
- 가장 관심도가 높았던 지역은 중동이며, 미국과 캐나다의 관심도 꾸준한 것으로 판단

[그림] 최근 5년간 마이크로니들 RF 관심도 변화



자료: 구글트렌드, 유안타증권 리서치센터

[그림] 지역별 마이크로니들RF 시술 관심도



자료: 구글트렌드, 유안타증권 리서치센터

II. K-Aesthetic 글로벌 트렌드 ③스킨부스터와 마이크로니들RF가 만나면?

- 최근 마이크로니들RF에 대한 관심이 높은 이유는 스킨부스터와 시너지 때문
- 스킨부스터는 화장품보다 피부 재생을 높여주는 성분으로 마이크로니들RF과 복합시술 시, 손실없이 흡수율을 높일 수 있는 장점이 있음
- 리쥬란, 엑소좀, 쥬베룩 등 스킨부스터는 마이크로니들RF 장비로 생성한 미세한 구멍에 흡수되며 피부 재생과 콜라겐 생산을 촉진하는 효과를 가져옴
- 기존 주사요법 대비 출혈, 멍, 손실율 등을 최소화하는 장점이 있음

[그림] 스킨부스터 + 마이크로니들RF 패키지 예시

내 피부에 맞는 스킨부스터+바늘 고주파 실뿔X 효과까지

- ✓ 실뿔X + [ASCE+ 엑소좀 5cc] + LDM
- ✓ 실뿔X + [리쥬란힐러 2cc with 더마샤인] + 크라이오
- ✓ 실뿔X + [리쥬란 HB 플러스 1cc] + 크라이오
- ✓ 실뿔X + [무통 물광쥬베룩 5cc] + 소노케어

다양한 피부 고민에는 무통 스킨부스터
멍/붓기/엠보/통증은 Down! 피부 볼륨감/콜라겐은 Up!

- 실뿔X**
#스킨부스터 흡수 극대화
- 리쥬란**
#근본적인 원인 해결
- 엑소좀**
#피부 재생 및 영양공급

자료: 업계 자료, 유안타증권 리서치센터

II. K-Aesthetic 글로벌 트렌드 ④ 한국이 선도하는 스킨부스터 시장

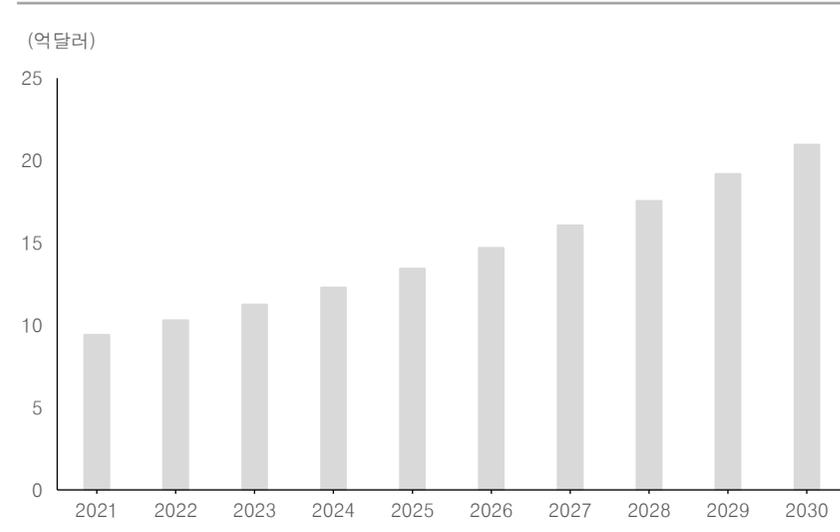
- 스킨부스터는 피부의 'Skin'과 촉진한다는 뜻의 'Booster'의 합성어로, 피부 개선을 도와주는 성분이 함유되어 있는 주사제나 화장품
- 피부재생을 촉진하는 다양한 유효성분을 피부에 도포하거나 주입하여 피부상태 개선을 촉진
- 1주일~한 달 이내로 효과가 나타나며, 유지기간은 1회 기준 1~2개월, 3회 기준 6개월 이상
- 주사제로는 리쥬란, 쥬베룩, 레티젠 등이 있으며, 국내 기업이 시장을 선도하고 있는 것으로 판단
- 글로벌 스킨부스터 시장 CAGR은 +9.3%로 2030년 21억달러까지 성장할 것으로 전망

[그림] 스킨부스터 종류

종류	구분	성분	업체
리쥬란 힐러	주사제	연어 DNA 유래 성분 (PN, 폴리뉴클레오타이드)	파마리서치
쥬베룩	주사제	고분자 히알루론산 (PDLLA + HA)	바임글로벌 (BimeGlobal)
레티젠	주사제	고순도 콜라겐	디메드
엑소좀	화장품	엑소좀 -세포 간 신호 전달 물질	엑소코바이오
샤넬주사 (필로가135)	화장품	히알루론산, 비타민, 아미노산, 향산화제 등 53가지 성분	필로가 (Filorga)

자료: 유안타증권 리서치센터

[그림] 글로벌 스킨부스터 시장 2021~2030 CAGR +9.3%

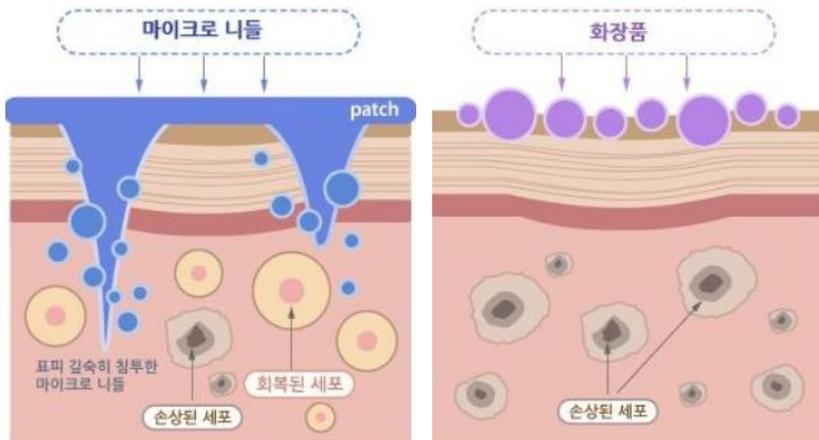


자료: Grand View Research, 유안타증권 리서치센터

II. K-Aesthetic 글로벌 트렌드 ⑤ 광채효과 ‘흡수율’

- 마이크로니들의 인기 요인은 흡수율에 있음
- 일반 화장품의 흡수율은 0.3%에 불과한 반면, 마이크로니들RF 장비를 활용하면 최대 80%까지 늘림
- 간편성, 가성비 우위 측면에서 붙이는 마이크로니들패치의 수요도 늘어나는 상황
- 마이크로니들 패치의 흡수율은 10~70%로, 화장품의 흡수율보다 월등히 높음

[그림] 마이크로니들 패치 vs 화장품 피부 투과 비교



자료: 업계 자료, 유안타증권 리서치센터

[그림] 마이크로니들의 높은 흡수율

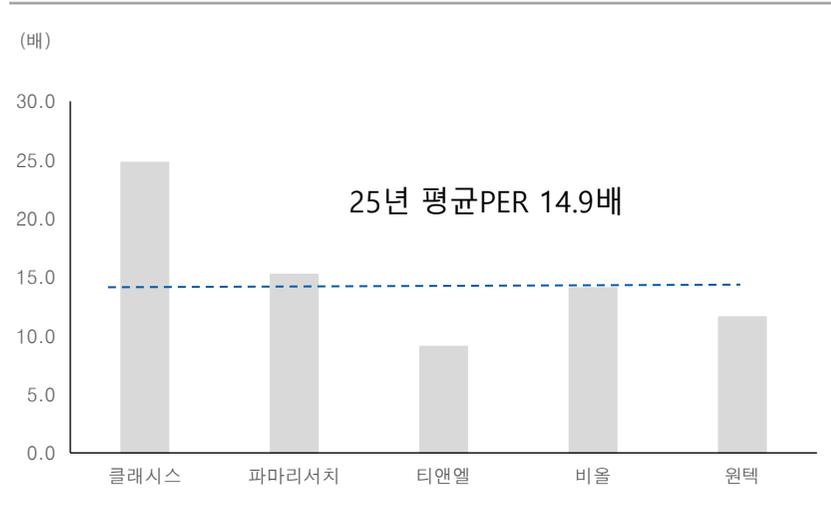
방법	흡수율
일반 화장품	~0.3%
마이크로니들 패치	10-70%
마이크로니들 RF	50-80%

자료: JDDonline, Microchimica Acta, 유안타증권 리서치센터

III. K-Aesthetic 지속 가능성 ①미용기기 Peer PER 비교

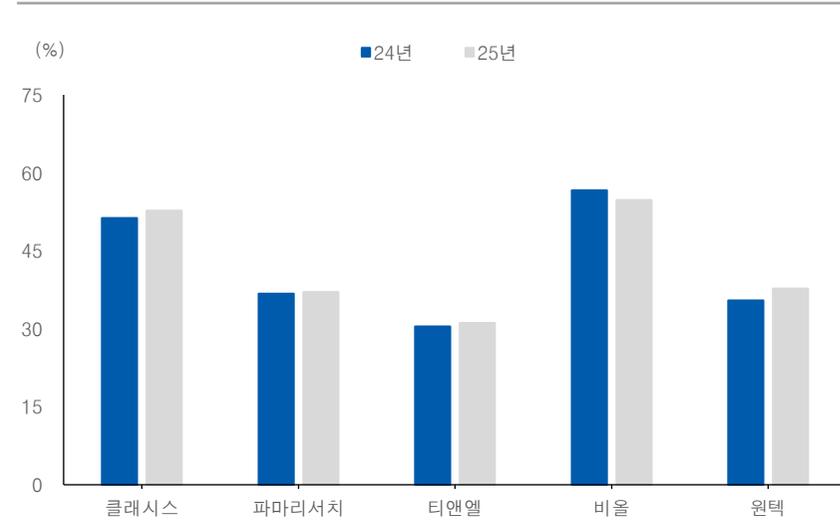
- 국내 미용기기 업체의 25년 평균 PER은 14.9배
- 클래시스는 HIFU 1등 기업으로서 프리미엄을 받으며 25배로 고평가
- 대부분 기업은 2025년 영업이익률은 2024년과 비슷한 흐름을 보일 것으로 판단

[그림] 미용기기 25년 PER 비교



자료: Quantwise, 유안타증권 리서치센터

[그림] 2024, 2025년 영업이익률 비교

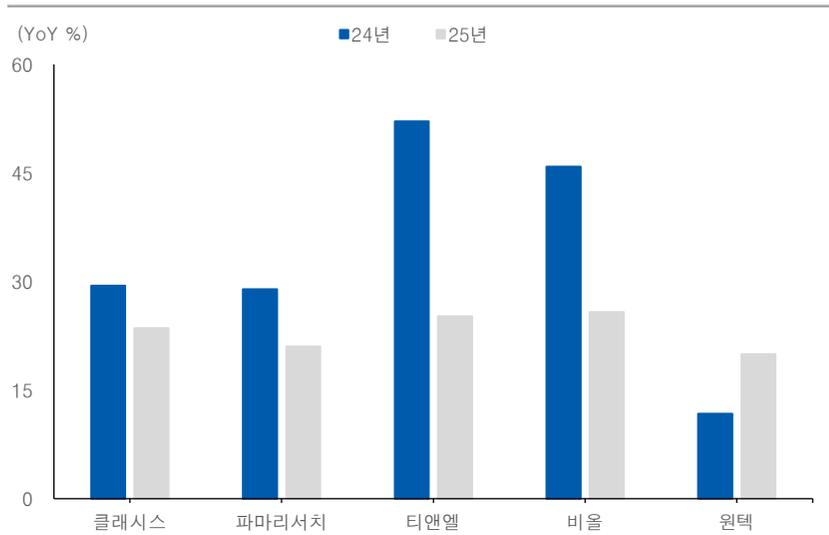


자료: Quantwise, 유안타증권 리서치센터

III. K-Aesthetic 지속 가능성 ② 성장률

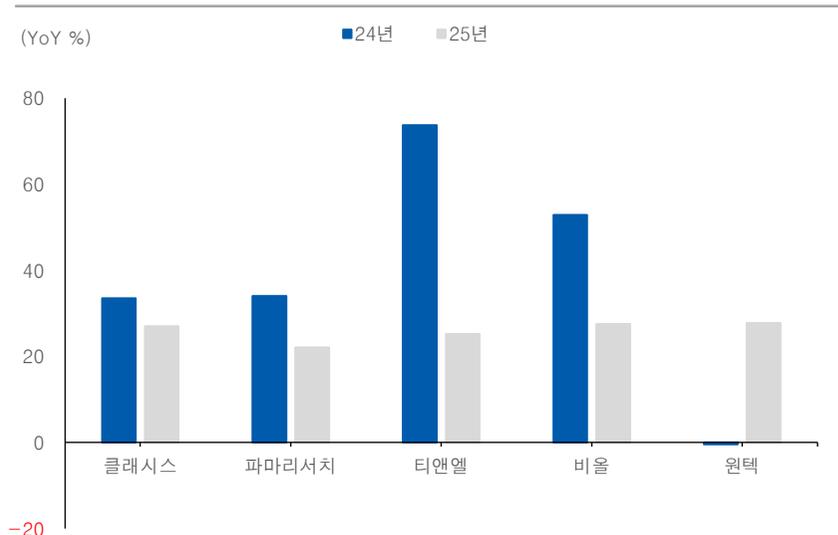
- 2024년 매출액 성장률이 가장 높은 기업은 티앤엘과 비올
- 24년 매출액 성장률 티앤엘 YoY +52.1%, 비올 YoY +45.9%
- 두 기업은 2025년 매출액 및 영업이익 성장이 지속됨에도 불구하고, Peer 평균 PER대비 현저한 저평가된 상황
- 25년 선행 PER 티앤엘 9.1배, 비올 14.1배

[그림] 2024, 2025년 매출액 성장률



자료: Quantwise, 유안타증권 리서치센터

[그림] 2024, 2025년 영업이익 성장률



자료: Quantwise, 유안타증권 리서치센터

[참고] EBD 기기 종류 & Peer 밸류에이션 테이블

종류	제조사	브랜드	목표 피부층
HIFU (고강도 집속 초음파)	멀츠	울세라	SMAS 층
	클래시스	슈링크, 슈링크유니버스	
	제이시스메디칼	리니어Z	
	하이로닉	더블로	
	비올	듀오타이트 (4Q24 출시 예정)	
	알마	악센트 프라임(툰페이스)	
비침습 RF (고주파)	솔타메디칼	써마지 (모노폴라)	진피층
	원텍	올리지오, 올리지오X (모노폴라)	
	클래시스	볼뉴머 (모노폴라)	
	제이시스메디칼	덴서티 (모노폴라&바이폴라)	
	비올	셀리뉴 (모노폴라)	
	알마	악센트 프라임 (툰페이스)	
	인모드	인모드FX, 포머 등 (바이폴라)	
마이크로니들 RF	칸델라 시네론	프로파운드	진피/피하지방 층
	비올	실핼X	
	제이시스메디칼	포텐자	
	루트로닉	지니어스	
	이루다	시크릿RF	
	인모드	인모드 모피우스8	

자료: 유안타증권 리서치센터

구분	연도	클래시스	파마리서치	티앤엘	비올	원텍
시가총액		32,192	18,354	5,714	4,966	5,334
매출액	2023	1,801	2,610	1,155	425	1,156
	2024F	2,331	3,366	1,757	620	1,292
	2025F	2,880	4,074	2,200	780	1,550
영업이익	2023	896	923	308	223	460
	2024F	1,196	1,237	535	341	458
	2025F	1,519	1,510	710	420	585
영업이익률 (%)	2023	49.8	35.4	26.7	52.5	39.8
	2024F	51.3	36.7	30.4	55.0	35.4
	2025F	52.7	37.1	32.3	53.8	37.7
당기순이익 (지배)	2023	742	766	274	216	388
	2024F	1,071	991	466	306	368
	2025F	1,300	1,206	630	353	460
PER	2023	32.9	14.6	14.6	23.0	21.2
	2024F	30.3	19.2	13.0	17.1	14.0
	2025F	24.8	15.2	9.1	14.1	11.6

자료: Quantwise, 유안타증권 리서치센터

참고: 시가총액 9월 2일 기준

스몰캡



손현정 스몰캡
hyunjeong.son@yuantakorea.com

투자 의견	BUY (M)
목표주가	100,000원 (M)
현재주가 (9/2)	70,300원
상승여력	42%

시가총액	5,714억원
총발행주식수	8,128,000주
60일 평균 거래대금	94억원
60일 평균 거래량	142,007주
52주 고/저	75,600원 / 37,650원
외인지분율	17.11%
배당수익률	1.38%
주요주주	최윤소 외 9인

주가수익률 (%)	1개월	3개월	12개월
절대	20.6	6.5	47.7
상대	22.2	16.3	76.6
절대 (달러환산)	23.5	10.2	45.5

티앤엘(340570): 독보적인 성장성 랠리

- 2024년 확산의 '상고하고'
 - 2Q24 C&D-HERO향 북미 리스탁킹 및 채널 확장과 유럽 매출 확대로 창사 이래 최대 실적 달성
 - 3Q24 수주잔고 473억원(YoY +91.0%)으로 역대 2번째 규모, 상고하자 피크아웃 우려 해소
 - 4Q24 유럽향 수주 추가 반영될 시, 실적 업사이드는 열려있다는 판단
- 든든한 지원군 C&D
 - C&D는 HERO 40개국 론칭 계획 밝히며, 슈퍼볼 광고를 진행하는 등 적극적인 매출 확장에 나서는 중
 - HERO는 틱톡 인플루언서, 알릭스 얼을 Mighty Patch의 첫 글로벌 앰배서더로 선정
 - 인플루언서 마케팅은 젊은 세대 사이에서 제품 인기를 끌어올리는 데 기여할 것으로 기대
- 신사업 확장 감안 시, 밸류에이션 매력 높음
 - 마이크로니들패치, 화장품, 홈뷰티 디바이스, 의료용 대마 등 신사업 매출 확대 지속
 - 25년 선행 PER 9.1배로 현저한 저평가 구간으로 판단

Forecasts and Valuation (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

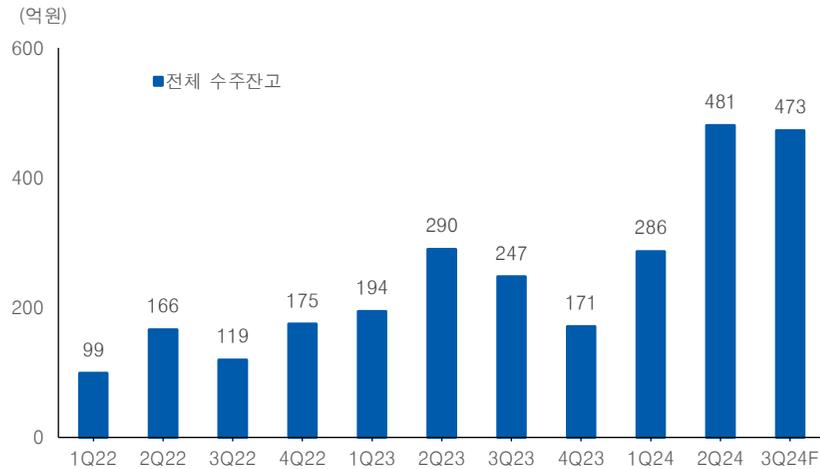
계산 (12월)	2021A	2022A	2023A	2024F
매출액	719	816	1,155	1,757
증가율	77.1	13.5	41.5	52.1
영업이익	223	243	308	535
영업이익률	31.0	29.8	26.7	30.4
지배주주귀속 순이익	196	211	274	466
지배주주 귀속 EPS	2,410	2,598	3,376	5,738
EPS증가율	60.2	7.8	29.9	70.0
PER	15.1	14.4	13.6	12.3
PBR	3.3	2.9	2.9	3.3
EV/EBITDA	10.4	10.3	9.7	8.7
ROA	22.0	19.6	21.2	28.1
ROE	24.2	21.5	23.3	31.0

