



### 리들샷, 브이티나게 팔리는 중

동사의 2026E EPS 3,666원에 12mf PER 15.2x를 적용한 55,700을 목표주가로 제시한다. 바야흐로 트렌드의 시대, 주가는 실적에 선행하고, 트렌드는 실적의 선행지표다. 24년 다이소에서 판매한 동사의 리들샷은 말그대로 쇼티지 상황이었다. 국내와 일본에서의 흥행을 시작으로 동사는 본격적인 해외진출 눈 앞에 두고 있다. 모든 트렌드 지표는 동사의 구조적 증익을 예견하고 있다. 자 이제 브이티나게 팔아보자.

### Point ① - 년 내게 빠져, 리들샷

원히트원더, 이제 옛말이 될 예정이다. K-Beauty로 인기를 얻는 브랜드들은 신제품도 연이어 히트를 시키고 있다. 운 좋게 감도 높은 MD를 영입했기 때문이 아니라, 이제 화장품 브랜드의 본질은 이제 '마케팅'에 있기 때문이다. 일시적 유행이 아니라 지속적 트렌드를 만들고, 반복적인 히트상품을 내는 기업에는 다 비결이 있다. 동사는 틱톡으로 대표되는 트렌드를 읽으며, 글로벌 고객들의 마음을 뺏는 리들샷을 만들어냈다. K-Beauty 성공공식을 교과서처럼 해내는 동사의 글로벌 인기를 만나보자.

### Point ② - 헤어날 수 없어, 리들샷 유니버스

어떤 상품이든, 전성기가 있으면 쇠퇴기도 있기 마련이다. 그러나 마케팅 역량이라는 펀더멘탈 하에서 기업은 구조적으로 성장할 수 있다. 하나만 사면 끝이 아니라, 리들샷은 동사에게 하나의 IP처럼 작용해 강력한 확장성을 제공한다. 이러한 무기를 활용해 동사는 저가 채널 및 할인행사를 통해 대량의 고객을 불러들이고, 충성고객의 스킨케어 여정을 점령해가며 리들샷 유니버스에 지금도 고객을 초대하고 있다.

추정 손익계산서 (단위: 백만 원)	2021	2022	2023	1H24	*3Q24E	4Q24E	2024E	**2025E	2026E
매출액	226,770	240,241	295,501	215,153	113,614	116,191	344,678	657,638	791,154
YoY/QoQ (%)	111.15%	5.94%	23.00%	75.52%	0.23%	2.27%	16.64%	90.80%	20.30%
매출원가	131,525	135,305	155,603	103,324	45,605	45,845	117,098	302,195	354,389
매출총이익	95,245	104,936	139,899	111,829	68,009	70,346	227,580	355,443	436,765
GPM (%)	42.00%	43.68%	47.34%	51.98%	59.86%	60.54%	66.03%	54.05%	55.21%
판매비와관리비	68,854	81,383	94,352	60,841	27,042	29,201	119,662	215,906	236,071
영업이익	26,391	23,553	45,547	50,988	40,967	41,145	107,917	139,536	200,694
OPM (%)	11.64%	9.80%	15.41%	23.70%	36.06%	35.41%	31.31%	21.22%	25.37%
금융손익	(7,036)	(3,789)	(635)	(1,708)	(104)	(61)	(1,576)	(1,432)	(969)
기타손익	(1,607)	(5,222)	(3,202)	(1,904)	(795)	(576)	(3,705)	(3,047)	(3,318)
지분법관련이익(손실)	3,873	(752)	(190)	-	(212)	(259)	(471)	(471)	(377)
법인세비용차감전순이익(손실)	21,621	13,790	41,520	47,376	39,856	40,249	102,166	134,587	196,030
법인세비용(수익)	4,123	585	9,830	12,943	11,801	11,338	23,138	30,627	44,821
당기순이익(손실)	17,498	13,205	31,690	34,432	28,056	28,912	79,028	103,959	151,209
NPM (%)	7.72%	5.50%	10.72%	16.00%	24.69%	24.88%	22.93%	15.81%	19.11%

\* 3Q24 이연세 편입, 큐브엔터 분할 반영 \*\* 25년 VT CUBE JAPAN 편입 반영

### Rating

**Buy**

목표주가: 55,700 원

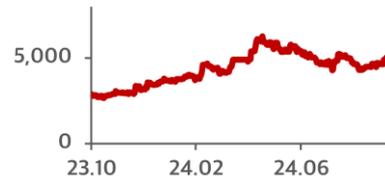
현재주가: 32,500 원

상승여력: 71%

### 12M 추가추이

시가총액 1 조 1634 억 원

(원)



### B/S data (1H24)

자산 총계 3,093 억원

부채 총계 1,328 억원

자본 총계 1,765 억원

### Valuation (24E)

PER 18.22x

EPS 1,866 원

ROE 46.2%

### 주요 주주

정철 21.02%

강승곤 외 2인 9.78%

큐브엔터 9.62%

### SMIC 2 팀

팀장 49 기 이대영

팀원 49 기 이효진

50 기 김남호

50 기 노현성

50 기 오택한

# CONTENT

---

1. 투자전략	3
2. Beauty and the Best - 산업분석	4
3. 프리티 VT - 기업분석	6
4. 넌 내게 빠져, 리들샷 - Point ①	8
5. 헤어날 수 없어 - Point ②	16
6. Valuation - Peer PER Method	23
7. Appendix	31

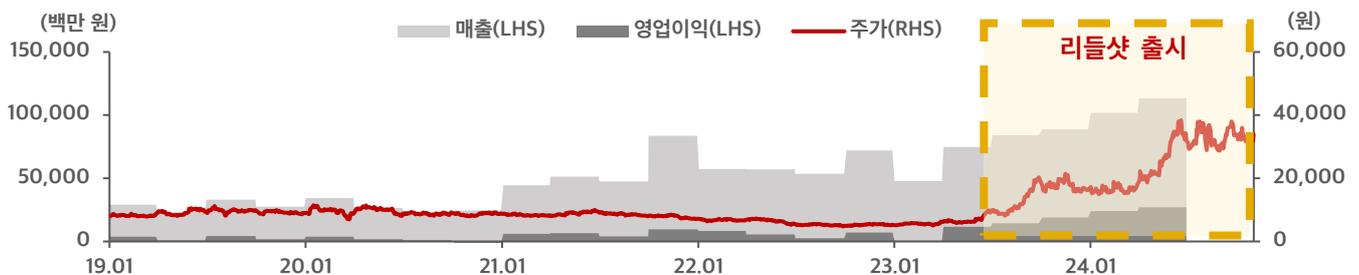
## 1. 투자전략 - 답지는 트렌드에 있다

**바야흐로 트렌드의 시대다.** 화장품 주가는 실적에 선행하고, 트렌드는 실적의 선행지표다. 소비재의 트렌드는 SNS에서 시작해 **쇼핑몰로 향하기 때문이다.** 여전히 세계가 사랑하는 K-Beauty 섹터에서 실적이 꺾일까 불안한 투자가 아니라, 트렌드가 알려주는 편안한 선택지를 만나보자.

24년 상반기, 쾌속질주하던 K-Beauty 화장품주는 꺾인 수출데이터와 아모레퍼시픽을 중심으로 중국 비중이 높던 화장품 브랜드의 **어닝쇼크로 피크아웃** 시험대에 올랐다. 이렇게 투자자들이 한국 화장품을 두고 망설이는 사이, K-화장품은 중국에서 미국으로, 대형 브랜드사에서 중소형 **인디 브랜드사로 무게추가 넘어왔다.** 이에 미국에서 크게 바이럴되며 유행한 바이오던스, 스킨 1004 등의 관련주가 개별 질주했다. 시장이 의심해 주가가 눌러 있을 때, 변함없이 성장하는 K-Beauty중에서 ‘좋은 아이템, 좋은 브랜드’에 관심을 기울이면 기회를 얻을 수 있다는 방증이다.

인디 브랜드의 선별은 누가 ‘**지속 가능한 트렌드를 만들 수 있는가**’에서 시작된다. 바이럴마케팅이 전략화된 시점에서, **화장품의 펀더멘탈은 곧 마케팅이다.** 그리고 이러한 펀더를 가진 브랜드는 현재 전 세계로 나아가는 **구조적 성장의 초입에 있다.** 그렇다면 다음은 어디를 봐야 할까?

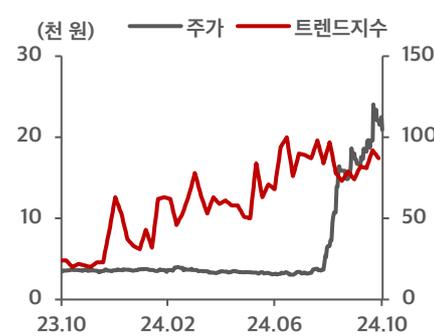
도표 1-1. 동사 주가 추이



출처: KRX, DART, SMIC 2팀

지금까지 미국에서 성공한 화장품들의 공통적인 특징은 틱톡 등 ‘SNS 대란템’이라는 점이다. 실제로 바이오던스, 스킨1004 등의 제품들은 틱톡 등에서 바이럴된 후 가파른 실적 성장을 보여주고, 주가가 뛰어올랐다. 아래 도표를 확인해보면, **트렌드는 늘 미리 답을 알려주고 있었다**는 것을 확인할 수 있다. 그리고 지금, 동사의 ‘Reedle shot’에 대한 트렌드는 구글, 틱톡 모두 가파른 기울기를 유지하고 있다. 최소한 **3, 4분기 실적 시즌이 두려울 필요는 전혀 없다**는 뜻이다.

도표 1-2. 제닉 - Biodance



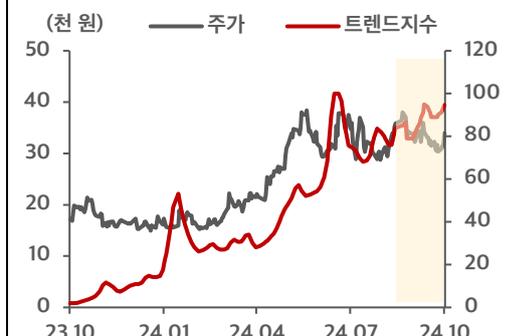
출처: KRX, google, SMIC 2팀

도표 1-3. 한국화장품제조 - Skin1004



출처: KRX, google, SMIC 2팀

도표 1-4. 동사 - Reedle shot



출처: KRX, google, SMIC 2팀

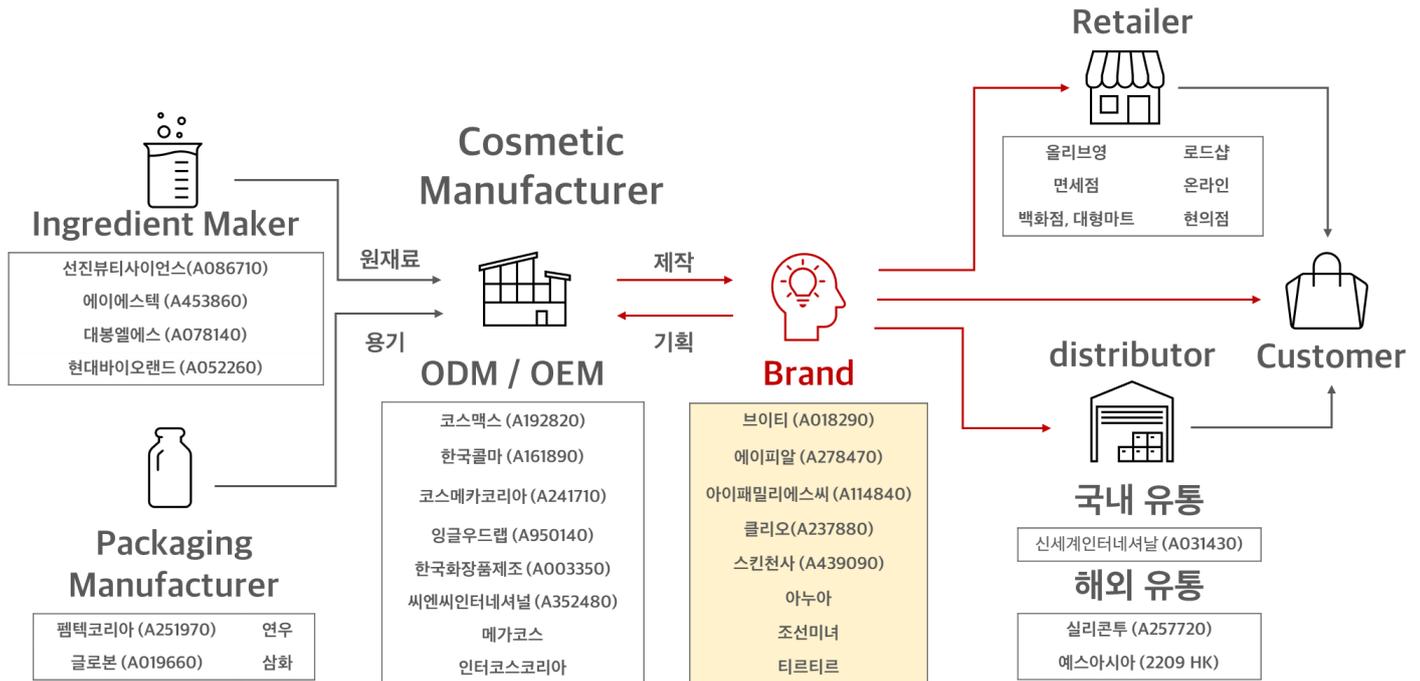
이러한 기업의 경우 모두가 실적과 숫자에 관심을 기울이고 있기 때문에 **실적이 가시화되고 나면 늦는다.** 따라서 투자포인트에서 **후술할 증거들을 따라가 볼 때** 실적의 성장이 명백히 예상되는 지금 바로, 동사를 매수할 것을 적극 추천한다.

## 2. 산업분석 - Beauty and the Best

화장품은 이제 ‘일시적 유행’이 아니라 ‘지속적 트렌드’를 만드는 구조적 성장 산업으로 나아가고 있다. 그리고 이를 이끄는 것은 다름아닌 **브랜드사**이다. 그렇기에 한국 화장품의 미래를 넓은 시야로 바라보면, 브랜드가 갖는 확장성과 이익 성장의 업사이드는 여타 ODM/OEM이나 소재사가 따라올 수 없다. 동사에 대해 본격적으로 알아보기 전, ① **밸류체인 속 브랜드사의 역할**과 ② 변화하는 **화장품 산업의 최근 동향**이 어떠한지 파악하여 동사의 성장 가능성을 가늠해보자.

### 1.1. 화장품 산업의 밸류체인

도표 2-1. 화장품 산업 밸류체인



출처: SMIC 2팀

**동사는 인디 브랜드사** 동사가 속한 **브랜드사는 대형 브랜드와 인디 브랜드로 나뉜다**. 대형사는 제품의 개발 → 생산 → 유통의 체인을 모두 갖춘 화장품 업계 전통의 강자이다. 반면 동사와 같은 **인디 브랜드**는 제품 기획 및 마케팅에 집중하며, **원재료, 생산, 유통의 단계는 분업화된 밸류체인을 적극 활용**한다.

**분업화된 밸류체인을 적극 활용하는 동사** **분업화된 밸류체인**은 동사가 본업에 집중하는 것을 든든히 지원한다. 화장품 밸류체인은 크게 **원재료사, ODM/OEM, 브랜드사, 유통사**로 나뉜다. 원재료사는 원료를 생산하는 업체와 용기를 생산하는 업체로 나뉘며, 이를 ODM/OEM에 납품한다. ODM/OEM은 동사와 같이 별도의 생산시설을 보유하지 않는 브랜드사의 **제품 생산을 위탁 받는 업체**이다. OEM이 브랜드사의 기술을 바탕으로 생산만을 담당한다면, ODM은 자체적인 연구를 통해 제품을 직접 설계하고 개발한다. 이렇게 생산된 화장품은 동사의 브랜드를 달고 유통 업체를 통해 전 세계로 퍼져나가게 된다.

**인디 브랜드의 경쟁력: 빠른 속도** **인디 브랜드가 갖춘 '빠른 속도'**는 **트렌드를 쫓아야 하는 화장품 산업에서 큰 강점**으로 작용한다. SNS 위주의 마케팅은 소비자들의 반응을 즉각적으로 수집할 수 있게 하였고, 인디 브랜드는 작은 조직의 이점을 살려 빠르게 피드백을 진행한다. 이후 조건에 적합한 ODM/OEM 사를 선택하여 제품을 생산하는데, 해당 과정의 전체 소요기간은 1~2개월에 불과하다. 이는 신규 제품 및 마케팅 출시에 최소 6개월 이상이 소요되는 대형사에 비해 빠른 방향성의 전환을 가능하게 하였다.

