

브이티(018290.KQ)

Q티? P리티? C큐리티? → 브이티!

1Q24 Review : 매출 1,018억(YoY+113%), 영업이익 240억원(YoY+3,766%)의 역대 최고 실적을 기록하며, “리들샷”의 성장성을 증명했다.

2Q24 Preview : 매출 1,053억(YoY+56%), 영업이익 236억원(YoY+101%)를 전망한다. 이는 일본 오프라인 입점 점포 수 증가와 한국에서의 매출 성장 덕이다. 리들샷이 주도하는 P,Q 성장과 C 감소는 25년까지 계속될 예정이며, 24년 신규 국가(미국/중국) 진출 성공에 따른 주가 Re-rating이 기대된다.

Investment Point 1. 이제 본게임, 미국 + 기타국가

스킨케어 수준이 높은 일본과 한국에서 인정받은 제품력을 바탕으로, 2H24부터 본격적인 미국/기타국가 Q 확보에 나선다. 3Q24부터는 유통사와 협업해 미국 시장을 공략할 예정이며, **23년 3억원에서 25년 418억원(YoY+207%)의 미국 매출 성장**이 기대된다. 4Q24에는 각국에서 존재하는 중국인 수요를 바탕으로 중국에 진출해, 23년 133억원에서 **25년 271억원(YoY+148%)의 중국 매출**을 달성할 전망이다. 기타국가(동남아/유럽)에서는 마케팅 본격화로 23년 37억원에서 **25년 166억원(YoY+107%)**로의 매출 성장을 보일 예정이다.

Investment Point 2. 일본과 한국이 증명한 제품력

일본과 한국에서의 고성장은 25년까지 계속될 예정이다. 일본에서는 1)리들샷 오프라인 점포 수 확장 2)유통사 인수에 힘입어 23년 1,251억원에서 **25년 2,171억원(YoY+31%)의 매출 성장**이 전망된다. 한국의 경우, 높은 P를 가진 상위 라인의 올리브영 입점과 새로운 매출처 공략으로 23년 210억원에서 **25년 1,446억원(YoY+40%)**으로 매출이 증가할 예정이다.

Investment Point 3. 이앤C 인수: C 어디까지 감소하는 거예요? \

리들샷 ODM 이앤씨 편입으로 1)화장품 중심의 안정적 생산라인 구축, 2)쇼티지 리스크 해소 3)원가관리(C) 효율화가 예상된다. 이에 따라, **24년 84억, 25년 129억의 원가 절감이 기대된다.**

Valuation : 가치 추정 기법으로 **Peer Historical PER**을 사용했다. 동사는 현재 중소형사와 대형사를 통틀어 가장 높은 해외 Q 성장 여력을 갖고 있기에, 현재 화장품 기업의 12fwd P/E로는 동사의 성장성을 온전히 평가할 수 없다. 따라서, 25년 Target PER로 **아모레퍼시픽의 14년 P/E 40.42배에 40%를 할인한 24.25배**를 제시한다. 따라서, **Bull case(큐브엔터 지분법수익 인식)** 목표가 60,000원, 상승여력 72.4%, **Base case** 목표가 58,000원, 상승여력 66.7%, **투자 의견 “STRONG BUY”** 제시한다.

Investment Fundamentals

(억원, 원 배)

FYE Dec	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E
매출액	2,268	2,402	2,955	3,980	5,055
영업이익	264	236	455	928	1,314
순이익	175	312	317	710	925
EPS	432	323	776	1,791	2,422
PER	16.5	16.25	21.03	29.17	24.25
OPM	11.64	9.83	15.39	22.99	25.99

투자의견 **STRONG BUY**목표주가 **58,000원(base)**현재주가(07.31) **34,800원**상승여력 **66.7%**

Stock Data

KOSPI(7/31)	2770.69
KOSDAQ	803.15
시가총액	1조 2,458억원
발행주식수(주)	35,798,007
52주 최고/최저(원)	40,000/9,070
외국인지분율(%)	9.79%
주요주주(%)	정철 외 1인 30.65%
	강승곤 5.44%
	자사주 0.85%
주가상승률(%)	1개월 15.05%
	6개월 111.89%
	12개월 321.84%

Stock Price



Team V(u)lT

팀장	이수정	kristal730611@gmail.com
	김형주	hyeongjukimm@gmail.com
	이주원	0319dl@naver.com
	전종은	alsdl2346@naver.com

CONTENTS

0. Intro	3
다이소 뷰티의 시작, 브이티 / IR Q&A	
1. 산업 분석	4
제 2의 화장품 전성기 : 미국, 인디브랜드	
2. 기업분석	6
기업소개, 제품소개, 비즈니스 모델 분석	
3. 투자포인트	9
본 게임 시작, 미국 Q 확장	
일본 · 한국 : P, Q 성장이 안 멈춰	
이앤C 인수 : C 어디까지 감소하는 거예요?↘	
Hidden point. 큐브 매출 어디가냐?	
4. 리스크	15
ONE IP / 중국 진출 둔화 / COPY 제품	
5. Estimate Logic	15
매출 추정 / 비용 추정	
6. Valuation	20
Peer Historical PER	

[자료 01] 브이티 주가 분석 (2023.01.01 ~ 2024.07.31)

(단위 : 원)



INTRO: K-뷰티 등용문의 중심에 서다.

대한민국 뷰티 브랜드의 등용문, “다이소”

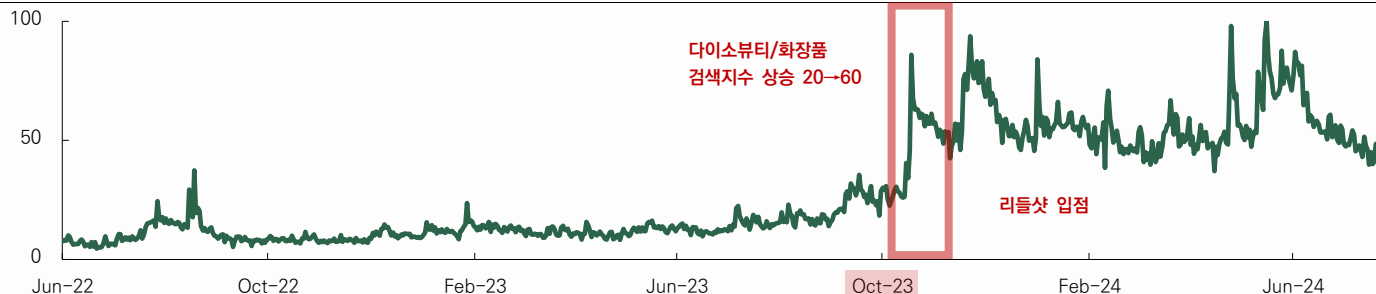
뒀다 하면 품질! 현재 대한민국 뷰티 트렌드를 이끄는 『다이소 화장품』은 인디브랜드 성장의 시발점이 되었다. 21년 4개 제품에서 시작된 다이소 화장품은 3년만에 77배 성장했고, 현재 310여개의 화장품이 판매 중이다. 다이소발 화장품은 내국인 뿐만 아니라, 외국인의 소비심리도 사로잡았다. 다이소가 외국인 ‘관광 필수 코스’에 포함된 덕이다. 1Q24 국내 다이소 해외카드 매출은 YoY+76% 증가했는데, 매출 비중 1위는 단연컨대 ‘화장품’이었다. 관광객의 다이소 화장품 수요 증가는 해당 브랜드의 해외 진출 발판이 되어준다.

그 중심엔 다이소 유니콘, “브이티”

다이소 화장품 대란의 시작에는 『리들샷』이 있다. 1Q24 다이소 화장품 중 ‘스킨케어 제품’ 매출액은 YoY+200% 상승했는데, 이는 “리들샷” 덕이다. ①리들샷 출시 이후 4개월간, 다이소의 기초화장품 매출액은 YoY+165% 증가했고, ②‘다이소 화장품’ · ‘다이소 뷰티’ 네이버 검색지수는 리들샷 출시 이전 20 → 이후 60으로 3배 이상 급등했다.[자료02] ③리들샷 출시 2주만에 품귀 현상이 발생해, “다이소 오픈런”이라는 단어가 생겼다. 이러한 인기는 국내에서 멈추지 않고 해외까지 이어졌다. 외국인들의 ‘필수 코스’인 다이소와 올리브영에서 리들샷이 주목받기 시작한 것이다. ④외국인 고객 비중이 가장 높은 다이소 명동역점 매출 1위는 “리들샷”이며, 다이소에서 시작된 나비효과는 올리브영 입점과 해외 Q 확장으로 이어졌다. **중요한 건, 리들샷의 성장은 아직 끝나지 않았다**는 것이다.

때문에, 본 리서치팀은 해당 리포트에서 **동사가 가진 성장성을 정량적으로 증명**해내고자 한다.

[자료 02] 다이소 화장품/다이소 뷰티 네이버 검색어 지수



출처 : 네이버 트렌드, Team V(윌)

본 리서치팀에서 브이티 IR 문의를 통해 확인한 내용은 다음과 같으며, 다음 내용을 전제로 리포트를 전개하였다.

- Q1. 일본 3대 편의점 입점 상태 : 세븐일레븐(22년 6월), 패밀리마트(23년 10월) 로손(24년 3월) 입점 상태
- Q2. 로손 14,000점 입점 계약에서 현재 입점률 : 로손 약 12,700여점 입점 완료 (2Q24 기준)
- Q3. 일본 리들샷 오프라인 입점 매장 수 8,959(2Q24)에 편의점 포함 여부 : 편의점 제외, 8,959점 리들샷입점 (2Q24)
- Q4. 일본 기타 채널 입점 진행 사항 : 세븐일레븐 4Q24까지 확대 예정, 패밀리마트 2Q24 재입점 예정
브이티 자체 브랜드 입점, 2Q24까지 약 18,000점 입점 확정 즉, 기타 채널 입점 확대 예정
- Q5. 다이소 홍대입구, 종로점 리들샷은 계속 품절 상태 → 공급량이 적은 이유 : 마케팅 전략의 일부
- Q6. 미국 모크라 대비 여부 : 판매 중인 제품 모크라 등록 완료, 신규 제품 발생 시 계속 진행 중 → 이슈 사항 없음
- Q7. 라미네이팅 사업부 매각 진행 상황 : 화장품과 엔터 산업에 집중 예정 → 라미네이팅 관련 이슈 현재 없음
- Q8. 중국 위생허가 확정은 3Q24, 4Q24 중 예상 : 위생허가 신청 완료, 위생허가 없어도 매출 나올 수 있는 상황이라 판단
다만 기존 벤더와 협의할 부분 존재 → 협의 후 진출 예정 및 매출 발생 예상

1. 산업분석

현재 **화장품은 두 번째 Big-Cycle**을 맞이했다. 화장품 산업 성장의 중심에는 1)해외 수출 2)인디브랜드 유행이 있으며, 위 두가지를 충족한 기업이 상반기 주식 시장을 이끌었다. 본 리서치팀은 화장품 산업의 성장은 이제 시작이며, 실적이 숫자로 가시화될 화장품 기업이 하반기 주식 시장을 주도할 것이라 판단했다. 따라서, **Up-Cycle 초입에 해당하는 화장품 산업**에 대해 분석하고자 한다.

1) 미국이 이끄는 제2의 화장품 전성기

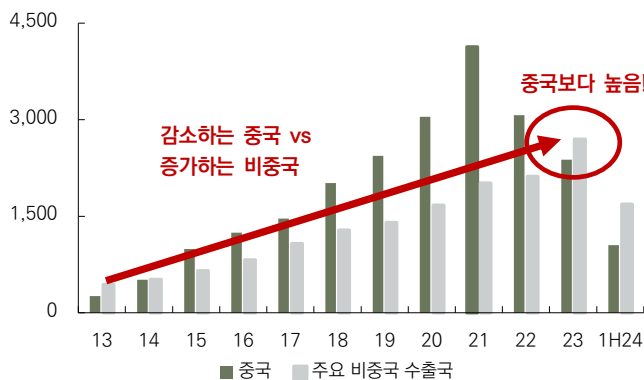
14-16년, 중국이 한국 화장품 전성기를 이끌었다면, 현재는 **미국(글로벌 화장품 규모 1위)이 한국 화장품 전성기**를 이끌고 있다. 13년 드라마 '별에서 온 그대'가 흥행하며, 중국에서 K-뷰티 유행이 시작됐다. 그러나, 사드 보복과 코로나, 귀차오(国潮, 애국소비) 등으로 중국 내 한국 제품 입지는 하락했고, 한국 화장품 산업 성장 둔화로 이어졌다. 이후, 새로운 수출처를 찾던 화장품 기업들은 비중국(미국, 일본, 유럽 등) 공략에 나섰고, 미국과 일본 공략에 성공했다. 덕분에 1H24 역대 최고의 화장품 수출액(48억 1712만 달러)을 기록할 수 있었다.[자료03] 한국 화장품 시장의 성장을 이끄는 비중국 시장의 화장품 시장 규모는 약 300조로, 기존의 주요 매출처였던 중국보다 3배 클 뿐만 아니라 변동성 리스크가 적다. 현재 일본에서의 한국 화장품 침투율은 36.5%, 미국은 16.5%로, 성장 례 또한 남아있다.[자료04] 이제 **과거 중국향 화장품 전성기보다 더 큰 규모의 UP-CYCLE이 시작될 예정**이다.

화장품 시장의 성장

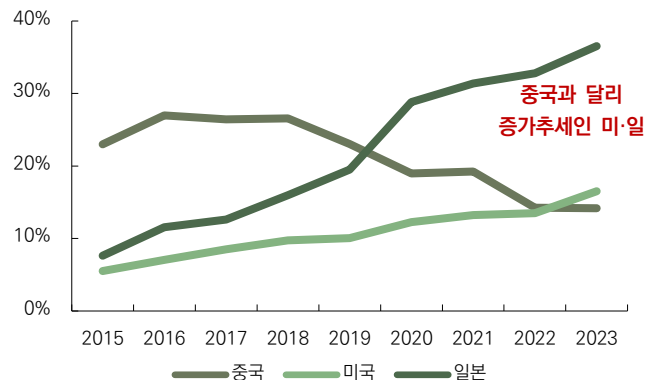
- ⇒ 과거 : 중국이 주도
- ⇒ 현재 : 미국이 주도

[자료 03] 한국 화장품 수출액

(단위 : 백만달러)



[자료 04] 미국, 중국, 일본에서의 한국 화장품 침투율 (단위 : %)



출처 : TRASS, Team V(유통) *주요 비중국 수출국은 미국, 일본, 베트남, 대만, 태국, 싱가포르, 인도네시아, 필리핀

출처 : KITA, Team V(유통)

2) K-뷰티 성장의 주역 : SNS와 유통업체

미국이 이끄는 두 번째 K-뷰티의 전성기는 1) SNS와 2) 유통업체 발달이 있었기에 가능했다.