자료: 유안타증권 리서치센터

티앤엘 투자포인트 ①확신의 '상고하고'

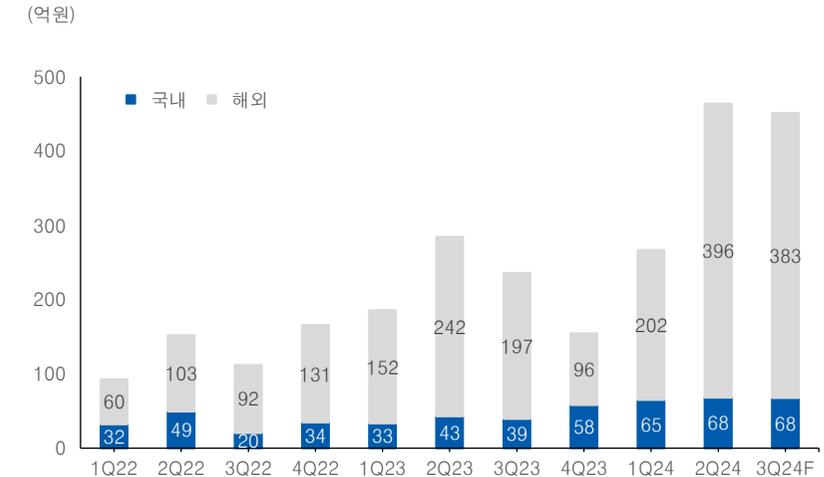
- 2Q24 매출액은 548억원(YoY +50.4%, QoQ +121.0%), 영업이익 207억원(YoY +65.1%, QoQ 187.2%, OPM 37.8%)
- 주력 고객사 C&D-HERO향 북미 리스탁킹 및 채널 확장과 유럽 매출 확대로 창사 이래 최대 실적 달성
- 3Q24 수주잔고 473억원(YoY +91.0%)으로 역대 2번째 규모, 상고하자 피크아웃 우려 해소
- 4Q24 유럽향 수주 추가 반영될 시, 실적 업사이드는 열려있다는 판단

[그림] 티앤엘 분기별 수주잔고 추이



자료: 티앤엘, 유안타증권 리서치센터

[그림] 티앤엘 창상피복재 국내 및 해외 수주잔고



자료: 티앤엘, 유안타증권 리서치센터

티앤엘 투자포인트 ② 든든한 지원군 C&D

- 주요 고객사 HERO는 2022년 대형 글로벌 소비재 회사 C&D에 인수되며 미국 오프라인 채널 확장과 유럽 시장 진출을 가속화
- C&D는 HERO Mighty Patch의 40개국 론칭 계획 밝히며, 슈퍼볼 광고를 진행하는 등 적극적인 매출 확장에 나서는 중
- 미국과 유럽의 트러블 패치 시장이 아직 초기 단계에 있어, 성장 여력은 충분하다는 판단
- HERO는 팔로워 650만 명을 보유한 틱톡 인플루언서, 알릭스 얼을 Mighty Patch의 첫 글로벌 앰배서더로 선정
- 인플루언서 마케팅은 젊은 세대 사이에서 제품 인기를 끌어올리는 데 기여할 것으로 기대

[그림] 슈퍼볼 광고 및 틱톡 인플루언서 홍보 사례



자료: Hero Cosmetics, 유안타증권 리서치센터

[그림] C&D 컨퍼런스콜 내용

Church & Dwight Co., Inc. (CHD) Q4 2023 Earnings Call Transcript

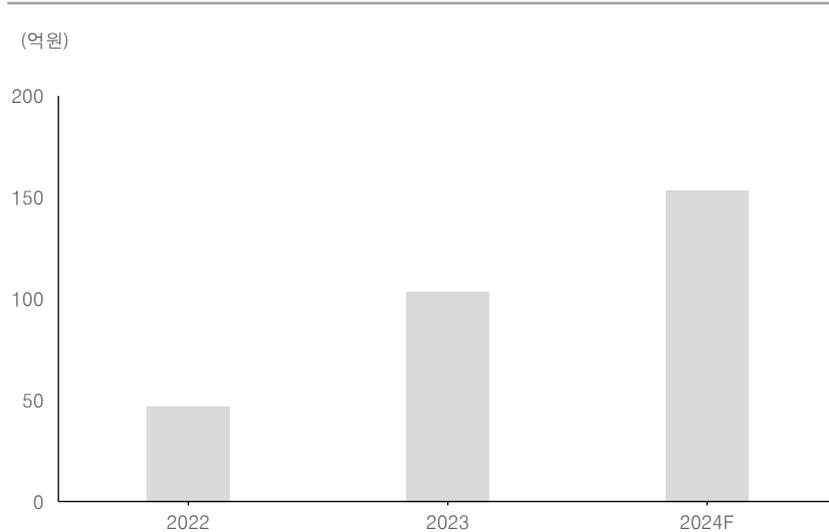
So I think a lot of faith in the international number. And just international and US are going to benefit from our two most recent acquisitions, which is THERABREATH and HERO. And we're going to be launching HERO in 40 countries in 2024. And we just got so much runway there. So I got total confidence in our ability to grow the top line 4%. Yeah. I guess you can't rest on your laurels since you did 4% for the last 10 years. But given where I stand today and the innovation that we have, I think it's in the bag.

자료: C&D, 유안타증권 리서치센터

티앤엘 투자포인트 ③ 마이크로니들 패치 성장 시작

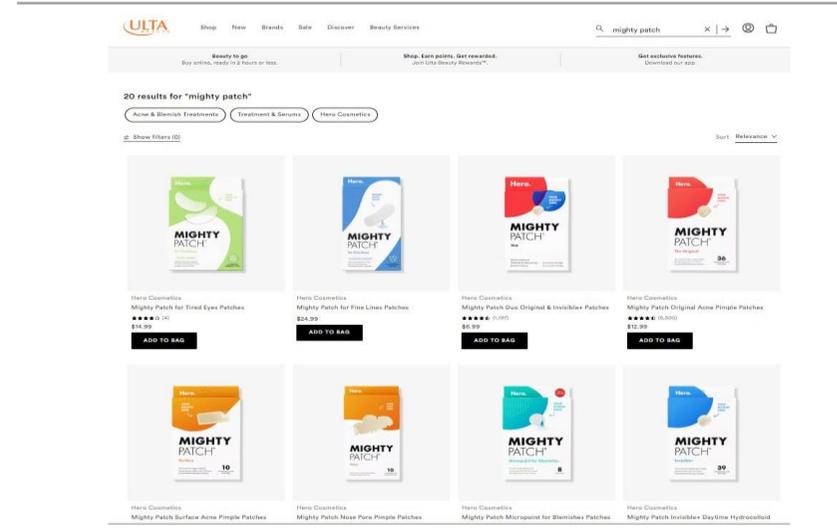
- HERO와의 파트너십을 통해 마이크로니들 패치 라인업을 확대 중
- 마이크로니들 기술을 적용한 트러블 패치, 미백, 주름 개선, 제품 다각화
- 마이크로니들 패치의 매출액은 2022년 46억원→2023년 103억원으로 2배 이상 증가, 2024년 153억원에 달할 전망
- 수익성이 가장 높은 부문으로 외형 성장 시 이익 개선이 가속화될 것으로 기대
- 주요 글로벌 화장품 회사 등 신규 고객사 확보에서 나서는 중

[그림] 마이크로니들 패치 매출액 추이 및 전망



자료: 티앤엘, 유안타증권 리서치센터

[그림] 울타뷰티에서 검색한 Mighty Patch 8종



자료: ULTA, 유안타증권 리서치센터

티앤엘 투자포인트 ④ 의료용 대마 패치, 내년 출시

- 슬로베니아 법인 100억원 규모 투자로, 내년부터 공장 가동할 예정
- 대마 추출물 화장품 제조기업 파마헴프 디오오와 협력을 통해 의료용대마(CBD) 패치, 연고 등 생산할 전망
- CBD는 대마 성분 의약품으로, 희귀·난치성 질환 등에 사용되는 약물
- 향후 마이크로니들 의약품 패치로 개발을 가속화할 것으로 기대

[그림] 마이크로니들 패치 의약품 상용화 계획

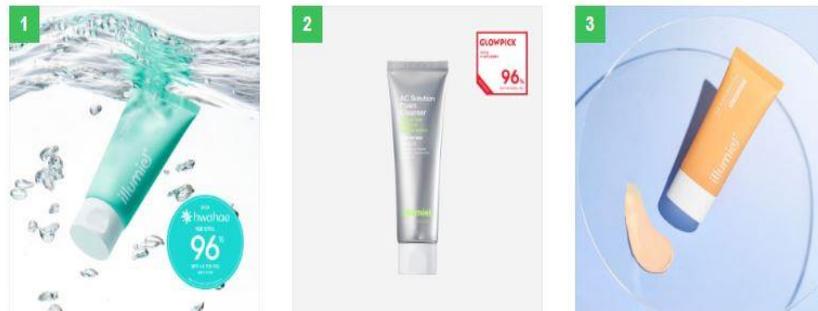
Type	2022	2023	2024(E)	2025(E)	2026(E)	2027(E)
화장품	출시					
기능성 화장품 / 의료기기	R&D	비임상 시험	인허가	출시		
의약품				R&D	비임상 시험	임상 인허가 출시

자료: 티앤엘, 유안타증권 리서치센터

티앤엘 투자포인트 ⑤ 화장품과 홈뷰티는 덤

- 1) 지난 2024년 4월 스킨케어 브랜드 ‘일루미엘’ 런칭
- 일루미엘 화장품은 면세점, 백화점 등에 입점된 상태로, 향후 올리브영 입점도 기대
- 2) Stretchable Electronic Device인 COMLAX LED Patch를 세계최초로 제품 상용화 및 출시 예정, 4Q24 중국 런칭 계획 중
- 일반 LED 마스크대비 매우 유연하여 굴곡이 있는 얼굴 및 신체부위에도 밀착시킬 수 있어 저전력으로도 피하층까지 광전달 효율이 높음
- 얼굴 사용시 코스메틱 밴드만 변경해서 보습(주름제거), 미백 등 자유로운 관리 가능

[그림] 티앤엘 화장품 브랜드 일루미엘



자료: 티앤엘, 유안타증권 리서치센터

[그림] 티앤엘헬스케어 홈뷰티 디바이스



자료: 티앤엘, 유안타증권 리서치센터

티앤엘 (340570) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 억원)

결산 (12월)	2020A	2021A	2022A	2023A	2024F
매출액	406	719	816	1,155	1,757
매출원가	248	414	474	703	946
매출총이익	158	305	342	452	811
판매비	62	82	99	143	276
영업이익	96	223	243	308	535
EBITDA	108	240	264	336	562
영업외손익	19	11	13	22	26
외환관련손익	-3	6	1	4	0
이자손익	0	3	6	12	20
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타	21	2	5	6	6
법인세비용차감전순이익	115	234	256	331	561
법인세비용	14	38	44	56	95
계속사업순이익	100	196	211	274	466
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	100	196	211	274	466
지배자분순이익	100	196	211	274	466
포괄순이익	101	198	211	271	463
지배자분포괄이익	101	198	211	271	463

주영업이익의 손익 기준은 기존 K-GAAP과 동일함. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표 (단위: 억원)

결산 (12월)	2020A	2021A	2022A	2023A	2024F
영업활동 현금흐름	93	190	154	326	404
당기순이익	100	196	211	274	466
감가상각비	12	17	21	28	26
외환손익	2	-1	5	1	0
종속, 관계기업관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	-27	-54	-78	8	-96
기타현금흐름	6	33	-5	14	8
투자활동 현금흐름	-247	-153	-60	-301	-145
투자자산	-14	4	4	10	-1
유형자산 증가 (CAPEX)	-30	-156	-160	-135	0
유형자산 감소	1	1	0	2	0
기타현금흐름	-204	-1	96	-179	-144
재무활동 현금흐름	253	-18	-51	-73	-82
단기차입금	0	0	0	0	0
사채 및 장기차입금	-32	1	0	1	0
자본	299	0	0	0	0
현금배당	-13	-16	-33	-36	-44
기타현금흐름	-2	-3	-18	-37	-37
연결범위변동 등 기타	-2	1	-3	0	92
현금의 증감	97	20	40	-48	269
기초 현금	49	146	166	206	158
기말 현금	146	166	206	158	427
NOPLAT	96	223	243	308	535
FCF	64	34	-6	191	404

자료: 유안타증권 주-1, EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임 2, PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임 3, ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표 (단위: 억원)

결산 (12월)	2020A	2021A	2022A	2023A	2024F
유동자산	476	524	588	720	1,228
현금및현금성자산	146	166	206	193	427
매출채권 및 기타채권	74	83	142	111	167
재고자산	52	70	106	129	196
비유동자산	319	459	582	701	675
유형자산	286	427	564	627	601
관계기업등 지분관련자산	0	0	0	0	0
기타투자자산	19	15	1	1	2
자산총계	795	983	1,170	1,421	1,903
유동부채	63	70	97	113	171
매입채무 및 기타채무	45	21	67	72	110
단기차입금	0	0	0	0	0
유동성장기부채	1	1	1	1	1
비유동부채	12	12	12	13	18
장기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
부채총계	75	82	109	126	189
자배지분	720	901	1,061	1,296	1,714
자본금	24	45	45	45	45
자본잉여금	300	280	280	280	280
이익잉여금	394	573	753	987	1,409
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	720	901	1,061	1,296	1,714
순차입금	-344	-364	-324	-469	-850
총차입금	2	3	3	4	4

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)

결산 (12월)	2020A	2021A	2022A	2023A	2024F
EPS	1,504	2,410	2,598	3,376	5,738
BPS	8,852	11,084	13,141	16,050	21,237
EBITDAPS	1,623	2,955	3,249	4,138	6,909
SPS	6,088	8,845	10,037	14,205	21,617
DPS	200	400	450	550	550
PER	15.2	15.1	14.4	13.6	12.3
PBR	2.6	3.3	2.9	2.9	3.3
EV/EBITDA	14.0	10.4	10.3	9.7	8.7
PSR	3.8	4.1	3.7	3.2	3.3

재무비율 (단위: 배, %)

결산 (12월)	2020A	2021A	2022A	2023A	2024F
매출액 증가율 (%)	24.4	76.9	13.5	41.5	52.2
영업이익 증가율 (%)	24.2	132.8	8.9	26.9	73.6
지배순이익 증가율 (%)	37.8	95.0	7.8	29.9	70.0
매출총이익률 (%)	38.9	42.4	41.9	39.1	46.2
영업이익률 (%)	23.6	31.1	29.8	26.7	30.5
지배순이익률 (%)	24.7	27.2	25.9	23.8	26.5
EBITDA 마진 (%)	26.7	33.4	32.4	29.1	32.0
ROIC	24.1	41.5	31.4	33.3	54.9
ROA	16.4	22.0	19.6	21.2	28.1
ROE	19.1	24.2	21.5	23.3	31.0
부채비율 (%)	10.4	9.1	10.3	9.7	11.0
순차입금/자기자본 (%)	-47.9	-40.4	-30.5	-36.2	-49.6
영업이익/금융비용 (배)	338.4	5,725.0	725.7	3,528.5	5,479.6

스몰캡



손현정 스몰캡
hyunjeong.son@yuantakorea.com

투자 의견	BUY (M)
목표주가	13,000 원 (M)
현재주가 (9/2)	8,500원
상승여력	53%

시가총액	4,966억원
총발행주식수	58,419,125주
60일 평균 거래대금	184억원
60일 평균 거래량	1,783,721주
52주 고/저	11,730원 / 6,180원
외인지분율	2.12%
배당수익률	0.21%
주요주주	디엠에스 외 4 인

주가수익률 (%)	1개월	3개월	12개월
절대	(12.8)	(20.3)	13.0
상대	(11.7)	(13.0)	35.2
절대 (달러환산)	(10.7)	(17.6)	11.4

비올(335890): 하반기 더 기대되는 이유

- 중국 허가로 압도적 경쟁력 입증
 - 지난 2024년 3월 마이크로니들RF 중국 허가 획득하며 경쟁력 강화
 - 기존 '스칼렛'와 '실팸X' 2개 모델의 출하 속도 빠르게 증가, 올해 중국향 매출액은 약 45억원 전망
- 하반기 실팸X 기기 매출 성장세
 - 하반기는 통상적으로 북미 지역에 장비 판매가 집중되는 계절적 성수기에 해당
 - 북미 시장의 견조한 성장과 더불어 중국, 태국 등 아시아 지역, 브라질의 고른 성장이 유지될 것으로 예상

Forecasts and Valuation (K-IFRS 개별)

(억원, 원, %, 배)

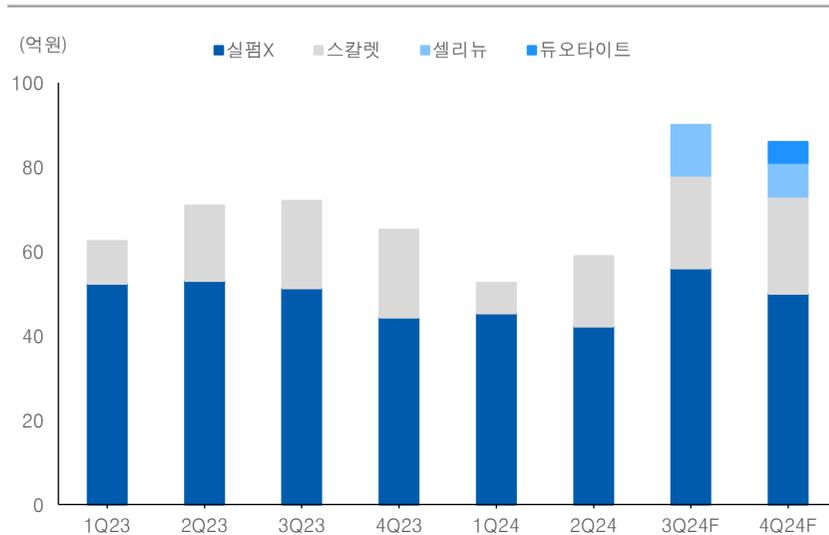
결산 (12월)	2021A	2022A	2023A	2024F
매출액	184	311	425	573
증가율	50.8	69.0	36.7	34.8
영업이익	57	129	223	326
영업이익률	31.0	41.5	52.5	56.9
지배주주귀속 순이익	44	115	216	280
지배주주 귀속 EPS	80	198	370	480
EPS증가율	-305.1	147.5	86.9	29.7
PER	28.3	11.5	17.3	17.7
PBR	4.9	3.4	6.4	5.8
EV/EBITDA	16.8	7.3	13.8	12.7
ROA	16.6	30.8	39.8	35.7
ROE	19.2	35.1	44.9	39.7