또 다른 호재:  
정보 격차 완화

인플루언서들의 활동으로 **완화된 정보 격차는 인디 브랜드에게 호재로 작용했다**. 16년까지 화장품 시장은 대형 브랜드사가 지배했다. 당시에는 여러 제품 간 효능 차이를 직접 비교하기 어려웠기, 브랜드에 의존하는 경향이 강하였다. 하지만 이제는 뷰티 인플루언서들이 여러 화장품을 소비자 대신 사용해준다. 소비자들은 선호하는 결과물을 담은 영상의 제품을 구매하게 되었고, 이들이 남긴 제품 후기는 다른 소비자들의 구매 결정에 영향력을 행사한다. 일련의 과정은 **인디 제품에 대한 소비자의 이해를 높이고, 대형 브랜드의 명성에 의존하는 경향을 완화시켰다**.

## 1.2. 화장품 산업의 동향

중화권 비중 감소,  
다각화된 수출국

우리나라 화장품 산업의 주요 동향 변화는, **중화권 수출 비중이 크게 감소하고 수출국이 다각화** 되었다는 것이다. 내수 시장이 한정적인 우리나라의 특성 상 화장품 산업의 업사이드는 수출에 있으며, 16년 기준 수출의 70%는 중화권을 향하였다. 그러나 현재 중화권 비중은 33%로 절반 이상 감소하였으며, 대신 북미와 유럽, 러시아향 수출의 비중이 각각 두 배 이상 증가했다.

수출 다각화는 수혜는  
기초 화장품에게

수출 국가의 비중 변화로 **기초 화장품의 중요성이 증가**하였다. 수출 국가의 다각화는 곧 **소비자의 피부색의 다변화**를 의미한다. 피부색이 거의 유사한 우리나라에서도 '퍼스널 컬러'의 열풍이 불만큼 색상에 민감한 상황인데, 북미나 유럽 같은 여러 인종이 함께하는 국가에서 색조 화장품을 범용적으로 사용하는 것에 한계가 있음은 분명하다. 그러나 **기초 화장품의 경우 피부색과 얽매이지 않고 보편적인 사용이 가능**하기에, 진출하고자하는 국가의 인종적 특성에 관계없이 기존 상품으로 수출이 가능하다. 실제로 미국 화장품 비중 중 기초 화장품은 23%임에도 불구하고, 우리나라가 미국에 수출하는 화장품 중 70%는 기초 제품일 정도로 그 비중이 크다.

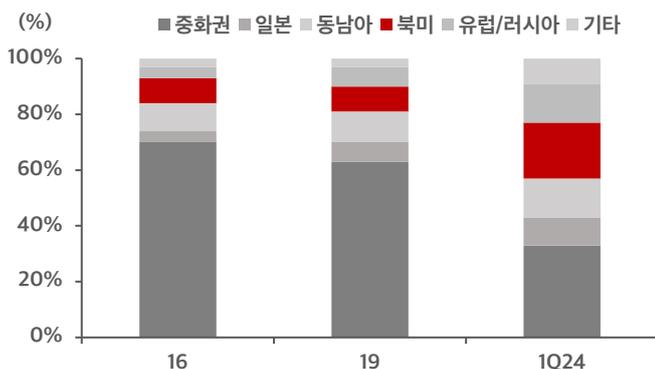
미국, 기초 화장품에  
눈을 돌리다

기초 화장품은 그 **비중이 작았던 국가들에서도 성장**이 두드러지고 있다. 그 대표적인 예시로 미국이 있다. 기초 화장품과 색조 화장품 비중의 글로벌 평균은 28%, 13%인데 비해, 미국의 경우 각각 23%, 17%로 **기초 화장품의 비중이 낮고 색조 화장품의 비중이 높은** 편이다. 그러나 코로나19 사태를 전후하여 민감해진 피부 관리를 위해 기초 화장품에 대한 관심도가 높아졌으며, 향후 3년 간 CAGR 5%로 성장하여 색조 화장품의 성장률(2.5%)을 상회할 것으로 전망된다.

미국에서의 성공?  
틱톡에 답이 있다.

그렇다면 어떤 기업이 글로벌 1위 시장인 미국에서 성공할 수 있는가? 그 답은 바로 **틱톡**에서 찾을 수 있다. 일례로 354만 구독자를 가진 인플루언서 '미스 달시'가 흑인을 위한 파운데이션 색상이 없다고 불만을 토로하자, 티르티르는 그를 위한 **20가지의 파운데이션을 제공**했다. 미스 달시는 해당 제품을 리뷰하며 감격하는 모습을 보였고, 이 영상은 미국 전역으로 퍼져나가며 5천 만회의 조회수를 기록했다. 이는 실제 관심으로 이어져 티르티르는 아마존 뷰티 랭킹 1위를 차지하였다. 후술할 투자포인트에서는, **동사가 이러한 틱톡을 공략할 최적의 기업임을 논증**한다.

도표 2-2. 국내 화장품 수출 비중



출처: 한국무역협회, SMIC 2팀

도표 2-3. 국내 주요 인디 브랜드

종류	기업	브랜드
기초	브이티 (A018290)	VT cosmetics
	아모레퍼시픽(090430)	CosRX
	에이피알 (A278470)	메디큐브, 에이프릴 스킨
	달바 글로벌	d'Alba
	고운세상코스메틱	Dr.G
	더 파운더즈	ANUA
	구다이글로벌	조선미녀
	IICOMBINED	템버린즈(TAMBURINS), 썸바이미(SOME BY ME)
	서린컴퍼니	라운드 랩(ROUND LAB)
	비나우	퓌(fwee), 넘버즈인(numbuz:n) 등
	마녀공장 (A439090)	마녀공장
	크레이버코퍼레이션	스킨천사
	색조	아이패밀리에스씨 (A114840)

출처: 각 사, SMIC 2팀

### 3. 기업 분석 - 프리티 VT

#### 2.1 화장품 회사로의 변신은 무죄

화장품 회사로  
거듭나기

동사는 기초 **화장품 사업을 주요 사업으로 영위**하며, 화장품 밸류체인 상 **인디 브랜드**로 분류된다. 동사가 처음부터 화장품 사업을 영위한 것을 아니었다. 동사는 86년 지엠피라는 이름으로 창사하여 라미네이팅 기계와 필름 제조 사업을 영위하였다. 이후 17년 브이티코스메틱을 인수하며 화장품 사업을 본격화하였고, 23년 사명을 브이티로 변경하여 현재에 이르게 되었다.

다양한 사업 영위,  
그러나 본질은 화장품

이러한 배경으로 인해 동사는 화장품뿐만 아니라 **타 사업 또한 영위**한다. 지엠피의 라미네이팅 사업과 함께, 동사는 20년 큐브엔터의 지분을 인수하여 국/내외 음반과 공연의 기획 및 생산을 진행했다. **화장품 사업부의 매출 비중이 전체의 66.3%**를 차지했으며, 큐브엔터의 매출비중이 25.0%, 라미네이팅 및 기타 사업부가 8.7%의 비율을 차지했다. 그러나 3분기부터는 **ODM사 이앤씨 인수 및 큐브엔터 매각**으로 인해 큐브엔터는 매출에서 제외되고 이앤씨가 반영될 예정이다.

#### 2) 동사 제품 분석 - 리들샷

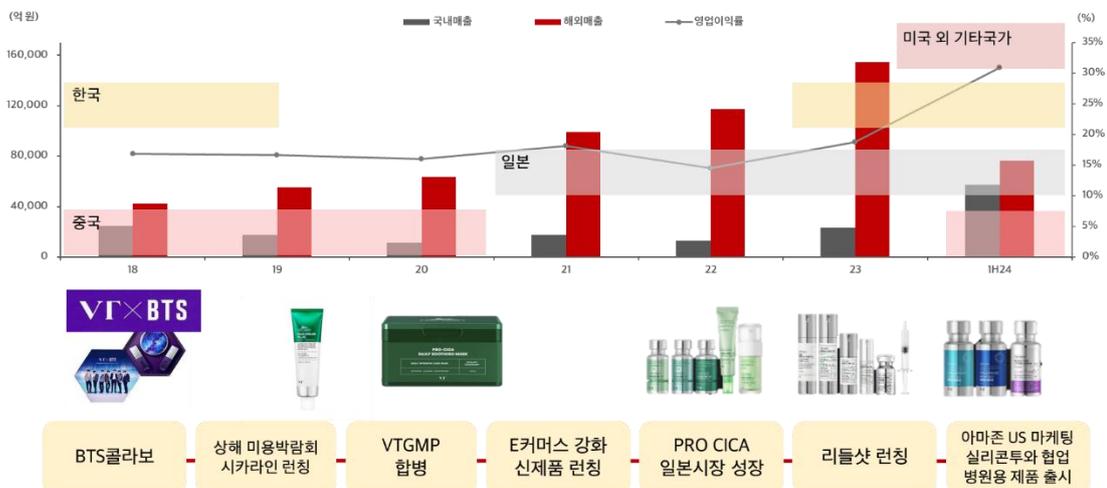
스킨부스터, 피부과 방  
문의 번거로움 ↑

상처가 나면 재생을 통해 회복을 꾀하는 것이 우리 몸, 특히 피부의 본능이다. 동사의 제품에 대해 이해하기 위해서는 먼저 '스킨부스터'의 개념을 짚고 넘어가야한다. 스킨부스터는 매우 얇은 바늘을 통해 피부 진피층에 히알루론산, 아미노산, 비타민 등의 영양 성분을 직접 주입하는 기술이다. 스킨부스터는 사용자의 피부의 보습과 탄력을 개선하고 피부 톤을 밝게 해주기에 많은 이들에게 각광받고 있으나, **기술 때마다 피부과에 직접 방문해야하는 번거로움**이 있었다.

홈케어 스킨부스터,  
리들샷

동사는 이러한 번거로움을 해결하기 위해 '**홈케어 스킨부스터**'인 리들샷을 출시하였다. 리들샷에 함유된 '시카 리들'은 미네랄 유래 미세 입자 성분으로, 두께가 모공의 1/14 수준이다. 제품 사용자가 리들샷을 얼굴에 발라 리들이 피부에 전달되면, **시카 리들이 피부에 미세한 상처를 내어 기초 화장품의 흡수력을 높여주는 원리**이다. 리들샷은 50부터 1300까지 다양한 강도의 제품이 있는데, 숫자가 커질수록 시카 리들이 들어간 양이 많다. 이에 소비자는 피부 상태나 적응기에 따라 적합한 강도의 제품을 선택할 수 있다. 예를 들어 소비자의 피부가 민감하다면 가장 순한 타입인 리들샷 50을 사용하고, 피부가 적응함에 따라 단계를 높여 나가는 전략을 택할 수 있다.

도표 3-1. 동사 주요 연혁 및 국가별 주요 활동 시점



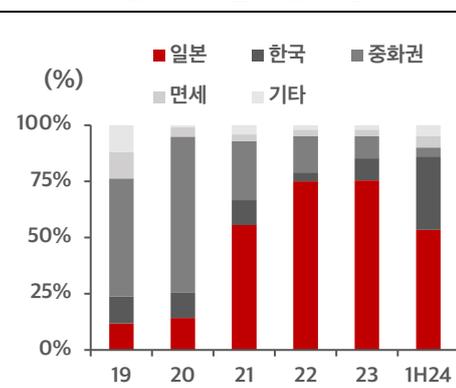
출처: Tiktok, SMIC 2팀

리들샷 유니버스 구축	동사는 전술한 시카 리들 기술을 활용하여 '리들샷 유니버스'를 구축하였다. 전술한 오리지널 라인뿐만 아니라, 동사가 보유한 제품군과 리들샷을 결합하여 리프팅 라인, 박스 마스크 라인, 애프터 라인, PDRN 라인 등을 구축하였다. 즉, 리들샷은 비단 하나의 화장품이 아니라, 트렌드에 맞는 제품의 성능을 강화하고 활용도를 높여주는 일명 '바르는 디바이스'인 것이다.
리들샷, 국내외 메가히트 상품	국내외 리들샷의 인기는 뜨겁다. 리들샷은 일본 라쿠텐에서 한국 브랜드 최초로 코스메틱, 향수 부문 대상을 수상하고 베스트 코스메 명예의 전당에 올랐으며, 아마존에서는 탑브랜드 어워드 챔피언상을 수상하였다. 국내 또한 올리브영 판매랭킹 1위를 달성한데 이어 카카오톡 라이브에서 30분 만에 완판되는 기록을 세웠으며, 다이소에서는 현재까지도 품귀 현상을 보이고 있다.
실적으로 증명	리들샷이 동사의 효자 상품임은 실적으로도 증명할 수 있다. 23년 출시된 리들샷은 출시 당해 411억 원의 매출을 기록하며 화장품 사업부 전체 매출의 25.2%를 차지하였다. 뿐만 아니라 올해 상반기만으로도 전년 매출의 181%에 해당하는 744억 원의 매출을 기록하는 퀀텀 점프를 이루어 냈으며, 이는 상반기 화장품 사업부 전체 매출의 55.6%에 해당하는 대표 제품이 되었다
동사는 히트작 이어달리기 중	동사의 강점은 히트작이 마치 이어달리기와 같이 지속적으로 출시되고 있다는 것이다. 트렌드가 변화하는 화장품 산업의 특성 상 브랜드사는 끊임없이 새로운 히트작을 생성하는 것이 중요한데, 동사는 이 기준의 가치 모범이라고 일컬을 수 있다. 먼저, 화장의 기초가 되는 팩트에 콜라겐밤을 넣은 '콜라겐 팩트'는 2017년 한국 브랜드 선호도 인증식에서 화장품 분야 1위로 선정되었다.
23년 리들샷 출시	이를 뒤이은 '시카 데일리 수딩 마스크'는 20년 일본 최대 온라인 뷰티샵 옛코스메(@COSME)에서 마스크 부문 2위에 선정된 것에 이어 일본의 버라이어티샵 Loft가 판매실적을 기준으로 발표하는 '베스트 코스메 2021' 에서 1위를 달성하였다. 동사는 해당 제품의 고무적인 실적에도 연구 개발을 게을리하지 않아 23년 리들샷을 출시하였으며, 이는 다음 히트작을 알리는 대관식이었다.

### 3) 재무 분석

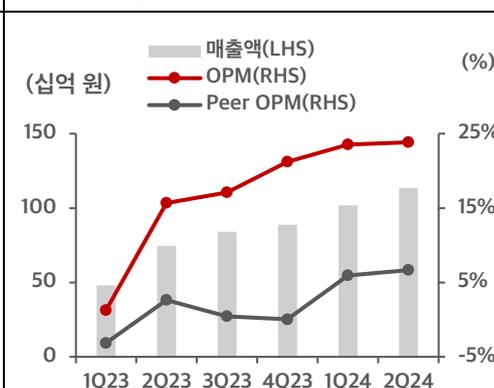
성장하는 매출, 높은 OPM과 ROE, 안정적인 부채 비율	동사의 재무는 가치 리들샷 출시 전과 후로 나뉜다고 말할 수 있다. 화장품 사업부의 분기 매출은 23년 1분기 274억 원에서 분기 당 평균 23.6%씩 증가하여 24년 2분기 791억 원을 기록했으며, 전체 매출도 같은 기간 동안 137% 증가하였다. 매출원가율이 30%대에 불과한 기초 화장품의 특성 상, OPM 또한 10%대에서 23.6%까지 증가하였다. 28%에 달하는 높은 ROE 또한 고무적이다. 이는 Peer Group 대비 무려 4.8배의 수치로, 부채비율을 75%로 안정적으로 유지함에도 높은 ROE를 가진다는 것은 동사가 효율적인 자본 운영 구조를 갖추고 있음을 입증한다.
--	--

도표 3-2. 동사 지역별 매출 구성



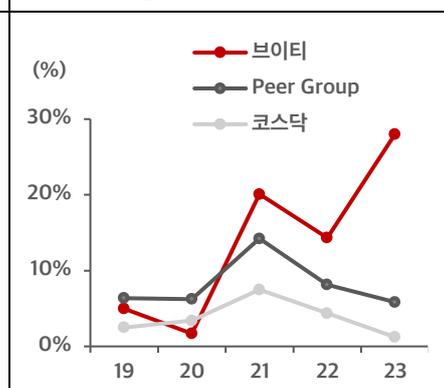
출처: 동사, SMIC 2팀

도표 3-3. 동사 매출액 및 OPM



출처: 동사, SMIC 2팀

도표 3-4. 동사 ROE



출처: 동사, SMIC 2팀

## 4. 년 내게 빠져, 리들샷 - Point ①

브랜드의 성공은  
우연이 아니다

화장품 브랜드사의 본질은 **마케팅 능력**에 있다. 대부분의 소비재가 그러하듯 특정 제품이 마냥 전성기를 누릴 수만은 없는 법이기 때문이다. 따라서 화장품 밸류체인에서 좋은 브랜드사를 선별하기 위해서는, 지금 잘 팔리는 제품을 찾는 것 뿐만 아니라 **히트작을 만들 수 있었던 기업의 마케팅 전략**을 봐야 한다. 엔터테인먼트 산업에서 아이돌은 시간과 유행에 따라 뜨고 지지만, 인기 아이돌을 만드는 프로듀서의 역량과 엔터사가 쌓아온 프로듀싱 인프라는 계속해서 또 다른 스타를 만든다. 그리고 동사 역시, **계속해서 화장품계의 아이돌을 만들어온 알짜 마케팅 회사**다.