K-뷰티 전성기

- ① SNS의 발달
- ② 유통업체의 발달

특히, 틱톡 · 인스타그램 인플루언서들의 콘텐츠 게시(“한국 스킨케어 루틴”, “한국 화장품 리뷰”)가 K-뷰티 성장을 이끌었다. 틱톡에 등록된 “K-뷰티” 관련 게시물은 23년 대비 270% 증가했고, 이에 영향을 받은 1Q24 화장품 수출액은 YoY+21.7%로 상승했다. 또한, 미국 선크림 1위 브랜드 ‘조선크림’은 해외 틱톡커(팔로워 91만명) 영상 등장 이후 입소문을 타, 21년 30억 → 22년 400억의 매출 성장을 이룰 수 있었다. 과거 내수 위주의 TV, 오디오 광고에 주력했던 것과 달리, 이제는 글로벌 소비자들을 겨냥한 SNS 인플루언서 마케팅이 진행 중이다. 이처럼, 다양한 브랜드들이 **틱톡과 같은 SNS를 통해 글로벌 영향력을 확대시키고 있으며, 다양한 국가로 수출을 진행하고 있다.**

과거, 원브랜드샵(중소형사) 중저가화장품은 제한된 유통채널로 인해 해외 진출에 어려움을 겪었다. 하지만, 실리콘투(화장품 유통사)를 통한 해외 시장 공략이 용이해지며, 대형사뿐 아니라 중소기업사들의 해외 화장품 매출 성장이 시작되었다. 실리콘투는 K-뷰티 제품을 자사 플랫폼(Stylekorean.com)을 통해 전세계 180국에 판매한다. **실리콘투가 한국 화장품 불모지였던 미국/유럽 시장 공략에 성공한 이후로, 한국 기업들의 미국/유럽 진출이 용이해졌고, 화장품 산업은 제2의 전성기를 맞이할 수 있었다.**

글로벌 뷰티 트렌드

- ① 인디브랜드
- ② 스킨케어

미국 고금리

⇒ 인디브랜드 수요 ↑

스킨케어 관심 증가

⇒ K-Skincare 수요 ↑

중국 경기 둔화

⇒ 인디브랜드 수요 ↑

일본 화장품 트렌드

⇒ 가성비 & K-Skincare

제2 전성기 주도 기업

⇒ 중소 브랜드사

3) 글로벌적 화장품 트렌드 ⇒ “인디브랜드” + “스킨케어”

화장품 산업의 성장에 있어 가장 중요한 것은 “수출 실적”이다. 이에, **주요 수출국인 미국/중국/일본에서의 화장품 트렌드와 한국 브랜드의 성장 여력**을 살펴보고자 한다. 본 리서치팀에서 조사한 바에 따르면, 미/중/일에서는 공통적으로 ①‘인디브랜드’가 화장품 산업 성장을 이끌고 있으며, 그 중에서도 ②‘스킨케어’가 주목받고 있다.

(1) 화장품 전성기의 중심 미국 : 대세는 인디브랜드 & K-Skincare !

① **가성비 소비 열풍** : Landing Tree에 따르면, 62%의 미국 소비자들은 화장품 구매 시 “가성(23년 기준)”을 우선적으로 고려한다. 이는 고물가, 고금리 지속에 따른 “**소비 여력 감소**” 때문이다. 실제, 평균 10달러(13,000원) 내외의 가성비 브랜드 ‘ELF Beauty’의 실적은 1Q23 2,596억 → 1Q24 4,451억(YoY+71%)으로 고성장을 했지만, 고가 화장품 브랜드 ‘에스티로더’의 실적은 1Q23 5.2조 → 1Q24 5.4조(YoY+5%)로 성장세가 둔화됐다. 이처럼, **미국 화장품 트렌드는 “중저가 인디브랜드”로 전환 추세다.**

② **스킨케어 열풍** : 대한화장품산업연구원에 따르면, 22년 미국 클린뷰티 시장은 YoY+10% 성장했고, <블랙프라이데이>, <사이버 먼데이> 행사에서 “스킨케어” 제품이 화장품 TOP 5 중 80%를 차지했다. 이를 통해 미국에서 “스킨케어”가 주목받고 있음을 알 수 있다. 그러나, 기존 미국 기업은 색조에 집중해왔기에, 스킨케어 제품 경쟁력이 떨어진다. 이러한 상황 속, **K-Skincare가 미국 공략에 성공했다.** 1)“K-Skincare”의 미국 구글 트렌드 검색량은 4Q22 30 → 2Q24 90으로 증가했고[자료05], 2)대표적인 스킨케어 인디브랜드 3사(조선킨미너, COSRX, 아누아)의 매출도 22년 3,104억 → 23년 7,658억(YoY+147%)으로 성장했다. 즉, 미국 스킨케어 성장에 맞춰 K-Skincare도 성장 중이다. 아직 K-뷰티의 미국 침투율은 1.9%(23년 기준) 수준이기에, **추가적인 K-Skincare 성장이 가능하다.**

(2) 중국 : 중저가 스킨케어의 유행

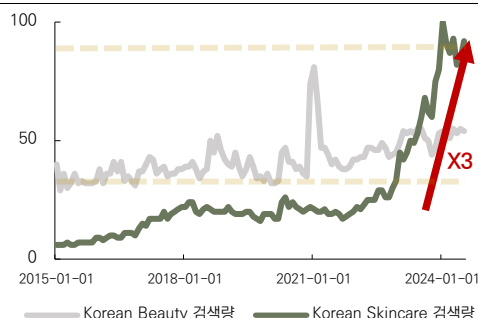
23년 초까지 고가의 ‘프레스티지 브랜드’가 화장품 시장을 이끌었지만, 최근 **중저가 인디브랜드가 시장 성장을 견인** 중이다. 이는 부동산발 금융 불안과 경기 둔화의 영향으로 보인다. 실제, 지난 23년 11월 개최된 중국 최대 행사 ‘왕싱이(双十一)’에서 가성비 브랜드 ‘프로아(珀莱雅)’가 ‘에스티로더’, ‘랑콤’ 등의 고가 브랜드를 꺾고, 스킨 부문 매출 1위를 차지했다.[자료06] 색조 화장품도 같은 상황이다. **가성비 브랜드 ‘차이팅(彩棠)’이 22년 1위였던 고가 브랜드 ‘화시즈(花西子)’를 꺾고, 색조 부문 1위를 차지했다.** 이처럼, 경기 둔화의 영향을 받은 **중국 화장품 시장의 트렌드도 “인디브랜드”로 전환되고 있음을 알 수 있다.**

(3) 일본 : 가성비 소비와 K-스킨케어

일본 화장품 시장의 트렌드는 ①“**쁘티프라**”(プチプラ, 가성비 소비)와 ②**스킨케어**다. 과거, 샤넬·랑콤 등 유럽발 럭셔리 화장품이 일본 시장을 지배했지만, 현재는 로앤·브이타·클리오 등 한국발 ①**인디브랜드가 일본 화장품 시장을 주도하는 추세다.** 실제 22년, 일본의 한국 화장품 수입 비중은 25.4%를 달성하며, 30년째 수입 규모 1위를 지키던 프랑스를 꺾고 **일본 내 수입국 1위를 차지했다.** 또, K-뷰티 시장 규모는 19년 51억엔에서 → 23년 313억엔까지 확대됐는데, 그 중에서도 ②**K-스킨케어가 5년만에 10배 이상 성장했다.**[자료07] 이는 “쁘티프라” 영향을 받은 일본 MZ세대들이 일본브랜드 대비 ASP가 10~20% 낮은 한국 제품을 구매하기 때문이다. 이를 통해 일본 내 “**쁘티프라(가성비)**” 열풍과 K-스킨케어의 인기를 확인했고, 향후 일본에서의 한국 화장품 성장을 기대할 수 있다.

글로벌적 인디브랜드 열풍으로 화장품 전성기 주도 국가(미국)뿐 아니라, **주도 기업에도 변화가 생겼다.** 과거 대형사가 화장품 산업의 성장을 이끌었던 것과 달리, 현재는 **중소 브랜드사가 화장품 산업의 성장을 이끌고 있다.**

[자료 05] 미국 K-Skincare 구글 트렌드 지수

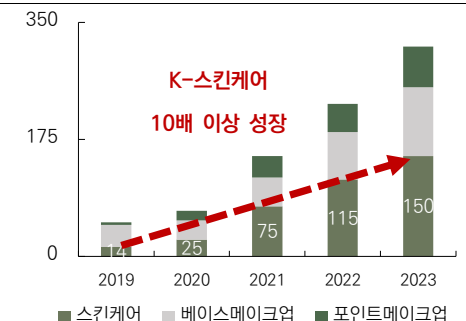


[자료 06] 중국 왕싱이 매출

순위	2021	2022	2023		
			브랜드	매출액	증감률
1	에스티로더	로레알	프로아	20.51	▲46.1
2	로레알	에스티로더	로레알	16.17	▼41.6
3	랑콤	랑콤	랑콤	13.71	▼22.7

(단위: 억위안,%)

[자료 07] 일본 K-뷰티 유형별 규모 (단위: 억엔)



4) 화장품 TOP PICK : 브이티

TOP PICK : 브이티

화장품 산업의 흐름을 종합하면, 1)“미국/중국/일본”향 **수출 실적**이 기대되고, 2)“스킨케어” 제품력을 가진 3)“인디브랜드”에 주목해야 한다. 상장된 4개의 대표 인디브랜드(클리오, 아이패밀리에스씨, 브이티, 마녀공장) 중, **해당 조건을 모두 충족시키는 기업은 브이티가 유일하다.** 따라서, 본 팀은 **화장품 TOP PICK으로 브이티**를 제시한다.

① 미국 수출
→ 동사 성장성 1위

① **미국** : 1Q24 기준, 4사 중 동사의 미국 매출이 가장 적다.[자료08] 그러나, 매출과 연동된 ‘구글 트렌드’ 지표의 성장세는 가장 크며[자료09], **24년 7월 1일~22일 아마존US에서 가장 많은 주력 제품을 판매했다.** 각 기업의 주력 제품 판매량은 [리들샷 11천개, 페리페라 잉크틴트 8천개, 구달 비타세럼 8천개, 롬앤 쥬씨레스팅틴트 4천개, 마녀공장 클렌저 5천개]이다. 이를 통해 미국 시장에서 **압도적 매출 성장세를 보여줄 기업은 브이티**임을 알 수 있다.

② 중국 수출
→ 동사 성장 여력 1위

② **중국** : 기저효과로 인해 4사의 중국 매출액은 1Q24 기준 모두 상승하였다. 클리오, 아이패밀리에스씨, 마녀공장은 주력 제품의 중국 시장 진출이 완료된 상태다. 반면, 동사는 4Q24 주력 제품 “리들샷”의 중국 진출을 앞두고 있으며, “리들샷” 진출과 동시에 인플루언서 마케팅을 활용해 적극적으로 중국 시장을 공략할 예정임을 밝혔다. 중국 성장 둔화가 예상되는 3사와 달리, **동사만이 리들샷 진출에 따른 큰 폭의 중국 매출 성장**이 기대된다.

③ 일본 수출
→ 브이티 기대감 1위

③ **일본** : 1Q24 일본 매출은, 클리오 YoY+16% 마녀공장 YoY+3% **브이티 YoY+80%** 아이패밀리에스씨 YoY+66%의 성장을 보였다. 1Q24 일본에서의 성장성은 동사가 압도적이었으며, **오프라인 입점 확대**를 통한 성장 여력도 남아있다. 반면, 아이패밀리에스씨는 일본 성장 둔화가 시작되었으며, 마녀공장은 온라인 채널 부진이 발목을 잡고 있다. 때문에, **일본 시장에서 성장성과 실적 기대감은 동사가 가장 높다**고 할 수 있다.

④ 스킨케어 제품력
→ 유일한 마이크로니들

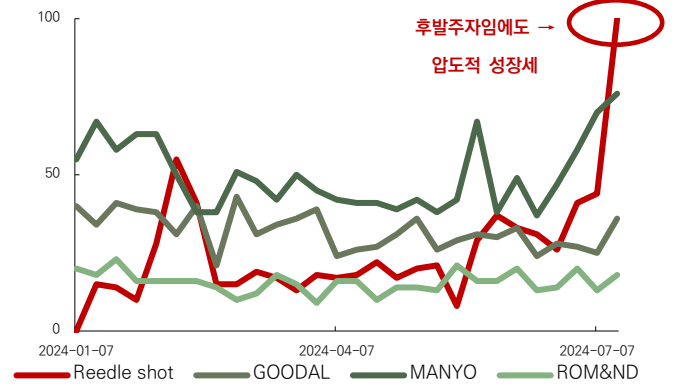
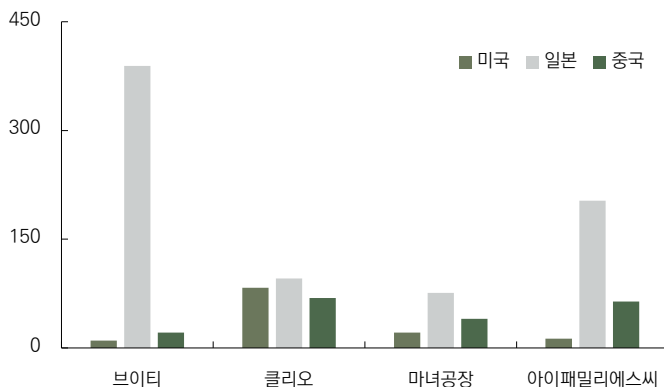
④ **스킨케어 기술력**: 스킨케어 브랜드로는 브이티·클리오(구달)·마녀공장이 있다. 타사와 달리, 동사는 독자적 기술력을 활용해 초기 시장인 “마이크로니들 스킨케어” 시장을 개척했고, **글로벌적 경쟁력**을 갖는 것에 성공했다. 마이크로니들 기술을 활용한 스킨케어는 국내에서 동사가 유일하며, 실적 증가는 높은 수요를 증명한다.(2-2 후술)

추가적으로, 동사는 ODM 기업 “이앤씨” 인수를 통해 화장품 밸류체인 수직계열화를 완성했다. 이러한 행보는 **인디브랜드사 중에서도 동사가 유일하며**, 생산 안정화 구축은 Q 확보 측면에서의 돋보여 경쟁력으로 작용한다.

[자료 08] 1Q24 중소형 4사 국가별 매출액

(단위 : 십억원)

[자료 09] 인디브랜드 4사의 미국 구글트렌드 지수



출처 : 각 사, Team V(윌)T

출처 : 구글트렌드, Team V(윌)T

2. 기업분석

1) 기업개요

사업부별 매출비중(1Q24)

- ① 화장품 62%
- ② 엔터 29%
- ③ 기타 9%

동사는 화장품 · 라미네이팅 기계 · 음반 · 음원을 제조 및 판매하는 회사로, 1986년 11월 15일 법인전환형태로 설립되어 1994년 9월 7일 KOSDAQ 시장에 상장했다. 과거에는 라미네이팅 중심의 사업을 진행하였는데, 현재는 **화장품** 위주로 사업을 전개하고 있다. 돋보여 화장품 브랜드 “VT코스메틱”을 통해 K-뷰티 시장의 유행을 이끌고 있으며, **제품 라인업 확장 및 판매망 확대**를 진행 중이다. 자체생산라인 구축도 완료했으며, 특히 “리들샷”이라는 제품 중심으로 1)일본 오프라인 입점 확대, 2)국내 유통채널 다각화, 3)아마존US 매출 확보 등에 힘쓰고 있다.