자료: 유안타증권 리서치센터

비올 투자포인트 ① 하반기 본격적인 기기 성장

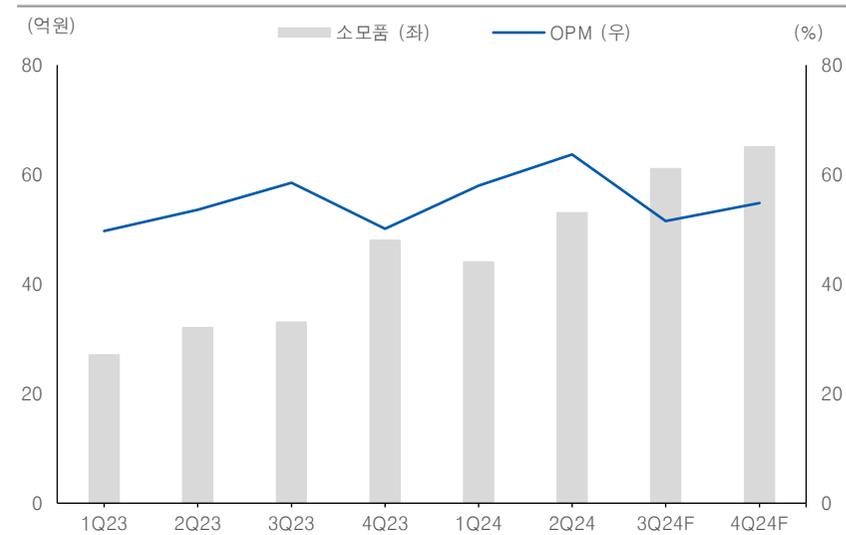
- 2Q24 매출액 152억원 (YoY +43.5%, QoQ +35.5%), 영업이익 97억원 (YoY +70.4%, QoQ +48.7%, OPM 63.7%)
- 이루다로부터 약 36.6억원의 특허 분쟁 관련 합의금을 수령
- 2분기 기술이전 합의금을 제외하더라도 의료기기(장비 + 소모품) 사업부문 매출액은 112억원으로 전년 동기, 전분기대비 모두 성장세를 기록
- 예상보다 부진했던 장비 매출은 하반기부터 미국향 주문 확대로 개선될 것으로 전망
- 하반기는 통상적으로 북미 지역에 장비 판매가 집중되는 계절적 성수기에 해당
- 북미 시장의 견조한 성장과 더불어 중국, 태국 등 아시아 지역, 브라질의 고른 성장이 유지될 것으로 예상

[그림] 분기별 장비 매출 추이 및 전망



자료: 비올, 유안타증권 리서치센터

[그림] 분기별 소모품 매출 추이 및 전망



자료: 비올, 유안타증권 리서치센터

비올 투자포인트 ② 마이크로니들RF 강자 인증

- 올해 3월 말 중국 국가약품감독관리국 (NMPA)으로부터 승인 받은 신제품 ‘실펌X’의 매출이 6월부터 본격적으로 발생하기 시작
- 기존 ‘스칼렛’ 제품 뿐만 아니라 ‘실펌X’ 2개 모델의 출하 속도는 빠르게 증가하고 있으며, 올해 중국향 매출액은 약 45억원 전망
- 승인 이후 현지 에이전시와 로컬 업체에 대한 사용 교육 및 마케팅 등 로딩 타임으로 인해 6월부터 매출이 인식된 것으로 판단
- 연기된 마이크로니들RF 특허 관련 ITC 예비판정은 2024년 9월 9일 발표 예정으로, 합의 성공 시 시장 경쟁력 강화할 것으로 기대

[그림] 실펌X, 중국시장서 EBD 최초 허가

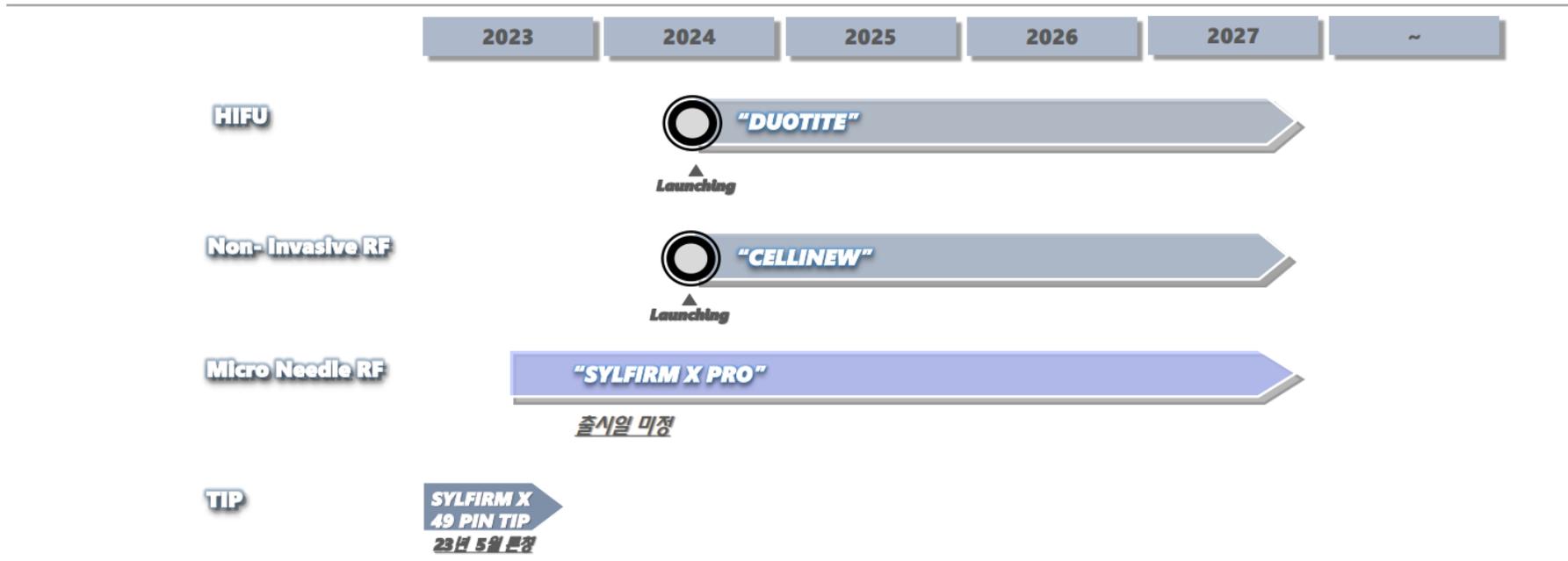
항목	비올	루트로닉	클래시스	원텍	이루다	제이시스템디칼
제품명	실펌 X (Sylfirm X)	스펙트라 할라이드2 인피니 클라리티 에코투	슈링크(Ultrformer) 볼뉴머(Volufomer)	올리지오(Oligio)	시크릿RF (SecretRF)	덴서티(Density) 포텐자(Potenza)
진행 상황	2024.03 판매 허가	판매허가	2026년 허가 목표	진행 중	진행 중	진행 중

자료: 각사, 유안타증권 리서치센터

비올 투자포인트 ③ 신제품으로 포트폴리오 확대

- 비침습 고주파장비 셀리뉴는 지난 2024년 6월 초 공식 런칭
- 6월 신규 출시 후 매출 인식 시작, 키닥터 모집 등 마케팅 활동을 이어나갈 예정
- 신제품 출시 효과로 인해 소모품 팁 매출 상승, 제품 출하 강도를 고려하면 하반기 소모품 매출은 더욱 확대될 전망
- HIFU 기반 듀오타이트는 연내 출시가 기대됨에 따라 신제품 장비 효과는 25년도부터 본격화될 것으로 예상
- 듀오타이트는 EBD 기술 수요가 높은 일본에서 런칭 행사를 개최, 해외 진출을 가속할 예정

[그림] 신제품 출시 타임라인



자료: 비올, 유안타증권 리서치센터

비율 (335890) 추정재무제표 (K-IFRS 개별)

손익계산서 (단위: 억원)

결산 (12월)	2020A	2021A	2022A	2023A	2024F
매출액	122	184	311	425	573
매출원가	36	61	83	95	127
매출총이익	86	123	228	331	446
판매비	49	66	99	108	120
영업이익	37	57	129	223	326
EBITDA	42	63	139	234	332
영업외손익	-58	-8	9	38	25
외환관련손익	-4	5	6	2	-5
이자손익	0	1	3	10	16
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타	-55	-13	0	26	14
법인세비용차감전순이익	-21	49	138	261	350
법인세비용	0	5	23	45	70
계속사업순이익	-21	44	115	216	280
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	-21	44	115	216	280
지배자분순이익	-21	44	115	216	280
포괄순이익	-21	44	115	216	280
지배자분포괄이익	-21	44	115	216	280

주영업이익인출 기준은 기존 K-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표 (단위: 억원)

결산 (12월)	2020A	2021A	2022A	2023A	2024F
영업활동 현금흐름	-1	82	112	201	236
당기순이익	-21	44	115	216	280
감가상각비	4	6	9	11	6
외환손익	3	-4	-5	-1	5
중속, 관계기업관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	-38	20	-26	-15	-34
기타현금흐름	50	15	19	-9	-21
투자활동 현금흐름	-54	-31	-86	-34	-93
투자자산	0	0	0	24	-2
유형자산 증가 (CAPEX)	-14	-18	-5	-15	0
유형자산 감소	0	0	0	0	0
기타현금흐름	-39	-13	-81	-42	-91
재무활동 현금흐름	-5	-4	10	-41	-14
단기차입금	-5	-4	5	-4	1
사채 및 장기차입금	21	-19	-1	0	0
자본	122	24	10	2	0
현금배당	0	0	0	-6	-10
기타현금흐름	-144	-6	-4	-34	-5
연결법외변동 등 기타	13	2	5	0	48
현금의 증감	-47	49	41	126	178
기초 현금	56	10	62	103	228
기말 현금	10	59	103	228	406
NOPLAT	37	57	129	223	326
FCF	-16	64	107	185	236

자료: 유안타증권 주1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임2. PER등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준일로 함

재무상태표 (단위: 억원)

결산 (12월)	2020A	2021A	2022A	2023A	2024F
유동자산	201	261	413	599	897
현금및현금성자산	10	59	103	235	406
매출채권 및 기타채권	40	28	42	48	64
재고자산	22	29	43	50	67
비유동자산	35	38	33	39	34
유형자산	16	21	21	24	18
관계기업등 지분관련자산	6	3	0	0	0
기타투자자산	0	3	4	5	6
자산총계	236	299	445	639	931
유동부채	19	30	54	65	88
매입채무 및 기타채무	7	19	21	20	27
단기차입금	7	0	4	0	0
유동성장기부채	2	0	0	0	0
비유동부채	20	3	2	2	2
장기차입금	0	0	0	0	0
사채	18	0	0	0	0
부채총계	39	34	56	68	90
자배지분	197	265	389	571	841
자본금	55	57	58	58	58
자본잉여금	78	99	108	110	110
이익잉여금	69	114	228	438	708
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	197	265	389	571	841
순차입금	-109	-192	-312	-488	-748
총차입금	29	6	10	7	8

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %) (단위: 원, 배, %)

결산 (12월)	2020A	2021A	2022A	2023A	2024F
EPS	-39	80	198	370	480
BPS	360	463	670	991	1,457
EBITDAPS	77	114	240	401	569
SPS	222	330	538	729	981
DPS	0	0	10	18	18
PER	-56.4	28.3	11.5	17.3	17.7
PBR	6.1	4.9	3.4	6.4	5.8
EV/EBITDA	2.9	16.8	7.3	13.8	12.7
PSR	9.9	6.8	4.2	8.8	8.7

재무비율 (단위: 배, %) (단위: 배, %)

결산 (12월)	2020A	2021A	2022A	2023A	2024F
매출액 증가율 (%)	16.4	51.2	69.3	36.7	34.8
영업이익 증가율 (%)	-8.8	53.2	127.0	72.8	45.9
지배순이익 증가율 (%)	적전	0.0	158.5	87.9	30.0
매출총이익률 (%)	70.6	66.9	73.3	77.8	77.8
영업이익률 (%)	30.5	31.0	41.5	52.5	56.8
지배순이익률 (%)	-17.6	24.2	36.9	50.7	48.9
EBITDA 마진 (%)	34.5	34.5	44.6	55.1	58.0
ROIC	70.3	79.7	172.5	270.4	352.5
ROA	-11.9	16.6	30.8	39.8	35.7
ROE	-14.6	19.2	35.1	44.9	39.7
부채비율 (%)	19.7	12.6	14.4	11.8	10.7
순차입금/자기자본 (%)	-55.3	-72.4	-80.2	-85.4	-89.0
영업이익/금융비용 (배)	136.5	153.0	584.1	182.0	304.0



손현정

스몰캡

02 3770 5595

hyunjeong.son@yuantakorea.com

PART 4. K-Food

하반기 긍정 변수들에 거는 기대

Intro. K-Food : P, Q, C로 보는 음식료 과거와 현재

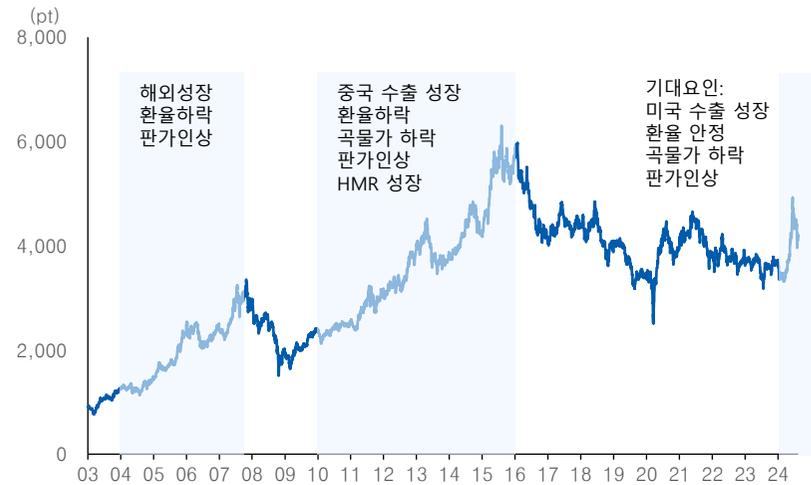
- 음식료 업종은 20년 간 2차례 상승 사이클이 전개되었음 (1차: 2004~2007, 2차: 2010~2016)
- 두 상승 사이클의 공통 요인은 P의 상승(판가인상), Q의 증가(해외성장), C의 감소(곡물가 또는 환율 하락)
- 2024년에는 P(판가 인상), Q(미국 수출성장), C(곡물가 하락과 환율 안정)의 개선으로 '3차 상승 사이클'을 기대

[그림] 음식료 업종 지수



자료: Quantwise, 유안타증권 리서치센터

[그림] 음식료 업종 및 코스피 밸류에이션 비교



자료: Quantwise, 유안타증권 리서치센터

I. K-Food Q의 변수는 해외 ①가공식품 수출과 소비자 심리

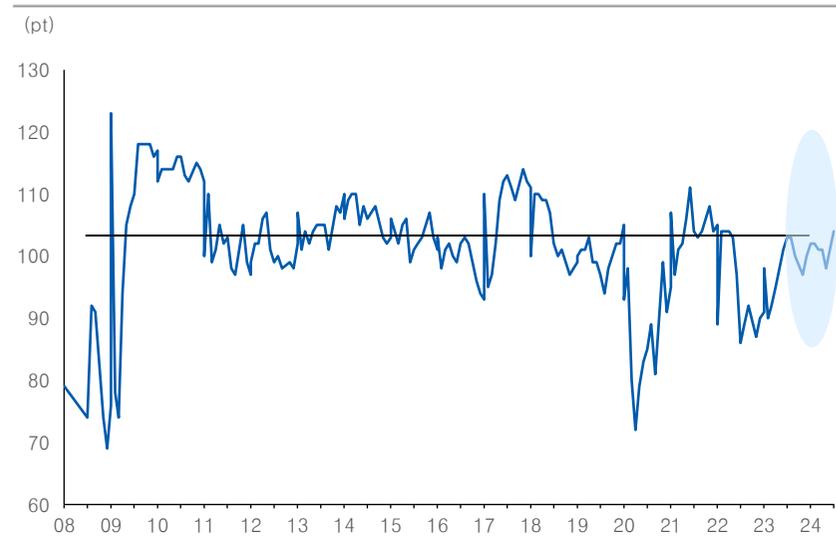
- 과거 Q의 강력한 증가를 보여줬던 시기는 2013~2014년
- 2013년 중국향 가공식품 수출이 급증하며 음식료 업종의 주가 상승을 견인
- 2016년 사드 제재 이후, 수출 성장세가 둔화되며 음식료 업종 지수 하락
- 2024년 미국향 가공식품 수출 성장세가 나타나면서, Q의 증가 요인에 충족하고 있다고 판단
- 국내 소비자 심리지수는 식료품 출하에 선행하는 지표로, 내수 시장 Q의 변수
- 2H24부터 소비자 심리지수가 소폭 상승하며, 국내 식료품 출하량이 개선될 가능성 높음

[그림] 가공식품 수출 증가율 및 음식료 밸류에이션



자료: 관세청, 유안타증권 리서치센터

[그림] 식료품 출하에 선행하는 소비자 심리지수

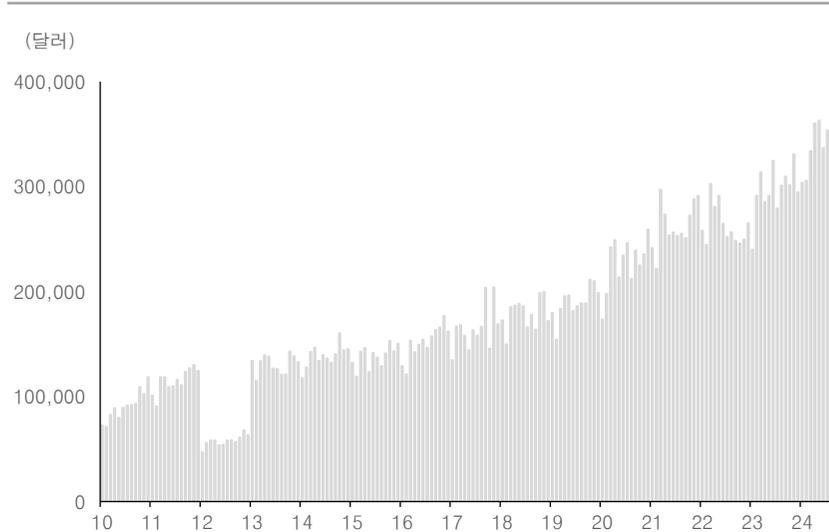


자료: 통계청, 유안타증권 리서치센터

I. K-Food Q의 변수는 해외 ②수출 성장의 KEY는 미국

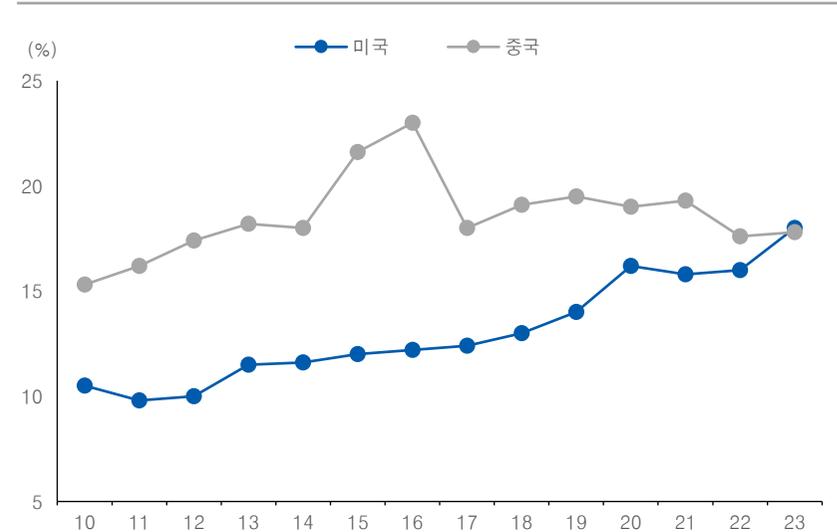
- 2023년 이후 라면을 중심으로 K푸드 인기가 확산되며 가공식품 수출금액은 고공행진
- 과거 2차 상승사이클 때 중국 수출 성장세가 견인했다면, 이번에는 미국 수출 성장세가 음식료 업종의 터닝포인트가 될 것으로 판단
- 2023년 가공식품 수출 내 미국 비중은 17%로, 역사적 최고치를 경신