유행만 노리는  
기업도 아니야

이러한 면에서, 동사는 스타 화장품 소속사로서의 역량을 충분히 증명해온 기업이다. 우려와 달리 동사는 단발성 유행 아이템을 만드는 **원 히트 원더가 아니다**. 리들샷 이전에도 **시카 라인**을 통해 세상에 이름을 알렸던 동사는 다수의 성공 경험을 쌓았다. 그리고 이를 통해 리들샷이라는 새로운 메가히트 상품을 만들어 냈고, 해외 확장이라는 새로운 도약을 앞두고 있다.

3가지 강점

그 배경에는 ①**빠른 의사결정**, ②**적극적인 유통망 확보**, ③**트렌드에 민감한 마케팅** 이 세가지 강점이 있다. 한국, 일본 시장에서의 성공사례를 통해 동사의 강점이 작용한 사례를 파악하고, 새로운 무대인 미국, 중국에서 어떤 식으로 적용되어 성공을 가져올 수 있을지 알아보자.

### 4.1. 리들샷 피크아웃? 아직 먼 이야기

피크아웃?  
너 누군데?

24년의 동사는 **리들샷이라는 메가히트 상품으로 대표되는 기업**이다. 리들샷은 소비재, 그중에서도 화장품이기 때문에 트렌드에 민감하고 일각에서는 피크아웃에 대한 우려가 나오고 있다. 하지만 이는 리들샷이 가지는 **방대한 TAM**에 비하면 지나치게 시기어린 걱정이다.

1. 기능적 확장

리들샷은 기능적인 부분에서 **일반 화장품보다 훨씬 큰 TAM**을 가진다. 리들샷은 기본적으로 앰플/에센스로 분류되지만 **기능은 스킨부스터**에 있다. 이러한 기능은 기존 의료용 피부미용 시술에 사용되던 기술이다. 그중에서도 전 세계 스킨부스터는 15.4조원의 규모를 가지고 있고, 이는 2.5조원의 앰플 시장 대비 6.2배의 크기이다. 리들샷은 **의료 시장을 홈케어로 가져옴과 동시에 추후 의료 시장으로 진출도 계획**되어있기 때문에, 이 모든 시장의 합집합이 동사의 TAM이다.

2. 국가별 확장

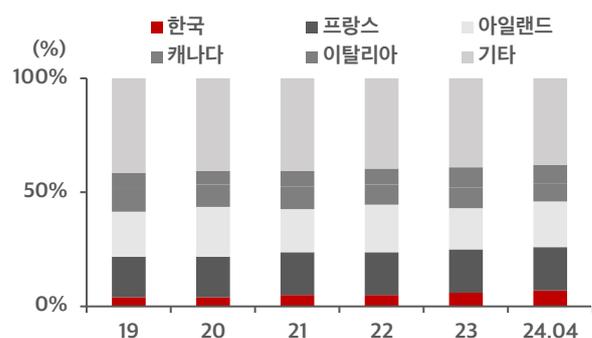
또한 리들샷은 기존 일본, 한국을 넘어 추후 **미국, 중국을 진출할 구체적인 계획**이 있다. 화장품 시장의 1등, 미국의 시장규모는 130조원이고 이중 기능성 화장품 분야는 32조원 수준의 규모를 가지고 있다. 또한 중국의 경우 전체 화장품 시장규모는 107조원이고, 기능성 화장품으로 좁혀도 55조원 규모의 큰 시장을 가지고 있다. 두 국가의 **기능성 화장품 규모는 도합 88조원**이다.

도표 4-1. 리들샷의 TAM 확장



출처: 언론종합, SMIC 2팀

도표 4-2. 미국 수입시장 국가별 비중



출처: 하나증권, SMIC 2팀

## 3. k beauty

## 전체의 성장

K beauty 전체의 성장도 무시할 수 없다. 미국의 화장품 수입시장에서 한국은 높은 성장세를 시현했지만, 여전히 전체의 7% 수준에 불과하다. 따라서 전체 시장 사이즈의 확대와 함께 침투율도 증가하고 있는 추세 속에서 **당장의 피크아웃을 논하기엔 무리가 있다**. 가파른 속도로 성장하는 산업에 필연적으로 따르는 막연한 불안감에 따른 우려는 K-화장품에 있어 당분간은 접어 뒤도 좋다. 이제 K-인디뷰티 씬의 새로운 돌풍, 리들샷이라는 무기를 가진 동사의 마케팅이 어떻게 전개되며 얼마나 폭발적인 사랑을 받고 있는지 **한국과 일본부터 확인해보자**.

## 4.2. 한국 - 다이소 완판 제품을 아시나요?

국내 매출 비중의  
가파른 성장

24년 상반기 동사의 국내 매출은 전년대비 YoY +1,051% 성장했다. 이로써 23년 전체 매출 대비 13%에 불과 했던 국내매출이 24년 상반기 43%까지 올라오게 되었다. 국내시장의 갑작스러운 성장은 23년 12월 **리들샷의 올리브영 입점**과 **다이소 매출 확대**에 있다.

## 그 중심엔 다이소

**리들샷의 국내 첫 진출**은 올리브영이 아닌 **다이소에서** 시작했다. 동사가 **다이소를 첫번째 유통 채널로 삼은 이유**는 그들의 강점인 **빠른 의사결정**을 위해서다. '따가운 화장품'에 대한 소비자들의 직접적인 피드백이 가장 필요했던 동사는 높은 접근성과 낮은 가격대를 모두 가진 다이소를 국내 첫 테스트베드로 사용하기로 했다. 그 결과 다이소 입점 **2주만에 초도물량을 품절시키며** 국내 소비자의 긍정적 리뷰를 확인함과 동시에 국내 시장의 포문을 열수 있었다.

## 그다음엔 올리브영

**다이소에서 확인한 반응**은 그대로 **올리브영으로** 이어졌다. 23년 11월부터 올리브영 온라인 입점 이후 24년 1월 오프라인 입점을 시작으로 **한달만에 전체 판매랭킹 1위**를 달성했다. 이외에도 약국, 홈쇼핑등에도 동시에 등장하며 단기간에 복수의 유통채널을 확보하였다.

단독 브랜드  
매대진입

또한 올리브영 오프라인 입점 **6개월만에 단독 브랜드 매대 진입**을 앞두고 있다. 지금까지는 슬로우에이징 부문에 작은 섹터로 진열되었지만, 올해 **하반기부터 개별 매대에 진입할** 예정이다. 한국 화장품 유통망에서 **가장 큰 힘을 가지고 있는 올리브영**에 단독 매대를 가지고 있는 브랜드들은 라보에이치, 러, 에스쁘아 등 **대기업 산하의 브랜드가 대부분**이다.

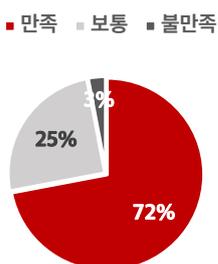
## 세가지 마케팅

잘 닦아놓은 **유통망을 기반으로 매출을 가져오는 것은 결국 마케팅**이다. 동사가 집중한 마케팅은 유통망에 따른 개별적인 판매전략, SNS를 활용한 인플루언서 마케팅, 그리고 홈쇼핑이 있다. 단순히 좋은 모델을 사용하는 등 많은 비용이 들어가는 방법은 지양한다.

## 1. 채널별 차별화

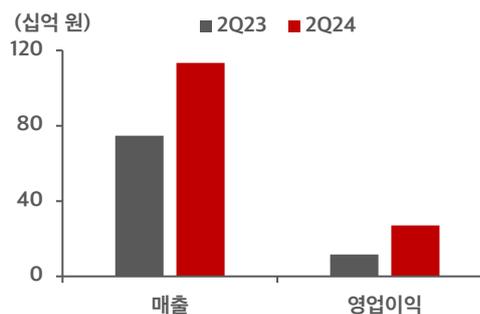
동사는 **유통 채널 별 다른 제품을 판매**한다. 충성고객이 많은 올리브영에는 주력 제품인 리들샷 에센스를 기반으로 비타-라이트 리들샷, 레티-에이 리들샷 등 프리미엄 라인까지 고가 제품 위주로 판매한다. 반면 신규 고객이 많이 유입되는 다이소에서는 일회용 스틱 파우치 형태의 저가 제품만 판매한다. 즉 **다이소를 통해 신규 고객을 유입하고, 올리브영을 통해 락인시키는** 것이다.

도표 4-3. 다이소 화장품 구매 만족도



출처: 언론 종합, SMIC 2팀

도표 4-4. QoQ 매출, 영업이익 성장 (국내)



출처: Dart, SMIC 2팀

도표 4-5. 국내 완판 기록 도표



출처: 언론종합, SMIC 2팀

2. SNS마케팅  
3. 홈쇼핑
- 동사는 8월부터 10월까지 세달간 리들샷 관련 체험 캠페인만 42개를 진행하며 SNS마케팅에도 진심이다. 체험단 모집 플랫폼 리뷰에 따르면 캠페인을 통해 생성된 리뷰 콘텐츠는 1,028개로 단일 브랜드 기준 1위이다. 홈쇼핑 채널에선 지난 5월 최화정쇼를 통해 ‘탕후루광 피부’ 키워드의 신제품 PDRN리들샷을 역대 최단시간 완판시키며 다양한 마케팅에서 두각을 보이고 있다.

#### 4.3. 일본 - 리들샷의 시작점

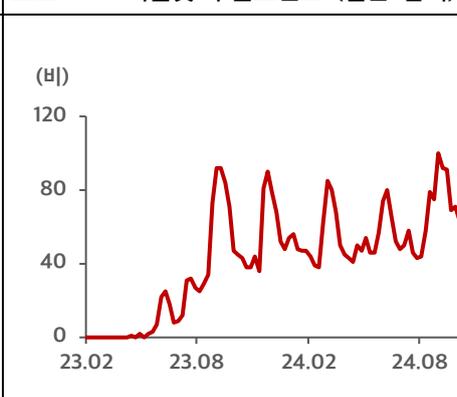
- 리들샷의 고향 일본** 리들샷이 처음 출시된 나라는 다른아닌 일본이다. 세계 화장품 시장 규모중 3위에 있으며, 외국 제품에 대해 보수적인 시각을 가진 곳에서 신제품을 출시한 것이다. 이것이 가능한 이유엔 기존 17년부터 길러온 일본 시장에 대한 이해와 그에 따른 적절한 유통채널 선정에 있다.
- 21년부터 큐텐, 라쿠텐 유통채널 확보** 동사가 일본에 본격적으로 처음 진출한 것은 17년이다. 당시 중화권의 화장품 수출이 주축한것을 확인하고 일본을 새로운 무대로 삼았다. 추후 21년 시카 수딩 마스크팩이 일본에서 크게 흥행하면서 큐텐, 라쿠텐 등 일본의 주요 유통채널을 확보하는 계기가 되었다.
- 1) 일본 온라인  
2) 일본 오프라인  
3) 한국 시장
- 동사의 신제품은 일본 온라인에서 가장 먼저 선보인다. 이후 반응이 좋은 제품은 일본 오프라인 매장에서 판매되고, 이후 한국으로 넘어오게 된다. 이런 점에서 일본 시장은 한국시장으로 넘어 오기 위한 테스트 장소이며, 그 중에서도 온라인은 최전선에 위치해 있다.
- 리뷰왕 리들샷** 일본 온라인 마켓에서 동사 제품의 인기는 그 어떤 화장품 브랜드보다 뜨겁다. 일본을 대표하는 화장품 평가 사이트인 @COSME에서 23년 리들샷은 부스터 부문 1등, 시카 수딩 마스크팩은 마스크 부문 3위를 차지하였다. @COSME에서 쌓인 양질의 리뷰는 그대로 높은 판매량을 이끌었다.
- 일본 온라인 섭렵** 23년 6월 리들샷이 큐텐에서 런칭 이후 3일만에 품절사태가 빚어지고, 9월 종합부문 1위를 달성했다. 이후 일본의 핵심 온라인 유통채널인 큐텐과 라쿠텐에서의 꾸준히 관심도를 높여갔다. 라쿠텐의 슈퍼세일, 큐텐의 메가와리 시즌엔 전체 판매랭킹 10위안에 매번 3개 이상의 제품을 올렸다. 큐텐의 메가와리는 어떤 시기보다 가장 많은 할인율을 받을 수 있는 ‘일본의 블랙프라이데이’와 같다. 이번 9월 메가와리 행사에선 단 12일동안 10억엔(한화 95억원) 매출을 기록하였고 이는 24년 상반기, 일본 온라인 전체 매출의 27%에 해당하는 수준이다.
- 일본의 화장품 유통 중심엔 오프라인** 사실 일본에서의 성장은 시작에 불과하다. 일본 전자상거래화 비율에 따르면 일본의 화장품 온라인 판매 비중은 8.24%로 오프라인의 비중이 높은 시장이기 때문이다. 동사는 온라인에서의 성공에 힘입어 오프라인 매장을 늘리기 시작해 23년 기준 일본 전체 드럭스토어 중 85%에 침투했다. 나아가 24년부터 39,112개 편의점에 입점하며 일본인의 생활권역 어디를 가도 동사 제품을 만날 수 있게 되었다.

도표 4-6. 일본채널 입점 탐라인+행사순위

연도	내용
17	일본시장 진출
20	WWD 베스트 스킨케어 신제품 부문 1위 @COSME 마스크 부문 입소문 랭킹 1위
21	동사 제품 판매액 중 일본 비중 50% 돌파 Loft 베스트 코스메틱 1위
22	VOCE 코스메틱 어워드 한국부문 1위 리들샷 일본 출시
23	라쿠텐, 큐텐 종합 판매 1위 라쿠텐 SOY 2년 연속 수상 라쿠텐 코스메틱, 향수 부문 대상

출처: 언론 종합, SMIC 2팀

도표 4-7. 리들샷 구글트렌드 (일본 검색)



출처: Google Trends, SMIC 2팀

도표 4-8. 하반기 행사 일정

일정	행사명	행사 내용
9, 12월	라쿠텐 슈퍼세일	최대 55% 세일 행사
	큐텐 메가와리	20% 할인 쿠폰 10개 배포
11월	큐텐재팬 메가포	10% 쿠폰 2번 발행
	블랙프라이데이	가을 세일 행사 기간
12월	하츠우리	새해 첫 세일 행사

출처: 언론 종합, SMIC 2팀

일본에서 성공한  
최초의 한국브랜드

한국의 기초 브랜드가 일본에서 성공한 것은 첫번째 사례이다. 일본 매출은 24년 상반기 기준 YoY 49% 성장을 이뤄냈다. 가장 까다로운 소비자와 유통망을 뚫어낸 동사는 이제 일본인들의 일상으로 들어갔다. 곧 실적에 반영될 하반기 큐텐 메가와리, 라쿠텐 슈퍼세일 등 굵직한 행사들에서 또한 이미 높은 실적을 시현했다. 앞으로 **일본 시장의 폭발적 매출은 예정된 수순이다.**

#### 4.4. 미국 - Next step 1: 가장 큰 무대로

미국 부스터 시장  
슈퍼 루키의 등장!

동사는 한국, 일본에서의 성공경험을 바탕으로 세계에서 가장 큰 무대인 미국에서도 의미 있는 성장을 바라보고 있다. 23년 아마존 US VT 브랜드관 설립 이후 **2년 연속 아마존 탑 브랜드**에 선정되면서 슈퍼 루키의 등장을 알리고 있다. 지난 7월 아마존 프라임데이에서는 **단 2일 동안 \$67만 매출을 달성**하며 괄목할만한 성과를 거두었지만 이는 **시작에 불과하다.**

시작에 불과한  
미국시장 진출

동사의 미국향 매출은 아직 초입 단계에 있다. 동사의 24년 상반기에 집계된 미국향 매출은 21억으로 전체 매출 대비 **2%수준**에 불과하다. 그러나 시장의 기대는 미국을 향하고 있다. 동사가 시장의 기대를 오롯이 반영할 수 있을지 ① 마케팅과 ② 유통망 확대 두가지 측면으로 알아보고, ③ 선배기업 아누아의 미국시장 성공을 통해 동사의 본격적 매출 반 시기를 가능해보자.

##### ① 미국 마케팅의 A to Z 틱톡

틱톡의 중요성

미국 시장 공략을 위한 마케팅에서 틱톡은 어떤 플랫폼보다 중요한 위치에 있다. 이유에는 ① **10억명**의 틱톡 유저는 **광고에 거부감이 적은 사용자**이고 ② **이용자의 50%가 30살 이하**로 젊은 세대이며 ③ 그 세대는 인플루언서 등 유명인의 소비를 따라하는 **‘디토 소비’** 경향을 가지고 있기 때문이다. 즉 소비의 중심에 있는 MZ 세대를 장악하기 위해선 틱톡이 중요한 매체가 된다.