2) 제품소개

주력 제품은 1)시카와 2)리들샷이다. 모든 제품은 직접 제조한 독자 성분인 '시카 히알론(보습)'에서 출발한다.

(1) 시카의 확장판, 리들샷

글로벌적으로 주목받고 있는 “기능성 스킨케어”의 경쟁력은 **유효성분의 피부 전달력**에 있다. 그 중에서도 마이크로 니들(MTS)의 미세바늘이 피부장벽을 투과해 진피 내부로 유효성분을 전달해준다. 동사의 ‘리들샷’은 마이크로니들 기술을 활용한 **돌보적 스킨케어**로, **글로벌적 경쟁력**을 갖는다. 특히 리들샷에 함유된 ‘시카리들’은 기존 주력제품인 시카와 동일한 성분이 감압돼 있어 스킨케어의 흡수를 돕는 동시에, 시카의 유효성분을 피부로 전달한다.

(2) 리들샷 유니버스 : 사실은 VT 유니버스

마이크로니들 기술을 활용한 동사의 스킨케어 “리들샷”은 기존 MTS 시술 대비 경제적이고 편리하다. 리들샷에 함유된 약 15 μ m 크기의 미세바늘은 일반적인 미세바늘(100~1,000 μ m) 대비 소형이다. 즉, 피부 자극 등에서 상대적으로 자유로워 제품에 대한 소비자 허들이 낮다. 또한, **‘시장에서 인정받은 시카의 제품력 + 리들샷만의 차별화’**는 동사가 시카 라인부터 구축한 파생상품에 대한 매력을 높인다. ‘시카라인 → 리들샷 라인 → 파생상품’으로 이어지는 동사의 ‘**락인전략**’은 완성됐다. 개별 소비자의 기호를 고려한 제품 다각화(100샷/300샷/프로/비타라인)는 소비자의 제품 적응도와 충성도를 높였다. 충성도를 바탕으로 구축한 **VT 유니버스는 돌보적 경쟁력**을 갖는다.

[자료 10] 리들샷(마이크로니들)의 원리



출처: VT코스메틱, Team V(ul)T

[자료 11] 리들샷 유니버스



출처: Team V(ul)T

3) 비즈니스 모델

동사의 매출액과 영업이익은 3년간 증가해왔고, 1Q24에는 매출 1,018억원(YoY+113%), 영업이익 240억원(YoY+3,766%)을 달성하며 최대 실적을 기록했다. 이는 화장품 사업부에서 이뤄지고 있는 P, Q 확장 덕이다. 추가적으로, 화장품 사업부 경쟁력 강화를 위해 ODM기업인 “이앤씨”를 인수해 화장품 밸류체인 강화와 C 절감에 나섰다. 이에 따라, 본 리서치팀에서는 동사 매출의 핵심인 **화장품 사업부 위주로 비즈니스 모델을 분석**하고자 한다.

(1) 화장품 부문 : 1Q24 매출 비중 62.3% → 2025E 92%

동사는 화장품 Value Chain 중에 “ODM”, “브랜드”사업을 영위하고 있으며, 화장품 부문 BM은 “**생산 → 유통 → 판매**”로 구성된다. 화장품 사업부 매출은 1Q24 651억원(YoY+149%)으로 증가하여, 동사의 매출 성장을 이끌었다.

① **개발 - 생산** : 지난 7월 21일 리들샷과 수딩 마스크팩을 생산하는 ODM 기업 ‘이앤씨’를 자회사로 편입했다. 제품 개발 및 생산을 담당하는 ODM은 “**계약-발주-생산-납기-대금회수**”의 과정으로 매출을 인식한다.

가. **개발** : 고객 의뢰와 동시에 컨셉 기획이 이뤄지며, 제형 개발 → 샘플 진행 후 생산 단계로 넘어간다.

나. **발주/생산/납기** : 고객사(브랜드사) 발주와 함께 이뤄지며, 고객 수요에 대응하기 위한 납기 준수가 중요하다.

다. **대금 회수** : 거래처에 직접 판매 후 현금 또는 수금 형태로 매출을 인식한다.

VT : 동사의 핵심라인인 ‘리들샷’과 ‘수딩마스크’를 이앤씨에서 전량 생산한다. 22년 VT향 매출은 219억원(YoY+46%)로, 전체 매출의 56%이다. 다이소에 납품되는 스틱 파우치형 리들샷과 그 외 채널에 납품되는 기초 화장품(리들샷, 수딩라인)을 개발 - 생산 - 납품한다.

화장품 사업부

⇒ 25E 비중 92%

매출액 및 영업이익
(단위 : 십억원)



VT외 매출 : 약 46개의 고객사를 통해 매출을 인식한다. 22년 기타 고객사 합산 매출은 175억원(YoY+46%)으로, 전체 매출의 44%를 차지한다. 주 고객사로선 동국제약, 토니모리, 미샤, 아누아, 코스맥스, 한국콜마 등이 있다. ODM뿐 아니라, OEM도 함께 영위하고 있기에, 다양한 고객사를 통한 매출 확대를 기대할 수 있다.

[자료 12] 이앤씨 주요 제품

스틱 파우치형	블리스터형	시트 마스크형	기초화장품
			

출처 : IR, Team V(ul)T

② 유통 - 판매 : 각각의 국내외 유통채널을 통해 소비자에게 화장품을 판매해 수익을 창출한다.

미국/일본/국내
⇒ 높은 성장성

일본 (화장품 매출의 61%) : 1Q24 온라인 매출 비중 46%, 오프라인 54%다. 주 유통채널은 VT큐브JP(20.8%), 큐텐(11.3%), 이사(10.7%)로, 오프라인 매출은 전부 VT큐브JP으로 인식한다. 1Q24 일본 드럭스토어 입점률은 75%, 편의점 입점률은 52%로 약 4.3만개의 일본 점포에서 제품을 판매 중이다. 온라인의 경우, 큐텐·라쿠텐·아마존 등 일본 1~3위 이커머스에서 제품을 판매한다. 향후 오프라인 Q 확장에 따른 매출 성장이 기대된다.

국내 (화장품 매출의 33%) : 올리브영과 다이소의 매출 비중이 49%다. 올리브영 1,350개 매장, 다이소 1,519개 매장에서 제품을 판매해 매출을 인식한다. 1Q24 올리브영 매출은 57억(YoY+29%), 다이소는 48억(YoY+25%)로 성장했다. 다이소 품귀현상이 지속되고 있다는 점과, 올리브영 ASP 상승으로 인한 매출 성장이 기대된다.

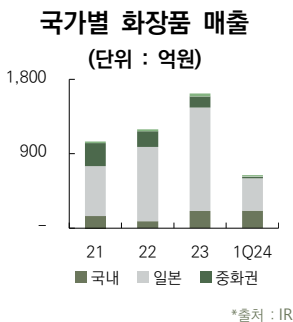
미국 (화장품 매출의 1%) : 4Q24 진출한 미국 1위 이커머스 아마존향 매출이 93%다. 지난 7월 아마존US 블랙프라이 행사에서 세럼 부문 “전체 랭킹 3위”를 차지하며 높은 성장성을 보여주었다. ASP도 한국보다 1.3배 높다.

③ 매출 인식 : 당사는 국내외 유통채널에서 각기 다른 방식으로 매출을 인식한다.

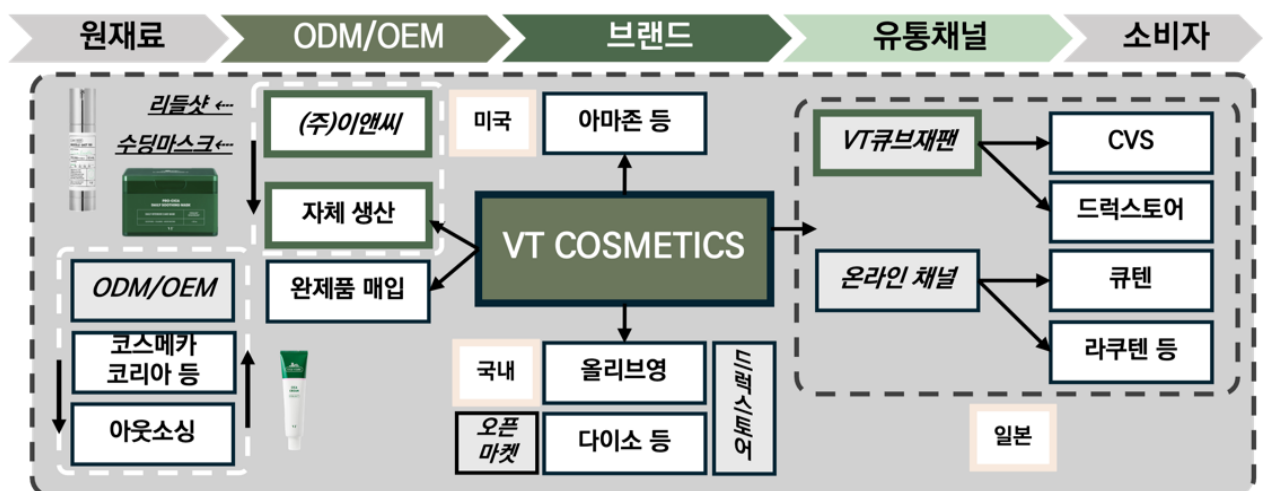
일본 : 온라인 채널은, 소비자사로 매출 인식하며 판매 수수료 및 판촉비용은 동사가 부담한다. 오프라인 채널은, 채널 공급가를 인식하며 기타 제반비용은 벤더사에서 부담하기에 온라인 대비 마진율이 높다.

국내 : 국내는, 크게 직접판매(공식몰, 공식매장)와 벤더를 통한 간접판매(올리브영, 다이소, 약국 등)로 나뉜다. 직접판매는 일본과 동일하게 소비자가를 인식하며, 제반비용을 부담한다. 간접판매는 채널 공급가로 인식하며, 벤더 플랫폼의 경우 입점 수수료가 존재한다. 공급가 기준 수수료는 통상 올리브영 40%, 다이소 60% 수준이다.

미국 : 아마존US에서는 Seller로써, 플랫폼에서 직접 판매한다. 美 아마존 물류센터에 제품을 입고시키면, 아마존은 판매/배송/CS만 담당하고, 동사가 이용 수수료를 지불한다. 기타 제반비용(항공운임 등)은 동사가 부담하기에 벤더(유통망) 대 마진율이 낮다. 그러나, 3Q24 실리콘투(벤더)와의 협업으로 마진율 개선이 기대된다.



[자료 13] 화장품 사업부 BM



출처 : IR, Team V(ul)T

3. 투자포인트

Investment Point 1. 본 게임 시작, 미국 Q 확장

미국 화장품 시장

⇒ 글로벌 1위,
964억 달러 규모

동사는 전 세계에서 스킨케어 수준이 가장 높은 일본과 한국에서 제품력을 인정받았으며, 이를 바탕으로, 3Q24부터 미국 Q 확장에 돌입한다. 본 리서치팀에서는 '리들샷'의 성공적인 미국 진출로 인한 주가 Re-rating이 이뤄질 것이라 판단했으며, 미국과 중국·유럽·동남아에서의 리들샷 성장성에 주목하고자 한다.

1-1) 미국 성공 확률 99.9%, 지금이 막차입니다.

3Q24부터 한국 대비 ASP가 약 1.3배 높은 미국 시장 공략이 본격적으로 시작된다. 본 리서치팀에서는 동사의 성공적인 미국 진출로 **24E 136억원, 25E 418억원(YoY+207%)의 매출 달성을 전망**한다. 이는 1)미국의 마이크로니들 수요 증가, 2)아마존US에서 확인되는 리들샷 수요, 3)실리콘투와의 협업으로 미국 침투가 용이해짐에 기인한다.

(1) 미국에서 확인되는 '마이크로니들' 뷰티 제품 수요

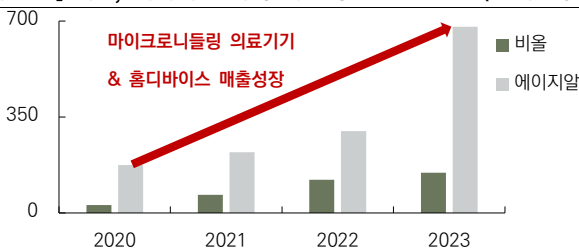
'리들샷'의 미국 성공 가능성은 높다. 이는 ①미국 마이크로니들 시장의 성장, ②새로운 카테고리인 마이크로니들 스킨케어 시장 개척, ③기존 제품 대비 10배 낮은 P에 기인한다. ①미국에서 증가 중인 '마이크로니들링' 뷰티 제품 수요(Q)는 '비율'(피부과 시술 - 실뎀X), '에이지알'(홈 디바이스 - 에어샷)의 미국 매출 증가로 증명된다[자료14]. ②'마이크로니들' 제품에 우호적인 미국 환경은, 새로운 카테고리인 '리들샷'(스킨케어)의 침투를 용이하게 만들 것이다[자료 15]. 특히, ③비율의 '실뎀X' 1회 시술 P는 30~40만원, 에이지알의 '에어샷' 기기 P는 25~30만원이지만, 동사의 '리들샷'은 실뎀X·에어샷과 유사한 효과를 제공함에도 약 10배 저렴한 3~4만원(1달 사용)이라는 점에 주목해야 한다. 해당 요인을 기반으로, '리들샷'은 유의미한 고객 수 확보와 미국 매출 창출이 가능할 전망이다.

미국 성공 Point 1

⇒ 비율·에이지알로
'마이크로니들' 수요 확인

[자료 14] 비율, 에이지알 미국 매출액

(단위: 억원)



출처: 비율, 에이지알, 브이티, Team V(J)T

[자료 15] 실뎀X, 에어샷, 리들샷 비교

(단위: 억원)

	실뎀X	에어샷	리들샷
시술 방식	마이크로니들링 방식		
제품 사진			
가격	30~40 만원	25~35 만원	3~4 만원
형태	피부과 방문 시술	홈디바이스	스킨케어

출처: 비율, 에이지알, Team V(J)T

(2) 아마존US로 '리들샷' 실제 수요 확인 완료

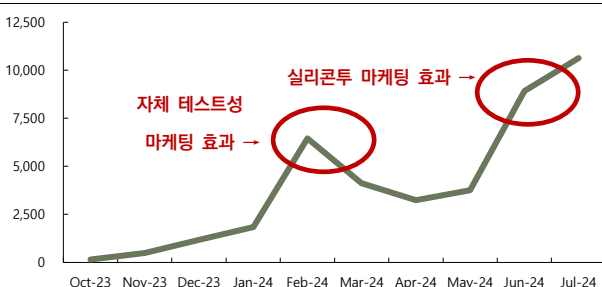
전술한 미국 '마이크로니들' 수요를 바탕으로, 리들샷은 4Q23 아마존US에 입점했다. 2월에는 인플루언서 마케팅을 시행했고, 1Q24 10억의 매출을 달성했다. 매 분기 약 230억의 매출을 창출해왔던 일본에서, 리들샷 진출 당시 (2Q24) 리들샷 매출은 35억이었다. 일본과 달리 ZERO-Base인 미국에서 10억이라는 매출을 창출한 점은 괄목할 만하다. 지난 7월 17~18일에 진행된 아마존 최대 행사 <Prime Day>에서 리들샷100은 **전체 세럼 부문 "3위"**를 차지하였고, 폭발적 수요로 인해 "품절" 상태를 보였다. 여기서 주목할 건, 리들샷은 할인폭이 컸던 타 브랜드와 달리, 한국과 비슷한 가격(\$18.16)으로 3위에 랭크했다는 점이다. 이를 통해, 리들샷의 화제성을 알 수 있다. 3Q24 본격 화될 미국 진출은 **아마존US에서 확인한 실수요를 바탕으로 진행되기에, 성공 가능성이 높다고** 판단된다.