[그림] 가공식품 수출금액 추이



자료: 관세청, 유안타증권 리서치센터

[그림] 가공식품 수출 내 미국, 중국 비중 추이

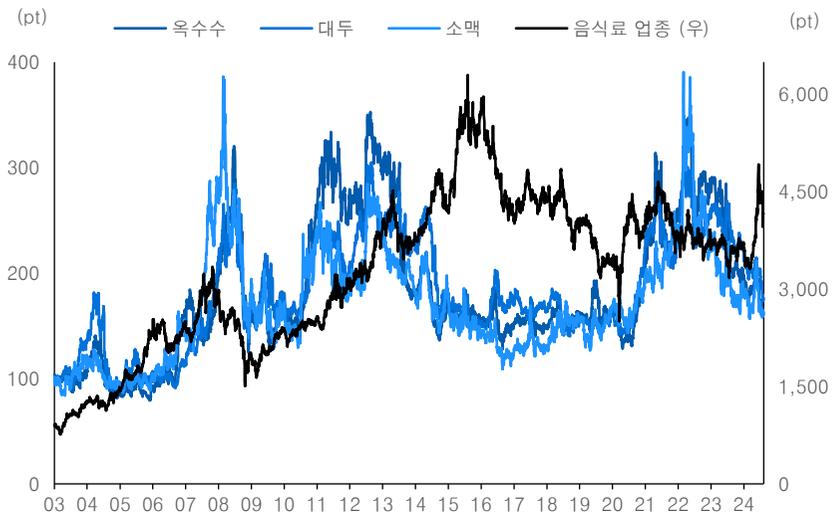


자료: 관세청, 유안타증권 리서치센터

II. K-Food C의 우호적인 환경: 곡물가 하락과 환율 안정

- 곡물가, 원달러 환율과 음식료 업종지수는 뚜렷한 음의 상관관계
- 음식료 업체들의 실적에 곡물가 하락은 6개월, 환율은 3개월 이후 반영됨
- 1H24 음식료 업체들의 실적이 기대보다 부진했던 이유는 곡물가 하락에도 고회율 기조가 유지되고 있기 때문으로 판단
- 그러나 2H24부터 환율 하락세가 나타날 것으로 전망하는 바, 국내 음식료 업체들의 수익성 개선을 기대

[그림] 곡물가와 음식료 업종 음의 상관관계



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[그림] 환율과 음식료 업종 음의 상관관계



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

II. K-Food P의 우호적인 환경: 거스를 수 없는 가격 인상

- 연초까지 유지되던 정부의 물가안정 정책으로, 1H24 음식료 업체들의 단가 인상이 제한적으로 나타남
- 1H24 말부터 가격인상을 예고한 기업들이 늘어나는 중, 2H24부터 점차 확산될 전망
- 우크라이나 사태 등으로 2023년까지 급등했던 곡물가로 인해 타격이 컸던 만큼, 인상 움직임이 늘어날 것으로 기대
- 최근 4개월 동안 국내 식품기업의 가격인상 단행한 사례, 총 8건으로 다수 발생

[그림] 2024년 주요 가공식품 업체 가격 인상 현황

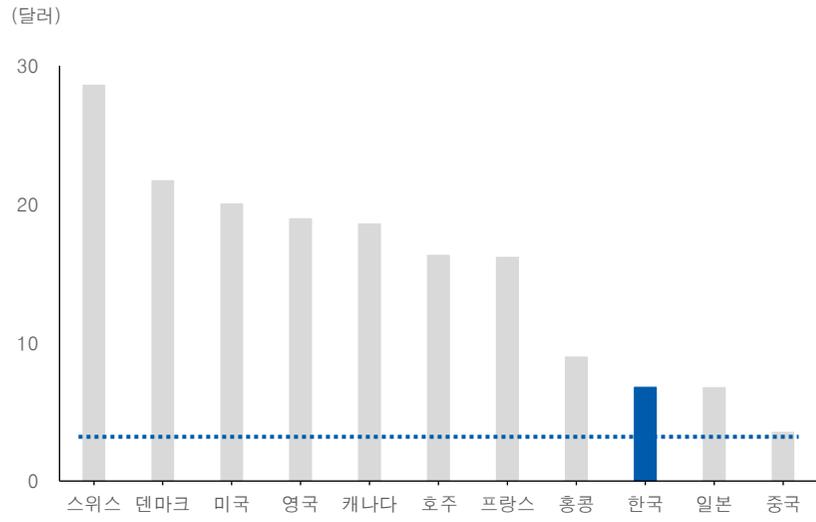
업체	인상 시기	내용
CJ제일제당	5월	김 11%, 올리브유 34%, 참기름 15% 인상
	7월	올리브유 +5,000원, 후랑크 +400원 가격인상
샘표	6월	올리브유 +30%, 간장 평균 +7.8% 인상
사조해표	5월	올리브유 평균 30% 인상
동원F&B	6월	김 15% 인상
	7월	골뱅이 700~1,000원, 김 100~500원 인상
대상	7월	간장 9개 품목 평균 6.4% 인상
오뚜기	8월	HMR, 케첩 등 24개 제품 평균 10% 인상

자료: 언론보도, 유안타증권 리서치센터

III. K-Food 미국 MZ세대 소비 트렌드 ①가성비 경쟁력

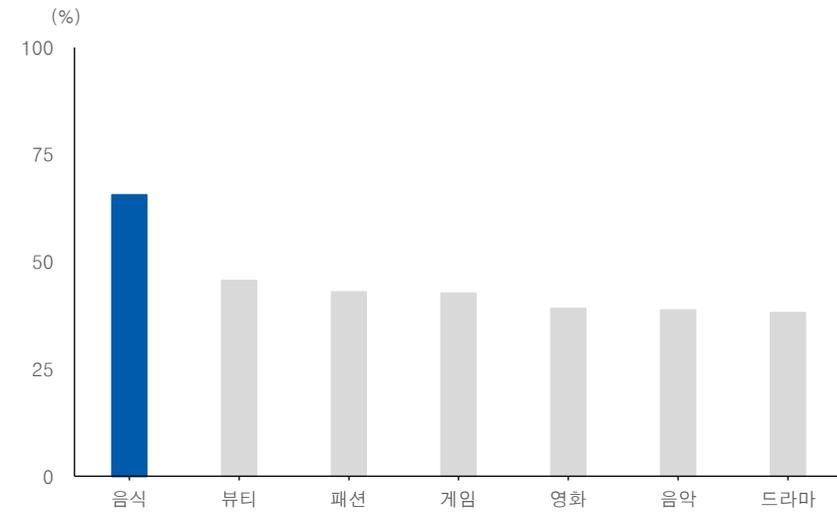
- 코로나 이후 경기 회복이 둔화되면서, 소비자들의 Trading down(중저가 제품을 구매하는 현상) 선호가 두드러지게 나타남
- 국가별 한끼 밥값 미국 20달러 VS. 한국 7달러
- 라면 1.5 ~ 3.0달러 / 냉동김밥 3.5~4.0달러로 낮은 가격이지만 300~600kcal로, 햄버거 500~600kcal와 비슷해 가성비 우수
- 미국인의 한국 음식 유료 의향은 약 65%로, 뷰티, 패션, 음악 등 보다 높은 것으로 나타남

[그림] 국가별 한끼 밥값



자료: 넘베오(국가/도시 비교 통계 사이트), 유안타증권 리서치센터

[그림] 미국의 한국 문화 유료 이용 의향

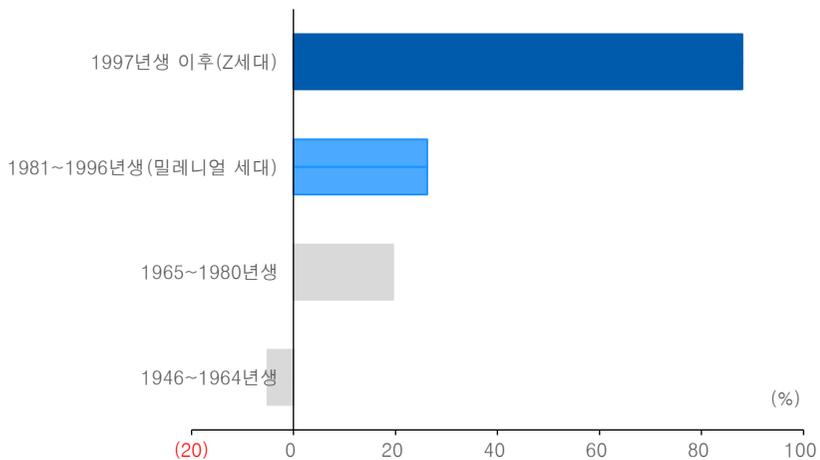


자료: 한국국제문화교류진흥원, 유안타증권 리서치센터

III. K-Food 미국 MZ세대 소비 트렌드 ② SNS 소비

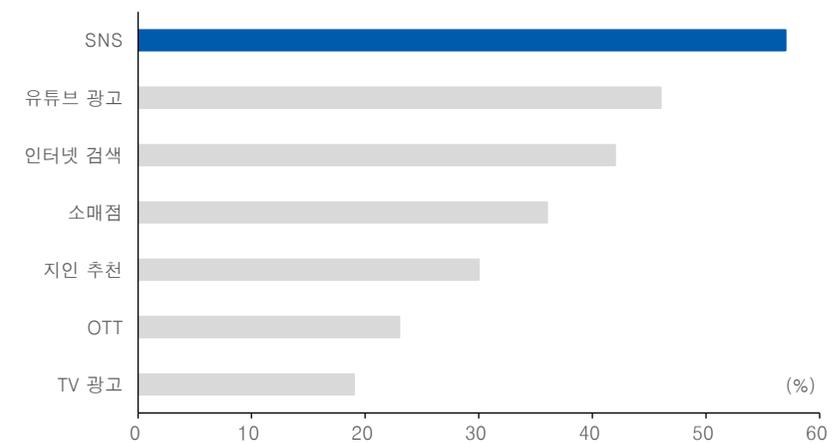
- 코로나 이후 2019년대비 2022년의 미국 MZ세대의 소득 증가 두드러지게 나타남 (Z세대 +88%, M세대 +26%)
- 미국 MZ세대는 새로운 제품 구매 시, SNS를 57%로 적극 활용하는 것으로 응답함
- SNS가 대중화되어 있는 MZ세대는 재미있는 소비를 선호하며, 소비 경험을 또래와 공유하는 트렌드를 중시

[그림] 미국의 세대별 2019년 대비 2022년 소득의 증감



자료: U.S bureau of labor statistics, 유안타증권 리서치센터

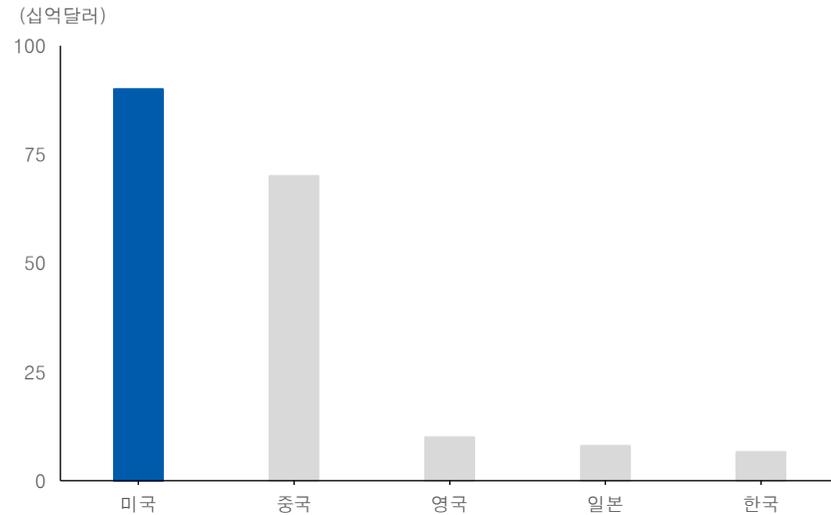
[그림] 미국 MZ세대는 SNS로 상품 검색



자료: User Testing, 유안타증권 리서치센터, 2023년 기준, 중복 응답

- MZ세대의 SNS를 통한 지출이 증가함에 따라 기업들의 마케팅 확대 지속
- 미국은 SNS 광고 시장 규모 약 900억달러로, 1위를 차지하고 있으며 2023년 투자 비용도 723억달러에 달함
- 북미 소셜 커머스 시장 규모도 2023년 953억달러에서 2030년 5,281억달러까지 CAGR +29.5% 성장 전망
- SNS에서 영향력 있는 인플루언서를 보며, MZ세대의 모방소비가 확대되는 것으로 판단

[그림] 국가별 SNS 광고 시장 규모



자료: Statista, 유안타증권 리서치센터

[그림] K-Food SNS 화제 사례

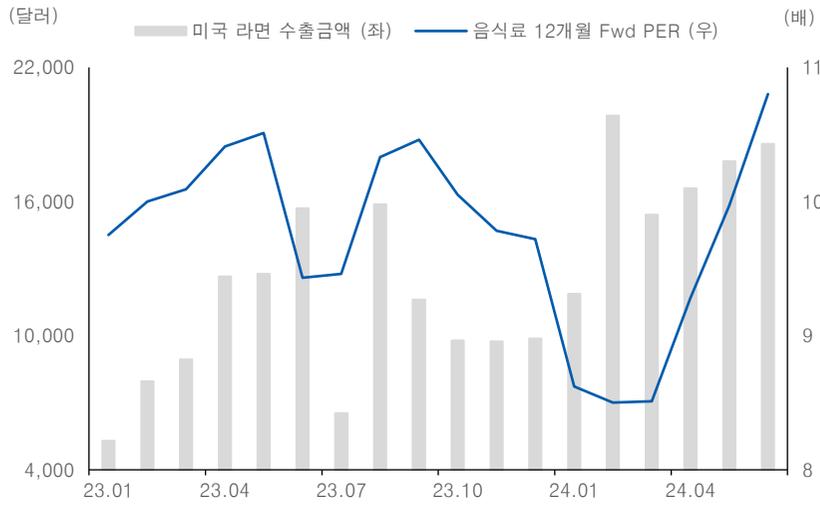


자료: 틱톡, 유안타증권 리서치센터

III. K-Food 미국 MZ세대 소비 트렌드 ③ 원픽은 라면

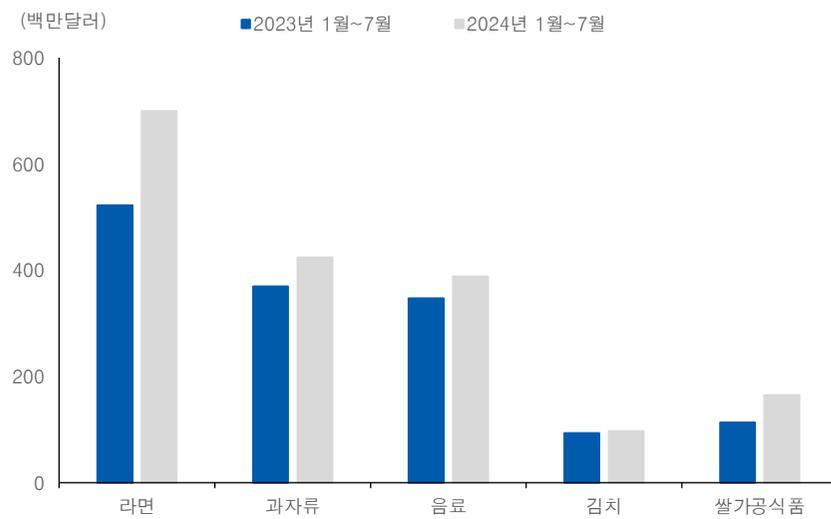
- 삼양식품 불닭볶음면을 시작으로 K-라면의 미국 수출 금액 급성장세 지속
- MZ세대 SNS를 통해 매운 음식 먹기 챌린지 등 재미로 K-라면을 접하며, 트렌드로 확산됨
- 2024년 7월 라면 수출액 YoY +184.5% 증가

[그림] 미국 라면 수출 및 음식료 업종 밸류에이션 비교



자료: 관세청, Quantiwise, 유안타증권 리서치센터

[그림] 품목별 K-Food 수출 누적금액

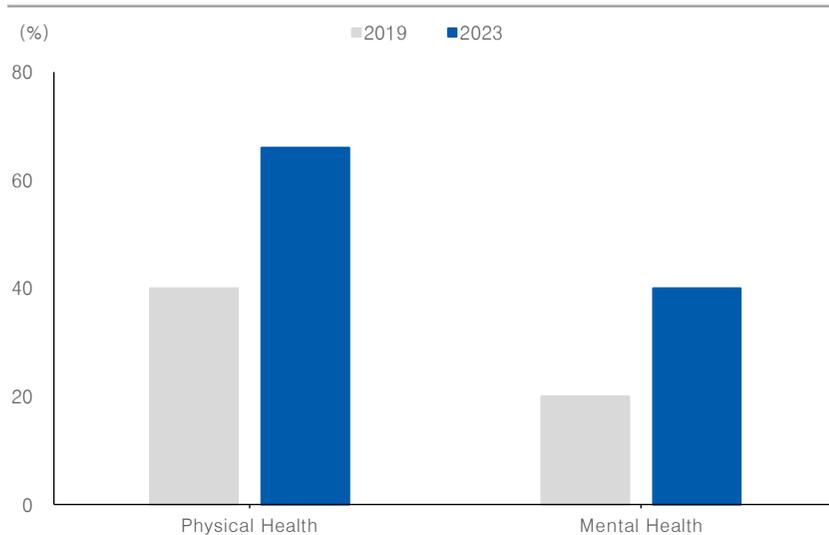


자료: 농림축산식품부, 유안타증권 리서치센터

III. K-Food 미국 MZ세대 소비 트렌드 ④ 다음 Pick은?

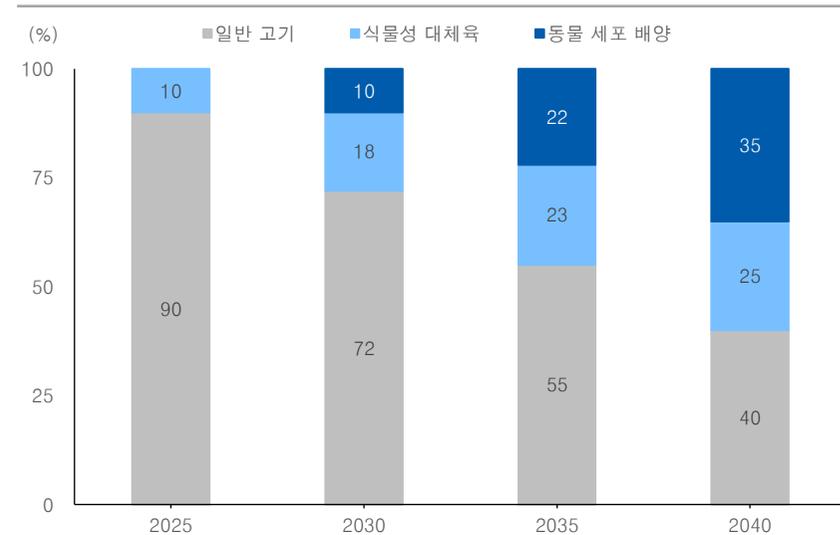
- 코로나 시기 사회 생활을 시작한 MZ세대들의 건강 관심도는 과거대비 20% 이상 증가
- MZ들의 건강과 웰빙에 대한 관심은 비건, 저탄고지, 제로슈가 등 새로운 트렌드로 자리잡고 있음
- 글로벌 육류시장은 연평균 3% 성장률을 나타내는 가운데, 2040년 식물성 대체육 시장이 25%, 동물 세포 배양 시장이 35% 차지할 것으로 전망
- MZ세대가 이끄는 K-Food의 Q 증가 추세가 지속되려면, 건강식 트렌드에 대응할 필요가 있다고 판단
- 미국 수출 비중이 늘어나며, 건강식 제품 라인업을 강화하고 있는 풀무원, 사조대림을 관심종목으로 제시