가장 가파른  
트렌드 성장률

현재 리들샷의 틱톡 트렌드 성장률은 그 어떤 한국 화장품 브랜드 기업보다 가파르다. 24년 6월 인플루언서 마케팅을 시작으로, 7월 프라임데이를 통해 폭발적인 성장 반열에 들어섰다. 그리고 이러한 **성장여력**은 제품이 가지는 특성과 **동사의 마케팅 전략에 따라 지속되고 있다.**

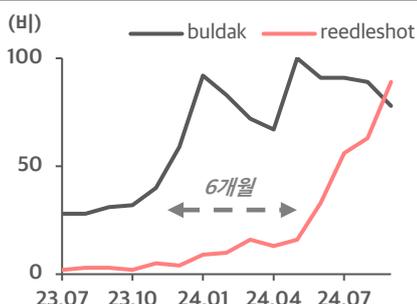
자발적 영상 제작  
참여

리들샷이 매력적인 틱톡 콘텐츠로 작용하는 이유는, ‘챌린지’형식으로 **자발적 영상을 제작하기에 흥미로운 콘텐츠**이기 때문이다. 틱톡커들은 어바닉랩스 등 광고대행사로부터 요청을 받아 동영상 제작하기도 하지만, 해당 영상이 조회수가 높게 나오고 유입이 클 경우 자발적으로 영상을 제작하고자 하는 유인 또한 존재한다. **틱톡커와 브랜드 사이의 윈윈구조가 형성되는 것이다.**

고통이 곧 콘텐츠

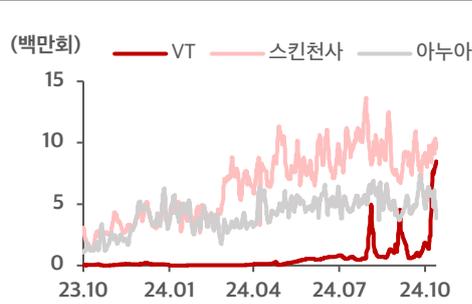
동사에서 기획한 ‘no pain no beauty’라는 슬로건의 **고통참기 챌린지**가 바로 그 성공적 예시이다. 한국은 물론 세계적으로 뷰티 인플루언서들이 광고를 받지않고도 자발적으로 챌린지에 동참하는 모습을 볼 수 있다. 틱톡 댓글에는 ‘어디에서 살 수 있냐’는 문의가 쇄도한다.

도표 4-9. 불닭, 리들샷 트렌드 상대지표



출처: Tiktok, SMIC 2팀

도표 4-10. 스킨 브랜드 틱톡 일간 조회수



출처: Tiktok, SMIC 2팀

도표 4-11. Andrea 틱톡 게시물들



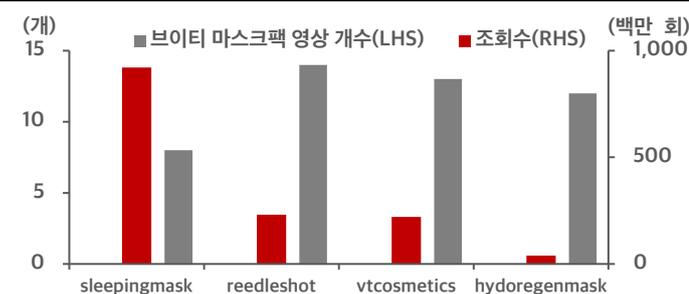
출처: Tiktok, SMIC 2팀

리들샷 게시물 폭발적인 인기	해외에서는 메가 인플루언서 Andrea의 리들샷 게시물이 '#spicyskin'이라는 자극적인 해시태그를 달고 무려 <b>2,170만회 조회수를 기록중</b> 이다. 이는 그녀 타 영상들의 평균 조회수인 100만뷰를 훨씬 상회하는 수치이다. 리들샷 영상으로 인기를 얻기 전 그녀의 팔로워는 약 50만에 불과했는데, 현재 Andrea는 180만 팔로워를 보유하고 있다. 일주일 사이에 팔로워가 급증한 이후 그녀는 리들샷을 찬양하는 관련 영상을 자발적으로 추가 게시했고, 이 역시 높은 좋아요 수를 기록하고 있다. 고통을 참는 표정으로 보여지는 흥미로운 반응이 <b>숏폼 트렌드에 적격</b> 이었던 것이다.
그건 불닭이 원조	이러한 폭발적인 SNS에서의 관심은 삼양식품의 <b>불닭볶음면 트렌드와 유사</b> 하다. 두 제품은 숏폼 속에서 고통이라는 키워드로 사람들의 호기심을 자극한다. 실제로 틱톡에서 제공하는 Insight index를 비교해보면 불닭의 트렌드 확산 시점과 리들샷의 확산시점이 6개월의 차이를 보인다. 그리고 각 시점의 <b>지수 성장률은 분기기준 160% 수준</b> 으로 유사한 것을 확인할 수 있다.
재탕에 재탕 가능	또한 동사의 제품은 <b>2차 콘텐츠 생성에 유리</b> 한 특성도 가지고 있다. 미세바늘의 함유량에 따라 제품 뒤에 붙는 숫자가 달라지고 또 하나의 콘텐츠가 된다. 사람들이 가장 궁금해하는 <b>제품별 고통을 비교해주는 콘텐츠가 인기</b> 이다. 실제로 리들샷 1300부터 리들샷 100까지 제품별 비교영상의 조회수는 일반 단일제품 영상 조회수에 비해 1.5배 이상 많은 것을 확인할 수 있다.
마스크 트렌드 팔로우업	최근엔 <b>마스크 제품에 대한 마케팅을 본격적으로 진행중</b> 이다. 올해 10월 23일부터 시작한 Overnight magic mask 챌린지를 통해 '슬리핑 마스크'를 키워드로 프로모션중이다. 이로서 최근 리들샷 해시태그 게시물의 <b>조회수가 가장 높은 14개 영상이 모두 마스크팩 영상</b> 이 되었다. 이는 바이오던스를 필두로한 <b>k-마스크가 강세를 보이고 있다는점과 마스크가 애플보다 상대적으로 접근 허들이 낮은점</b> 을 통해 리들샷에 대한 사용자 친화도를 높이기 위한 전략으로 보인다.
틱톡샵 오픈	이러한 흐름에 힘입어 동사는 <b>틱톡샵을 24년 9월 오픈</b> 했다. 틱톡샵의 23년 전체 매출액 추이는 163억달러 수준이고, 25년까지 830억달러를 목표로 하고 있다. 동사의 트렌드가 지금처럼 유지되고, 꾸준한 양질의 마케팅이 지속된다면 향후 미국 매출의 유의미한 기여가 가능할 것이다.

## ② 적극적인 유통망 확대, 그런데 실리콘투를 결들인…

실리콘투?	동사는 실리콘투와 협업을 통해 미국의 온라인뿐만 아니라 오프라인 시장까지 진출하려 한다. 실리콘투는 유통 사업을 기반으로 <b>k 브랜드의 역지구 사업을 돕는 플랫폼 기업</b> 이다. Retail 플랫폼과 Wholesale 플랫폼을 운영하여 국내 브랜드를 해외로 판매하는 중간자 역할을 한다.
첫 오프라인 채널 Walgreens	실리콘투와의 첫 번째 오프라인 타겟은 <b>미국의 약국인 Walgreens</b> 이다. Walgreens는 전세계적으로 12,500 매장을 운영중인데, 그중 미국에 8,700개 매장을 보유하고 있다. 초기에 4~5개의 품목만 입점 시킨 후 추후 반응을 통해 확대 여부를 결정한다. 더하여 동사 자체적으로는 창고형 마트인 <b>코스트코</b> 에 선 온라인, 후 오프라인 전략으로 <b>25년 상반기 진입을 계획중</b> 이다.

도표 4-12. 해시태그별 상위 14개 영상 중 브이티 영상 개수



출처: Tiktok, SMIC 2팀

도표 4-13. 실리콘투 소속 인플루언서 리들샷 업로드 시기



출처: Tiktok, SMIC 2팀

요즘 밀어주는 브랜드 VT 실리콘투는 보유한 '메가 인플루언서'를 통해 협력사의 마케팅을 돕는다. 따라서 실리콘투의 인플루언서들이 올리는 제품을 보면 최근 실리콘투가 밀어주는 브랜드가 어느곳인지 알 수 있다. 그리고 최근 9월에 인플루언서들이 집중해서 올린 제품은 **동사의 리들샷과 마스크팩**이다.

그래서 실적은 언제? 동사는 **실리콘투라는 든든한 조력자**와 함께 더 넓은 해외시장을 바라볼 수 있게 되었다. 그렇다면 새롭게 바라볼 해외 시장을 통한 본격적인 성장은 언제 실현될까? 국내 화장품 브랜드계의 선배 '아누아'의 성장과정을 동사의 현황과 비교하며 동사의 미래를 그려보자.

### ③ 선배 따라잡기 - 아누아

아누아 선배님 동사는 가파른 트렌드 성장률, 갖춰진 유통망을 기반으로 세계 무대에서 **선배 브랜드인 '아누아'만큼의 영향력**을 펼칠 수 있을것이다. 아누아의 트렌드 변화와 그에 따른 실리콘투향 매출 성장을 비교하면서 동사의 해외 매출 성장이 언제쯤 이뤄질지 확인해보자.

1) 선배 아누아는 21년 해외 수출을 시작하였다. 당시 아누아의 매출은 연 300억으로 소형 브랜드 수준에 머물렀다. 이후 국내 위주의 성장을 이뤄오다 **23년 6월을 기점**으로 틱톡에서 스킨케어 제품인 '아누아 토너 77'제품의 트렌드가 올라오면서 **아마존에서의 판매량도 늘었다. 그리고 7월 프라임데이를 통해 토너부문 1위에 등극**하며 트렌드 성장에 원동력을 얻었다.

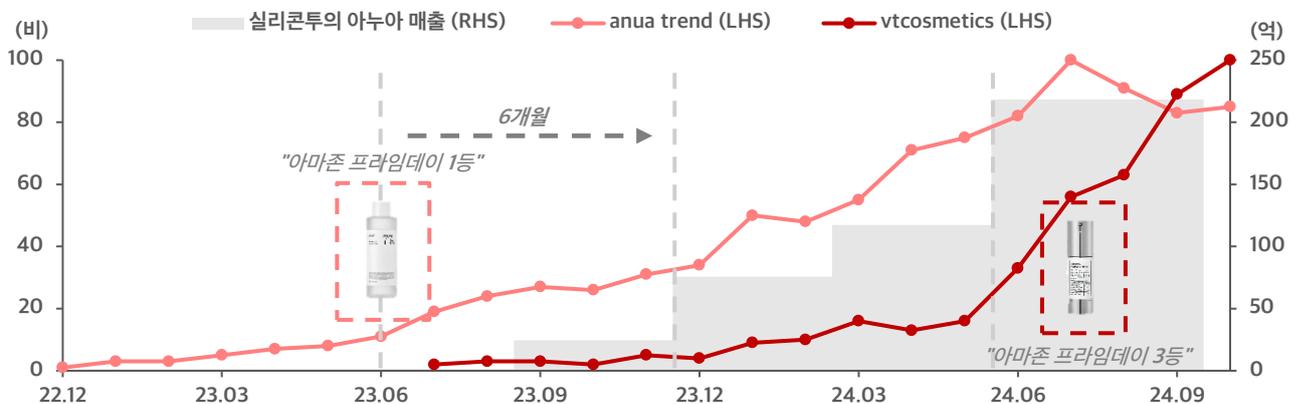
2) 후배 이는 24년 동사의 트렌드 성장궤도와 유사하다. 동사의 제품들은 **24년 6월 틱톡 바이럴을 통해 트렌드가 선제적으로 올라왔고, 7월 아마존 프라임데이에서 세럼 부문 3위를 기록**하고 품절되었다. 이후 틱톡에서 적극적인 인플루언서 마케팅을 통해 트렌드 성장을 이어가고 있다.

트렌드 - 매출 아누아의 **실리콘투 향 매출은 23년 4분기부터 본격적으로 성장**한다. 이후 24년 2분기까지 분기 평균 107%의 성장세는 **트렌드 지수를 6개월 후행**하며 지속된다. 이러한 성장세는 아누아 전체 매출의 성장에도 반영된다. 23년 기준 전체 매출이 1,432억으로 21년대비 4배이상 성장했다.

동사 미국 매출은 25년 상반기부터 동사의 본격적인 미국향 매출은 **24년 하반기에서 25년 상반기 내 반영**될 것으로 보인다. 이는 동사의 유의미한 트렌드 성장이 24년 6월부터 시작된 것과 비슷한 트렌드 성장을 겪은 아누아의 본격적인 매출이 6개월 지연되어 나타났던 점을 토대로 추정한 것이다.

실리콘투가 기대하는 리들샷 동사는 이번 2분기 실리콘투에게 99억원 수준의 물량을 보내냈다. 이 물량 수준은 아누아의 23년 전체 실리콘투향 매출액의 101% 수준이다. 동사가 아직 유의미한 **미국 매출이 없음에도 이렇게 많은 물량을 확보**해 두었다는 것으로 실리콘투가 동사에게 거는 **큰 기대감**을 알 수 있다.

도표 4-14. 실리콘투의 아누아 매출 성장 및 틱톡 트렌드 지표



출처: Tiktok, 실리콘투 IR, SMIC 2팀

\*트렌드 상대지표는 각 해시태그의 기간내 최대치를 100으로 하고, 나머지 기간을 상대족수치로 제시

## 4.4. 중국 - Next step 2 : 그때의 영광을 되찾으려

**과거의 영광 재현** 동사는 18년 시카 라인을 통해 중국 시장에 진출했던 경험을 바탕으로 **리들샷의 새로운 무대를 확장**하고자 한다. 당시 중국 매출은 전체 매출 대비 53%를 차지하는 가장 중요한 요충지였다. 이후 20년 68%수준까지 올라온 중국 매출 비중은 21년 코로나와 내수강화 기조에 의해 26%까지 줄어들었다. 그리고 동사는 24년 다시 **18~19년도의 영광**을 되찾고자 문을 두드리고 있다.

**Why 중국?** 화장품 브랜드사의 중국향 수출에 대한 부정적 시각이 팽배한 지금, 동사는 왜 중국으로 진출하려 할까? 그 이유와 이 도전이 충분히 할만하다는 것을 ① 18년도부터 보유한 **레퍼런스와 유통망**, ② 리들샷을 향한 **넘치는 잠재 수요**, ③ 시작되는 **오프라인 중심의 공급**을 통해 알아보자.

## 1) 18년부터 닦아온 유서 깊은 중국 채널

**온리안 : 티몰** 동사는 중국에 처음 시카 라인을 선보일 때 중국의 E커머스 70%를 차지하는 ‘티몰’과 ‘습니다 창고’라는 유통채널을 확보했다. ‘습니다 창고’는 중국에 한국 제품을 공급하고 배송해주는 대행사로 한국 기업의 중국 진출을 돕는다. 지난 18년엔 동사의 마스크 유통의 대부분을 책임졌다.

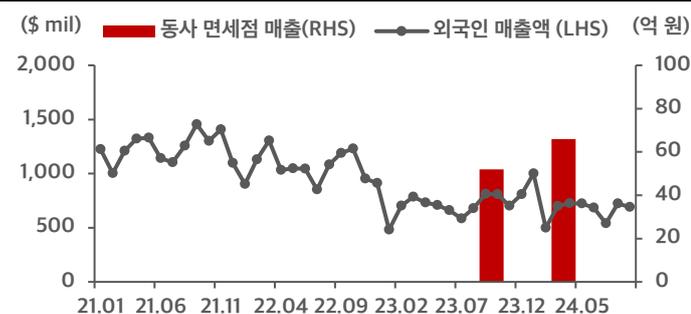
**동사가 가지는 협상력 우위** 동사는 18년과는 달라진 위상으로 이번 ‘습니다 창고’와 파트너십에서 **협상력 우위**를 가진다. 당시엔 매출의 절반 이상이 중국 매출이었고, 중국시장에 처음 진출하는 상황이었다. 하지만 이젠 견조한 한국, 일본 매출이 있어 중국 매출이 급하지 않고 공급가 결정에서 유리한 위치에 있다.

## 2) 여러곳에서 확인되는 리들샷 예비수요

**늘어나는 면세점 매출** 중국인들은 이미 리들샷을 원하고 있고, 이는 여러가지 지표를 통해 확인된다. 첫번째는 면세점 매출의 증가이다. 동사의 23년 전체 면세점 매출은 52억이다. 그런데 24년 반기만 지난 현재 면세점 매출액은 이미 66억이다. 이는 국내 면세점 외국인 매출액이 감소중인 것과는 대비되는 결과다. **인당 구매 가능 개수가 3개로 제한된 면세점 매출액의 80%가 리들샷임을** 감안할 때 중국 관광객의 리들샷 예비 수요는 보여지는 지표보다 훨씬 크다고 예상할 수 있다.