미국 성공 Point 2

⇒ 아마존US로
'리들샷' 실수요 확인

[자료 16] 아마존US 리들샷100 판매량

(단위: 개)



출처: viral-launch, Team V(J)T *viral-launch의 정확도는 88.4%, 7월은 22일까지 집계

[자료 17] 7/17 아마존 Best Sellers Facial Serums 한국 브랜드 (단위: 위)

순위	제품명	브랜드사
1	COSRX Snail Mucin 96% Power Repairing Essence	COSRX
3	VT COSMETICS CICA Reedle Shot 100	브이티
4	COSRX 6X Peptide Collagen Booster Toner Serum	COSRX
6	Mixsoon Bean Essence	파켓
7	ANUA Niacinamide 10% + TXA 4% Serum	더파운더즈
8	Beauty of Joseon Glow Serum Propolis	구다이글로벌

출처: 아마존US, Team V(J)T

미국 성공 Point 3 ⇒ 유통회사 '실리콘투'와의 협업

(3) 미국 성장의 돌파구 실리콘투 : 미국 매출 24E 136억 → 25E 418억(YoY+207%)

실리콘투는 조선미녀, COSRX, 아누아 등 국내 브랜드를 미국에서 성공시킨 유통업체로, 조선미녀 → COSRX → 아누아 순서로 매출 성장이 이뤄졌다. 실리콘투는 매출 성장을 위해 NEXT 브랜드를 발굴해야 하며, 본 팀이 예상한 브랜드는 '브이티'다. **3Q24부터 본격화될 실리콘투와 협력으로 4Q24 77억원, 25E 418억의 매출 성장이 기대되는** 데, 이는 1)실리콘투와 이해관계 일치, 2)실리콘투의 홍보 시작 3)조선미녀와 유사한 제품 판매량에 기인한다.

① **초기시장 선점** : 실리콘투는 초기 시장 선점을 중요시하는 회사다. 실제, 실리콘투는 <조선미녀>와 협업해 미국 '초기 스킨케어', '초기 선크림' 시장을 선점했고, 1Q24 YoY+297%의 영업이익 성장을 이뤘다. 조선미녀 성공 후, 한국 화장품 브랜드의 미국 진출이 시작됐고, 현재 남아있는 초기 시장은 '마이크로니들' 시장 뿐이다. 실리콘투는 마이크로니들 스킨케어 시장 선점을 위해 동사와 협업해 1Q24 영업이익 성장세를 재실현하고자 할 것이다.

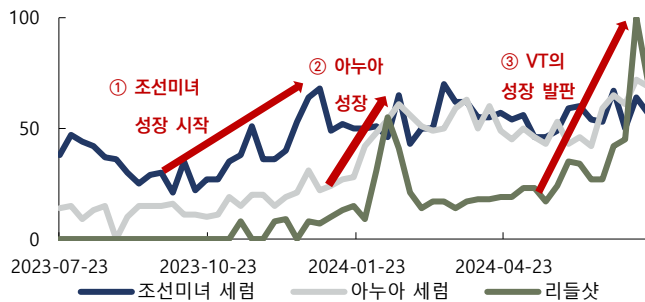
실리콘투의 리들샷 홍보

- ① 공식 인스타
- ② 공식 홈페이지

② **리들샷 홍보 시작**[자료19] : 실리콘투는 특정 브랜드 '밀어주기'를 시작할 때, 1)인스타(@stylekorean_global)에 해당 브랜드의 단독 피드를 게시한다. ▲1Q23 0개 → 2Q23 19개의 라운드랩 단독 피드 게시 후 라운드랩 매출은 22년 4.5억 → 23년 81.5억으로 성장했고, ▲1Q23 0개 → 2Q23 8개의 아누아 단독 피드 게시 후 아누아 매출은 22년 0.004억 → 23년 100.3억으로 성장했다. 이외에도, 매분기 5개 이상의 단독 피드가 올라오는 브랜드(헤미쉬, 스킨천사, 토보코, 믹순, 조선미녀)는 실리콘투 내 유의미한 매출을 차지하는 브랜드로 성장했다.

즉, 단독 피드 게시는 실리콘투의 협업 의지다. 실제, **24년 6월 7개의 리들샷 단독 피드 게시 후, 전월 대비 2배 이상의 리들샷이 판매되었다**[자료16]. 피드 게시 후, 리들샷은 조선미녀, 아누아 세럼과 유사한 미국 구글 트렌드 지수를 보이는 중이며, 트렌드 지수 성장은 해당 회사의 매출 성장으로 이어져왔다. 때문에, 리들샷의 트렌드 지수 성장은 매출 성장에 대한 예고라 할 수 있고,[자료18]. 조선미녀, 아누아 수준의 매출 발생이 기대된다.

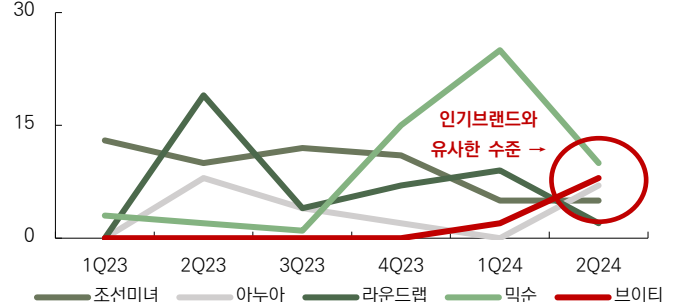
[자료 18] 미국 구글 트렌드 지수



출처 : 구글트렌드, Team V(ul)T

[자료 19] 인스타그램 단독 피드 수

(단위 : 개)



출처 : 실리콘투 공식 인스타(@stylekorean_global), Team V(ul)T

미국 성공 시그널

- ① 아마존US 3위, 품질
- ② 구글 트렌드 지수 성장
- ③ 인스타 피드 증가
- ④ 리들샷 콜라보 완판

추가로, 실리콘투는 공식 홈페이지(stylekorean.com) 메인에 리들샷을 노출했다. 조선미녀, 아누아 등 핵심 브랜드만 게시되는 메인에, 리들샷이 게시된 점에 주목해야 한다. 또한, 실리콘투는 지난 7월 26일 즈음, 150만 미국 뷰티 유튜버 James Welsh와 리들샷 세트를 런칭했으며, 하루만에 완판시켰다. 이로써, 실리콘투가 새로운 매출 처로 결정한 NEXT 브랜드가 '브이티'라는 것과 미국에서의 높은 리들샷 수요를 확인할 수 있다

아마존US 3위 달성과 리들샷 품질, 구글 트렌드 지수의 성장, 리들샷 홍보 본격화, 리들샷 콜라보 세트 완판 등 미국 성공 시그널을 확인했다. 미국 성공은 3Q24 실적으로 증명될 것이며, 주가는 Re-rating될 예정이다.

③ **제품 판매량 유사** : 아마존US 진출 초기인 3Q22~4Q22, 조선미녀 '광채 프로폴리스 세럼'과 1Q24~2Q24 '리들샷100' 판매량은 1만개~1.7만개 & 1.1만개~1.6만개로 근사하다[자료20]. 또한, ①, ②에서 전술했듯 조선미녀와 동사는 유사한 시장 상황(초기시장)과 홍보 추이(단독 게시물 수), 구글 트렌드 지수를 보인다. 따라서, 본 팀은 '같은 카테고리'인 조선미녀 광채 프로폴리스 세럼 2Q23~4Q24 Q를 사용해 4Q24~4Q25 리들샷100의 Q를 추정하는 것이 적합하다 판단했다. **24년 약 15.6만개, 25년 약 42만개의 미국 리들샷100 수요 발생**을 전망한다.

리들샷 100 Q
= 조선미녀 광채 세럼 Q

[자료 20] 조선미녀/브이티 세럼 아마존US판매량

(단위 : 천개)

	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24
광채 프로폴리스 세럼	10	17	38	54	51	53	76	69
	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E
리들샷 100	11	16	38	54	51	53	76	69

출처 : viral-launch, Team V(ul)T *viral-launch의 정확도는 88.4%

1-2) 미국 받고, 중국 따블로 가!

중국 화장품 시장

⇒ 글로벌 2위,
711억 달러 규모

중국 성공 Point

⇒ 확인된 중국인 Q
분기 기준 43,600개

한국 화장품사의 중국 실적 부진에도, 글로벌 2위 규모의 중국 화장품 시장을 포기할 수 없다. 또한, 중국 검색엔진 점유율 1위인 '바이두' 지수 분석 결과, 중국에서의 VT(동사)에 대한 꾸준한 관심도를 확인했다. [자료21]. 이에, 본 리서치팀은 4Q24 성공적인 중국 시장 진출로 **25E 271억원(YoY+148%) 매출 성장을 전망**한다. 해당 성장세는 1) 타오바오 리들샷 P가 한국 대비 1.25배 높다는 점, 2)이미 중국인들의 리들샷 수요가 발생 중임에 기인한다.

확인된 중국인 수요: 본 팀에서는 **4Q24 중국 진출 시 최소 43,600개의 리들샷 판매가 가능하다고 판단했으며, 4Q24 17억원의 리들샷 매출 발생을 전망**한다. 이는 IR 통화에서 확인된 중국인 수요(①,②,③)에 기반한다.[자료22]

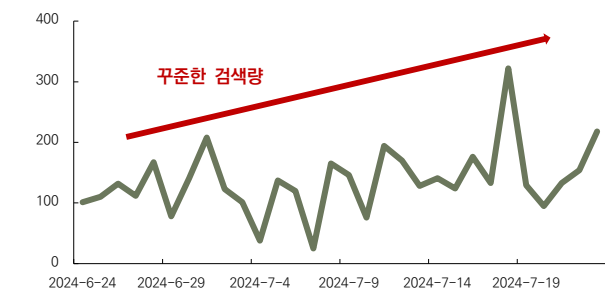
- ① 중국 5위 e-커머스 타오바오(淘宝) 글로벌에서 리들샷 초기 물량 10,000개가 약 1달만에 완판되었다.
- ② 24년 3월 1달간 발생한 일본 돈키호테 리들샷 매출의 중국인 비중은 "50% 이상"이다. → **약 3,100개로 추정**
- ③ 1Q24 한국 면세점 리들샷 매출 중 중국인 비중이 "대부분(70%로 가정)"이다. → **약 4,300개로 추정**

[자료 21] VT(화장품) 바이두지수

(단위 : 개)

[자료 22] 중국인 수요(Q) 확인 과정

(단위 : 억, 원, 개)



출처: 바이두, Team V(이)T

일본 돈키호테	1Q24	(단위)	한국 면세점	1Q24	(단위)
총 매출	-	-	총 매출	2.0	(억)
리들샷 매출	31	(백만원)	리들샷 매출	1.6	(억)
중국인 리들샷 매출 E	16	(백만원)	중국인 리들샷 매출 E	1.1	(억)
돈키호테 P	5,000	(원)	면세점 P	26,000	(원)
돈키호테 Q	3,128	(개)	면세점 Q	4,308	(개)

출처: IR, 각사, Team V(이)T 자체추정

1-3) 유럽 & 동남아까지? 브이티에 'All in' 하세요.

유럽/동남아 매출은 "기타 국가"로 인식된다. 본 리서치팀은 **24년 80억(YoY+117%), 25년 166억(YoY+107%)의 기타 국가 매출 성장**을 전망한다. 이는 1)2Q25 아마존 유럽 진출 예상, 2)동남아 리들샷 수요 증가세에 기반한다.

① **유럽** : KOTRA에 따르면, 아마존 유럽의 상품 유형과 소비성향은 아마존US와 유사하다. 실제, 조선클리너는 4Q22 아마존US 선크림 1위 달성 후, 7개월 만에 유럽 23개국과 독점 계약(실리콘투형)을 맺었다. 지난 6월 아마존 유럽 (독일/프랑스/이탈리아/스페인/영국)에서 판매된 '프로폴리스 세럼'의 판매량은 동기간 아마존US 판매량의 21%다. 때문에, 본 팀은 **조선클리너의 유럽 진출 시기 & US 대비 판매량을 사용해 동사 아마존 유럽 매출을 추정**하였다. 이에, **2Q25 '리들샷'의 아마존 유럽 진출을 예상, 25년 48억원의 아마존 유럽 매출 발생을 전망**한다.

② **동남아** : 동남아 4개국(싱가포르, 말레이시아, 대만, 태국)의 리들샷 ASP는 한국 대비 1.25배 높다. 또, 동남아 최대 e-Commerce '쇼피(Shopee)'에서 리들샷 판매량은 **24년 1월 1.8천개(싱가포르, 대만, 말레이시아) → 24년 7월 28.3천개(싱가포르, 대만, 말레이시아, 태국)로 6개월만에 15배 증가**했다. 동남아에서 별도의 마케팅이 없었음에도, 해당 성장세를 기록한 점은 괄목할 만하다. 향후, 마케팅 본격화에 따른 동남아 매출 성장이 기대된다.

유럽 성공 Point

⇒ 2Q25 아마존 유럽 진출

동남아 리들샷 Q 증가세

⇒ 1월 1.8천개
7월 28.3천개

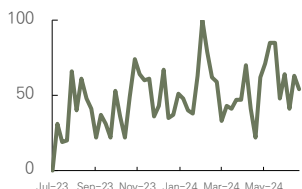
Investment Point 2. 일본 · 한국 : P, Q 성장이 안 멈춰

1Q24 기준 매출의 38%를 차지하는 일본과, 21%를 차지하는 한국에서의 매출 성장은 24, 25년에도 이어질 예정이다. **일본과 한국에서 '리들샷 피크아웃' 우려가 존재하지만, 본 리서치팀에서는 리들샷 피크아웃을 논하기에는 이르다고 판단**했다. 따라서, 투자 포인트2에서는 **일본과 한국에서의 Q & ASP 상승 여력**에 대해 서술하고자 한다.

2-1) 일본, 피크아웃 아닙니다.