[그림] MZ세대 건강 관심도 증가



자료: World Economic Forum, 유안타증권 리서치센터

[그림] 글로벌 육류시장 전망



자료: 국제무역통상연구원, 유안타증권 리서치센터

스몰캡



손현정 스몰캡
hyunjeong.son@yuantakorea.com

투자 의견	NOT RATED (M)
목표주가	-
현재주가 (9/2)	11,220원
상승여력	-

시가총액	4,277억원
총발행주식수	38,120,542주
60일 평균 거래대금	60억원
60일 평균 거래량	388,050주
52주 고/저	17,610원 / 9,990원
외인지분율	2.12%
배당수익률	0.97%
주요주주	남승우 외 14 인

주가수익률 (%)	1개월	3개월	12개월
절대	(14.5)	(24.6)	2.7
상대	(14.6)	(25.9)	(1.8)
절대 (달러환산)	(12.4)	(22.1)	1.1

풀무원(017810): 턴어라운드 시작

- 하반기 해외 법인 턴어라운드
 - 지속적으로 현지 생산 체제를 구축해온 해외 법인 성과가 올해 하반기 흑자로 전환점 맞을 전망
 - 미국 두부와 아시안 푸드의 매출 성장과 원가 절감을 통해 실적이 향상 기대
 - 일본 고마진 두부바 제품 확대로 수익성 개선, 중국은 흑자 기조 유지 가능할 것으로 기대
- 육상 양식 김 상용화 기대
 - 2024년 3월 국내 최초로 김 육상수조식해수양식업 허가 취득
 - 이르면 내년부터 조미김, 스낵 등으로 상용화 기대
 - 향후 김 수출 확대도 기대되어 글로벌 시장에서 경쟁력을 강화할 것으로 전망
- 대체식품 강자
 - 기술 경쟁력 갖춘 콩 영역에서 육 대체 소재 개발 추진
 - 국내 식물성 전문 브랜드 '지구식단' 비건만두, 캔햄 등 신제품 출시 지속
 - 해외 국가별 식물성 대체식품 전문 브랜드로 포지셔닝 중

Forecasts and Valuation (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

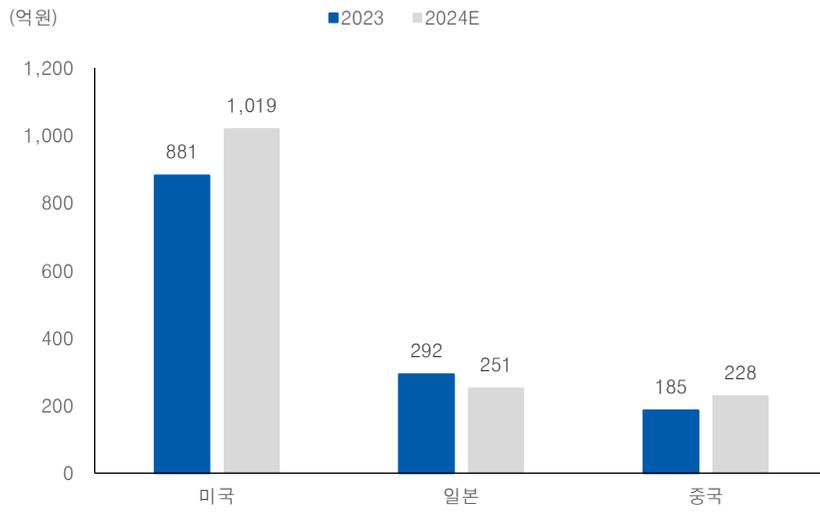
계산 (12월)	2021A	2022A	2023A	2024F
매출액	25,189	28,383	29,935	31,458
증가율	9.0	12.7	5.5	5.1
영업이익	385	263	620	825
영업이익률	1.5	0.9	2.1	2.6
지배주주귀속 순이익	134	-186	195	285
지배주주 귀속 EPS	314	-488	512	748
EPS증가율	-19.7	-255.4	-204.9	46.1
PER	57.5	-28.7	20.7	15.0
PBR	1.6	1.4	1.2	1.2
EV/EBITDA	9.1	9.2	7.4	6.7
ROA	0.7	-0.9	0.9	1.3
ROE	2.9	-4.2	5.3	8.5

자료: 유안타증권 리서치센터

풀무원 투자포인트 ① 하반기 해외 법인 턴어라운드

- 2Q24 해외 식품 제조 매출액 1,506억원(YoY +10.4%), 영업이익 -20억원 (YoY 적자 축소)
- 미국 길로이 공장 가동 이후 1Q24부터 아시아누들 견조한 성장세
- 미국 탑라인 두부 매출 호조세로 생산라인 CAPA 확대 검토 중이며, 주먹밥 핫도그 등 스트리트제품 매출 확대
- 2H24 코스트코 가을 행사로 매출 확대 예상되며, 해상 운임 하락 시 수익성 회복할 전망
- 일본 고마진 두부바 제품 확대로 수익성 개선, 중국은 흑자 기조 이어갈 전망

[그림] 해외 법인 매출액 추이



자료: 풀무원, 유안타증권 리서치센터

[그림] 고마진 제품으로 수익성 개선

하반기 추진방향

- ① 채널별 신제품 출시
- ② 유통채널 강화

수익성 개선 노력

- ① 일부 제품 가격인상
- ② 비용절감




자료: 풀무원, 유안타증권 리서치센터

풀무원 투자포인트 ② 육상 양식 김 상용화 기대

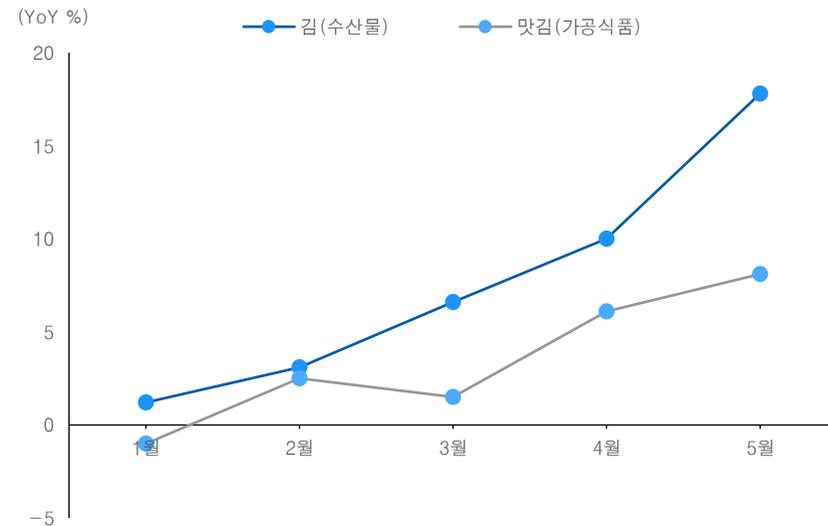
- 2024년 3월 국내 최초로 김 육상수조식해수양식업 허가 취득
- 4월에는 육상 양식한 김을 제품화해 자체적으로 운영하는 비건 식당에서 판매
- 이르면 내년부터 조미김, 스낵 등으로 상용화가 가능할 전망
- 김 육상 양식은 해상 양식에 비해 1) 꺾병 감염을 방지 2) 단위면적당 생산량 100배 3) 사계절 생산 가능
- 향후 김 수출 확대도 기대되어 글로벌 시장에서 경쟁력을 강화할 것으로 기대

[그림] 바이오리액터를 이용한 육상 양식 김



자료: 풀무원, 유안타증권 리서치센터

[그림] 2024년 월별 김·맛김 물가 상승률 추이

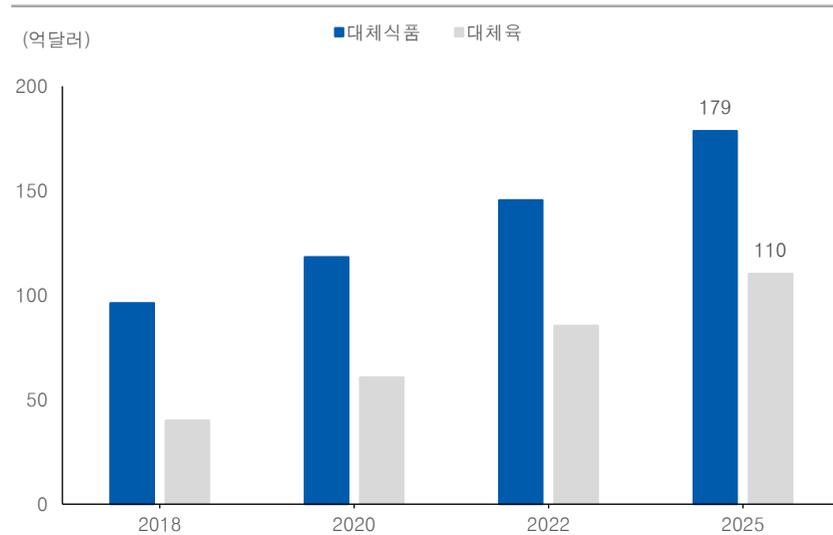


자료: 관세청, 유안타증권 리서치센터

플무원 투자포인트 ③ 미래 먹거리에 준비된 강자

- 글로벌 대체식품 시장 규모는 2018년 96.2억달러 → 2025년 178.6억 달러로 확대될 전망
- 동사는 기술 경쟁력 갖춘 콩 영역에서 육 대체 소재 개발 추진
- 국내 - 식물성 전문 브랜드 '지구식단' 비건만두, 캔햄 등 신제품 출시 지속
- 해외 - 국가별 식물성 대체식품 전문 브랜드로 포지셔닝 중

[그림] 글로벌 대체식품 및 대체육 시장 규모 확대



자료: 한국농수산식품유통공사, 유안타증권 리서치센터

[그림] 플무원에서 개발하는 대체식품



자료: 플무원, 유안타증권 리서치센터

풀무원 투자포인트 ④ 수출 강화, 서울라면 글로벌 확대

- 2024년 2월에 출시한 서울라면, 7월 미국으로 수출 시작
- ESG(환경, 사회, 지배구조) 경영 철학을 반영해, 저칼로리(360kcal) 건면 사용
- 비건 제품군인 '지구식단'을 통해 건강과 환경을 고려한 건강식 문화 확산
- 10월 이후에는 전 세계로 수출을 확장할 계획으로. 이슬람권 소비자를 위해 할랄 인증도 준비 중

[그림] 서울라면, 7월 미국 수출 시작



자료: 풀무원, 유안타증권 리서치센터

[그림] 글로벌 제품 라인업 확대

구분	제품
PBF	두부면, 숯불불고기, 식물성불고기 주먹밥, 텐더 등
PF FRAM	두부바, 편의형 냉동면
Asian Noodle	볶음면류(짜장, 잡채), 국물면류(냉면, 우동)
K-Street Foods	핫도그, 호떡, 떡볶이, 김밥, 만두, 봉어빵
K-Cuisine	한국형 국·탕·찌개, 레디밀 소스
PBF	두부면, 숯불불고기, 식물성불고기 주먹밥, 텐더 등
PF FRAM	두부바, 편의형 냉동면
Asian Noodle	볶음면류(짜장, 잡채), 국물면류(냉면, 우동)
K-Street Foods	핫도그, 호떡, 떡볶이, 김밥, 만두, 봉어빵

자료: 풀무원, 유안타증권 리서치센터

풀무원 (017810) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 억원)

결산 (12월)	2020A	2021A	2022A	2023A	2024F
매출액	23,112	25,189	28,383	29,935	31,458
매출원가	16,997	18,627	21,379	22,344	23,481
매출총이익	6,115	6,562	7,004	7,590	7,977
판매비	5,655	6,177	6,741	6,971	7,152
영업이익	460	385	263	620	825
EBITDA	1,671	1,669	1,644	2,100	2,131
영업외손익	-280	-250	-447	-477	-619
외환관련손익	-27	20	32	1	-13
이자손익	-248	-263	-361	-528	-548
관계기업관련손익	29	-29	-4	-7	-7
기타	-34	21	-115	56	-52
법인세비용차감전순이익	180	135	-184	143	205
법인세비용	61	132	186	10	10
계속사업순이익	118	3	-370	134	195
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	118	3	-370	134	195
지배자분순이익	163	134	-186	195	285
포괄순이익	172	229	-248	208	269
지배자분포괄이익	231	344	-36	262	339

주영업이익인식률 기준은 기존 K-GAAP과 동일, 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표 (단위: 억원)

결산 (12월)	2020A	2021A	2022A	2023A	2024F
영업활동 현금흐름	1,040	1,185	923	1,936	1,595
당기순이익	118	3	-370	134	195
감가상각비	1,141	1,198	1,291	1,386	1,226
외환손익	13	-6	27	11	13
중속, 관계기업관련손익	0	0	0	0	7
자산부채의 증감	-231	-358	-654	-290	-205
기타현금흐름	-2	348	628	695	359
투자활동 현금흐름	-2,708	-2,139	-1,413	-1,477	-39
투자자산	0	-141	-5	-231	-4
유형자산 증가 (CAPEX)	-1,455	-2,171	-1,416	-1,227	0
유형자산 감소	77	87	45	23	0
기타현금흐름	-1,330	86	-37	-43	-35
재무활동 현금흐름	1,455	1,171	637	1,162	50
단기차입금	330	351	412	960	13
사채 및 장기차입금	975	1,472	689	249	0
자본	-20	60	-357	-84	0
현금배당	-52	-132	-181	-38	-38
기타현금흐름	222	-579	74	74	74
연결범위변동 등 기타	-5	10	-39	0	-1,615
현금의 증감	-218	228	108	1,621	-10
기초 현금	1,207	990	1,218	1,326	2,947
기말 현금	990	1,218	1,326	2,947	2,937
NOPLAT	460	385	529	620	825
FCF	-416	-986	-493	709	1,595

자료: 유안타증권 주1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임2. PER등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표 (단위: 억원)

결산 (12월)	2020A	2021A	2022A	2023A	2024F
유동자산	6,304	7,110	7,523	7,301	9,070
현금및현금성자산	990	1,218	1,326	1,273	2,937
매출채권 및 기타채권	2,150	2,462	2,640	2,810	2,992
재고자산	1,231	1,415	1,687	1,649	1,732
비유동자산	10,632	12,584	12,969	14,267	12,964
유형자산	9,077	10,851	10,864	11,967	10,740
관계기업등 지분관련자산	330	34	35	49	52
기타투자자산	96	115	174	183	185
자산총계	16,936	19,694	20,492	21,568	22,035
유동부채	7,768	8,038	8,927	9,778	9,999
매입채무 및 기타채무	2,747	3,192	3,351	3,481	3,658
단기차입금	2,867	3,204	3,615	4,334	4,334
유동성장기부채	1,687	1,216	1,426	1,093	1,093
비유동부채	4,038	5,757	6,099	6,724	6,738
장기차입금	763	2,051	1,604	1,907	1,907
사채	599	697	1,596	1,398	1,398
부채총계	11,806	13,796	15,026	16,502	16,737
자본지분	4,501	4,666	4,123	3,176	3,498
자본금	211	211	211	211	211
자본잉여금	763	824	467	383	383
이익잉여금	2,426	2,472	2,227	1,451	1,698
비지배자지분	629	1,232	1,344	1,889	1,799
자본총계	5,129	5,898	5,466	5,065	5,297
순차입금	5,786	7,109	8,374	9,656	8,185
총차입금	8,283	9,830	10,931	12,141	12,154

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %) (단위: 원, 배, %)

결산 (12월)	2020A	2021A	2022A	2023A	2024F
EPS	391	314	-488	512	748
BPS	10,897	11,434	10,103	8,638	9,489
EBITDAPS	3,966	3,960	3,899	5,381	5,590
SPS	54,847	59,753	67,330	76,724	82,522
DPS	102	102	102	102	102
PER	38.0	57.5	-28.7	20.7	15.0
PBR	1.4	1.6	1.4	1.2	1.2
EV/EBITDA	7.2	9.1	9.2	7.4	6.7
PSR	0.3	0.3	0.2	0.1	0.1

재무비율 (단위: 배, %) (단위: 배, %)

결산 (12월)	2020A	2021A	2022A	2023A	2024F
매출액 증가율 (%)	-2.9	9.0	12.7	5.5	5.1
영업이익 증가율 (%)	50.4	-16.2	-31.6	135.4	33.1
지배순이익 증가율 (%)	366.3	-18.0	적전	적전	46.1
매출총이익률 (%)	26.5	26.1	24.7	25.4	25.4
영업이익률 (%)	2.0	1.5	0.9	2.1	2.6
지배순이익률 (%)	0.7	0.5	-0.7	0.7	0.9
EBITDA 마진 (%)	7.2	6.6	5.8	7.0	6.8
ROIC	3.1	0.1	4.1	4.4	6.0
ROA	1.0	0.7	-0.9	0.9	1.3
ROE	3.8	2.9	-4.2	5.3	8.5
부채비율 (%)	230.2	233.9	274.9	325.8	316.0
순차입금/자기자본 (%)	128.5	152.4	203.1	304.0	234.0
영업이익/금융비용 (배)	1.7	1.3	0.7	1.1	1.4

스몰캡



손현정 스몰캡
hyunjeong.son@yuantakorea.com

투자의견	NOT RATED (M)
목표주가	-
현재주가 (9/2)	58,200원
상승여력	-

시가총액	5,334억원
총발행주식수	9,168,247주
60일 평균 거래대금	279억원
60일 평균 거래량	373,806주
52주 고/저	99,500원 / 25,600원
외인지분율	2.30%
배당수익률	1.12%
주요주주	사조산업 외 9인

주가수익률 (%)	1개월	3개월	12개월
절대	(10.5)	33.8	104.2
상대	(10.6)	31.6	95.3
절대 (달러환산)	(8.3)	38.4	101.2