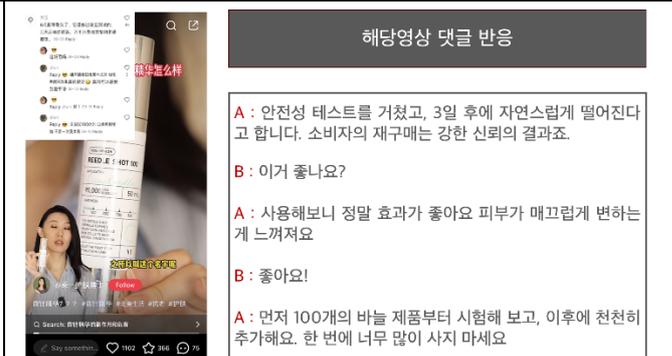
**사오홍슈에서 뜨거운 반응** 두번째는 중국 인플루언서 ‘왕홍’의 주요 무대인 **사오홍슈에서의 반응**이다. 사오홍슈는 중국의 인스타그램으로 불리는 온라인 쇼핑몰이자 플랫폼이다. 중국의 트렌드를 가장 빨리 보여주는 사오홍슈에서 ‘리들샷 사용법’에 대한 **검색건수는 64만회**가 넘는다. 더하여 인앱구매를 통해서 4.125개가 판매됐고, 100개 이상의 리뷰가 작성되었다. 중국에 공식으로 진출하여 이미 흥행을 이루고 있는 클리오의 쿠션제품의 사오홍슈 내 리뷰수가 평균 2~300회임을 감안할 때, 동사의 중국 공식 진출 후 성장세는 클리오 그 이상일 것으로 기대된다.

도표 4-15. 중국 수출입 데이터



출처: Big finance, SMIC 2팀

도표 4-16. 사오홍슈 리들샷 관련 게시물 반응

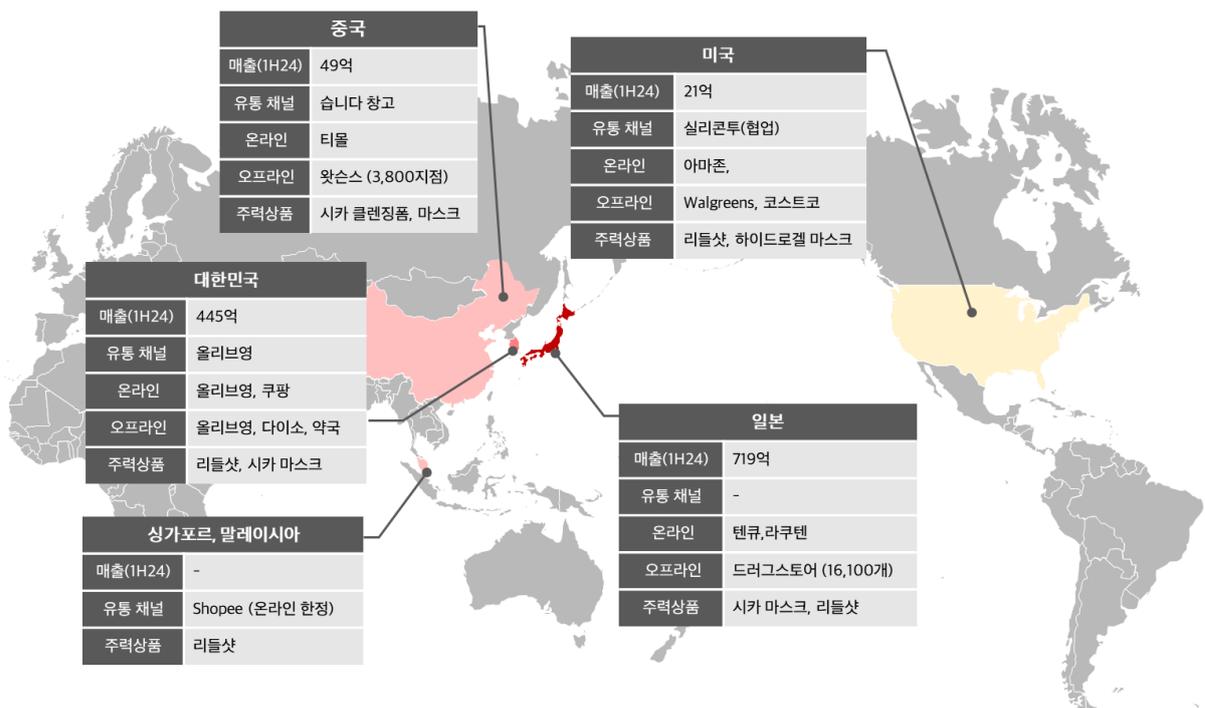


출처: 사오홍슈, SMIC 2팀

### 3) 드디어 다시 시작하는 오프라인 채널

<p>왓슨스 매점 입점</p>	<p>동사는 왓슨스와 중국 <b>3,800개 매장에 입점</b>하며 공식적인 오프라인 유통망을 확보했다. 시카 폼클렌저와 ,클렌징 머드 마스크, 캡슐 마스크 까지 세가지 제품을 선제적으로 유통한 후 반응을 살필 예정이다. 동사의 핵심 아이템인 <b>리들샷도 24년말 위생허가가 끝나면 고려 대상</b>이 된다.</p>
<p>전체 올리브영 수의 3배</p>	<p>왓슨스는 중국의 올리브영이다. 홍콩에 본사를 둔 글로벌 H&amp;B 스토어로 28개국에 1만 7천개가 넘는 매장을 운영중이다. <b>중국엔 3,900개의 매장을 보유중</b>인데, 이번 동사의 제품은 그중 <b>98%에 해당하는 점포를 확보</b>한 것이다. 이 수는 국내 <b>전체 올리브영 수의 3배 수준</b>이다.</p>
<p>1,000억원 이상 기대</p>	<p>동사의 오프라인 진출은 <b>중국 매출의 안정적인 하방</b>을 깔아주는 역할을 한다. 웨이보에 있는 브이티의 계정을 통해 확인한 제품의 가격은 클렌징폼 59.9위안, 머드마스크 53.9위안, 캡슐 마스크 19.9위안이다. 세 상품을 한 세트로 보고 3,800개 매장에서 하루 두 세트만 팔려도 연 700억 원가량의 매출이 확보된다. 이후 25년부터 리들샷의 입점이 되고 본격적인 품목 확대가 진행되면 <b>오프라인으로만 연 1,000억원 이상의 매출도 기대</b>해 볼만 하다.</p>
<p>필요한건 시간뿐</p>	<p>동사는 오랜 기간 유지해온 온라인 채널과 새롭게 추가된 오프라인 채널, 그리고 예비 수요가 확실히 보이는 시장을 바탕으로 <b>중국 진출을 안정적이고 수익성 있는 기회</b>로 만들어가고 있다. 리들샷의 성공적인 중국진출은 24년 말 위생허가를 끝마친 이후 본격적으로 시작될 예정이다.</p>
<p>앞으로 다가온 실현시점</p>	<p>동사는 앞서 언급한 <b>한국, 일본, 미국, 중국 등 주요 시장에만 머무르지 않는다</b>. 동남아에서는 Shopee를 통해 진출해있고, 실리콘투의 도움을 바탕으로 유럽, 호주등 전 세계로 확장을 준비하고 있다. 올리브영 글로벌을 보면, 이미 리들샷은 말레이시아, 싱가포르, 홍콩, 대만 등의 아시아권 나라들로부터도 큰 관심을 받아 실시간 판매 1위에 오른 바 있다. 구글 트렌드 또한 캐나다, 중국국가 등에서 빠르게 상승하고 있다. Global K-beauty brand라는 동사의 목표, 멀지 않았다.</p>

도표 4-17. 동사가 진출한 국가 및 유통채널 종합 지도



## 5. 헤어날 수 없어 - Point ②

반복되는 히트작은 전략적 바이럴의 산물	‘브랜드 파워’는 어디에서 나올까? 알고리즘의 간택을 기도해야만 할까? 동사가 지금까지 만들어 온 여러 히트작은 사실 수많은 바이럴 작업과 다양한 채널을 통한 제품 반응 테스트의 산물이다. 화장품도 아이돌처럼 돌풍을 일으키다가도 유행이 지나면 언젠가 순위에서 밀려날 가능성을 생각할 수밖에 없는 아이템이다. 그러나 트렌드에 기민하게 반응하고, 적절한 프로모션을 하는 회사의 능력은 마치 엔터사처럼, 믿음직한 성공작을 만드는 지속적인 성장의 동력을 가진다.
브랜드의 성공은 우연이 아니다	지금까지 리들샷을 필두로 한 동사의 제품들이 세계의 마음을 사로잡고 있고, 나아갈 시장에서도 사랑받을 것임을 확인했다. 그리고 이제는 필연적으로 나올 수 밖에 없는 질문, ‘앞으로도 잘 팔 수 있을까?’에 답해보려 한다. 상술했듯 화장품 브랜드는 이제 일시적 유행이 아니라 <b>트렌드를 활용한 구조적 성장</b> 을 만든다. 지금껏 리들샷이라는 아이템을 동사가 어떻게 활용했고, 어떤 방식으로 트렌드에 대응하는지를 보면 왜 ‘일시적 운이 아닐 수밖에 없는지 알 수 있을 것이다.
반짝 히트상품(X) 구조적 성장(O)	따라서 본 투자포인트2에서는 동사가 단순히 리들샷을 잘 파는 것 뿐 아니라 <b>전략적인 마케팅을 통한 트렌드를 잘 파는 회사</b> 이고, 이를 통해 지속적인 이익 성장에 대한 믿음을 주는 매력적인 회사임을 함께 확인하고자 한다. 폭발적으로 성장하는 화장품 섹터에서, 지금 잘 팔리는 제품이 언제 꺾일지 불안한 투자가 아니라, <b>구조적 성장의 초입에 놓인 투자처</b> 로서의 동사를 소개한다.

### 3.1. 효자 IP, 리들샷

리들샷이 만드는 브랜드 파워	동사에게 리들샷은 <b>하나의 IP</b> 로써 작용한다. 지금까지 화장품 업계에는 수많은 메가히트 작품들이 있어왔지만, 동사의 리들샷은 다르다. 단순히 하나의 히트상품이 아니라, 충성고객을 끊임없이 불러들이는 확장성을 갖는 ‘브랜드 파워’를 형성하고 있다. 리들샷 마이크로리들의 뽀족함이 사랑받은 것은 우연이 아니라, 동사의 <b>‘뽀족한’ 마케팅 기법</b> 이 있기 때문이다.
확장성 1등 리들샷 IP	트렌드의 지속성을 넘어서 <b>제품력과 확장성에 주목한다면, 동사의 전략은 교과서 수준이다. 다양한 응용 제품으로 무한 변신이 가능한 리들샷이라는 IP를 활용해</b> , 동사는 ① 각 화장품 판매 채널의 특성에 맞춰 Fit한 제품을 판매하고, 시시각각 변화하는 틱톡, 트위터 등 SNS 트렌드에 가장 빠르게 대응한다. 그리고 이러한 마케팅은 각 제품마다 따로노는 것이 아니라 ② 리들샷의 충성 고객을 만들며 리들샷 유니버스를 공고히 만들고 있다.

도표 5-1. 리들샷 유니버스 제품 라인업

제품 라인	제품 사진	효능
오리지널라인 - 리들샷		<ul style="list-style-type: none"> <li>• 모공보다 14배 얇은 마이크로 사이즈 시카 리들 함유</li> <li>• 시카 리들이 유효성분의 흡수를 도움</li> </ul>
PDRN 라인		<ul style="list-style-type: none"> <li>• 주름 &amp; 미백 개선 2중 기능성 화장품</li> <li>• 산삼에서 추출한 성분으로 피부 광채 회복</li> </ul>
박스 마스크 라인		<ul style="list-style-type: none"> <li>• 시카, PDRN, 콜라겐 등 다양한 성분의 마스크팩 라인업</li> <li>• <b>시카 리들을 마스크에 섞어 성분 흡수 촉진</b></li> </ul>
시카리들 + VT 독자성분케어		<ul style="list-style-type: none"> <li>• 시카, 콜라겐, 히알루론, 비타민 등의 성분을 리들샷에 혼합</li> <li>• <b>원하는 피부 솔루션의 효능을 시카 리들이 촉진</b></li> </ul>
시카 레티-에이 라인		<ul style="list-style-type: none"> <li>• 레티놀 복합체 성분으로 피부 진정 효과 탁월</li> <li>• <b>리들샷으로 둔해진 피부 흡수 상태 자극</b></li> <li>• <b>레티놀로 예민해진 피부를 진정</b></li> </ul>
리들샷 비타 - 라이트 라인		<ul style="list-style-type: none"> <li>• 비타민 C 고함량 제품</li> <li>• 피부톤 및 브라이팅 효과</li> <li>• <b>시카 리들이 피부의 비타민 C 흡수를 촉진</b></li> </ul>

출처: VT, SMIC 2팀

## 1) 무한변신 리들샷

잘 하는 브랜드가  
계속 잘한다

마케팅은 '예측'하는 것이 아니라 '대응'하는 것이라고 한다. SNS는 트렌드에 선행하고, 아마존 등 쇼핑몰 랭킹은 후행한다. 즉, SNS에서 유행하는 제품이 곧 온라인 매출로 나타난다. 브랜드가 항상 트렌드를 선도하고 예측할 수는 없지만, SNS에서 트렌드를 빠르게 캐치하고 그에 맞는 전략을 구사한다면 지속적인 승자가 될 수 있다. 잘 하는 브랜드가 계속 잘 할 수밖에 없다는 뜻이다. 지금까지 오랜 기간 상위 랭킹을 지켜온 조선미녀, 아누아 등의 브랜드가 출시하는 상품마다 히트할 수 있는 이유도 바로 끊임없이 마케팅 자원을 투입하고, 성공 사례를 답습하기 때문이다.

고도의  
SNS마케팅

따라서 살아남을 브랜드를 선별하려면 SNS 파급력과 유기적 콘텐츠, 제품 생성 정도를 보면 된다. 실제로 요즘 화장품 마케터 브이로그를 보면 일과에 '틱톡, 릴스보기'가 반드시 들어가있을 만큼, SNS 마케팅은 고도로 전략화되고 있다. 동사는 실제로 바이오던스 마스크팩이 유행을 시작하자, 발빠르게 리들샷 2차 라인업에 마스크팩을 추가했고, 현재 틱톡에서 'overnight mask'를 검색하면 상단에 바이오던스 제품과 함께 동사의 리들샷 마스크팩이 등장한다.

PDRN 유행에도  
발빠른 대응

일명 '연어 주사'로 불리는 리쥬란과 같은 성분인 PDRN 유행이 시작되었을 때도, 동사는 곧바로 4월 뷰티유투버 아랑과 공동개발하여 'PDRN 에센스 100'과 'PDRN 마스크 키트'를 출시했다. 원래도 리들샷은 '홈쥬란'이라 불리며 MTS(최소침습시술) 대응 화장품 조합으로 유명했는데, 유행에 곧바로 대응해 PDRN을 표방하는 상품을 출시한 것이다. PDRN 시장에 뛰어들던 메디큐브와 이니스프리 등은 6월에 제품을 출시한 반면, 동사는 PDRN 제품을 이미 4월에 출시한 상태였다.

어떤 유행이든  
준비 완료

이는 동사가 트렌드에 촉각을 세우고 있을 뿐 아니라, 후술하겠지만 종속회사로 ODM을 갖고있어 K-Beauty 돌풍으로 물량을 구하기 어려운 시장에서도 곧바로 제품화할 수 있는 능력도 있다는 것을 보여준다. 미국에서는 토너 패드, 마스크팩 등이 차례로 유행하고 있는 상황에서 동사는 그 어떤 트렌드에도 뒤처지지 않고 빠르게 따라잡을 수 있는 IP와 역량을 모두 보유했다.