1Q24 기준 일본 매출은 389억원(YoY+80%)으로 증가했으며, 일본 방문자수 1위 검색 엔진 구글 트렌드에서 "리들샷100" 관심도는 증가 추세를 보이는 중이다(왼쪽 그래프). 해당 수치는 일본에서의 리들샷 수요가 견조함을 증명한다. **본 리서치팀은 24년 1,658억원(YoY+33%), 25년 2,171억원(YoY+31%)의 일본 매출 발생**을 예상하는데, 이는 1)일본 내 '리들샷' 취급 매장 증가, 2)수당라인을 필두로 한 오프라인 채널 확장에 기인한다.

리들샷100 구글트렌드 in 일본



*출처 : 구글트렌드

(1) 일본에 '리들샷' 추가요 → '리들샷' Q 확장구간**리들샷 입점률**

- 1) 드렉스토어 41%,
2) CVS 0%
⇒ 확장 여력 大

동사는 4Q23 일본 주력 제품을 '수딩 라인'에서 '리들샷'으로 변경했고, 본격적인 리들샷 취급 매장 확보에 나섰다. 이에 1Q24 일본 리들샷 매출은 일본 매출의 46%인 180억원(QoQ+35%)을 달성하며, **리들샷 품목의 매출 감소세(QoQ-11%)에 대비되는 건조한 수요를 보였다.** 2Q24 기준, **리들샷의 드렉스토어(총 2만점) 입점률은 41%로, 추가 Q 성장 여력이 남아있다.** 또한, 일본 3대 편의점(총 5만점)에 '수딩 라인'은 입점 상태지만, '리들샷'은 입점조차 안된 상태다. 동사는 1)4Q24까지 2만점 이상의 점포에 리들샷을 입점시킬 것이라는 계획을 발표했고, 2)기진출 채널(드렉스토어+CVS)의 리들샷 취급 매장 확장을 계획 중이다. 실제 **리들샷 취급 매장은 1Q24 5,232점 → 2Q24 8,959점(QoQ+71%)으로 증가했고, 24년에는 1.4만점 · 25년에는 3.4만점까지 확장될 예정이다.**[자료23] **본 리서치팀이 추정하 바에 따르면, 전체 오프라인 점포의 입점률이 1%씩 증가할 때마다 6.4억의 매출 증가가 발생한다.** 이에 따라, 일본 오프라인 리들샷 매출도 24E 536억, 25E 1,108억(YoY+106%)으로 성장할 전망이다.

[자료 23] 일본 리들샷 입점 점포 수/ 입점률

(단위 : 억원, 개, %)

	4Q23	1Q24	2Q24E	3Q24E	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	단위	비고
리들샷 오프라인 매출액	52	97	129	136	174	219	238	303	348	(억원)	
마츠키요 입점수 E	2,000	2,000	2,453	2,896	3,353	3,810	3,810	3,810	3,810	(점)	10 월 입점
입점률(%)	52%	52%	64%	76%	88%	100%	100%	100%	100%	(%)	
돈키호테 입점수 E		17	51	81	163	173	182	192	201	(점)	3 월 입점
입점률(%)		3%	10%	17%	33%	35%	37%	39%	41%	(%)	
기타 드렉스토어 입점수 E	2,000	3,215	6,456	6,827	7,197	7,568	7,938	8,309	11,558	(점)	3Q23 입점
입점률(%)	11%	18%	36%	38%	40%	43%	45%	47%	65%	(%)	
CVS(편의점) 입점수 E					3,804	7,607	9,950	17,038	18,645	(점)	4Q24 입점
입점률(%)					0%	14%	19%	32%	39%	(%)	
TOTAL 오프라인 입점수 E	4,000	5,232	8,959	9,804	14,517	19,158	21,881	29,349	34,214	(점)	
전체 오프라인 입점률(%)	5%	7%	12%	13%	19%	26%	29%	39%	46%	(%)	

출처 : IR, Team V(윌)T 자체추정

(2) 24년, '수딩 라인'의 오프라인 Q 확장

- 확실한 Q 확대**
⇒ 1H24 : 미진출 채널
⇒ 2H24 : 기진출 채널

동사는 기존 주력 제품인 '수딩 라인'을 필두로 ①미진출 오프라인 채널 입점, ②기진출 오프라인 채널 확장을 진행 중이다. '수딩 라인'은 ①1Q24 돈키호테 492점 중 450점에 신규 입점했고, 2Q24 로손 12,700점에 입점했다(계약은 14,000점). 또한, 2Q24 패밀리마트 11,000점에 재입점을 시작했다. 편의점은 일본 오프라인 유통의 23%를 차지하는 채널만큼 편의점 입점을 통한 Q 확장이 기대된다. 추가로, 2H24부터 진행될 ②마츠키요 등의 기진출 채널 점포수 확장으로 '수딩 라인'의 선제적 Q 성장도 기대된다. 1Q24에는 감소했던 **'비리들샷' 제품의 일본 매출도 점포 확장에 힘입어 25E 997억(YoY+3%)으로 증가할 것이며, 향후 리들샷 취급 매장 확보를 용이하게 할 것이다.**

(3) VT큐브재팬 지분 인수 → 오프라인 Q 성장 가속화↑

- 유통사 100% 인수**
⇒ 시장 지배력 상승
⇒ 점포 입점 용이

동사는 종속회사 VT큐브재팬(일본 화장품 유통)의 지분 20.02% 보유 중이다. 3Q24에는 큐브엔터가 보유한 79.98%의 지분을 인수를 통해, 지분 100%를 확보할 예정이다. 이에, **일본 오프라인 Q 침투 가속화가 실현될 예정이다.** 실제 '클리오'는 24년 4월 일본 화장품 유통사 '두원'과 수입 대행사 '키와미'를 100% 인수했고, 이후 일본 입점 점포 수가 2.3배(15,000점→35,000점)로 증가했다. 이처럼, 유통사 인수 시 현지 화장품 시장에 접근성과 용이성이 증가하며, **수월한 오프라인 입점 계약이 가능해진다.** 따라서, 유통사 지분 100% 확보로 동사가 계획중인 리들샷 취급 매장 수 증가(2Q24 0.8만점 → 24년 1.4만점 → 25년 3.4만점)의 달성 확률을 높여줄 것이다.

2-2) 한국도 피크아웃 아닙니다.

- 한국 화장품 시장**
⇒ 글로벌 9위,
118억 달러 규모

리들샷의 3Q23 국내 다이소/올리브영에 입점 이후 국내 매출은 1Q23 18억 →1Q24 214억(YoY+1,089%)까지 성장했다. 4Q23 시작된 리들샷 품귀현상은 아직도 진행 중이며, **24년 1,034억(YoY+392%), 25년 1,446억(YoY+40%)의 국내 매출 성장**이 전망된다. 이는 1)믹스 개선으로 인한 리들샷 ASP 상승, 2)유통채널 확대(Q 상승)에 기인한다.

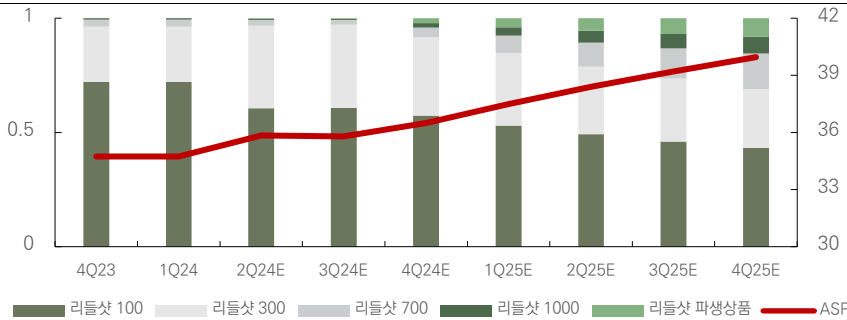
(1) 믹스 개선으로 인한 리들샷 ASP 상승**리들샷 ASP 상승 예상**

- 1) 4Q23 34,700원
- 2) 24년 35,700원
- 3) 25년 38,800원

본 팀에서 추정한 국내 리들샷 매출은 국내 매출의 **66%(4Q23)**, **76%(1Q24)**이다. 이를 통해 리들샷 매출 증가가 동사 성장으로 이어짐을 알 수 있다. IR에 따르면 4Q24부터 올리브영에 동사의 브랜드 매대가 형성될 예정이며, P가 높음[자료25] 상위 모델 입점에 따라 **올리브영 리들샷 ASP는 24년 35,700원(YoY+3%), 25년 38,800원(YoY+9%)으로 상승할** 전망이다.[자료24] 총 1,350개의 올리브영 매장 중 리들샷300이 입점한 점포는 503점, 리들샷700이 입점한 점포는 4점 뿐이다(1Q24). 3Q24 브랜드 매대 형성으로 1,350개의 매장에 '리들샷 상위모델' 이 입점될 예정이고, 상위모델(700샷, 1000샷, 파생상품) 매출 비중은 1Q24 4% → 1Q25 15%까지 확대될 전망이다. 이에, 국내 올리브영 매출도 24년 281억(YoY+1803%) 25년 451억(YoY+61%)으로 성장할 것이다.

[자료 24] 상위모델 매출 비중 증가에 따른 ASP 상승

(단위: %, 천원)

[자료 25] 모델 별 P

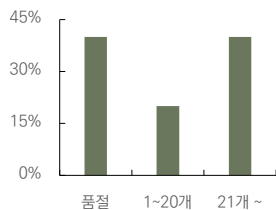
제품명	P	(단위)
시카라인	22	(천원)
리들샷 100	32	(천원)
리들샷 300	43	(천원)
리들샷 700	58	(천원)
리들샷 1000	63	(천원)
비타 리들샷	48	(천원)

출처: 브이티, Team V(UMT) 자체추정 *추정논리는 후술

출처: 브이티, Team V(UMT) *상위모델로 갈수록 P 상승

ASP 상승에도, 상위라인에 대한 수요는 증가할 것이다. 이는 국내 마이크로니들 뷰티 제품 수요가 견조하기 때문이다. 국내 마이크로니들 기기의 매출 증가세(비율 국내 매출 23년 48억(YoY+22%), 에이지알 국내 매출 23년 2,161억(YoY+79%))는 견조한 국내 마이크로니들 수요를 증명한다. 마이크로니들 제품과 유사한 효과를 제공하는 **리들샷 상위라인(700샷/1000샷)은 해당 기기보다 약 5배 싸기에**, 견조한 국내 마이크로니들 수요를 기반으로 '리들샷 상위라인'은 유의미한 고객을 확보할 수 있을 것으로 보인다.

올리브영에서 확인한 리들샷 ASP 상승은 국내 타 유통채널 뿐 아니라, 일본 · 미국 · 중국 등의 해외에서도 적용될 예정이다. 1Q24 기준 일본 오프라인 점포 입점률은 7% 수준이지만, 4Q25에는 46%의 입점률 달성이 기대된다. 이후 상위 모델로의 SKU 확대로, 올리브영에서 확인한 것과 같은 리들샷 ASP 상승을 기대할 수 있다.

다이소 리들샷 재고 현황 (단위: %)

*출처: 다이소

(2) 국내에서의 리들샷 Q 성장

신규 고객의 비중이 높은 다이소에서 리들샷 품귀현상은 8개월째 진행 중이다. 리들샷은 서울 내 주요 매장 30점 중, 40%의 매장에서 '품절' 상태, 20%의 매장에서 '재고 20개 이하' 상태를 보인다(24/07/23). 또한, 아직까지 인당 2개의 구매 제한을 유지 중이다. 견조한 수요를 바탕으로, 이제 '홈쇼핑'이라는 새로운 매출처를 공략할 예정이다. 2Q24부터 시작될 CJ온스타일·GS홈쇼핑과의 협업으로, **24E 87억원, 25년 116억원(YoY+33%)의 홈쇼핑 매출**이 기대된다. 이는 1)CJ온스타일과 진행된 4번의 방송에서 16,000세트의 물량을 완판한 점 2)연간 5회의 홈쇼핑 방송이 진행된다는 점에 기인한다. 리들샷 제품에 대한 견고한 고객층과 매출처 다변화는 국내 매출 성장을 견인할 것이다.

Q 확장: 국내 홈쇼핑 진출**Investment Point 3. C 어디까지 내려가는 거예요?↘****ISSUE CHECK: 수직계열화까지 이뤄낸 VT, 이런 식이면 성공밖에 못 해.**

지난 7월 22일, 동사는 리들샷을 생산하는 ODM업체 "이앤씨"를 연결 자회사(지분 50% 취득)로 편입했다. 주력 제품인 "리들샷"의 "자체생산" 시작으로, 1)화장품 중심의 안정적 생산라인 구축, 2)소티지 리스크 해소 3)원가관리(C) 효율화가 기대된다. 이에 따라, **24년 84억, 25년 129억의 원가가 절감될** 예정이다.

안정적 생산라인: 화장품 대형사의 주력 제품은 자체설비를 통해 생산된다(ex. 아모레퍼시픽-설화수, LG생활건강-후). 이는 핵심 제품라인의 1)브랜드 가치를 높이고 2)기술 보안을 강화하기 위함이다. 때문에, 동사가 ODM 기업을 인수한 것도 M/S 유지와 기술 보안 강화를 위한 결단으로 판단된다. ODM의 기술-생산 우위로 브랜드사가 협상 열위에 위치할 경우도 배제했다. 즉, **단가 상승 가능성과 타사와의 카피캣 생산 계약 체결 가능성을 없앴다.**

자체설비 구축

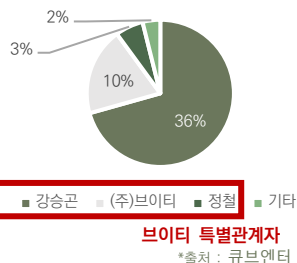
- 1) 브랜드 가치 상승
- 2) 기술 보안 강화

이앤씨 인수

⇒ 주요 제품 61% 자체생산

원가 절감 → OPM 감소
23년 15% → 25년 26%

큐브엔터 주요주주(%)



쇼티지 리스크 해소 : 투자포인트 1,2에서 전술하였듯, 24년과 25년은 외형 성장의 해이다. 동사의 수직계열화는 Q 확장의 전제 조건인 “**안정적 공급**”을 충족시킨다. 실제, 롬앤은 3Q23 일본 Q 확장(로슨 런칭) 당시 물량 확보 실패로 110억원(QoQ-21%)의 일본 매출 감소를 기록했다. 그러나, 동사의 수직계열화는 외형 확장시 발생하는 Q 확보 리스크를 제거한다. 본 팀에서 추정한 리들샷 라인 자체생산률은 23년 0% → 24년 61%다. 이는 시장 판매 중인 리들샷 라인 57개의 제품 중 35개를 이앤씨가 생산한다는 점에 기인한다. **동사 주력제품의 61%를 생산하는 “이앤씨” 인수로 안정적인 Q 확보가 가능해졌고, 매년 발생하는 추가 수요를 모두 매출로 흡수할 수 있게 되었다.**

원가절감 → 영업레버리지C : 수직계열화로 24년 84억원, 25년 129억의 원가절감도 기대된다. 기존에는 이앤씨의 브이티 매출액(=브이티의 이앤씨 매입액, 사업보고서에서 일치함을 확인)을 외주가공비로 인식했지만, 이제 이앤씨 향 외주가공비는 비용에서 제외되고 이앤씨의 매출원가만 인식될 예정이다. 이앤씨의 매출 원가는 이앤씨 매입액의 84% 수준으로, 기존대비 16%의 비용 절감이 가능해졌다. 판관비의 30%를 차지했던 외주가공비 절감으로, 레버리지가 발생해 **OPM은 23년 15%에서 25년 26%까지 성장할** 전망이다.