사조대림(003960): 좋아질 일만 남았다

- 2Q24 실적은 예상치 하회, 하반기는 우호적 환경 기대
 - 2Q24 매출액 5,850억원(YoY +16.1%), 영업이익 322억원(YoY -3.3%)
 - 대두유 판가 하락에 따른 고원가 재고소진으로 마진 훼손 영향
 - 사조원의 육계 시세 하락에 따른 영업이익 큰 폭의 감소
 - 사조CPK는 견조한 이익으로 전사 수익성에 기여
 - 하반기 환율 하락 등 업황 개선에 따른 마진 회복이 가시화될 것으로 전망
- M&A 효과 및 해외 수출 확대 등으로 밸류에이션 매력
 - 9월부터 푸디스트 실적 반영되며, 2024년 매출액은 2.7조원에 달할 전망
 - 하반기 본격 해외 수출 확대 시작되며, 실적 개선 부각
 - 24년 기준 PER 5배 미만으로 현저한 저평가 수준

Forecasts and Valuation (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

계산 (12월)	2021A	2022A	2023A	2024F
매출액	18,137	20,188	20,631	27,016
증가율	5.6	11.3	2.2	30.9
영업이익	1,023	977	1,286	1,738
영업이익률	5.6	4.8	6.2	6.4
지배주주귀속 순이익	627	712	913	1,150
지배주주 귀속 EPS	6,842	7,774	9,966	12,545
EPS증가율	85.3	13.6	28.2	25.9
PER	3.5	3.5	2.8	4.6
PBR	0.4	0.4	0.4	0.7
EV/EBITDA	4.1	4.2	2.6	3.1
ROA	5.5	6.2	7.5	8.3
ROE	16.1	15.5	16.9	18.1

자료: 유안타증권 리서치센터

사조대림 투자포인트 ① 사조CPK 인수 효과, OPM 3% → 10%

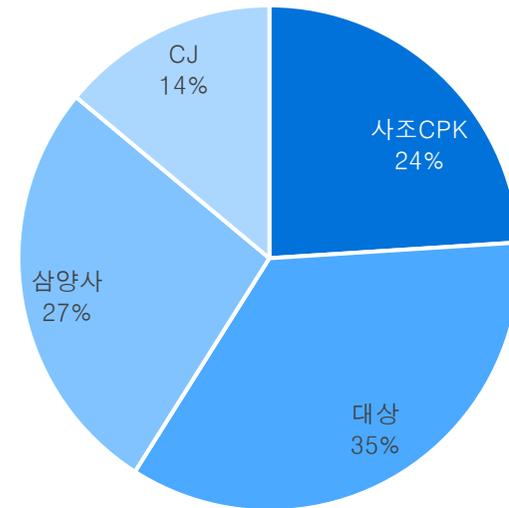
- 2024년 2월 미국계 전분당 업체인 인그리디언코리아를 3,840억 원에 인수하여 사조CPK로 편입
- 사조CPK는 전분당 소재 및 제품 생산 업체로, 국내 시장 점유율은 24%로 과점체제에서 우위를 점하고 있음
- 사조CPK 인수 효과로 1) 로열티 및 수수료 절감 2) 식품시장 경쟁력 강화 3) 제품 라인업 확대가 기대
- 기존 모기업에 지급하던 로열티와 IT 비용이 제거됨에 따라 영업이익이 크게 증가할 것으로 예상
- 인수 전 사조CPK의 연간 영업이익률은 3%대였지만, 인수 후 10% 내외로 급증할 전망

[그림] 사조CPK 인수 후 손익 효과

구분	인수전	→	인수후	판관비
매출액	4,244억	→	4,244억	Royalty 170억
매출원가	3,549억	→	3,549억	Corporate Fee 65억
매출총이익	695억	→	695억	Regional Fee 64억
판관비	564억	→	276억	*로열티 및 수수료 감소 반영 IT대체비용 등 10억 발생 고려
영업이익	131억	→	419억	

자료: 사조대림, 유안타증권 리서치센터

[그림] 국내 전분당 시장 점유율

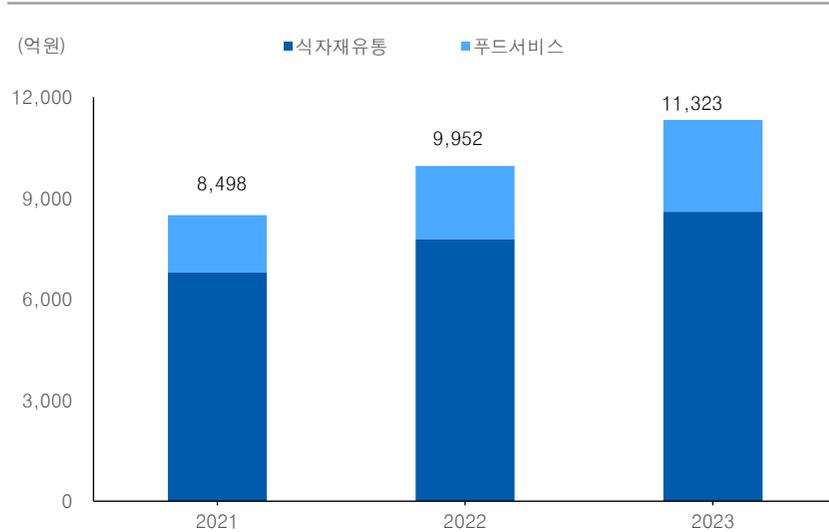


자료: 사조대림, 유안타증권 리서치센터

사조대림 투자포인트 ②매출 1조 푸디스트로 외형성장

- 동사는 푸디스트 인수로, 식품 제조와 유통, 급식까지 아우르는 종합 식품 밸류체인을 완성
- 인수금액은 약 2,500억원 규모로 사조대림의 종속회사인 사조CPK, 사조오양이 인수자금을 부담
- 푸디스트는 전국 6개 권역 물류센터와 13개 O2O 거점 물류센터를 운영하며, PB브랜드 '식자재왕'을 보유
- 푸디스트의 기존 유통 네트워크와 동사의 식품 제조 역량이 결합됨으로써 수익성 및 수주 경쟁력이 확대될 전망

[그림] 푸디스트 매출 추이



자료: 사조대림, 유안타증권 리서치센터

[그림] 푸디스트 대표 브랜드



“식자재왕”
소비자만족지수
1위 대표브랜드



“푸디테이스트”
키즈전용 브랜드



“베지플랜트”
대체육가공



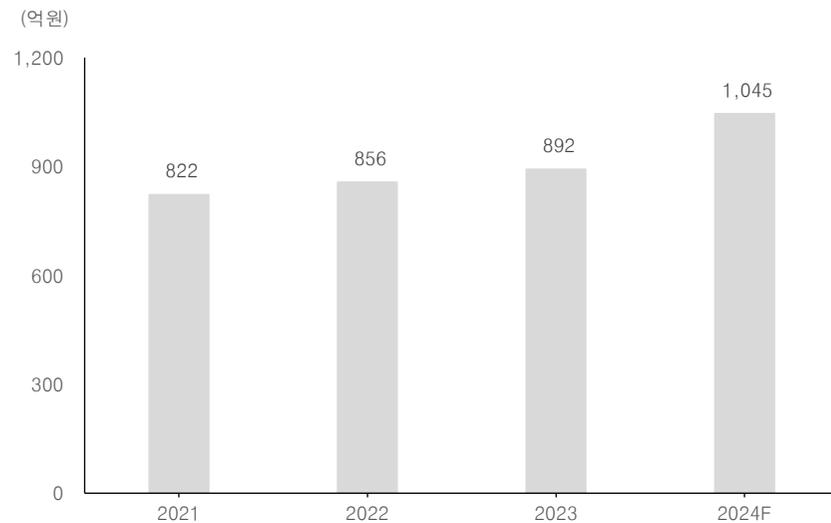
“고메이플레이스”
프리미엄 급식브랜드

자료: 사조대림, 유안타증권 리서치센터

사조대림 투자포인트 ③ 해외 수출 본격화

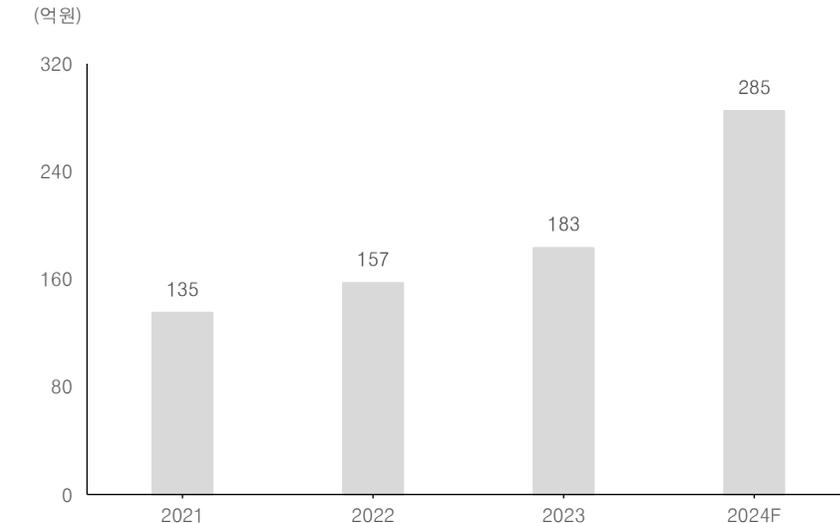
- 북미 시장을 중심으로 수출 성장 동력을 확보하고, 유럽 시장 진출을 통해 글로벌 경쟁력을 강화할 계획
- 지난 6월부터 미국에 냉동김밥 3종 수출을 시작했으며, 현재까지 수출한 누적 물량은 약 15만5,000줄
- 2H24 미국 현지 시장의 선호도를 반영한 한식 HMR(육가공, 추어탕 등) 상품을 H마트에 공급할 예정
- 냉동김밥 외에도 라인업을 강화하며, 만두, 봉어빵, 떡볶이, 핫도그 등 K-푸드 스트리트제품들로 다각화 중

[그림] 사조대림 수출 추이 및 전망 (21-24 CAGR 8%)



자료: 사조대림, 유안타증권 리서치센터

[그림] 사조대림 북미 수출 추이 (21-24 CAGR 28%)



자료: 사조대림, 유안타증권 리서치센터

사조대림 (003960) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 억원)

결산 (12월)	2020A	2021A	2022A	2023A	2024F
매출액	17,181	18,137	20,188	20,631	27,016
매출원가	15,133	15,594	17,583	17,657	21,895
매출총이익	2,048	2,543	2,605	2,974	5,121
판매비	1,554	1,521	1,628	1,687	3,383
영업이익	494	1,023	977	1,286	1,738
EBITDA	801	1,351	1,289	1,593	2,011
영업외손익	27	-53	-125	37	-26
외환관련손익	52	-56	-1	-6	0
이자손익	-91	-94	-77	-74	-33
관계기업관련손익	51	45	35	36	36
기타	14	52	-82	81	-29
법인세비용차감전순손익	521	970	851	1,323	1,712
법인세비용	159	304	113	252	363
계속사업순손익	362	666	738	1,072	1,349
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	362	666	738	1,072	1,349
지배자분순이익	338	627	712	913	1,150
포괄순이익	350	694	811	983	1,260
지배자분포괄이익	329	663	775	844	1,082

주영업이익인출 기준은 기존 K-GAAP과 동일, 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표 (단위: 억원)

결산 (12월)	2020A	2021A	2022A	2023A	2024F
영업활동 현금흐름	821	624	612	1,748	929
당기순이익	362	666	738	1,072	1,349
감가상각비	275	297	287	295	262
외환손익	-41	29	-15	-2	0
중속, 관계기업관련손익	-51	-39	-34	-39	-36
자산부채의 증감	167	-580	-392	264	-708
기타현금흐름	109	251	27	159	61
투자활동 현금흐름	-156	-420	141	-157	-215
투자자산	44	-14	-16	-91	-250
유형자산 증가 (CAPEX)	-396	-180	-213	-147	0
유형자산 감소	124	140	105	9	0
기타현금흐름	72	-367	264	71	34
재무활동 현금흐름	-190	-395	-984	-130	24
단기차입금	-359	34	-598	15	11
사채 및 장기차입금	251	-388	-375	-218	0
자본	81	7	-11	-27	0
현금배당	-15	-20	-41	-26	-27
기타현금흐름	-148	-27	40	126	40
연결법외변동 등 기타	0	0	0	0	-3
현금의 증감	475	-191	-231	1,461	734
기초 현금	252	727	535	305	1,766
기말 현금	727	535	305	1,766	2,500
NOPLAT	494	1,023	977	1,286	1,738
FCF	425	444	400	1,601	929

자료: 유안타증권 주1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임2. PER등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표 (단위: 십억원)

결산 (12월)	2020A	2021A	2022A	2023A	2024F
유동자산	4,848	5,251	5,784	6,738	9,042
현금및현금성자산	727	535	305	1,734	2,500
매출채권 및 기타채권	1,345	1,324	1,545	1,737	2,263
재고자산	2,387	2,629	3,278	2,830	3,706
비유동자산	6,394	6,107	5,899	5,892	5,869
유형자산	4,629	4,422	4,254	4,152	3,890
관계기업등 지분관련자산	718	726	761	781	1,022
기타투자자산	232	338	247	374	382
자산총계	11,241	11,357	11,683	12,630	14,911
유동부채	4,966	5,233	4,897	5,135	6,108
매입채무 및 기타채무	2,175	1,989	2,802	2,844	3,724
단기차입금	2,031	2,079	1,474	1,497	1,497
유동성장기부채	449	747	317	493	493
비유동부채	1,760	935	747	386	460
장기차입금	663	428	487	100	100
사채	425	0	0	0	0
부채총계	6,725	6,167	5,644	5,521	6,568
자본지분	3,576	4,232	4,974	5,852	6,886
자본금	458	458	458	458	458
자본잉여금	757	764	753	727	727
이익잉여금	2,765	3,404	4,164	4,977	6,100
비지배자분	940	958	1,064	1,257	1,456
자본총계	4,516	5,190	6,038	7,109	8,342
순차입금	2,889	2,382	1,813	316	-477
총차입금	3,701	3,347	2,374	2,171	2,181

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)

결산 (12월)	2020A	2021A	2022A	2023A	2024F
EPS	3,692	6,842	7,774	9,966	12,545
BPS	48,631	57,550	67,652	75,466	85,497
EBITDAPS	8,732	14,734	14,064	17,380	21,939
SPS	187,397	197,824	220,190	225,024	294,669
DPS	200	300	350	350	350
PER	3.9	3.5	3.5	2.8	4.6
PBR	0.3	0.4	0.4	0.4	0.7
EV/EBITDA	6.4	4.1	4.2	2.6	3.1
PSR	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2

재무비율 (단위: 배, %)

결산 (12월)	2020A	2021A	2022A	2023A	2024F
매출액 증가율 (%)	29.2	5.6	11.3	2.2	31.0
영업이익 증가율 (%)	-0.3	106.9	-4.5	31.7	35.1
지배순이익 증가율 (%)	-59.0	85.3	13.6	28.2	25.9
매출총이익률 (%)	11.9	14.0	12.9	14.4	19.0
영업이익률 (%)	2.9	5.6	4.8	6.2	6.4
지배순이익률 (%)	2.0	3.5	3.5	4.4	4.3
EBITDA 마진 (%)	4.7	7.4	6.4	7.7	7.4
ROIC	5.1	10.7	12.8	16.3	23.0
ROA	3.1	5.5	6.2	7.5	8.3
ROE	10.0	16.1	15.5	16.9	18.1
부채비율 (%)	148.9	118.8	93.5	77.7	78.7
순차입금/자기자본 (%)	80.8	56.3	36.4	5.4	-6.9
영업이익/금융비용 (배)	4.9	9.9	9.5	11.2	15.8



권명준

스몰캡

02 3770 5587

myoungchun.kwon@yantakorea.com

PART 5. K-Fashion

다른 시각으로 봐라봐야 할 시기

1. 과거와 다른 K-Fashion ①글로벌 명품이 주목하는 한국

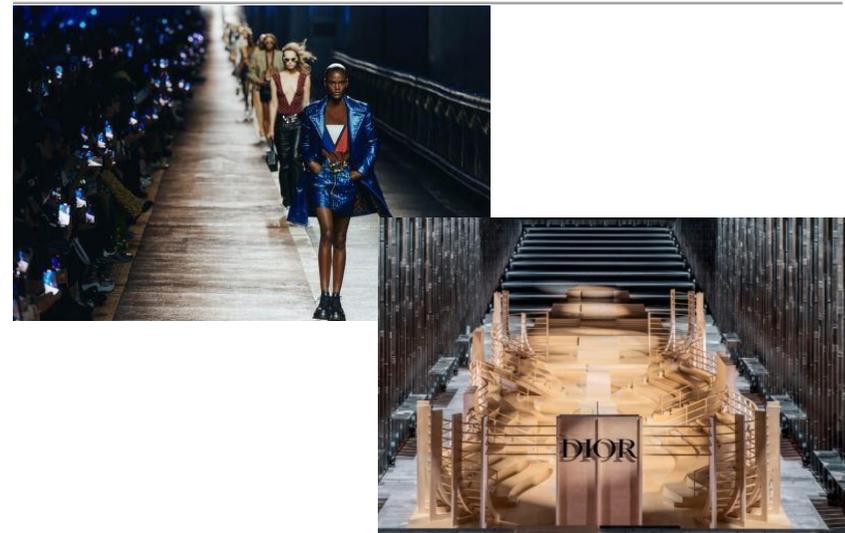
- 글로벌 명품 브랜드들의 한국내 패션쇼
 - 19년 루이비통 → 22년 디올 패션쇼(이화여대) → 23년 루이비통 패션쇼(잠수교) → 24월 구찌 패션쇼(경복궁 근정전)
- 한국에 직진출: 2020년 이후 30개가 넘는 브랜드들의 국내 직진출
 - 20년: 몽클레어
 - 22년: 메종 마르지엘라/마르니/디젤(OTB그룹), 에트로
 - 23년: 셀린드(LVMH), CK캘빈클라인, 끌로에(리치몬드그룹), 톰브라운, 슈프림(VF코퍼레이션)
- 연속적 이면 확장적 → 패션업계에서의 한국의 위상 상향

[그림] 경복궁 근정전에서 열린 구찌 패션쇼(2024.5월)



자료: 구찌, 마리끌레르, 유안타증권 리서치센터

[그림] 한국에서 개최된 22년 디올, 23년 루이비통 패션쇼



자료: 루이비통, 디올, 유안타증권 리서치센터

1. 과거와 다른 K-Fashion ② 해외 셀럽들이 주목하는 K패션디자이너

- [툰:파트2] 주연배우 티모시와 젠다이야, 영화홍보 위한 내한 당시 삼성물산 준지 브랜드의 점프슈트를 착용(배우측 제안)
배우 티모시는 내한 일정 기간 중 준지 플래그십 스토어에 직접 방문 & 제품 구매
- 공연, 뮤직비디오, SNS 등 다양한 공간에서 국내 디자이너 의상 착용 사례
공연: 카디 비, 2021년 AMA 시상사에서 디자이너 미스소희 드레스 착용
뮤직비디오: 트래비스 스캇, 디자이너 준태킴의 라이더 자켓 착용
일상: 윈스턴 듀크(블랙팬서 배우), 인스타그램에 디자이너 송지오 자켓 착용