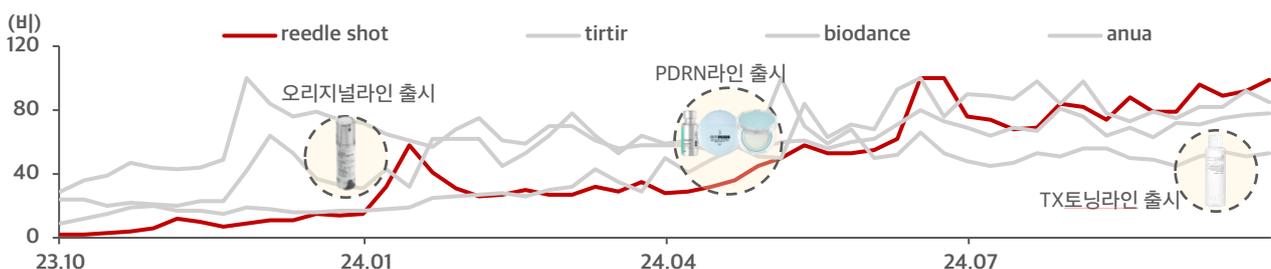
무한 응용  
효자 IP 리들샷

이 같은 트렌드 따라잡기가 가능한 이유는, 리들샷이 다양한 제형으로 응용 가능한 IP이기 때문이다. 화장품 시장에서 마스크팩으로도, 토너 패드로도 변신하며 리들샷 이름 하나에 '누적되는 인지도'를 얻을 수 있는 아이템은 가히 독보적이다. 따라서 타사와 달리 트렌드를 따르는 모든 제품이 각각 따로 마케팅되는 것이 아니라, 리들샷이라는 IP를 기반으로 한다는 점은 동사의 큰 강점이 된다. 신제품이 인기를 얻을수록 오리지널 리들샷도 계속해서 주목받기 때문이다.

지속적으로 성장하는  
트렌드 추이

실제로 트렌드 결과를 확인해보면, 티르티르, 스킨1004 등은 완만한 기울기로 유지되거나 원래의 자리로 돌아가는 모습을 확인할 수 있다. 그러나 동사의 리들샷은 계속해서 가파른 기울기로 관심도가 커져가고 있다. 불닭볶음면이 까르보불닭 등 다양한 시리즈를 출시하며 인기를 이어간 것처럼, 동사의 계속되는 새로운 파생제품 출시는 리들샷에 대한 관심이 식지 않게 한다.

도표 5-2. 주요 히트 화장품 구글 트렌드 추이



출처: 구글 트렌드, SMIC 2팀

## 2) 다양한 채널에서 불러들이는 충성고객

하나의 제품으로 모든 채널을 뚫기는 어렵다

브랜드사는 광고 효율을 위해서는 선택과 집중을 해야하지만, **제품의 다양성은 놓칠 수 없는 요소**이기도 하다. 화장품은 **연령대와 관심도에 따라 지불용의 금액이 차이가 나기 때문에**, 하나의 히트상품으로 모든 채널에 밀어붙이기가 어렵기 때문이다. 따라서 보통은 **저가형 브랜드**를 따로 출시하는 방식으로 각 판매 채널에 맞게 대응한다. ‘태그’, ‘케어존’ 등 다이소 전용 브랜드들이 그 예시다. 그러나 저가형 브랜드를 런칭할 경우 **마케팅을 따로 해야 한다**는 단점이 존재한다.

채널에 맞게 변화가능한 리들샷

반면 무한 변신이 가능한 리들샷은 이러한 **채널별 타겟팅에 적격**이다. 동사는 **일본 편의점에는 여행용**, 한국의 다이소나 일본의 돈키호테 같은 **저가형 매장에는 파우치형** 제품을 판매하는 등 각 채널에 가장 Fit한 상품을 판매한다. 특히 오프라인은 들어갈 수 있는 매대는 한정 되어있고, 광고의 재원도 제한 되어있기 때문에, 가장 잘 팔릴 제품을 선택하는 것이 중요하다. 이에 동사는 **채널별로 다양한 용량, 형태로 변주하여 다가감으로써 다양한 소비층에게 소구**하고 있다.

저가형 입문 후에도 계속 사고 싶은 리들샷

이런 전략이 리들샷에게 성공적으로 작용한 비결은 **하나만 산다고 끝이 아니라는 점**에 있다. 똑같이 저가 채널에서 시작하더라도, 다른 채널이나 본품에서도 성공하리라는 장담은 없다. 하지만 **50샷부터 1300샷까지 존재하는 함량 차이는 궁금증을 자아내고, 익숙해지면 더 높은 자극을 추구**하게 된다. 올리브영, 아마존 후기를 분석해본 결과, 리뷰 10개 중 7개 꼴로 **저함량과 고�함량 리들샷을 비교**했다. 블로그, 인스타그램 후기에는 약 90%가 여러 함량 버전을 비교하고 있다. 파우치형으로 입문했다가 함량을 낮추거나 높였다는 후기, 데일리용과 관리용을 구분해 보유하고 있다는 후기, **100부터 700까지 다 써봤다는 내돈내산 후기**들도 가득하다.

기본적으로 하나만 사지 않는다

실제로 올리브영에서는 종류의 리들샷을 묶은 기획세트를 메인으로 판매하고, 유튜버 아랑, 심으뜸 공동구매에서도 기본 **2개 이상의 조합을 제공할 뿐 아니라** 함께 사용할 클렌저와 토너 등 기초제품도 함께 묶음판매하고 있다. 고�함량으로 옮겨간다고 해서 저함량을 사지 않는 것도 아니다. 즉, 브랜드사에게 불가피한 것만 같던 새로운 상품과 기존 **상품군 내 포지션 중복(카니발라이제이션)**이 최소화되는 구조인 것이다. 이는 **리들샷 스케줄표**를 보면 한 눈에 이해할 수 있다.

## 3) 충성고객 확보, 소통의 귀재

동사가 팬을 만드는 방법

동사의 충성고객은 이렇게 시작된다. **SNS를 통해 궁금하게 만들고, 궁금한 사람들이 충분히 맛보**기로 체험할 수 있도록 **다양한 채널에 접근**하고, 이를 통해 **입소문을 재생산**한다. 먼저 다이소 등 접근성 높은 곳에 전략적 프로모션을 통해 대량으로 인지도를 높이고, 이를 통해 충성도 높은 고객들을 유치해 이들을 대상으로 **더 높은 ASP의 제품을 지속적으로 출시**하는 방식이다.

도표 5-3. 채널별 다양한 리들샷 종류

분류	파우치형	오리지널	여행용
판매처	다이소, 돈키호테	올리브영	편의점
제품 사진			

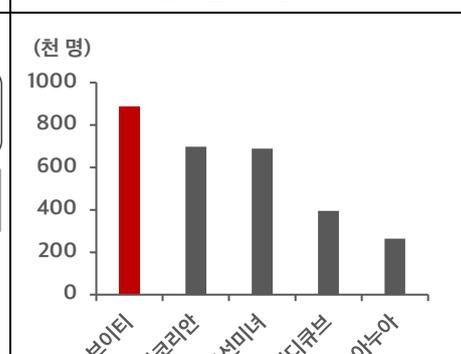
출처: VT, SMIC 2팀

도표 5-4. 리들샷 사용스케줄

리들샷	리들샷	리들샷	리들샷	리들샷			
50	100	300	700	1,000			
MON	TUE	WED	THU	FRI	SAT	SUN	
DAY	50	50	50	50	50	50	
NIGHT	50	300	100	1,000	300	100	700

출처: VT, SMIC 2팀

도표 5-5. 브랜드별 IG 팔로워 수



출처: 인스타그램, SMIC 2팀

동사 자체가 인플루언서 동사는 한국 공식 인스타그램만 76만 팔로워, 글로벌 팔로워를 합치면 무려 약 88만 팔로워를 가졌다. 스타일코리안 팔로워가 69만, 조선미녀 글로벌 계정이 68만, 메디큐브가 39만, 아누아 글로벌 팔로워 합이 26만 수준임을 고려하면 매우 높은 숫자임을 알 수 있다.

팔로워 = 잠재적 재구매 고객 구독자는 재구매로 연결될 가능성이 높다. 구독자는 단순 조회수와는 또 다른 의미를 갖는데, 팔로워가 많다는 것은 동사의 콘텐츠를 지속적으로 궁금해하는 사람들이 많다는 뜻이기 때문이다. 인스타그램 계정에는 보통 프로모션, 이벤트 등이 올라온다는 점을 생각해보면 재구매나 신제품 라인 추가 구매를 위해 동사의 게시물을 기다리는 팔로워가 많다는 것으로도 해석 가능하다.

챗봇 활용도 최고 동사는 온라인을 오프라인만큼 잘 활용해 고객에게 다가가기도 한다. 동사는 챗봇을 적극 도입하여 찾아오는 이들에게 마치 오프라인처럼 제품을 컨설팅해준다. 이렇게 자사몰에서 챗봇을 상담형으로 쉽게 활용하는 브랜드는 거의 없고, 보통은 고객센터 문의 형식으로만 제공된다.

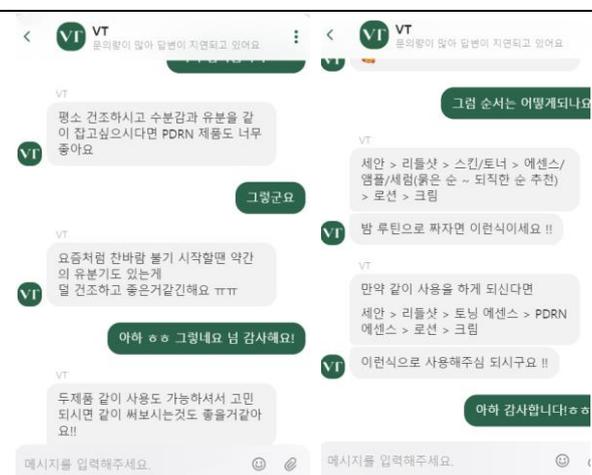
공짜 스킨케어 컨설팅 제공 반면 동사의 VT챗 서비스는 본인이 이미 가진 화장품 리스트나 사진을 보내면 그에 맞춰 케어 루틴을 짜주기도 하고, 피부 타입에 따라 제품을 추천해주기도 한다. 실제로 이런 컨설팅을 받은 고객이 한 번에 50만원어치를 구매한 사례도 존재한다. 이렇게 고도화된 상담 서비스를 마련했다는 것은 그만큼 리들샷을 사용해보고 싶어서 찾아와 문의하는 고객들이 그만큼 많았다는 방증이기도 하다. 그리고 한 번 이렇게 친절할 설명을 받은 고객은 브랜드의 팬이 될 수밖에 없다.

### 3.2. 병원으로도 진출

‘홈주란’, 이제 진짜 피부과로 동사의 무한확장 유니버스는 더 이상 화장품에만 국한되지 않고 본격 시술로도 확장된다. 동사는 지난 9월 병원용 스킨부스터인 ‘리들부스터’를 정식으로 런칭했다. 리들부스터는 기존 홈케어용 리들샷보다 리들 함량을 매우 높은 도포형 부스터 제품이다. 제품은 총 세 종류로, PN와 히알루론산, EX 총 3종류가 있다. 종류에 따라 리들샷 1000에 PDLN 혹은 엑소좀 성분을 섞은 것과 비슷한 효과를 낸다고 한다. 시술을 받은 후 재생 레이저를 받거나 보톡스와 섞어 사용할 수도 있다. 해당 상품은 병원 전용 상품으로 의사 전용 쇼핑몰에서만 구매 가능하다.

병원에서도 환영할 요소가 충분 병원 입장에서는 도입하지 않을 이유가 없다. 친숙한 홈케어 브랜드 리들샷으로 이미 인지도가 높기 때문에, 소비자에게 적극적으로 설명하지 않아도 먼저 찾아올 수 있는 유도제품이다. 뿐만 아니라 다른 스킨부스터와 달리, 의사가 직접 시술하지 않고 관리실에서 피부 관리사가 시술하더라도 불법이 아니다. 따라서 인건비 차원에서도 훨씬 이득인 상품이다.

도표 5-7. VT챗 예시



출처: SMIC 2팀

도표 5-8. 피부과 시술 종류

질환별 시술 분류	제품명	업체명	평균 시술 단가
리프팅	올쎬라	독일 Merz	107만 원 전후 (300샷 기준)
	슈링크	클래시스	11만 원 (1회 기준)
	리니어	제이시스메디칼	15만 원 전후 (300샷 기준)
	써마지	미국 Solta Medical	118만 원 (300샷 기준)
	울리지오	원텍	60만 원 전후 (300샷 기준)
여드름/모공	인모드	Inmode	17만 원 (1회 기준)
	툰페이스	Alma	50만 원 (1회 기준)
	포텐자	제이씨메디칼	35만 원 전후 (1회 기준)
스킨부스터	골드PTT	미국 Sebacia	20만 원 전후 (1회 기준)
	스타룩스	미국 Palomar	27만 원 전후 (얼굴 전체 1회 기준)
	리주란힐러	파마리서치	21만 원
색소	엑소좀	엑소코바이오	31만 원
	쥬베룩	바임 글로벌	30만 원 전후 (1회 기준)
	브이빔	칸델라	30만 원 전후 (1회 기준)
	클라리티	루트로닉	17만 원 전후 (1회 기준)
	브이레이저	원텍	26만 원 (1회 기준)

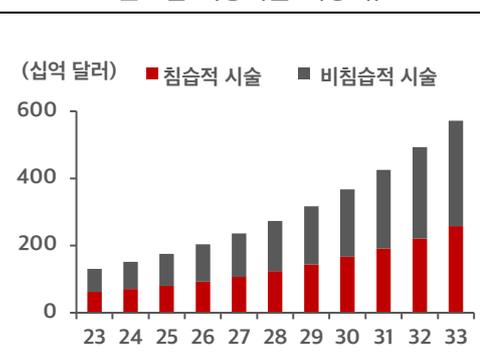
출처: 동사, SMIC 2팀

장비도, 기구도 필요없는 가성비 시술	고가의 장비에 투자할 필요도 없다. <b>단순 앰플만 구비하면 즉시 시술</b> 할 수 있고, 심지어 주사기나 롤러가 따로 필요하지도 않다. 관계자에게 문의해 본 결과, 도매가격 개당 38,500원 수준에 최소주문량은 10개로, 재고가 부담스러운 수준도 아니다. 도매처에 문의한 결과 주문해서 사용하는 병원이 다수 있으며, 피부과 현장에서는 9월 출시 이후 이미 시술이 시행되고 있다고 한다.
리들샷과 리들부스터의 시너지 효과	리들부스터가 피부과에 성공적으로 자리잡을 경우, <b>홈케어 리들샷과는 강력한 시너지를</b> 갖게 된다. 지금까지 대부분의 경우는 병원용 의료기기에서 화장품으로 진출한 경우로, 리쥬란이 PDRN 성분을 활용해 본격 화장품 사업을 시작한 것이 대표적이다. 파마리서치의 경우 리쥬란 화장품 브랜드 '리쥬란 코스메틱'을 런칭하고 화장품 매출이 <b>21년 272억원에서 23년 600억</b> 으로 증가했으며, 이와 함께 의료기기 사업부 매출도 늘며 23년 YoY 33% 성장을 시현했다.
피부과와 홈케어가 주고받는 선순환	파마리서치 마케팅 팀장 인터뷰에 따르면, 리쥬란 코스메틱을 모르던 사람들이 시술을 통해 화장품을 알게 되고, 주사만 알던 사람들이 화장품을 알게 되는 경우가 많다고 시너지 효과를 언급했다. 반대로 화장품에서 시작한 동사의 경우, 피부과 시술에서도 본격적으로 사용된다는 이미지는 동사의 제품 효능 신뢰도에 날개를 달아준다. <b>병원에서는 친숙함과 낮은 진입장벽 효과를</b> 만들고, <b>제품은 피부과 시술만큼의 네임밸류를 형성해주는 선순환의 효과</b> 가 마련되는 것이다.
화장품 그 이상의 가능성으로	뿐만 아니라 다른 스킨부스터와 같이 미국 등 해외 시장으로 본격 진출할 경우 매출 상승 및 브랜드 인지도 구축 효과는 더욱 극대화될 것이다. 미용 시술을 위해 한국을 찾는 외국인 수는 23년 60만명에 달하고, 메디컬 에스테틱 시장 규모는 국내만 하더라도 23년 기준 약 3.2조에 달한다. 이 시장은 30년까지 CAGR 17%의 성장이 전망되는데다 동사의 현재 화장품 매출은 23년 약 1,600억 수준인 것을 고려하면, 동사에게 기대되는 미래의 성장 률은 상상 이상일 것이다.

### 3.3. 가성비 광고 장인의 레버리지 효과

영업레버리지로 이익의 질 상승	미용의료기기가 지금까지 높은 멀티플을 받아왔던 이유에는, <b>높은 OPM과 반복 구매를 이끄는 소모품 비즈니스</b> 라는 점이 작용했다. 그리고 동사 또한 이러한 장점을 모두 가진, 자격 있는 회사로 거듭 성장하고 있다. 동사는 매출이 성장할수록 매출 대비 광고선전비 비중이 낮아지며 영업 레버리지 효과를 얻어 이익이 가파르게 성장하는 구조에 있기 때문이다.
돈 안쓰고 광고하기 달인	동사의 <b>매출 대비 광고선전비율은 채 5%가 되지 않는다</b> . 동사와 비슷하게 포지셔닝하는 에이피알이 20% 수준인 것을 고려하면, 매우 낮은 축에 속한다. 비교적 낮은 비용이 드는 SNS 광고 등을 전략적으로 활용하며, 심지어 다른 회사의 광고 효과를 함께 누리기도 한다. 우려의 대상인 '미투 제품'이 시장을 선점해 고유명사가 된 리들샷에게는 오히려 이점이 되기 때문이다.