Hidden Point. CUBE 엔터 매출은 어디가냐?

지난 7월 22일 브이티는 큐브엔터 ‘강승곤’ 대표에게 큐브엔터 지분을 매각했고, 큐브 지분은 37.59% → 10.06%로 감소했다. 회계 기준에 따르면, 브이티 지분율은 9.93%이므로 관계기업투자주식으로 분류될 수 없다. 그러나, 강승곤 대표는 1)브이티의 지분을 5% 보유 중이며, 2)브이티와 큐브엔터의 공동대표인 정철과 ‘상호 특별관계자’다. 3) 감사인은 명목적인 지분율(20%)뿐만 아니라 “**유의미한 영향력 행사 가능**” 여부를 종합적으로 고려해 관계기업투자주식여부를 판단한다. 따라서, **브이티는 강승곤 대표의 큐브엔터 지분 36.65%에 영향을 끼칠 수도 있으며, 큐브 수익이 브이티의 지분법 손익으로 인식될 가능성이 존재한다.** 하지만, 이는 **감사인 판단 사항이기에, 기말 공시까지 알 수 없다.** 따라서 큐브엔터 매출의 지분법 손익 인식 여부를 Bull case, Base case로 구분해 추정한다.

본 팀에서 **최종적으로 산출한 큐브엔터 당기순이익은 24년 176억, 25년 242억원**이다.[자료26] 따라서, Bull case는 현재 동사가 보유한 큐브 지분 10.06%*당기순이익을 해 지분법 손익으로 큐브 매출을 인식한다고 가정한다.

[자료 26] 큐브엔터 당기순이익

(단위 : 억원)

	2022	2023	2024E	2025E	추정 논리
큐브 매출액	643	845	1,255	1,418	
제품	327	388	608	657	
음반	200	209	387	400	Bottom-Up 방식으로, 전체 음반 판매량(Q) x 음반 ASP로 통해 추정. 신보 Q 증가율 +20% 적용
음원	127	178	221	257	컴백기: 해당 분기 음반 매출의 33% 적용, 휴식기: 최근 3개년 유튜브 구독자 수 CAGR +11% 적용
용역	144	239	339	373	
CF 행사	40	100	103	98	광고 수 21년 4회 → 22년 12회 → 23년 13회 성장, 성장세 반영 위해 3분기 성장률 +95% 적용
방송	42	79	175	195	활동기(3Q24/1Q25/3Q25): 방송매출 상승추이 +10%, 휴식기: 앨범 전후 평균 상승률 +10% 적용
기타	62	60	61	81	非월드투어: 대학축제, 연말행사 등 계절특수가 존재 시, 유사 분기의 물가상승률 10% 적용 국내·일본 월드투어: 전체 모객 수(Q) X 티켓 단가(P)를 통해 추정. 모객수 상승률 +86% 반영 기타지역: 투어 규모 YoY 2.2배 증가 반영, 평균 MG 상승 반영(24년 8억(YoY+129%), 25년 9억)
MD(상품)	130	180	269	350	
콘텐츠	21	40	88	97	통상 행사 매출의 50%가 MD 매출로 발생. 따라서 상기 추정된 분기별 행사 매출에 50%를 적용
기타	67	54	57	64	월드투어 시기를 고려, 시작분기(유튜브 구독자수 평균 성장률 +12%) - 진행분기(유튜브 구독자수 평균 성장률 +10%) - 종료분기(월드투어 시작-종료분기 평균 감소율 -70%)를 구분
기타유통	42	38	38	38	23년 → 24년은 앨범 판매량 & 공연 규모 확대와 유사한 성장세 전망, 23년 평균 YoY 성장세 적용
매출원가	493	599	834	925	경향성이 없어 23년에 FLAT 가정
매출총이익	65	246	391	493	3개년 매출원가율 감소추이(3%) 반영
판매비와관리비	40	100	163	188	
인건비및복리후생비	9	22	36	42	4년간 매출대비 인건비율은 2.6~3.3%. 큰 변동성이 없기에 4개년 평균값인 2.9% 적용
일반관리비	20	49	78	90	4년간 매출대비 일반관리비율은 5.8~7.0%. 큰 변동성이 없기에 4개년 평균값인 6.3% 적용
판매비	10	28	46	53	4년간 매출대비 판매비율은 3.3~5.1%. 큰 변동성이 없기에 4개년 평균값인 3.8% 적용
기타	1	1	3	3	4년간 매출대비 기타비율은 0.2~0.3%임. 큰 변동성이 없기에 4개년 평균값인 0.2% 적용
영업이익	25	145	228	305	
금융수익	1	16	24	37	증가추세 반영 +50%
금융원가	3	3	3	3	경향성이 없어 3개년 이동평균 사용
기타영업외손익	0	-4	-12	-12	경향성이 없어 3개년 이동평균 사용
중속기업,공동지배기업및관계기업관련손익	0	-23	0	0	23년에는 큐브가 신규 회사 2개 인식, 1회성 비용이라고 판단해 제거.
법인세비용차감전계속사업이익	24	132	238	326	
법인세비용	6	34	61	84	24년 : 1Q24 공시된 24년도 예상 법인세율 19.59%, 25년 : 2개년 법인세율 평균 23.6% 사용
당기순이익	18	98	176	242	
지분법 손익(Bull case)			24		브이티의 큐브엔터 지분율 10.06% 적용

출처: Team VULF

4. Risk

1) ONE IP – RISK

잘 키운 IP 하나, 열 IP 안 부럽다 : 동사 화장품 매출 중 리들샷 비중은 3Q23 26% → 1Q24 56%로 증가 추세이며, 리들샷 매출이 동사의 성장을 견인하고 있다. 이에, 리들샷 외엔 대표 제품이 부재하다는 ONE-IP RISK가 대두되고 있다. 하지만, 본 리서치팀에서는 해당 리스크는 제한적이라 판단한다. 이는 1)인기 IP 파생상품 출시와 2)해외 시장 공략에 기인한다. 실제, 삼양식품은 “**불닭볶음면**” IP 성공 이후, “까르보불닭/치즈불닭” 등을 출시해 1)파생라인을 구축했고, 2)미국과 중국 등의 해외 시장 진출에 성공했다(삼양 식품 매출액 1Q23 2,456억 → 1Q24 3,857억(YoY+57%). 데브시스터즈 또한 “**쿠키런**” 외엔 대표작이 없지만, “쿠키런:킹덤/쿠키런:모험의 탑” 등 1)파생 시리즈를 제작해 2)인도 등의 신흥 국가 진출에 성공했다. 이처럼, ONE-IP RISK가 존재했던 두 기업 모두 인기 IP의 1)파생상품을 2)수출해 꾸준한 매출 성장세를 보였다. 동사 또한 “**리들샷**” 성공 이후 “리들샷100/300/700, 비타라인” 등의 1)파생상품을 출시했고, 2)미국/일본/동남아로 판매처를 확장 중이다. 실제, 파생상품 출시 이후, ASP 상승과 해외 Q 확장 기반의 매출 성장이 이어지고 있다. 이에, 본 리서치팀에서는 **최소 25년까지 ONE-IP 리스크는 제한적일 것**이라 판단한다.

2) 중국 진출 딜레이 – 위생허가

위생허가 없어도 매출은 나온다 : 동사는 중국에 리들샷 위생허가를 신청한 상태로, 승인 여부는 3Q24~4Q24 중에 나온다. 아직 확실한 결과가 나오지 않은 상황이기엔, 중국 위생허가 취득 지연/실패에 따른 중국 진출 딜레이 우려가 발생하고 있다. 그러나, IR은 “**위생허가를 신청하긴 했지만, 위생허가 없어도 매출이 나올 수 있는 상황**”이라고 하였다. 실제로, 위생허가가 없었던 24년 6월 중국 5위 이커머스 “**타오바오(淘宝) 글로벌**”에서 리들샷 초기 물량 10,000개를 완판했다. 이를 통해 위생허가 취득은 “**필수**”가 아닌 “**선택**”임을 확인할 수 있다. 추가적으로, 1Q24 화장품 매출 중 중국 비중은 3%에 불과하기에, **리들샷의 중국 진출 딜레이가 발생하더라도 동사에게 미치는 영향은 미미할 것**으로 판단한다.

3) 리들샷 COPY 제품 출시

오리지널은 못 따라와 : 리들샷을 모방한 카피 제품 출시에 따른 브이티의 점유율 하락 우려가 존재한다. 현재, 리들샷 카피 제품 메디큐브 ‘엑소솜’, 닥터지 ‘알티엑스 인투 세럼 비타민샷’이 출시됐다. 그러나, 24년 3월 진행된 컨퍼런스 콜에서 “**올해 카피 제품이 많이 나올 것으로 보고 있는데, 이는 마이크로니들 성분이 시장에 인식되는데 매우 도움이 될 것으로 보인다. 카피 제품은 오히려 신규 시장 확장과 시장 인식에 도움을 줄 것이기에 환영**”한다고 말했다. 실제 관련 제품군 확대로, 마이크로니들의 이슈였던 ‘따끔거림’ 현상이 자연스러운 모공 타이팅이 과정이라는 사실이 시장에 인식되고 있다. 카피캣의 출시에도 1)브이티의 매출 상승세는 계속되고 있으며, 차별화된 기술력으로 카피캣 제품에 2)오리지널리티로 정면돌파 중이다. 추가적으로, 3)주력 제품인 리들샷을 생산하는 ODM “**이앤씨**”를 인수하며 리들샷 기술 보안을 강화했기에, **카피캣 리스크는 제한적일 것**이라 판단한다.

5. Estimate Logic

매출추정

투자포인트에서 서술한 국가별 모멘텀 반영을 위해 부문별, **국가별 추정**을 진행했다. 또, 다양한 분기별 모멘텀 반영을 위해 **분기별로 추정**하였다.

1) 화장품

1-1) 국내

국내 매출은 1)유통채널별로 추정하였다. 국내 매출의 49%(1Q24 기준)를 차지하는 올리브영과 다이소만 2)리들샷 매출, 3)리들샷 외 매출로 구분하여 추정하였다. **한국 리들샷 매출액 추정**을 위해 IR에서 공개된 정보를 조합해 한국 리들샷 매출액을 역산하였다.

$$1Q24 \text{ 한국 \& 기타국가 리들샷 매출} = 365\text{억}(\text{리들샷 전체 매출}) - 180\text{억}(\text{일본 리들샷 매출}) - 9\text{억}(\text{미국 리들샷 매출}) = 176\text{억원}$$

이후 국내 & 기타국가 리들샷 매출의 합인 176억 원을 국가별 매출액만큼 분배(1Q24 기준 한국 93%, 기타국가 7%)하여 국내 164억, 기타국가 12억의 리들샷 매출을 산출했다. 국내 매출의 경우, **매출액 대비 리들샷 매출의 비중 76%** 적용해, 올리브영과 다이소 리들샷 매출을 추정하였다. 2Q23 ~ 4Q23 모두 같은 방식으로 리들샷 매출액을 산출하였다.

[자료 27] 국내 매출 추정

(단위 : 억원, %)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24E	3Q24E	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	비고
국내 매출액	18	26	46	120	214	259	283	315	338	363	390	419	-
YoY(%)	-23%	14%	157%	601%	1069%	904%	513%	163%	58%	40%	38%	33%	-
온라인	3	9	11	26	44	46	49	51	54	56	59	62	클리오 온라인 QoQ
드렉스토어	2	2	7	43	111	128	136	169	186	205	226	249	-
올리브영	0.3	0.5	2	12	57	69	73	82	93	105	119	134	합계
리들샷 100				6	31	33	35	38	40	43	46	49	P, Q 개별 추정
리들샷 300				2	10	20	21	23	24	26	27	29	P, Q 개별 추정

리들샷 700					0.2	1	1	1	3	6	9	13	17	P, Q 개별 추정
리들샷 1000					0.0	0.2	0.2	0.2	1	3	4	6	8	P, Q 개별 추정
리들샷 파생					0.0	0.0	0.2	0.2	1	3	5	7	9	P, Q 개별 추정
리들샷 외				1	4	13	14	15	16	17	18	20	21	클리오 H&B QoQ
다이소	0.0	0.0	1	27	48	51	55	78	83	89	94	101		합계
리들샷				0.2	18	37	39	42	64	68	73	78	83	P, Q 개별 추정
리들샷외				0.5	9	11	12	13	14	15	16	17	18	클리오 H&B QoQ
기타(약국 등)	2	2	4	5	6	8	8	9	10	12	13	15		동사 올리브영 QoQ
면세점	6	7	14	24	22	22	22	22	22	22	22	22		공급제한으로 FLAT
홈쇼핑	0.0						23	35	29	29	29	29	29	P, Q 개별 추정
쇼룸			1	4	1	5	7	7	8	9	10	11	13	동사 올리브영 QoQ
기타(지그재그 등)	7	7	10	24	32	33	35	37	38	40	42	44		클리오 온라인 QoQ

출처 : Team V(U)T

① 올리브영 리들샷 매출액 : 투자포인트 1-2에서 서술한 ASP 믹스 개선을 증명하기 위해 제품별 P와 Q를 세분화하여 추정하였다.

P : 올리브영의 모델별 P 100샷 32,000원 300샷 43,000원 700샷 58,000원 1000샷 63,000원 기타 48,000원(비타 리들샷 100)으로 고정한다.

Q : 리들샷의 올리브영의 리뷰 비중은 100샷 77.3%, 300샷 19.3%, 700샷 1.9%, 1000샷 0.3%, 기타 파생 1.2%이다. 각 모델별 리뷰 비중과 각 모델별 P를 가중평균하여 ASP를 산출하였다. 이후, “올리브영 리들샷 매출/ASP”를 해 올리브영 리들샷 Q를 도출하였다.

- 리들샷 100 : 1Q24에 모든 지점에 입점 완료된 상태로, 점포 수 확대에 따른 큰 폭의 Q 증가는 없을 예정이다. 따라서, 22년~23년 클리오 H&B 부문 QoQ 성장률 6.7%를 적용한다. 당시 클리오는 올리브영 아이메이크업 부문 TOP 5를 유지했는데, 현재 동사도 올리브영 에센스/세럼/앰플 부문 TOP 5를 유지 중이다. 따라서 클리오의 QoQ 성장률을 사용해 2Q24~4Q25 리들샷 100 판매량을 구하는 것은 합리적이다.

- 리들샷 300 : 300샷의 경우, 1Q24 503점 → 2Q24 1,350점으로 입점 매장 수 확장을 2Q24 Q에 반영했다. 2Q24를 기점으로 전지점에 입점되었으므로, 3Q24~4Q25 Q는 입점 완료 시점(2Q24)의 “300샷Q/100샷Q” 비율 44.5%를 적용해 산출하였다.