[그림] 해외 셀럽들이 찾는 K 패션 브랜드



자료: tvN, 마리끌레르, 유안타증권 리서치센터

[그림] 다양한 영역에서 국내 디자이너 의상 착용

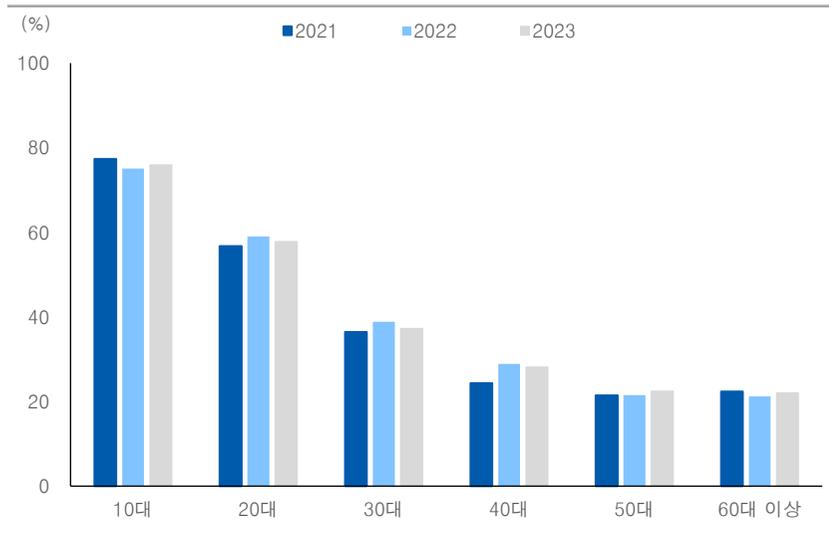


자료: AMA, 인스타그램, 마리끌레르, 유안타증권 리서치센터

1. 과거와 다른 K-Fashion ③일본에서 Hot한 K-패션

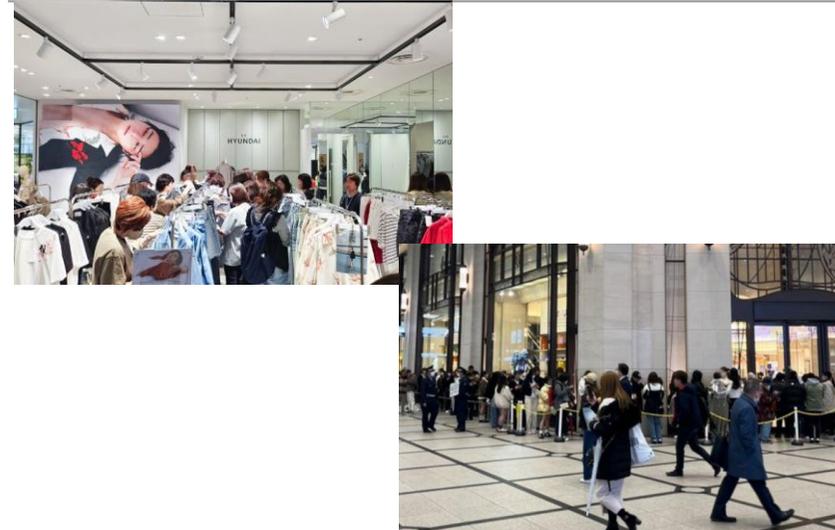
- 日 패션에 참고하는 나라: 2020년 이후 일본 10대 여성 70% 이상이 한국
2023년 기준 50대를 제외하면 전 연령대 1위 한국(50대 프랑스 23.7% vs 한국 22.4%)
- K-패션, 일본내 팝업 흥행
현대백화점: 패션 플랫폼 「더현대 글로벌」 1개월간 13억원 매출 상회(도쿄 파르코백화점 팝업스토어 중 매출 역대 1위)
무신사: 무신사 재팬 설립(21.1월), 팝업(23.4월, 도쿄), 소룸(23.7월 & 24.2월), 팝업(23.7월, 오사카)
마뽕김: 도쿄 파르코백화점 단독 팝업스토어(23.10월) 매출 5억원(12일)

[그림] 일본 여성들이 패션에 참고하는 국가 한국: 10대는 70% 이상



자료: 라쿠텐 라쿠마, 유안타증권 리서치센터

[그림] 일본에서 큰 인기를 보이고 있는 K-패션



자료: 현대백화점, 마뽕김, 유안타증권 리서치센터

1. 과거와 다른 K-Fashion ④애슬레저 의류

- 인사이트 파트너스, 2021년 전세계 애슬레저 시장 규모 4,110억\$ → 2028년 7,934억\$(연평균 9% 이상 성장)
- 애슬레저 의류 성장 배경: 1)여성 스포츠 인구 증가, 2)헬스·요가·필라테스 등 실내 스포츠 시장 성장, 3)차별화된 의류에 대한 수요
- 해외에서 좋은 반응
 젝시믹스: 일본 라쿠텐에서 요가/필라테스웨어 1위(2023년) 차지, 中 618 쇼핑축제(2023년)에서도 스포츠패션 카테고리 사전판매 3위
 안다르: 일본 온라인 공식 쇼핑몰내 월 10억 이상의 매출 기록, 일본내 팝업스토어에 높은 관심 지속
- 경쟁력: 가격경쟁력, 아시아인의 체형에 맞는 제품, 감각적인 컬러

[그림] 일본, 대만, 중국 등에서 인기 많은 젝시믹스



자료: 젝시믹스, 유안타증권 리서치센터

[그림] 일본에서 인기 많은 안다르



자료: 안다르, 유안타증권 리서치센터

1. 과거와 다른 K-Fashion ⑤ 한국 관광객에게도 인기

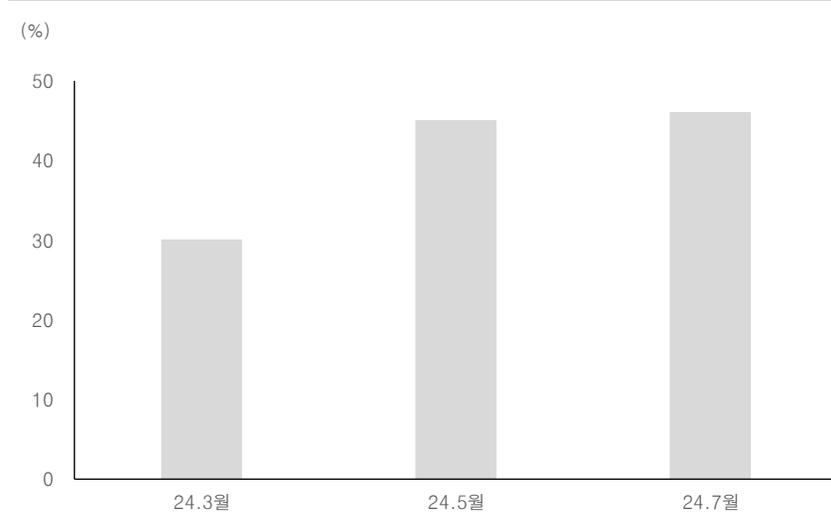
- 한국 방문식 명동 3대 명소: CJ올리브영(화장품), 다이소(생활용품), 무신사(의류)
- 외국인의 매출 비중 상황
 CJ올리브영 90% 이상(명동타운, 홍대타운)
 다이소 50% 이상(명동)
 무신사 명동점 24.3월 30% → 24.5월 45%→7월 46%

[그림] 관광객들의 명동 3대 코스(올다무)



자료: 무신사, 다이소, CJ올리브영, 유안타증권 리서치센터

[그림] 외국인 매출 점유율 상황 → K패션 선호하는 여행객 증가



자료: 무신사, 유안타증권 리서치센터

2. 해외로 영역을 확장하는 K-Fashion ① 패션쇼

- 패션쇼를 통한 홍보

- 관련기업

한섬(O20000): 시스템과 시스템오므 2019년부터 파리패션위크에서 제품 홍보, 2024년부터 제품 라인업 추가(타임)

삼성물산: 준지(브랜드명) 2007년 파리패션위크에 진출, 매년 제품 공개

한국 디자이너 브랜드 송지오와 우영미 2024년 파리패션위크에 제품 공개

[그림] 한섬 시스템/시스템오므의 2024 F/W 파리컬렉션



자료: 한섬, 유안타증권 리서치센터

[그림] 삼성물산 준지의 2024 F/W 파리컬렉션



자료: 삼성물산, 유안타증권 리서치센터

2. 해외로 영역을 확장하는 K-Fashion ② 오프라인 매장 진출 및 확장

- 국내 기업 단독 진출
 - 한섬: 프랑스 파리에 플래그십 스토어 오픈(24.6월), 파리 백화점내 입점 추진 중
 - F&F: MLB 중국 직진출 & 중국내 매장 1,100개 상회
 - 브랜드엑스코퍼레이션: 일본 2024년 정식 매장 오픈
 - LF: 2007년 중국, 13년 대만, 22년 베트남 매장 확대
- 해외기업과의 협업 진출
 - 힐라홀딩스: 2007년 안타스포츠와 합작법인 / 코로룽FnC: 2017년 중국 안타그룹과 전략적 합작사 설립
 - 브랜드엑스코퍼레이션: 2023년 YY스포츠와 파트너사 계약

[그림] 한섬: 프랑스 파리에 플래그십 스토어 오픈



자료: 한섬, 유안타증권 리서치센터

[그림] 중국 진출: 중국 유통업체와의 협업



자료: 유안타증권 리서치센터

2. 해외로 영역을 확장하는 K-Fashion ③ 해외 팝업

- 플랫폼
 무신사: 日 도쿄(23.4월), 日 오사카(23.11월)
 더현대글로벌: 日 도쿄(24.5~24.7월)
- 애슬래저
 젝시믹스: 中 상해(23.10월)
 안다르: 싱가포르(24.5월), 日 도쿄 (24.7월), 日 나고야(24.8월), 日 후쿠오카(24.10월)
- 브랜드
 마뽕김: 日 도쿄(23.10월), 日 오사카(24.2월)

[그림] 무신사 일본 팝업



자료: 무신사, 유안타증권 리서치센터

[그림] 오픈런 유발했던 마뽕김 팝업스토어



자료: 마뽕김, 유안타증권 리서치센터

3. K-Fashion 성장 요인 ①가성비

- 2023년 역대급 물가 인플레이션 → 소비심리 위축 → 가성비 수요 확대 → SPA 브랜드들의 매출 성장세
- K패션 온라인 기반으로 성장 → 가성비 우수 VS. 미국/유럽/일본 등은 오프라인 기반으로 성장
- K애슬레저 의류 역시 가성비 우수

[그림] 가성비



자료: 꼼데가르송, 마뎡김, 마르디 메크로디(Tshirt 화면 첫 제품 기준), 유안타증권 리서치센터

[그림] 룰루레몬 VS. 쟁시믹스 VS. 안다르 레깅스 가격



자료: 룰루레몬, 쟁시믹스, 안다르(레깅스 화면 첫 제품 기준), 유안타증권 리서치센터

3. K-Fashion 성장 요인 ② 디토소비 & 영향력 있는 엠버서더

- 디토(Ditto) 소비: 나의 개성과 취향, 가치관에 맞는 대상을 찾아 능동적으로 쫓는 소비 형태
- K-Artist의 엠버서더(Ambassador) 트렌드 변화
 엠버서더로 선택된 아티스트 수 증가
 샤넬/구찌/루이비통 위주 → 버버리, 불가리, 자빙시, 펜디, 셀린드 등으로 브랜드 확대
 국내 한정 엠버서더 → 글로벌 엠버서더
- 엠버서더로 K-Artist의 영향력 확대 & 다수의 제품의 모델 → K-패션 확장

[그림] 명품 엠버서더

브랜드	2016	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2Q24
샤넬	GD		제니 김고은		이성경		민지 (뉴진스)	고윤정
디올		수지		세훈 (EXO) 지수 (블랙핑크)			TXT 지민(BTS) 해린 (뉴진스)	
구찌			카이 (EXO)	아이유	이정재 신민아	하니 (뉴진스)	박재범 박규영	
루이비통	배두나			해인 (뉴진스)	전소미 정호연 이민호		제이홉 (BTS) 르세라핌	필릭스 (스트레이키즈) 뱀뱀 (갓세븐)
버버리				백현 (EXO)	차은우	손흥민 전지현	다니엘 (뉴진스)	
불가리			수호 (EXO)	리사 (블랙핑크)				민규 (세븐틴)
지방시					에스파		태양(빅뱅)	

자료: 언론보도 취합, 유안타증권 리서치센터

[그림] 다수의 의류 모델을 하는 K-Artist

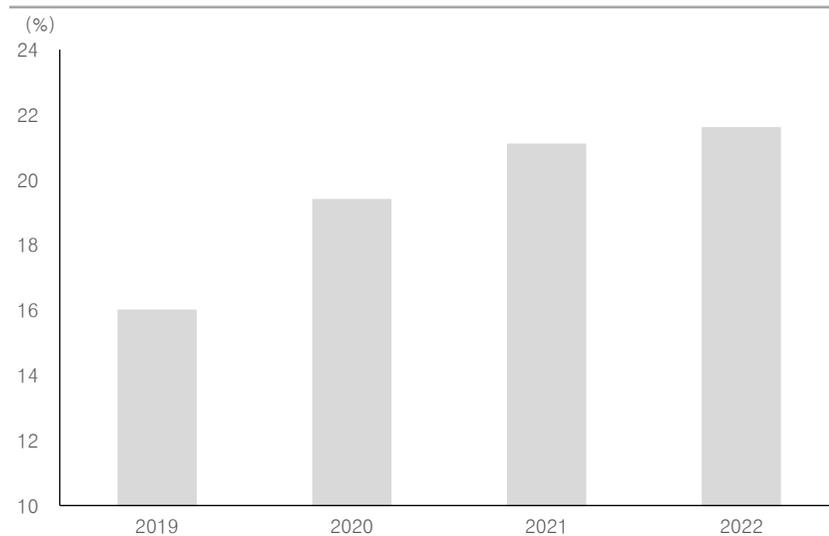


자료: 샤넬, 마리떼 프랑소와 저버, F&F(디스커버리), 유안타증권 리서치센터

3. K-Fashion 성장 요인 ③ 온라인 대응력 & 라이선스 브랜드

- 온라인 대응력
한국-이미 적응된 온라인 의류 구매 VS. 북미/유럽/일본-여전히 오프라인 중심 의류 구매
모바일에 맞는 어플리케이션 & AI 기능 도입 & 빠른 배송 시스템
- 라이선스 브랜드
신규 브랜드 기획 - 제작 - 마케팅 - 매장구축 등에 대규모 자금 투입
글로벌 인지도 및 인기 보유한 외국 상표의 라이선스 사업 확대: 낮은 투자비 VS. 매출 연동된 로열티
MLB·디스커버리(F&F), BBC Earth(폰드그룹), 스노우피크(감성코퍼레이션) 등

[그림] 일본 의류시장내 이커머스 매출 비중



자료: 일본 경제산업성, 유안타증권 리서치센터

[그림] 라이선스 브랜드 유통: Low Risk & High Return



자료: 각사(F&F, 감성코퍼레이션, 폰드그룹), 유안타증권 리서치센터

스몰캡



권명준

02 3770 5587
myoungchun.kwon@yuantakorea.com

투자 의견	Not Rated (M)
목표주가	- 원 (M)
현재주가 (9/2)	3,215원
상승여력	-

시가총액	2,917억원
총발행주식수	90,744,892주
60일 평균 거래대금	32억원
60일 평균 거래량	857,148주
52주 고/저	4,595원
외인지분율	2,555원
배당수익률	7.15%
주요주주	김호선 외 4 인 29.05%

주가수익률 (%)	1개월	3개월	12개월
절대	(2.7)	(25.6)	(20.8)
상대	(1.4)	(18.7)	(5.3)
절대 (달려환산)	(0.3)	(23.0)	(22.0)

삼성코퍼레이션(036620): 기대되는 4분기

- 라이선스 브랜드(스노우피크) 매출 지속 성장 ing
- TV방송을 통한 F/W 제품 광고효과 기대
현재 광고 모델 현빈, 용이한 접근성(170개가 넘는 오프라인 매장)
ASP가 높은 F/W 제품: 인기있는 경량패딩 + 헤비 아웃터 제품
- 해외 진출
대만 2023년 진출 & 중국 2024년 하반기 중에 진출 방향성 확인
일본, 스노우피크 매장내 10여개 진출 확정
- 매력적인 주주환원정책
3개년(24~26년) 주주환원정책: 당기순이익의 50% 이상의 재원
자사주 취득/소각 + 배당

Forecasts and Valuation (K-IFRS 개별)

(억원, 원, %, 배)

계산 (12월)	2021A	2022A	2023A	2024F
매출액	489	1,174	1,779	2,135
증가율	198.2	140.1	51.5	20.0
영업이익	12	162	322	363
영업이익률	2.5	13.8	18.1	17.0
지배주주귀속 순이익	3	151	242	320
지배주주 귀속 EPS	4	180	268	352
EPS증가율	-104.9	4,400.0	48.9	31.3
PER	382.1	9.8	12.1	9.1
PBR	3.9	3.1	3.8	2.7
EV/EBITDA	36.9	7.6	7.3	6.2
ROA	0.7	23.5	24.4	24.0
ROE	1.1	37.7	37.5	34.1

자료: 유안타증권 리서치센터

감성코퍼레이션 (036620) 추정재무제표 (K-IFRS 개별)

손익계산서 (단위: 억원)

결산 (12월)	2020A	2021A	2022A	2023A	2024F
매출액	164	489	1,174	1,779	2,135
매출원가	106	215	434	572	705
매출총이익	58	274	740	1,207	1,431
판매비	109	262	577	885	1,068
영업이익	-51	12	162	322	363
EBITDA	-41	29	189	370	391
영업외손익	1	-9	-7	-26	-19
외환관련손익	0	-1	1	-1	0
이자손익	-17	-14	-12	-6	1
관계기업관련손익	0	-1	0	0	0
기타	18	8	4	-20	-20
법인세비용차감전순이익	-50	3	156	296	344
법인세비용	0	0	5	54	25
계속사업순이익	-50	3	151	242	320
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	-50	3	151	242	320
지배지분순이익	-50	3	151	242	320
포괄순이익	-44	-3	144	238	315
지배지분포괄이익	-44	-3	144	238	315

주1. 조정영업이익은 매출총이익에서 판매비를 차감한 금액임 2. EBITDA는 조정영업이익 기준임

현금흐름표 (단위: 억원)

결산 (12월)	2020A	2021A	2022A	2023A	2024F
영업활동 현금흐름	-86	-11	0	267	286
당기순이익	-50	3	151	242	320
감가상각비	10	17	26	47	27
외환손익	0	0	-1	-1	0
종속, 관계기업관련손익	1	1	1	1	0
자산부채의 증감	-48	-41	-209	-100	-97
기타현금흐름	0	9	32	78	36
투자활동 현금흐름	71	32	-36	-48	-7
투자자산	-12	66	0	-14	-5
유형자산 증가 (CAPEX)	-25	-25	-30	-31	0
유형자산 감소	0	1	0	1	0
기타현금흐름	108	-10	-5	-4	-2
재무활동 현금흐름	-18	10	65	-39	-35
단기차입금	-67	-9	17	6	5
사채 및 장기차입금	-51	-18	21	-36	0
자본	117	55	67	31	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타현금흐름	-18	-19	-40	-40	-40
연결법위변동 등 기타	0	0	0	0	24
현금의 증감	-33	31	29	180	268
기초 현금	66	33	64	93	273
기말 현금	33	64	93	273	541
NOPLAT	-51	12	162	322	363
FCF	-111	-36	-30	236	286