도표 5-8 글로벌 미용시술 시장 규모



출처: SMIC 2팀

도표 5-9. 동사 병원 제품 라인



출처: VT, SMIC 2팀

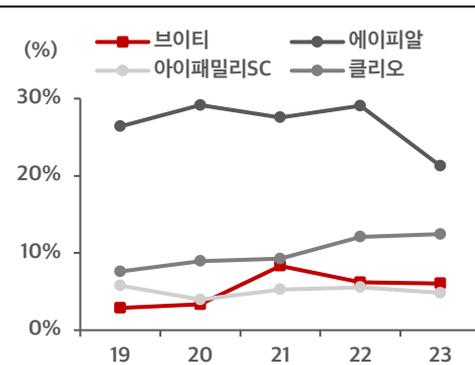
도표 5-10. 리들샷과 리들부스터 차이



출처: SMIC 2팀

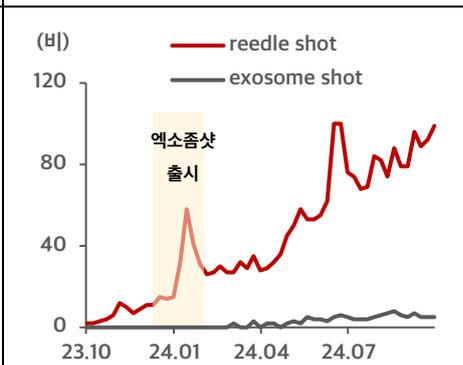
인기제품은 카피하고 싶어 하는 시장	인디 브랜드 화장품의 장점은 <b>빠른 소비자 니즈 포착과 시장 진출 능력</b> 에 있다. 그러나 반대로 낮은 진입장벽으로 카피 제품이 언제든지 등장할 수 있다는 우려가 존재한다. 리들샷 역시 이지듀 더마니들, 엔유 레티놀 니들 에센스 등 마이크로니들 성분이 함유된 카피제품이 다수 출시되었다. 이는 일명 ‘미투 상품’으로, 어떤 특정 회사 상품이 붐을 일으켰을 때, 경쟁 회사에서 기능이 나 재료, 상품명을 유사하게 만들어 출시하는 제품을 뜻한다.
미투 제품은 사실 오히려 좋습니다	하지만 ‘ <b>리들샷이 마이크로니들을 함유한 화장품의 고유명사</b> 가 되어버린 이상, 선점 브랜드의 힘은 넘볼 수 없게 된다. 바이오던스 마스크팩이 유행하고 있지만, 마스크팩의 대명사가 바이오던스가 되지는 않는다. 그러나 마이크로니들 앰플 종류는 계속해서 ‘리들샷’ 키워드로 광고된다. 미투제품은 리들샷의 아류작으로 영원히 남을 수밖에 없는 구조다. 이것이 바로 리들샷이 바이오던스 등 지금까지 유행했던 K-beauty 제품과는 다른 기울기로 계속해서 성장하는 이유이다.
동사와 달리 공격적 마케팅비를 쓰는 에이피알	대표적으로 에이피알 메디큐브 브랜드에서 출시한 마이크로니들 성분을 함유한 카피제품 ‘ <b>엑소솜샷</b> ’을 통해 그 사례를 확인할 수 있다. 에이피알은 매출의 <b>20% 내외를 광고선전비</b> 에 사용하며 공격적인 마케팅을 하는 기업으로 유명하다. 이렇게 외형적으로 규모 우위에 있는 기업의 진입으로 동사의 리들샷이 시장에서 밀려나지 않을까 하는 우려가 생긴 바 있다.
광고비는 에이피알이 수혜는 리들샷이	그러나 이는 사실 <b>에이피알이 동사의 리들샷을 대신 광고해준 셈</b> 이 되었다. 뷰티 디바이스 업체 임과 동시에 이미 높은 네임밸류를 갖는 메디큐브 브랜드로 마이크로니들 화장품을 출시했다는 것만으로도, 소비자들에게는 마이크로니들 화장품에 대한 신뢰도를 더해주고 시장의 파이를 키우는 역할을 했다. 또한 메디큐브 모델인 유재석을 적극 활용하여 광고를 하고 블로그 체험단을 모집하는 등 마케팅활동을 펼쳤지만, 오히려 리들샷 트렌드가 급상승하는 효과를 가져왔다.
오리지널리티의 강력한 우위	단순 브랜드 파워가 아니라, ‘ <b>제형</b> ’ 자체의 <b>오리지널리티를 선점한 효과</b> 는 강력하다. 아마존에 exosome shot을 검색하면 상단에 리들샷이 함께 위치하지만, reedle shot이 검색어일 때 엑소솜샷은 전혀 등장하지 않는다. 올리브영에는 현재 엑소솜샷이 검색조차 되지 않는다. 에이피알 엑소솜샷을 사용했다는 후기에도, 브이티 리들샷 100을 데일리로 활용하고 엑소솜을 가끔 더해준다는 루틴 활용법을 다수 확인할 수 있다. 리들샷을 위협하는 경쟁자의 등장이 아니라, 시장의 파이를 키워주는 파트너의 역할로 등장해준 것이다.
극한의 효율 마케팅	뿐만 아니라, 직접 마케팅을 하더라도 <b>반응을 끊임없이 테스트하며 극한의 효율을 추구</b> 한다. 동사는 빠르게 돈이 적게 들어가는 체험단, 마이크로인플루언서 컨택 등 소규모 마케팅을 해보고, 반응이 좋으면 그때 마케팅 인력을 늘려 적극적으로 대응한다. 실제로 이번달부터 시작된 동사의 대규모 마케터 채용공고를 확인할 수 있고, 동사의 종속 ODM인 이앤씨 직원도 크게 늘었다.

도표 5-11. 주요 브랜드사 광고선전비 추이



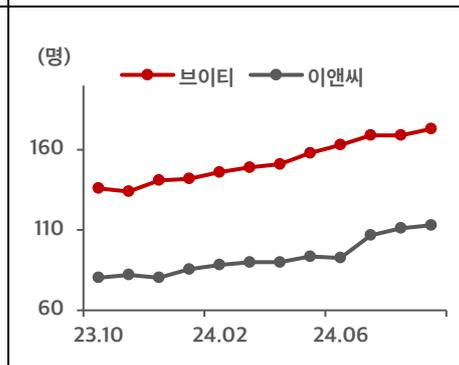
출처: Dart, SMIC 2팀

도표 5-12. 리들샷 엑소솜샷 트렌드 비교



출처: VT, SMIC 2팀

도표 5-13. 이앤씨&amp;동사 직원 수 추이



출처: SMIC 2팀

MD가 부르면  
언제든지 달려감

업계에서 동사는 '쇼핑몰 MD가 가장 신뢰하는 회사'로 통한다. 원래 쇼핑몰, 플랫폼과의 프로모션은 브랜드사가 비용을 감수하고, 비용을 들여 컨택해야하는 프로젝트다. 그러나 원래 계약한 제품이 배가 늦어져서 재고가 못들어가는 상황이나, 프로모션에 차질이 생겨 일정이 틀어질 때 플랫폼은 가장 신뢰하는 기업에게 해당 프로모션 자리를 부탁하게 된다. 동사는 그럴 때를 위한 재고를 준비해두고, 가장 빠르게 전화를 받고 물량을 대응하는 기업으로 유명하다.

전략적 마케팅  
영업이익으로 증명

비용을 들이고 차례를 기다려야만 하는 프로모션을 동사는 부탁을 받아서 하는 수준이고, 그럴 때마다 동사는 해당 채널이 가진 자원을 최대한 활용한다. 매출은 급속도로 성장하는데, 여전히 광고비의 효율이 남다를 수밖에 없는 이유이다. 동사는 이러한 전략적 플레이와 레버리지 효과를 통해 영업이익률이 21년 11.6%에서 2Q24 23.8%로 크게 성장했다.

### 3.4. 수직계열화와 CAPA증설, 진정한 화장품 회사로

큐브엔터 빠고  
ODM 얻고

지난 7월, 동사는 지배구조 개편으로 인해 ① **온전한 화장품 회사**가 되었고, ② **대주주 사익 편취의혹을 잠재우며**, ③ **수직계열화**를 완성했다. 동사는 이전까지 자회사로 큐브엔터와 지엠피 등을 갖고있어, 이중산업 및 중복 상장으로 인한 디스카운트를 받고 있었다. 그러나 지난 7월 동사 대표이자 큐브엔터 대표인 강승곤 대표로부터 화장품 ODM사 이앤씨 지분 50.27%를 인수하고, 그 대금으로 큐브엔터 지분 27.53%를 매각했다. 이에 3분기부터 동사 연결 재무제표에는 이앤씨가 포함되고 큐브엔터가 제외된다.

엔터사 분리 후  
진정한 화장품 회사로

이에 VT코스메틱의 창업자이자 동사 공동대표인 정철 대표가 동사의 최대주주로 올라서며, 동사는 본격적인 **화장품 회사로의 도약**을 시작했다. 마지막으로 큐브엔터의 자회사로 일본 유통을 담당하던 VT CUBE JP의 경우 화장품 유통에 중요한 법인으로, **4분기 내로 큐브엔터로부터 인수를** 진행할 예정이다. 이 인수가 마무리되면, 동사는 완전히 화장품과 엔터사를 분리하게 된다.

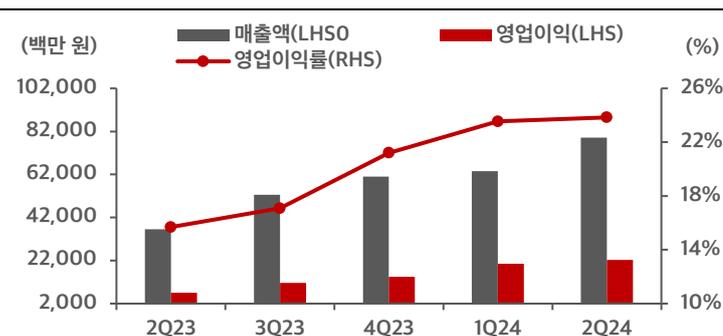
일감 몰아주기 의혹  
완전 제거

**이앤씨**는 본래 강 대표의 개인회사로, 브이티의 발주를 받아 성장한 ODM이다. 이로 인해 일각에서 동사는 강 대표 개인 회사로 일감 몰아주기를 통해 회사의 이익을 편취한다는 의혹이 끊임 없이 제기되었다. 동사는 이앤씨는 동사의 주력 제품 리들샷과 수딩마스크를 전량 제조하는 회사로, 지난해 전체 매출의 **71.8%**를 동사와의 거래를 통해 거뒀기 때문이다. 그러나 이번 인수 이후, 동사는 **수직계열화**를 완성함과 동시에 지배구조 디스카운트 요소 또한 제거하게 되었다.

CAPA 증설까지,  
진짜 성장은  
이제부터 시작

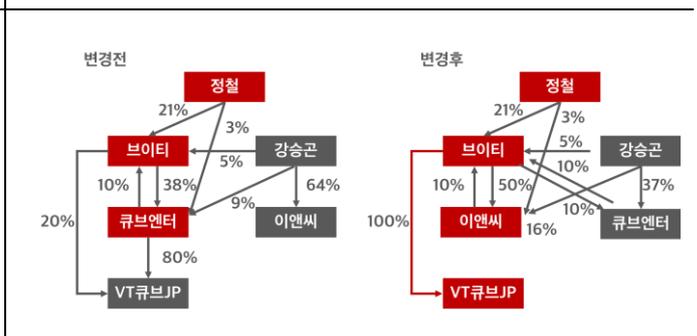
새로 편입된 이앤씨는 11월부터 순차적으로 증설을 시작해, 기존 3,000억 수준에서 **50%**를 늘린 **4,500억원 수준의 CAPA**를 늘릴 계획 중에 있다. K-Beauty의 돌풍으로 화장품 ODM은 풀케파로 협상력이 높아진 상황이다. 따라서 브랜드사의 물량 확보 능력은 당분간 중요한 역량이 될 것으로 예상된다. 이러한 상황 속에서 동사의 수직계열화는 비용효율화는 물론, 빠른 생산역량 확보를 통해 트렌드에 대응할 수 있도록 할 것이다.

도표 5-15. 동사 영업이익률 증가 추이



출처: DART, SMIC 2팀

도표 5-16. 동사 지배구조 변경



출처: SMIC 2팀

## 6. Valuation

### 6.1. 매출추정

상기 투자포인트를 종합하여 도출한 매출 추정 테이블은 다음과 같다. 동사의 사업부에 따라 **화장품, 라미네이팅, 큐브엔터, VT Cube Japan, 기타, 이앤씨**로 나누어 별도 재무제표상 매출을 추정하였다. 그 후, 연결 매출을 위한 **연결조정액을 추정**하여 총 연결 매출액을 도출했다. 동사의 전체 매출 중 화장품은 약 66%로 높은 비중을 갖고 있으며, 리들샷을 필두로 글로벌 성장을 이르는 투자포인트의 논리를 반영함에 따라 화장품 매출을 위주로 엄밀하게 추정하였다.

최종 매출 추정 Table										
(단위: 백만 원)	2020	2021	2022	2023	1H24	3Q24E	4Q24E	2024E	2025E	2026E
<b>총 연결 매출액(A+B+C)</b>	<b>107,395</b>	<b>226,770</b>	<b>240,241</b>	<b>295,501</b>	<b>215,153</b>	<b>113,614</b>	<b>116,191</b>	<b>344,678</b>	<b>657,638</b>	<b>791,154</b>
<i>YoY(%)</i>	<b>-4.8%</b>	<b>111.2%</b>	<b>5.9%</b>	<b>23.0%</b>	-	-	-	<b>16.6%</b>	<b>90.8%</b>	<b>20.3%</b>
**이앤씨(A)	-	-	-	-	-	29,607	30,355	59,962	167,120	205,105
<i>YoY(%)</i>	-	-	-	-	-	-	-	-	<b>178.7%</b>	<b>22.7%</b>
**이앤씨 연결조정(B)	-	-	-	-	-	(20,725)	(21,249)	(41,973)	(116,984)	(143,574)
기존 사업부문 연결매출액(C=D+E)	107,395	226,770	240,241	295,501	215,153	104,732	107,085	326,689	607,502	729,623
<i>YoY(%)</i>	<b>-4.8%</b>	<b>111.2%</b>	<b>5.9%</b>	<b>23.0%</b>	-	-	-	<b>10.6%</b>	<b>86.0%</b>	<b>20.1%</b>
기존 사업부문 연결조정(D)	(1,089)	(24,160)	(49,807)	(51,392)	(38,994)	(1,062)	(1,085)	(41,141)	(97,843)	(117,512)
기존 사업부문 별도 매출액 합(E)	108,484	250,930	290,048	346,893	254,147	105,794	108,170	367,831	705,345	847,135
<i>YoY(%)</i>	<b>-5.6%</b>	<b>131.3%</b>	<b>15.6%</b>	<b>19.6%</b>	-	-	-	<b>6.0%</b>	<b>91.8%</b>	<b>20.1%</b>
<b>화장품</b>	<b>74,600</b>	<b>105,100</b>	<b>119,600</b>	<b>163,400</b>	<b>134,100</b>	<b>94,011</b>	<b>96,387</b>	<b>325,514</b>	<b>530,659</b>	<b>651,274</b>
<i>% of Sales</i>	68.8%	41.9%	41.2%	47.1%	52.8%	88.9%	89.1%	88.5%	75.2%	76.9%
<b>국내</b>	<b>12,100</b>	<b>14,700</b>	<b>8,300</b>	<b>21,000</b>	<b>51,100</b>	<b>27,383</b>	<b>29,049</b>	<b>107,532</b>	<b>144,046</b>	<b>196,280</b>
<i>% of Sales</i>	11.2%	5.9%	2.9%	6.1%	20.1%	25.9%	26.9%	29.2%	20.4%	23.2%
<b>일본</b>	<b>10,600</b>	<b>60,700</b>	<b>90,000</b>	<b>125,000</b>	<b>72,000</b>	<b>53,549</b>	<b>53,549</b>	<b>179,097</b>	<b>233,460</b>	<b>270,805</b>
<i>% of Sales</i>	9.8%	24.2%	31.0%	36.0%	28.3%	50.6%	49.5%	48.7%	33.1%	32.0%
<b>미국</b>	-	-	-	300	2,500	2,535	2,570	8,620	30,318	51,053
<i>% of Sales</i>	-	-	-	0.1%	1.0%	2.4%	2.4%	2.3%	4.3%	6.0%
<b>중국</b>	<b>51,000</b>	<b>27,800</b>	<b>18,900</b>	<b>13,400</b>	<b>4,900</b>	<b>1,751</b>	<b>2,426</b>	<b>9,077</b>	<b>90,795</b>	<b>88,141</b>
<i>% of Sales</i>	47.0%	11.1%	6.5%	3.9%	1.9%	1.7%	2.2%	2.5%	12.9%	10.4%
<b>스킨부스터</b>	-	-	-	-	-	-	-	-	625	1,363
<i>% of Sales</i>	-	-	-	-	-	-	-	-	0.1%	0.2%
<b>기타 해외</b>	<b>900</b>	<b>1,900</b>	<b>2,400</b>	<b>3,700</b>	<b>3,600</b>	<b>8,794</b>	<b>8,794</b>	<b>21,188</b>	<b>31,415</b>	<b>43,632</b>
<i>% of Sales</i>	0.8%	0.8%	0.8%	1.1%	1.4%	8.3%	8.1%	5.8%	4.5%	5.2%
<b>라미네이팅</b>	<b>31,300</b>	<b>37,300</b>	<b>37,800</b>	<b>35,000</b>	<b>16,900</b>	<b>9,900</b>	<b>9,900</b>	<b>36,700</b>	<b>36,700</b>	<b>36,700</b>
<i>% of Sales</i>	28.9%	14.9%	13.0%	10.1%	6.6%	9.4%	9.2%	10.0%	5.2%	4.3%
<b>*큐브엔터</b>	-	<b>35,480</b>	<b>64,314</b>	<b>84,469</b>	<b>55,086</b>	-	-	-	-	-
<i>% of Sales</i>	-	14.1%	22.2%	24.4%	21.7%	-	-	-	-	-
<b>*VT Cube Japan</b>	<b>5,821</b>	<b>36,743</b>	<b>56,555</b>	<b>58,407</b>	<b>46,210</b>	-	-	-	<b>132,369</b>	<b>153,544</b>
<i>% of Sales</i>	5.4%	14.6%	19.5%	16.8%	18.2%	0.0%	0.0%	0.0%	18.8%	18.1%
<b>기타</b>	<b>2,584</b>	<b>36,306</b>	<b>11,779</b>	<b>5,617</b>	<b>1,851</b>	<b>1,883</b>	<b>1,883</b>	<b>5,617</b>	<b>5,617</b>	<b>5,617</b>
<i>% of Sales</i>	2.4%	14.5%	4.1%	1.6%	0.7%	1.8%	1.7%	1.5%	0.8%	0.7%