- 리들샷 700, 1000 : 3Q24 브랜드 매대 확보에 따라 4Q24 700샷, 1000샷의 올리브영 전 지점 입점이 기대된다. 2Q24 100샷과 300샷 두 모델의 전 지점 입점 완료 후 “300샷Q/100샷Q”는 44.5%로 추정된다. 따라서, 상위모델Q/하위모델Q의 비중은 44.5%로 고정한다. 700샷의 경우 700샷/300샷 비중 44.5%를 적용해, 1000샷도 1000샷/700샷 비중 44.5%를 적용해 4Q24 ~ 4Q25 Q를 산출하였다. 추가적으로, 지점별 확보 시차를 고려하기 위해 4Q24 ~ 4Q25 동안 일정한 입점률 증가 추이를 적용해주었다.

- 기타 리들샷 : 1Q24 기타 리들샷의 리뷰 수는 700샷 리뷰 수의 62.5%이다. 따라서 “700샷 Q * 62.5%”를 해 기타 리들샷 Q를 추정하였다.

② 다이소 리들샷 매출액 : 올리브영과 동일한 논리를 사용한다. 다만, 100샷과 300샷 500샷 P는 3,000원, 리들샷 외 제품 3,000원, 기타 리들샷(신상품) 2,500원으로 가정한다. 리뷰 비중도 다이소 공식 홈페이지의 리뷰 수를 사용, 100샷 51.5%, 300샷 48.5%를 사용한다. 올리브영과 마찬가지로, 3Q24 상위라인 입점에 따른 상위라인 Q 증가를 반영해 추정하였다.

③ 올리브영 & 다이소 리들샷외 매출액 : 리들샷 외 제품은 리들샷의 인기와 파급효과를 반영하고자, 동사와 유사한 성장배경을 지닌 22년 ~ 23년 클리오 H&B 부문 QoQ 성장률 6.6%를 적용했다.

④ 그 외 유통채널

- 홈쇼핑 : 현재까지 진행된 홈쇼핑 수는 CJ 3회, GS 1회다. 방송 4회 매출을 2Q24 매출에 반영하였고, 2Q24에서 판매한 A세트(13.8만원, 14,375세트), B세트(9.9만원, 1,626세트)의 P, Q를 토대로 추정하였다. 현재까지의 홈쇼핑 진행 주기를 반영해 매 분기 5회의 홈쇼핑을 진행할 것으로 가정(동일 물량 가정)하여 매출을 추정한다.

- 면세점 : 국내외 리들샷 인기로 4Q23 면세점 매출 24억을 달성했지만, 1Q24 면세점 매출은 22억으로 하락했다. 1Q24 최대 실적을 기록했음에도, 면세점 매출만 하락한 이유는 품질 마케팅(중국인 공급제한) 때문이라고 판단한다. 이에, 면세점 매출은 1Q24 매출을 FLAT 처리했다.

- 온라인, 기타(지그재그 등) : 리들샷100과 동일한 추정 논리를 사용한다. 온라인 유통채널 성장률을 반영하고자, 22~23년 클리오 온라인 부문 QoQ 성장률 4.9%를 적용한다.

- 약국, 쇼룸 : 올리브영과 유사한 오프라인 채널이라는 점을 고려해, 올리브영 분기별 매출 성장률을 동일하게 적용해주었다.

1-2) 일본

[자료 28] 일본 매출 추정

(단위 : 억원, %)

	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24E	3Q24E	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E
TOTAL 일본 매출액	400	366	389	456	479	484	508	552	647	647
YoY(%)	64	58	80	70	20	32	30	21	35	34
리들샷 오프라인 매출액		52	97	129	136	174	219	238	303	348
마츠모토키요시 입점수 E		2,000	2,000	2,453	2,896	3,353	3,810	3,810	3,810	3,810
입점률(%)		52%	52%	64%	76%	88%	100%	100%	100%	100%
돈키호테 입점수 E			17	51	81	163	173	182	192	201
입점률(%)			3%	10%	17%	33%	35%	37%	39%	41%
CVS 입점수 E						3,804	7,607	9,950	17,038	18,645
입점률(%)						0%	14%	19%	32%	39%

전체 오프라인 입점수 E TOTAL 입점률(%)		4,000 5%	5,232 7%	8,959 12%	9,804 13%	14,517 19%	19,158 26%	21,881 29%	29,349 39%	34,214 46%
리들샷 온라인 매출액		81	83	85	70	69	73	64	62	51
온라인 매출 비중(%)		52%	46%	41%	37%	32%	27%	22%	17%	13%
리들샷 외 매출액		233	209	242	274	241	216	250	283	249

출처 : Team V(UMT)

일본 매출의 경우, 1)리들샷 오프라인 매출액 2)리들샷 온라인 매출액 3)리들샷 외 매출액으로 구분해 추정하였다.

① **리들샷 오프라인 매출액** : 오프라인 채널 별 입점 매장수를 추정해 전체 오프라인 채널의 리들샷 입점률을 구하였다. 이를 통해 전체 오프라인 매장 입점률이 1% 상승할 때마다 6.4억원의 매출이 증가함을 확인하였다. 따라서 2Q24~4Q24의 경우 전체 오프라인 입점률을 추정한 뒤, **“리들샷 오프라인 입점률 증가분 × 6.4억”**을 적용하였다.

가. **마츠모토키요시** : IR 자료에 따르면, 23년 10월 2,000점 입점 완료 후, 1Q24까지 입점률을 유지 중이다. 동사는 2H24 기존채널의 미입점 점포 확장 본격화를 예고했기에, 최소 **1Q25까지 미입점 매장 1,380개에 입점할 수 있을 것이라 판단했다**. 따라서 미입점 매장 1,380점을 2Q24~1Q25까지 동일하게 분배해 입점 점포 수를 추정하였다

나. **기타 드럭스토어** : IR자료를 통해, 리들샷의 전체 드럭스토어 입점 점포 수를 확인했다. (드럭스토어 리들샷 입점 점포는 4Q23 4,000점, 1Q24 5,232점, 2Q24 8,959점) 기타 드럭스토어 입점 수는 **“전체 드럭스토어 입점 수 - 마츠모토키요시 입점 수 - 돈키호테 입점 수”**를 통해 도출하였다. 리들샷의 경우 주요 도시에 위치한 드럭스토어 위주의 입점이 예상되기에, 일본 도시 인구 비율인 65%(2020년 기준)를 4Q25 전체 드럭스토어 입점률로 가정하였다. 이에, 전체 드럭스토어 22,084점을 3Q24~1Q25까지 동일한 추이로 분배해 입점률을 추정했다.

다. **돈키호테** : 24년 3월 입점이 시작되었고, 공식적인 입점 매장 수는 발표되지 않았기 때문에, 1Q24 ~ 4Q24 돈키호테 입점률은 3Q23 ~ 2Q25 ‘기타’ 드럭스토어 리들샷 입점률을 사용했다. 다만, 3월 입점이기에 1Q24는 1개월분만 반영해주었다.

라. **CVS(편의점)** : 기존 주력 제품이었던 수딩 라인은 입점 상태지만, 아직 리들샷은 입점이 안되었다. IR 통화 결과, 2H24부터 수딩라인 입점 채널의 리들샷 입점을 계획 중임을 알 수 있었다. 따라서, **4Q24부터 리들샷이 입점될 것이라 가정하였다**. 4Q24 ~ 1Q25 CVS 입점률은 본 팀에서 산출한 3Q23 ~ 3Q24 ‘전체’ 드럭스토어 리들샷 입점률을 사용하였다.

② **리들샷 온라인 매출액** : 일본 화장품 시장 규모는 오프라인 87%, 온라인 13%인데, 동사의 온라인 리들샷 매출액은 아직 46%이다. 본 팀에서 추정한 바대로 리들샷 오프라인 채널 침투가 가속화되면 오프라인 매출 비중은 증가하고, 온라인 매출 비중은 13%로 감소할 것으로 보인다. 따라서, 4Q25 온라인 리들샷 매출 비중을 13%로 고정했고, 2Q24 ~ 4Q25까지 동일한 추이로 분배해 온라인 매출을 추정하였다.

③ **리들샷 외 매출액** : 3Q23부터 1Q24까지 리들샷 외 매출액은 감소추세를 보인다. 그러나, 현재 수딩라인(비리들샷)을 필두로 한 오프라인 채널 확장이 이뤄지고 있다. 따라서, 후지경제에서 발표한 **코로나 이후 1년간 화장품 시장 CAGR 3.3%**을 적용해 매출을 추정하였다.

1-3) 미국

[자료 29] 미국 매출 추정

(단위 : 억원, %)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24E	3Q24E	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E
미국 매출액		0.2	1	2	10	15	34	77	77	91	130	119
YoY(%)						7,373	3,328	3,744	675	510	280	55
아마존		0.2	1	2	9	12	30	71	68	70	101	91
리들샷 100					4	6	14	32	31	32	46	41
리들샷 300					4	5	12	28	27	28	40	36
기타					1	2	5	11	10	11	15	14
아마존 외					1	2	4	6	9	21	29	28

출처 : Team V(UMT)

미국의 경우, Bottom-Up 방식으로 1)아마존향 매출과 2)아마존 외 매출로 구분해 추정하였다.

① **아마존 Q** : 투자포인트 2-1에서 전술하였듯, 조선미녀 ‘광채 프로폴리스 세럼’ 2Q23~4Q24 Q를 사용해 4Q24~4Q25 ‘리들샷100’의 Q를 추정했다.(자료20) 이는 ①아마존US 진출 초반인 3Q22~4Q22 조선미녀 ‘광채 프로폴리스 세럼’과 1Q24~2Q24 ‘리들샷100’ 판매량이 근사하다는 점. 동사가 조선미녀와 유사한 ②시장 상황(초기시장)과 ③홍보 추이, ④구글 트렌드 지수를 보인다는 점에 기인한다. 현재 아마존US의 **300샷 판매량**은 (100샷 판매량×3/5)이며, **기타 제품 판매량**은 (100샷 판매량×2/5)이기에, 해당 값을 적용해 300샷과 기타 제품 Q를 추정하였다.

② **아마존 외 Q** : 본 리서치팀의 추정 결과, 조선미녀의 미국 매출 중 아마존 비중은 59%, 그 외 채널 비중은 41%이다. 이를 토대로 조선미녀 ‘광채 프로폴리스 세럼’의 아마존 외 Q를 도출했고, 3Q22 ~ 3Q23 아마존 외 ‘광채 프로폴리스 세럼’ 판매량을 4Q24 ~ 4Q25 ‘리들샷100’ Q로 사용했다. 300샷과 기타 Q는 아마존과 동일한 비중(**300샷 판매량 = (100샷 Q×3/5), 기타 제품 판매량 = (100샷 Q×2/5)**)을 적용해 추정했다.

③ **P** : 1)리들샷100의 경우, 정가에서 15% 할인한 36,000원 · 2)리들샷300은 정가에서 10% 할인한 51,000원 · 3)기타(마스크팩 등)은 정가 30,000원으로 고정하였다. 할인의 경우, 아마존US 홈페이지에서 확인한 각 모델별 평균 할인률을 적용하였다.

P × Q를 하여 미국 매출액을 산출하였다. 동사는 국내 최고 유통기업 실리콘투와의 협업을 앞둔 상태다. 실리콘투 내 1위 브랜드 조선미녀의 매출액은 22년 413억 → 23년 1,396억(YoY+238%)으로 성장했고, 2위 브랜드 COSRX의 매출액은 22년 413억 → 23년 1,396억(YoY+338%)으로 성장했다. 이를 고려했을 때, 본 리서치팀에서 추정한 **24년 매출 136억, 25년 매출 418억(YoY+207%)은 충분히 실현 가능하다**.

1-4) 중국

[자료 30] 중국 매출 추정

(단위: 억원, %)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24E	3Q24E	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E
중국 매출액	17	26	34	56	21	25	25	38	46	57	73	95
YoY(%)	-63	-44	-14	-2	24	-4	-26	-31	120	128	191	148
리들샷						4	4	17	25	36	52	74
기타	17	26	34	56	21	21	21	21	21	21	21	21

출처: Team V(윌)T

중국의 경우, 1)리들샷 매출과 2)기타 제품 매출로 구분해 추정하였다. 1)리들샷 매출액은 Bottom-Up 방식을 사용했다. 3Q24~4Q24 중 리들샷 위생허가 취득이 확정되는데, 보수적 추정을 위해 **4Q24 위생허가 취득을 가정한다**. 2)기타 제품 매출액은 감소 추세를 반영해 FLAT처리하였다.

① **리들샷 Q**: 투자포인트 2-2에서 전술했듯, 2Q24 타오바오 글로벌에서 10,000개의 리들샷이 판매되었다. 타오바오상 판매분만 중국 매출로 인식하며, 위생허가 취득 이전인 3Q24의 Q도 2Q24와 동일한 10,000개로 가정한다. IR에 따르면, ①타오바오 글로벌에서 리들샷 초기 물량 10,000개가 약 1달만에 완판되었고 ②일본 돈키호테 리들샷 매출에서 중국인 비중이 50% 이상, ③한국 면세점에서 발생한 리들샷 매출에서 대부분(70%)이 중국인향 매출이다. 이를 종합해 4Q24 실제 발생할 수 있는 중국인 수요를 추정했다. 추정(아래 가.나.다)을 통해 산출한 43,600개를 4Q24 Q로 사용하였다. 그 후, 일본&미국 국가 진출 직후 1년간 리들샷 매출 성장률 QoQ +43%를 적용해 1Q25~2Q25 리들샷 Q를 추정했다

가. 타오바오 초기물량 30,000개 : 1달 판매량 10,000 × 3(개월)

나. 돈키호테 중국인 Q 9,300개 : 3.1천만원(돈키호테 리들샷 매출액) × 50%(중국인 매출 비중) / 5000원(돈키호테 리들샷 P) × 3(개월)

다. 면세점 중국인 Q 3,100개 : 2억(면세점 매출) × 80%(면세점 리들샷 매출 비중) × 70%(중국인 비중) / 26,000원(면세점 리들샷 P) × 3(개월)

② **리들샷 P**: 중국 타오바오 글로벌에서 확인한 리들샷 100 P 40,000원(220위안)으로 고정한다.

1-5) 기타

[자료 31] 기타국가 매출 추정

(단위: 억원, %)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24E	3Q24E	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E
기타국가 매출	11	8	6	12	16	20	23	22	26	43	52	57
YoY(%)	8	197	43	73	45	154	279	84	63	114	129	159
리들샷			2	8	12	17	19	18	22	27	30	37
리들샷 외			4	4	4	4	4	4	4	4	4	4
아마존 유럽										13	18	17

출처: Team V(윌)T

기타국가의 경우 1)리들샷 매출과 2)리들샷 외 매출 3)유럽 아마존 매출로 구분해 추정하였다.