자료: 유안타증권 주1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표 (단위: 억원)

결산 (12월)	2020A	2021A	2022A	2023A	2024F
유동자산	207	304	659	961	1,360
현금및현금성자산	33	64	93	273	541
매출채권 및 기타채권	35	83	181	223	268
재고자산	69	105	328	391	470
비유동자산	159	142	180	184	161
유형자산	33	43	58	65	38
관계기업등 지분관련자산	0	1	0	0	0
기타투자자산	76	44	34	38	43
자산총계	366	446	839	1,145	1,522
유동부채	108	123	216	309	359
매입채무 및 기타채무	11	46	139	137	164
단기차입금	5	0	17	0	0
유동성장기부채	4	7	20	21	21
비유동부채	22	32	114	57	68
장기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	40	0	0
부채총계	130	155	330	366	427
지배지분	236	291	509	779	1,095
자본금	346	391	448	453	453
자본잉여금	252	262	272	297	297
이익잉여금	-189	-184	-32	210	530
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	236	291	509	779	1,095
순차입금	9	-24	-20	-238	-505
총차입금	102	76	114	84	89

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)

결산 (12월)	2020A	2021A	2022A	2023A	2024F
EPS	-82	4	180	268	352
BPS	342	373	568	859	1,206
EBITDAPS	-67	39	226	410	430
SPS	269	666	1,404	1,973	2,353
DPS	0	0	0	0	0
PER	-9.5	382.1	9.8	12.1	9.1
PBR	2.3	3.9	3.1	3.8	2.7
EV/EBITDA	-11.8	36.9	7.6	7.3	6.2
PSR	2.9	2.2	1.3	1.6	1.4

재무비율 (단위: 배, %)

결산 (12월)	2020A	2021A	2022A	2023A	2024F
매출액 증가율 (%)	119.8	197.6	139.9	51.6	20.0
영업이익 증가율 (%)	적전	0.0	1,300.5	98.5	12.6
지배순이익 증가율 (%)	적지	0.0	5,260.3	60.3	32.2
매출총이익률 (%)	35.4	56.0	63.0	67.8	67.0
영업이익률 (%)	-31.2	2.4	13.8	18.1	17.0
지배순이익률 (%)	-30.5	0.6	12.8	13.6	15.0
EBITDA 마진 (%)	-24.8	5.9	16.1	20.8	18.3
ROIC	-39.4	5.7	46.7	55.1	62.4
ROA	-13.0	0.7	23.5	24.4	24.0
ROE	-24.2	1.1	37.7	37.5	34.1
부채비율 (%)	55.1	53.3	64.9	46.9	39.0
순차입금/자기자본 (%)	3.8	-8.2	-3.9	-30.5	-46.1
영업이익/금융비용 (배)	-2.6	0.6	10.8	28.5	36.9

스몰캡

권명준



02 3770 5587
myoungchun.kwon@yuantakorea.com

투자 의견	Not Rated (M)
목표주가	- 원 (M)
현재주가 (9/2)	58,600원
상승여력	-

시가총액	22,448억원
총발행주식수	38,307,075주
60일 평균 거래대금	122억원
60일 평균 거래량	191,011주
52주 고/저	119,000원
외인지분율	48,000원
배당수익률	12.33%
주요주주	F&F홀딩스 외 9 인 62.72%

주가수익률 (%)	1개월	3개월	12개월
절대	6.2	(12.5)	(43.2)
상대	6.0	(14.0)	(45.7)
절대 (달러환산)	8.8	(9.5)	(44.0)

F&F(383220): 이번은 디스커버리

- 주력 브랜드 MLB
2020년 중국 시장 진출 통한 실적 성장
중국 위주에서 중동/인도/동남아 등으로 무게중심 이동
- 주력 브랜드가 될 디스커버리
중국, 일본 및 동남아 등 아시아 주요국 라이선스 판권 획득
연내 중국 상해 1호점 시작으로 내년말까지 100개 매장 오픈 전략
- New 브랜드
듀베타카(패딩), 수프라(스트리트) 등도 중국내 매장 확대 전략 보유

Forecasts and Valuation (K-IFRS 개별)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2020A	2021A	2022A	2023A
매출액	-	10,892	18,089	19,785
증가율	-	-	66.1	9.4
영업이익	-	3,227	5,249	5,518
영업이익률	-	29.6	29.0	27.9
지배주주귀속 순이익	-	2,258	4,418	4,251
지배주주 귀속 EPS	-	8,852	11,532	11,096
EPS증가율	-	-	30.3	-3.8
PER	-	16.1	12.9	10.8
PBR	-	10.1	6.1	3.5
EV/EBITDA	-	16.3	9.7	7.4
ROA	-	19.8	32.6	23.8
ROE	-	41.7	60.4	38.4

자료: 유안타증권 리서치센터

F&F (383220) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

결산 (12월)	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A
매출액	-	-	10,892	18,089	19,785
매출원가	-	-	2,928	5,327	6,323
매출충이익	-	-	7,964	12,762	13,462
판매비	-	-	4,737	7,513	7,944
영업이익	-	-	3,227	5,249	5,518
EBITDA	-	-	3,510	6,052	6,257
영업외손익	-	-	-84	803	31
외환관련손익	-	-	42	-26	36
이자손익	-	-	-35	-83	-56
관계기업관련손익	-	-	-94	889	77
기타	-	-	4	23	-26
법인세비용차감전순이익	-	-	3,143	6,052	5,549
법인세비용	-	-	886	1,625	1,299
계속사업순이익	-	-	2,258	4,427	4,250
중단사업순이익	-	-	0	0	0
당기순이익	-	-	2,258	4,427	4,250
지배지분순이익	-	-	2,258	4,418	4,251
포괄순이익	-	-	2,271	4,386	4,243
지배지분포괄이익	-	-	2,271	4,377	4,264

주1. 조정영업이익은 매출충이익에서 판매비를 차감한 금액임 2. EBITDA는 조정영업이익 기준임

결산 (12월)	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A
영업활동 현금흐름	-	-	2,915	3,693	4,770
당기순이익	-	-	2,258	4,427	4,250
감가상각비	-	-	274	485	665
외환손익	-	-	-23	25	8
종속, 관계기업관련손익	-	-	94	-889	-77
자산부채의 증감	-	-	-390	-1,139	-131
기타현금흐름	-	-	702	784	55
투자활동 현금흐름	-	-	-5,675	-1,710	-1,003
투자자산	-	-	-5,713	-21	-89
유형자산 증가 (CAPEX)	-	-	-120	-179	-232
유형자산 감소	-	-	2	0	3
기타현금흐름	-	-	155	-1,510	-684
재무활동 현금흐름	-	-	1,584	-1,089	-1,308
단기차입금	-	-	2,414	-76	-1,474
사채 및 장기차입금	-	-	296	-26	1,460
자본	-	-	3,177	0	37
현금배당	-	-	0	-421	-610
기타현금흐름	-	-	-4,303	-566	-721
연결범위변동 등 기타	-	-	31	-19	0
현금의 증감	-	-	-1,145	874	2,459
기초 현금	-	-	1,291	146	1,020
기말 현금	-	-	146	1,020	3,479
NOPLAT	-	-	3,227	5,249	5,518
FCF	-	-	2,795	3,514	4,538

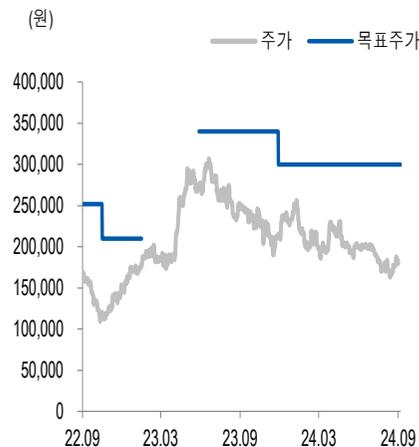
자료: 유안타증권 주1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

결산 (12월)	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A
유동자산	-	-	3,885	6,012	7,456
현금및현금성자산	-	-	146	1,020	2,200
매출채권 및 기타채권	-	-	1,184	1,606	1,485
재고자산	-	-	2,423	2,975	3,411
비유동자산	-	-	7,519	9,690	12,595
유형자산	-	-	715	772	1,352
관계기업등 지분관련자산	-	-	5,443	6,360	6,339
기타투자자산	-	-	187	87	202
자산총계	-	-	11,403	15,702	20,051
유동부채	-	-	5,637	5,759	4,869
매입채무 및 기타채무	-	-	1,878	1,920	2,483
단기차입금	-	-	2,106	1,950	307
유동성장기부채	-	-	0	0	0
비유동부채	-	-	354	511	2,005
장기차입금	-	-	0	3	3
사채	-	-	0	0	0
부채총계	-	-	5,991	6,270	6,874
자본지분	-	-	5,413	9,215	12,905
자본금	-	-	38	38	38
자본잉여금	-	-	3,139	3,139	3,175
이익잉여금	-	-	2,260	6,254	9,878
비지배지분	-	-	0	217	272
자본총계	-	-	5,413	9,432	13,177
순차입금	-	-	2,494	1,372	176
총차입금	-	-	2,709	2,607	2,594

결산 (12월)	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A
EPS	-	-	8,852	11,532	11,096
BPS	-	-	14,129	24,582	33,834
EBITDAPS	-	-	13,764	15,799	16,333
SPS	-	-	42,707	47,221	51,648
DPS	-	-	1,100	1,600	1,700
PER	-	-	16.1	12.9	10.8
PBR	-	-	10.1	6.1	3.5
EV/EBITDA	-	-	16.3	9.7	7.4
PSR	-	-	3.3	3.2	2.3

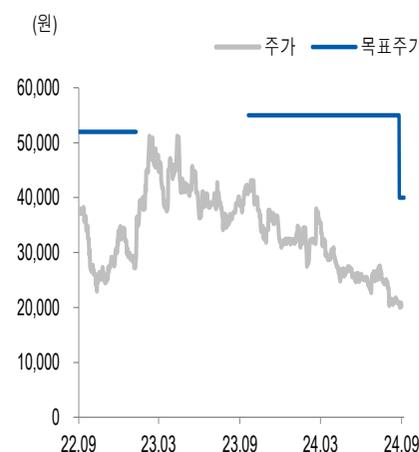
결산 (12월)	2020A	2021A	2022A	2023A	2024F
매출액 증가율 (%)	-	-	0.0	66.1	9.4
영업이익 증가율 (%)	-	-	0.0	62.7	5.1
지배순이익 증가율 (%)	-	-	0.0	95.7	-3.8
매출충이익률 (%)	-	-	73.1	70.6	68.0
영업이익률 (%)	-	-	29.6	29.0	27.9
지배순이익률 (%)	-	-	20.7	24.4	21.5
EBITDA 마진 (%)	-	-	32.2	33.5	31.6
ROIC	-	-	174.2	160.4	111.0
ROA	-	-	19.8	32.6	23.8
ROE	-	-	41.7	60.4	38.4
부채비율 (%)	-	-	110.7	66.5	52.2
순차입금/자기자본 (%)	-	-	46.1	14.9	1.4
영업이익/금융비용 (배)	-	-	68.1	50.1	47.8

하이브 (352820) 투자등급 및 목표주가 추이



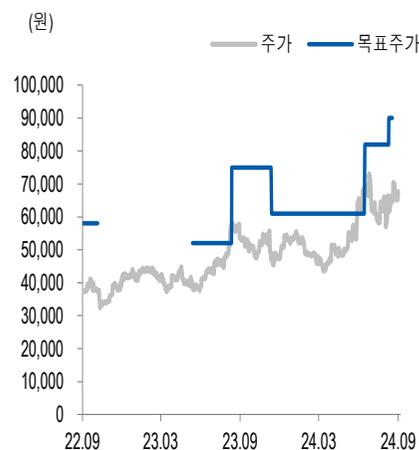
일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2024-09-03	BUY	300,000	1년		
2023-11-30	BUY	300,000	1년		
2023-05-30	BUY	340,000	1년	-26.92	-9.71
	담당자변경				
2022-10-18	BUY	210,000	1년	-29.79	-15.00
2022-07-01	BUY	252,000	1년	-37.11	-25.40

디어유 (376300) 투자등급 및 목표주가 추이



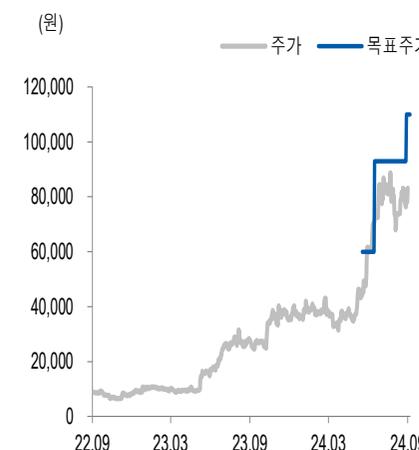
일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2024-09-03	BUY	40,000	1년		
2024-08-28	BUY	40,000	1년		
2023-09-21	BUY	55,000	1년	-45.78	-21.73
2023-07-21	Not Rated	-	1년		
	담당자변경				
2022-09-01	BUY	52,000	1년	-42.75	-26.44

한국콜마 (161890) 투자등급 및 목표주가 추이



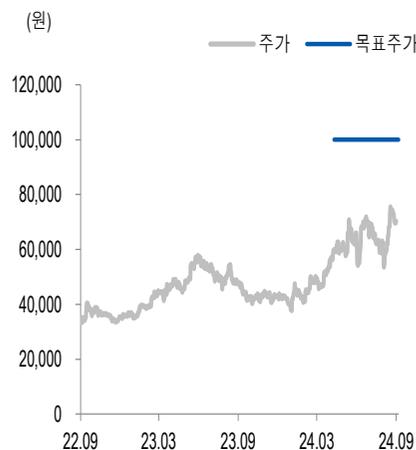
일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2024-09-03	BUY	90,000	1년		
2024-08-12	BUY	90,000	1년		
2024-06-17	BUY	82,000	1년	-22.44	-10.98
2023-11-14	BUY	61,000	1년	-16.18	12.13
2023-08-14	BUY	75,000	1년	-29.48	-22.67
2023-05-15	BUY	52,000	1년	-14.90	9.23
	담당자변경				
2021-11-16	BUY	58,000	1년	-30.30	-16.90

코스메카코리아 (241710) 투자등급 및 목표주가 추이



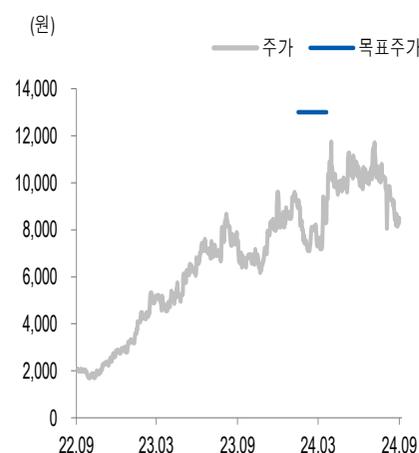
일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2024-09-03	BUY	110,000	1년		
2024-08-30	BUY	110,000	1년		
2024-06-17	BUY	93,000	1년	-15.10	-1.95
2024-05-20	BUY	60,000	1년	-4.87	-1.77
2024-04-22	Not Rated	-	1년		-16.19
	담당자변경				
2022-07-13	BUY	12,000	1년	-17.90	-3.83
2024-08-30	BUY	110,000	1년		
2024-06-17	BUY	93,000	1년	-15.10	-16.88

티앤엘 (340570) 투자등급 및 목표주가 추이



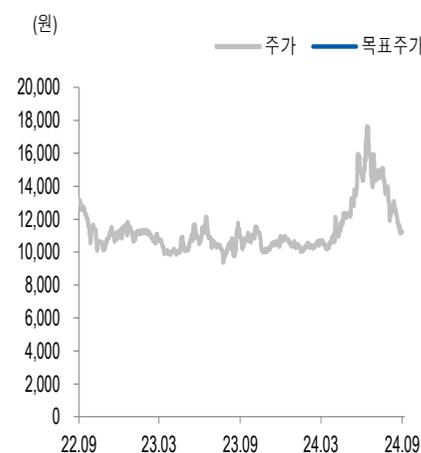
일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2024-09-03	BUY	100,000	1년		
2024-04-11	BUY	100,000	1년		

비올 (335890) 투자등급 및 목표주가 추이



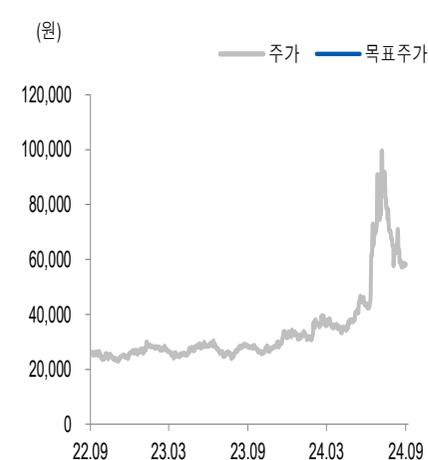
일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2024-09-03	BUY	13,000	1년		
2024-01-17	BUY	13,000	1년		
담당자 변경					
2024-01-04	1년 경과 이후		1년		
2023-01-04	Not Rated	-	1년		

풀무원 (017810) 투자등급 및 목표주가 추이



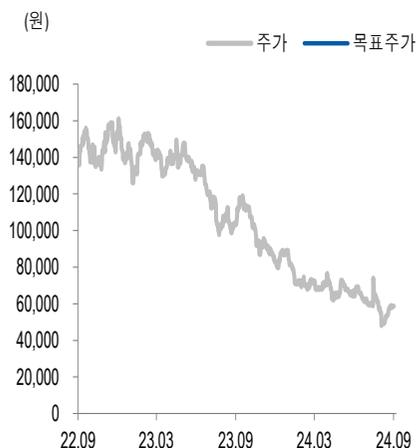
일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2024-09-03	Not Rated	-	1년		
2024-06-28	Not Rated	-	1년		
담당자 변경					
2021-10-20	Not Rated	-	1년		

사조대림 (003960) 투자등급 및 목표주가 추이



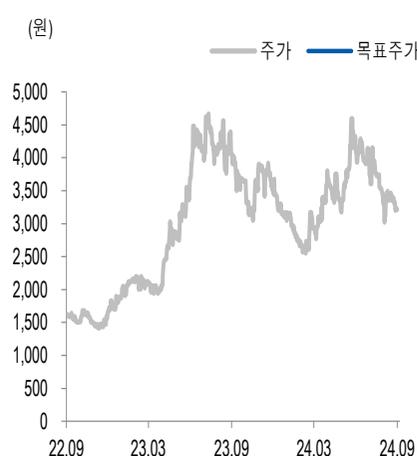
일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2024-09-03	Not Rated	-	1년		
2024-07-12	Not Rated	-	1년		

F&F (383220) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점 대비	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2024-09-03	Not Rated	-	1년		
2024-06-28	Not Rated	-	1년		

감성코퍼레이션 (036620) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점 대비	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2024-09-03	Not Rated	-	1년		
2024-07-12	Not Rated	-	1년		

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	Strong Buy	Buy	Hold	Sell	Total
비율	0.0%	86.4%	13.6%	0.0%	100.0%

주: 기준일 2024-09-02

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함.
(작성자: 권명준, 이승은, 이환욱, 손현정)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 6~12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 6~12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.