① **리들샷 매출**: 기타국가의 리들샷 매출은 동남아와 유럽 매출이 혼재해 있으며, 국가별 판매 채널에 대한 정보가 부족하다. 따라서, 1Q24 ~ 3Q25 일본 리들샷 QoQ 성장률을 적용해 2Q24~4Q25 리들샷 매출액을 추정하였다. 투자포인트 2-3에서 전술하였듯, 동남아 '쇼피'에서 리들샷 판매량은 24년 1월 1.8천개(싱가포르, 대만, 말레이시아) → 24년 7월 28.3천개(싱가포르, 대만, 말레이시아, 태국)로 크게 증가했었다. 따라서, 매출 성장 폭이 큰 일본 리들샷 매출액을 적용해 주는 것은 합리적이라고 판단한다.

② **리들샷 외 매출**: 본 팀에서 추정한 3Q23 ~ 1Q24 리들샷 외 매출은 4억원이다. FIAT 추세를 반영해 2Q24 ~ 4Q25 매출도 4억원으로 고정한다.

③ **아마존 유럽 매출**: 아직 아마존 유럽 미진출 상태다. 투자포인트 2-3에서 전술했듯, 조선미녀는 4Q22 아마존US 선크림 1위 이후 7개월 뒤 유럽 23개국과 독점 계약을 맺었다. 리들샷도 3Q24 아마존US에서 세럼 3위를 달성했기에, 7개월 뒤인 2Q24 아마존 유럽 진출이 예상된다.

Q: 24년 6월 기준, 조선미녀의 "광채 프로폴리스 세럼" 미국판매량/유럽판매량(독일·프랑스·이탈리아·스페인·영국)은 20%이다. 따라서, 조선미녀 미국 Q에 80% 할인을 주어 유럽 Q로 사용했다. 실제로 실리콘투에 따르면, 아마존 유럽은 아마존US 판매량을 토대로 제품을 주문한다고 밝혔다. 따라서 미국 Q를 바탕으로 유럽 Q를 구하는 것은 합리적이라고 판단된다.

P: 조선미녀의 "광채 프로폴리스 세럼"의 "유럽 가격/미국 가격"은 1.47이다. 따라서, 미국 P에 1.47을 곱해준 값을 동사 제품 P로 사용하였다.

2) 라미네이팅

[자료 32] 라미네이팅 매출 추정

(단위: 억원, %)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24E	3Q24E	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E
라미네이팅	73	77	106	60	84	89	122	69	84	89	122	69

출처: Team V(윌)T

동사의 라미네이팅 매출은 1)기계 제품과 2)필름제품으로 구분되지만, 별도 공시가 없어 합산해 추정하였다. 23, 24년 제품 종류와 P는 동결 상태이기에, 매출에 영향을 주는 것은 Q다. 1Q23 → 1Q24 매출 증가율 15%는 Q 상승분이라 판단해, 2Q24~4Q24 에도 15%의 증가를 적용했다. 25년에는 제품 종류, P, Q 모두 동결로 예상되기에 24년 매출액에서 FLAT처리한다. 환율 변동분 공시는 없기에, 환율 변동분은 반영하지 않았다.

3) 이앤씨

[자료 33] 이앤씨 매출 추정

(단위 : 억원, %)

	2020	2021	2022	2023	2024E		2H24E	2025E
매출액	189	284	394	564	875		437	1,267
VT 매출	47	150	218	401	704		334	1,086
VT 외	142	134	177	163	171		103	180

출처 : Team V(유통)

연도별 실적만 공시되어 있기에, 연도별 추정을 진행하였다. 그러나 주가 산정을 위해 2H24는 따로 추정하였고, 1)VT, 2)VT외 매출로 구분해 추정했다.

1)VT 매출 : 본 리서치팀의 추정에 따르면 동사의 화장품 매출은 24E YoY+69%, 25E YoY+44% 성장할 예정이다. 이러한 성장세는 리들샷이 이끌어갈 예정이며, 이를 공급하는 것이 이앤씨이기 때문에 해당 매출 성장률을 적용해주는 것은 합리적이라 판단한다. 2H24 실적의 경우, VT항 매출 비중이 75%라는 점을 이용해 VT 매출에 해당 비율(75%)를 적용해 역산하여 추정하였다.

2)VT 외 매출 : 리들샷 성장에 따른 제조 레퍼런스가 확보되었다고 판단해 20~23년 이앤씨의 CAGR +5%를 적용해 추정한다.

4) 기타 부문 : 기타 매출은 완성주책 · 건강식품 등으로 구성된다. 매출 비중은 1%이며, 변동성이 크기에 1Q24 매출에 FLAT하다고 가정했다.

[자료 34] 기타 부문 매출 추정

(단위 : 억원, %)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24E	3Q24E	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E
기타 매출	12	(7)	21	31	10	10	10	10	10	10	10	10

출처 : Team V(유통)

비용추정 : 투자포인트에서 서술한 모멘텀을 반영하기 위해 1)화장품 + 라미네이팅 + 기타(큐브 개별 제외)와 2)이앤씨로 구분해 추정하였다.

1) 화장품 + 라미네이팅 + 기타 (큐브엔터 제외)

[자료 35] 엔터 제외 비용추정

(단위 : 억원, %)

	2022	2023	2024E	2025E	추정 논리
매출액	1,759	2,110	3,399	4,875	
매출원가	860	957	1,427	1,921	매출액 대비 매출원가를 감소 추이 (CAGR -7%) 반영
매출총이익	899	1,153	1,972	2,954	
판매비와관리비	726	843	1,190	1,791	
인건비및복리후생비	153	173	279	414	최근 2년 매출대비 인건비율은 8.2~8.7%. 큰 변동성이 없기에 2개년 평균값인 8.5% 적용
일반관리비	126	105	145	116	최근 2년 매출대비 인건비율은 25~26%. 큰 변동성이 없기에 2개년 평균값인 26% 적용
판매비	442	559	795	1,246	매출 대비 판매비율 증가추세 반영(1H24 23%, 2H24 24%, 1H25 25%, 2H25 26%)
기타	5	7	-29	15	2개년 기타비율(매출액대비) 사용
영업이익	173	310	781	1,164	
금융수익	0	43	1	2	23년 파생상품→콜옵션 행사로 처분, 예외적 수치로 판단. 23년 제외 후 2년 이동평균
금융원가	40	62	61	69	23년 파생상품→콜옵션 행사로 처분, 예외적 수치로 판단. 23년 제외 후 2년 이동평균
기타영업외손익	(50)	(28)	(24)	(39)	경향성 없어, 2개년 이동평균 사용
종속기업공동지배기업관계기업손익	(8)	21	44	0	경향성 없어, 3개년 이동평균 사용
법인세비용차감전계속사업이익	77	283	741	1,057	
법인세비용	7	64	144	249	24년:1Q24 공시된 24E 법인세율 19.59%, 25년 :최근 2개년 법인세율 평균 23.6% 적용
당기순이익	70	219	597	807	

출처 : Team V(유통)

2) 이앤씨 비용추정

[자료 36] 이앤씨 비용추정

(단위 : 억원, %)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	추정 논리
매출액	284	394	564	875	1,267	
VT 매출	150	218	401	704	1,086	동사의 화장품 매출 24E YoY+69%, 25E YoY+44% 성장세 적용
VT 외	134	177	163	171	180	리들샷 성장에 따른 레퍼런스 확보로 20~23 CAGR 5% 적용
매출원가	304	333	480	743	1,076	20, 21년은 적자라 제외. 최근 2년 평균 매출원가율 84.5% 적용
매출원가율(%)	107%	84%	85%	85%	85%	
매출총이익	(20)	62	84	134	191	
판매비와관리비	26	29	31	39	46	20년부터 23년까지 판관비 감소 추세 (CAGR -18%) 반영
판관비율(%)	9%	7%	5%	4%	4%	
영업이익	(46)	33	53	95	144	
OPM(%)	-16%	8%	9%	12%	12%	
영업외수익	5	3	4	4	4	경향성이 없어 4개년 이동평균
영업외비용	8	16	9	9	9	경향성이 없어 4개년 이동평균
법인세차감전순이익	(49)	20	48	99	146	
법인세비용	-	-	1	19	28	국세청에서 확인한 23년 이후 법인세율 반영, 19% 적용
당기순이익	(49)	20	47	80	118	

출처 : Team V(유통)

최종 Earning Table

[자료 36] Earning Table

(단위 : 억원, %)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24E	3Q24E	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024E	2025E
매출액	479	747	841	888	1,018	1,053	929	979	1,093	1,183	1,372	1,406	2,955	3,980	5,055
화장품	274	315	576	608	634	737	764	866	955	1,040	1,196	1,282	1,774	3,001	4,472
라미네이팅	73	77	106	60	84	89	122	69	84	89	122	69	316	364	364
이앤씨							34.0	34.0	45.0	45.0	45.0	45.0		68	180
엔터	119	362	138	189	291	218							808	509	
기타	12	(7)	21	31	10	10	10	10	10	10	10	10	56	38	38
매출원가	272	396	442	445	505	491	379	399	412	447	517	528	1,556	1,773	1,904
매출총이익	207	351	399	443	513	558	550	581	681	736	855	878	1,399	2,202	3,151
판매관리비	201	233	255	255	274	322	330	347	394	424	503	515	944	1,274	1,836
영업이익	6	117	144	188	240	236	220	233	287	312	352	363	455	928	1,314
영업이익률(%)	1%	16%	17%	21%	24%	22%	24%	24%	26%	26%	26%	26%	15%	23%	26%
영업외손익	10	(11)	(19)	(21)	11	(16)	17	15	11	15	16	19	(40)	27	62
법인세차감전이익	17	106	125	167	228	235	207	218	258	286	324	335	415	889	1,203
법인세비용	2	29	31	36	45	51	40	43	59	66	75	77	98	179	277
당기순이익	15	77	94	131	184	184	167	176	198	220	249	258	317	710	925
지배주주 순이익	10	51	80	133	160	158	157	165	185	206	234	242	274	641	866

출처 : Team V(ul)T

7월 22일, 지분 감소로 매출 인식이 불가능한 큐브엔터의 경우, 1H24까지의 매출/비용만 반영하였고, 이앤씨는 2H24부터의 매출/비용을 반영하였다. 이앤씨와의 내부거래는 매출에서 제거하였고, 최종적으로 산출한 당기순이익은 위와 같다.(Base case) 2H24 매출의 경우, 내부거래 제거를 위해 '브이티 매출액 + 이앤씨(VT외) 매출액'을 적용하였으며, 매출 원가는 "브이티 매출원가 + 이앤씨 매출원가 - 이앤씨의 VT 매출액"을 해 추정하였다.

6. Valuation – Peer Historical PER

적정주가 산출을 위해 Peer Historical P/E를 활용했고, 25년 Target P/E Multiple로 **아모레퍼시픽의 14년 P/E에 40%를 할인한 24.25배**를 제시한다. 이는 동사가 1)자체 생산설비를 갖춘 브랜드사라는 점 2)글로벌적 Q 확장의 초입이라는 점 3)그럼에도 아직 중소형사라는 점을 고려해 산출한 값이다.

① **자체 생산설비 + 브랜드사** : 지난 7월 22일 공시 기준, 동사는 ODM기업 "이앤씨"를 인수하며 자체생산설비를 보유한 기업이 되었다. 때문에, 자체생산설비를 보유하지 않은 중소형 브랜드사(클리오, 아이패밀리에스씨, 마녀공장 등)에서 P/E를 선정하는 것은 부적합하다고 판단하였다. ODM기업(씨앤씨인터내셔널, 코스맥스, 한국콜마)의 경우, 자체 브랜드 파워가 미미하기 때문에 제외한다. 따라서, **자체생산설비를 가지면서, 자체 브랜드파워를 가진 아모레퍼시픽을 PEER로** 선정하였다. LG생활건강은 화장품 사업의 비중이 42%로 작고, 사업 포트폴리오가 다각화되어 있기에 화장품 사업 강화를 위해 수직계열화를 진행한 동사의 PEER로는 부적절하다고 판단하였다.

② **글로벌적 Q 확장 시작** : 24~25년 브이티 성장의 핵심은 "해외 Q 확장"이며, 중소형사와 대형사를 통틀어 가장 높은 해외 Q 성장여력을 갖고 있다. 때문에, Peer그룹(중소형사 or ODM)의 12fwd P/E는 브이티의 현재 모멘텀을 온전히 반영할 수 없다. **현재 Q 확장 모멘텀을 온전히 반영할 수 있는 멀티플은 과거 화장품 전성기를 이끌었던 "중국 시장"에 성공적으로 진출한 14년 아모레퍼시픽의 멀티플** 뿐이다. 당시 아모레퍼시픽은 1)'별에서 온 그대' 한류 열풍에 기반해 2)중국 진출에 성공했다. 현재 브이티 또한 1)K-콘텐츠 열풍에 따른 2)신시장 진출 성공이 예상된다. 여기에, 자체 생산설비를 보유하게 되면서, 동사는 대형 브랜드사로 성장할 기반을 갖췄고, 14년 아모레퍼시픽의 성장세를 실현할 기틀을 마련했다.

③ **아직은 중소형사인 브이티** : 대형 브랜드사로 성장할 기틀은 마련되었지만, 동사는 아직 성장 초입이다. 과거 아모레퍼시픽이 프리미엄 제품라인의 자체 생산을 통해 구축할 수 있었던 1)기술적 우위 2)ODM 업체와의 협상력은 리들샷을 생산하는 ODM기업 "이앤씨"를 인수한 동사에게 문제가 되지 않는다. 그러나, 아모레퍼시픽이 가진 1)대한민국 1위 화장품이라는 브랜드 파워와 2)브이티보다 높은 시가총액에 대해서는 프리미엄을 줘야 한다고 판단했다. 이에 **아모레퍼시픽의 14년 P/E 40.42배에 40% 할인을 적용한 24.25배를 멀티플로** 적용한다.

위 같은 이유로, 본 리서치팀에서는 14년 아모레퍼시픽 P/E에 40% 할인을 준 24.25배를 사용하는 것이 적합하다고 판단했다. 이에 따라, **Bull case(큐브엔터 수익인식 시) 목표가 60,000원, 상승여력 72.4%, Base case 목표가 58,000원, 상승여력 66.7%, 투자 의견 "STRONG BUY"**를 제시한다.

[자료 37] 7/31 Fwd PER

(단위 : 배)

[자료 38] 주가 산정

(단위 : 억원, 배, 원, %)

	P/E(Fwd.12M)	P/E(Fwd.18M)
아이패밀리에스씨	12.96	11.58
클리오	14.52	13.51
마녀공장	21.36	-
토니모리	12.4	10.71
씨앤씨인터내셔널	21.36	19.14
한국콜마	15.41	13.38

출처 : Quantwise, Team V(ul)T

2025 Valuation Table			
구분	Bull	Base	단위
코스메틱 당기순이익	728	704	(억원)
Target P/E	24.25	24.25	(배)
적정 기업가치	20,589	19,910	(억원)
유통주식수	35,798,007		(주)
적정주가	60,326	58,700	(원)
목표주가	60,000	58,000	(원)
현재주가	34,800		(원)
상승여력	72.4	66.7	(%)

출처 : Team V(ul)T