\*2Q24부터 큐브엔터 종속회사 제외 및 25년 VT Cube Japan 재편입 계획

\*\*3Q24부터 연결 실시

### 6.2. 화장품 매출 추정

국내 화장품 매출 추정										
(단위: 백만 원)	2021	2022	2023	1H24	3Q24E	4Q24E	2024E	2025E	2026E	
<b>국내 전체 매출액</b>	<b>14,700</b>	<b>8,300</b>	<b>21,000</b>	<b>51,100</b>	<b>27,383</b>	<b>29,049</b>	<b>107,532</b>	<b>144,046</b>	<b>196,280</b>	
<i>YoY(%)</i>	<b>21.5%</b>	<b>-43.5%</b>	<b>153.0%</b>	<b>709.7%</b>	<b>495.3%</b>	<b>142.1%</b>	<b>412.1%</b>	<b>34.0%</b>	<b>36.3%</b>	
H&B	300	200	5,400	23,300	13,483	15,149	51,932	71,486	99,976	
<i>YoY(%)</i>	0.0%	-33.3%	2600.0%	-	-	-	861.7%	37.7%	39.9%	
면세	2,900	3,400	5,200	6,600	3,300	3,300	13,200	13,200	13,200	
<i>YoY(%)</i>	3.6%	17.2%	52.9%	-	-	-	153.8%	0.0%	0.0%	
기타	11,500	4,700	10,400	21,200	10,600	10,600	42,400	59,360	83,104	
<i>YoY(%)</i>	27.8%	-59.1%	121.3%	-	-	-	307.7%	40.0%	40.0%	

#### (1) 국내 화장품 매출 추정

국내 화장품 매출은 동사의 국내 주요 유통망은 H&B 채널, 면세점, 자사몰 등의 기타 플랫폼으로 구분된다. 이에 국내 화장품 매출을 H&B 매출, 면세 매출, 기타 매출로 구분하여 추정하였다.

동사의 주요 제품은 리들샷과 리들샷 외 제품으로 구분된다. 다만, 최근 매출은 신제품인 리들샷이 견인하고 있다는 점을 고려하여 H&B 채널의 리들샷 외 매출은 미래 판매량이 23년과 동일하다고 가정하고 매출을 추정했다. 이미 H&B에 입점한 제품들의 판매량이 리들샷의 출시로 인해 증가하지 않는다고 가정하는 것이 보수적인 추정이라 판단했기 때문이다.

H&B 리들샷 매출은 다이소와 올리브영을 통한 매출을 구분하여 엄밀히 추정했다. 동사처럼 다이소에서 저가 상품으로 소비자들을 유인한 후, 올리브영의 정규 제품으로의 구매를 유도하는 전략을 택한 CLIO의 채널별 매출 성장률을 이용하여 추정하는 것이 합리적이라 판단했다.

이에 따라 올리브영 매출은 CLIO의 다이소 입점 후 1년 뒤 올리브영 매출 성장률인 40%를 적용했다. 다이소 매출은 입점 후 분기 매출의 YoY 60%를 사용하여 24년 3,4분기 매출을 추정했다. 그 후 연도는 24년 상반기 올리브영과 다이소 매출 비중을 사용해 추정했다.[Appx 3.]

면세점 매출은 23년 8월 중국 해외 단체여행 전면 허용 이후 성장하여 23년 YoY 52.9%의 성장률을 보였다. 그러나, 중국 경기의 오랜 침체에 따른 여행 수요 불확실성, 리들샷 올리브영 입점에 따른 면세점 상대적 소외효과, 리들샷 중국 위생 검사 24년 12월 통과 예정 등을 고려할 때 YoY 0%를 가정하는 것이 보수적인 추정이라 판단했다.

기타 매출은 자사 온라인몰, 실리콘투 등의 플랫폼 매출이 혼재되어 있다. 23년 매출의 급격한 증가는 리들샷의 출현 이후라는 점을 고려하여 H&B 리들샷 매출 성장률을 사용하여 추정했다.

## (2) 일본 화장품 매출 추정

일본 화장품 매출 추정									
(단위: 백만 원)	2021	2022	2023	1H24	3Q24E	4Q24E	2024E	2025E	2026E
매출액	60,700	90,000	125,000	72,000	53,549	53,549	179,097	233,460	270,805
YoY(%)	472.6%	48.3%	38.9%	-	-	-	43.3%	30.4%	16.0%
오프라인	27,300	45,200	54,800	36,500	27,146	27,146	90,792	106,477	123,510
YoY(%)	493.5%	65.6%	21.2%	-	-	-	234.5%	17.3%	16.0%
리들샷 매출	-	-	13,196	15,867	16,972	16,972	49,811	68,386	87,356
리들샷 외 매출	27,300	45,200	41,604	20,633	10,174	10,174	40,982	38,092	36,153
온라인	33,400	44,800	70,200	35,500	26,402	26,402	88,305	126,982	147,295
YoY(%)	456.7%	34.1%	56.7%	-	-	-	234.5%	43.8%	16.0%

일본 화장품 매출은 오프라인과 온라인, 그 중 오프라인 매출은 리들샷과 리들샷 외 매출을 구분하여 엄밀히 추정했다. 오프라인 매출 추정 후, 온라인 매출은 지난 4년간 온라인, 오프라인 매출 비중이 일관된 점을 반영하여 21-23년 평균값을 사용하여 추정했다.

오프라인 리들샷 매출은 리들샷의 드러그스토어 입점율에 대한 추정을 바탕으로 판매량 증가를 구해 P x Q의 논리로 추정했다. P는 동사의 리들샷 제품군 ASP를 사용했다. Q의 경우, 동사가 입점한 드러그스토어에 리들샷 침투율을 곱하여 리들샷 취급 점포 수를 계산했다. 입점 드러그스토어 내 리들샷 침투율은 동사의 24년 상반기 드러그스토어 침투율을 할인한 값인 80%를 순차적으로 달성한다고 가정했다. 동사의 일본 드러그스토어 침투율은 시카 마스크를 통한 일본 진출 2년 반만에 90%를 기록했다는 점을 할인하여 반영했다.[Appx 4.]

미래 리들샷 취급 점포당 판매량은 2015년 출시된 미샤 M 매직쿠션의 일본 점포당 판매량인 183개를 26년에 달성한다고 가정했다. 출시 후 1년 이내 일본에서 100만 개 판매, 코스메 랭킹 2위 등극 등 온라인에서의 큰 반응, H&B 위주의 유통, 당시에 없던 새로운 형태의 화장품이라는 유사점 때문에 리들샷의 점포당 판매량 기준으로 사용하기 적합하다 판단한다.

오프라인 리들샷 외 제품 매출은 기초화장품, 마스크팩, 클렌징, 기타 화장품의 점포당 판매량을

사용하여 추정했다.[Appx 5.] 과거 수요가 꾸준히 견고했던 마스크팩은 지난 3년의 평균치를 사용했고, 다른 화장품들은 점포당 판매량의 23년 감소율을 각기 적용하여 미래 매출을 추정했다.

### (3) 미국 화장품 매출 추정

미국 화장품 매출 추정									
(단위: 백만 원)	2021	2022	2023	1H24	3Q24E	4Q24E	2024E	2025E	2026E
매출액	-	-	300	2,500	2,535	2,570	8,620	30,318	51,053
YoY(%)	-	-	-	-	-	-	2773.3%	251.7%	68.4%
마스크팩	-	-	300	417	423	430	1,270	4,252	4,233
YoY(%)	-	-	-	-	-	-	323.31%	234.80%	-0.43%
미국향 마스크팩 수출액	53,901	51,999	58,179	85,468	86,824	88,202	88,202	93,935	100,040
일본향 판매액 / 일본향 마스크팩 수출액	45.26%	42.32%	61.74%	48.46%	-	-	-	-	-
미국향 마스크팩 수출액 중 동사 비중 추정치	-	-	0.52%	0.49%	0.49%	0.49%	1.44%	4.53%	4.23%
리들샷	-	-	-	2,083	2,111	2,140	7,350	26,067	46,820
YoY(%)	-	-	-	-	-	-	-	254.65%	79.62%
온라인	-	-	-	2,083	2,111	2,140	6,335	22,466	40,352
미국 Facial Serum 시장 규모(단위: 십억 원)	-	2,485	2,621	2,692	2,729	2,765	2,765	2,918	3,078
리들샷 시장 점유율 추정치	-	-	-	-	-	-	0.2%	0.8%	1.3%
오프라인(월그린스 입점)	-	-	-	-	-	-	1,015	3,601	6,467

미국 화장품 매출은 마스크팩과 리들샷 위주로 추정했다. 동사의 마스크 매출은 미국 마스크팩 시장 성장률 6.5%와 미국향 마스크팩 수출액 중 동사 비중을 사용하여 추정했다. 미국향 마스크팩 수출액 동사 비중은 21-22년도 일본향 수출액 중 동사 비중의 10%를 추정치로 사용했다. 동사의 미국 시장 진입은 25년부터 본격적으로 시작할 예정이라는 점과 아마존에서 마스크팩 제품에 달린 댓글의 미국 인구 비중이 일본의 10%라는 점을 반영했다.

리들샷의 온라인 매출은 아누아의 세럼 온라인 시장 점유율을 리들샷이 26년에 달성한다고 가정하고 추정했다. 현재 리들샷의 틱톡 트렌드 수치가 아누아의 2년 전이라는 점, 아누아가 실리 콘투를 통한 미국 수출을 개시한지 2년 후인 23년에 해당 점유율을 달성했다는 점, 아마존 프라임데이 페이셜 세럼 부문 판매량 5위로 아누아를 능가한 사실에 비추어 볼 때 합리적인 가정이라 판단한다. 오프라인 매출은 월그린 화장품 유통 비중 고려했다. 동사의 본격적인 미국 진출은 25년에 발생한다는 IR 답변을 고려하여 24년도 분기 매출은 flat 처리했다.

### (4) 중국 화장품 매출 추정

중국 화장품 매출 추정											
(단위: 백만 원)	2019	2020	2021	2022	2023	1H24	3Q24E	4Q24E	2024E	2025E	2026E
매출액	38,150	51,000	27,800	18,900	13,400	4,900	1,751	2,426	9,077	90,795	88,141
YoY(%)	-	33.7%	-45.5%	-32.0%	-29.1%	-	-	-	-32.3%	900.3%	-2.9%
리들샷 외 매출액	38,150	51,000	27,800	18,900	13,400	4,900	1,751	2,426	9,077	7,551	4,897
YoY(%)	-	-	-45.5%	-32.0%	-29.1%	-	-	-	-32.3%	-16.8%	-35.1%
리들샷 매출액	-	-	-	-	-	-	-	-	-	83,244	83,244
YoY(%)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0.0%

중국 화장품 매출은 리들샷 외 제품과 리들샷 매출액을 구분하고, 각 제품군의 온라인 및 오프라인 매출액을 추정했다. 동사의 중국 매출은 티몰을 필두로 한 온라인 매출이 주를 이루었으나, 24년 10월 말 중국 왓슨 3,800개 점포에 입점했다는 점을 반영하고자 했다. 이에 오프라인 매출은 온라인 매출에 티몰 대비 왓슨의 중국 화장품 유통 비율인 39%를 사용하여 추정했다.

온라인 리들샷 외 매출은 꾸준히 감소해 온 경향을 반영하고자 21-23년 판매량 감소율의 평균치를 이용했다. 국내 H&B 리들샷 외 매출 추정에서 언급했듯이, 기존 상품의 판매량이 리들샷의 출현으로 인해 증가하지 않는다고 가정하는 것이 타당하다고 판단한다.

온라인 리들샷 매출(Appx 6.)은 투자포인트 논리에 의거해 샤오홍슈의 게시글 수와 판매량의 비율을 사용해서 추정했다. 보수적인 매출 추정을 위해 18-20년 타오바오 매출 상위권 국내 마스

크팩 브랜드 중 가장 낮은 비율인 닥터자르트의 4배를 사용했다. 최근 중국향 한국 화장품 수출 감소 추세를 반영하고자 20년 대비 23년 대중국 기초화장품 수출액 감소율 22%를 사용해 판매량을 할인했다. 리들샷 기술 특허 출원으로 인해 26년 판매량은 변동이 없다 가정했다. 매출 발생 시점은 리들샷 위생검사 통과 이후인 25년으로 설정했다. 오프라인 매출은 리들샷 외 매출과 같은 논리인 티몰 대비 왓슨의 중국 화장품 유통 비율을 사용해 추정했다.

#### (5) 스킨부스터 매출 추정

동사는 도포형 스킨부스터인 리들부스터를 25년 하반기부터 본격적으로 판매할 예정이다. 25년 스킨부스터 매출은 리쥬란힐러의 출시 1차 연도 판매량을 추정한 후, 리들부스터 도매가를 곱해서 구했다. 그 후, 26년 매출의 성장은 스킨부스터 시장의 예상 성장률만큼 이뤄진다고 가정했다. ‘리들샷’으로 기존에 없었던 제품의 원조로 이미지를 구축한 동사는 주사형 스킨부스터의 원조인 리쥬란힐러처럼 새로운 도포형 스킨부스터 시장에서 활약하리라 예상할 수 있다. 더 나아가, 현재 스킨부스터 시장은 리쥬란힐러가 출시되던 당시의 8배로, 그 당시 판매량을 추정치로 삼은 것은 보수적 추정이라 할 수 있을 것이다.[Appx. 7.]

#### (6) 기타 해외 화장품 매출 추정

[Appx 8.] 기타 해외 지역은 말레이시아, 대만, 싱가포르 등이며 24-26년의 성장률로 일본의 21-23년 매출 성장률을 사용했다. 전 세계 1위 온라인 쇼핑몰 쇼피(Shopee)에서 리들샷이 싱가포르 랭킹 1위, 말레이시아 랭킹 2위를 달성하는 등 온라인에서 큰 인기를 얻고 있다. 이는 시카 마스코로 큐텐에서 랭킹 1위를 하는 등의 인기를 보였던 일본 진출 초기 상황과 비슷하다 판단했다.

#### 6.3. 라미네이팅 매출 추정

[Appx 9.] 라미네이팅 매출은 코로나의 타격을 입었던 20년을 제외하면 별도 매출액은 매년 370억 원대를 기록했다. 또한, 라미네이팅 산업은 코팅기계를 파는 업으로, 큰 성장 또는 감소를 합리적으로 예측하기 어려움에 따라 지난 21-23년 매출 평균치를 flat하여 예상 매출을 계산했다.

#### 6.4. VT Cube Japan 매출 추정

[Appx 10.] VT Cube Japan은 동사의 화장품을 일본에서 유통하는 사업을 영위한다. 따라서, 동사가 일본에 본격적으로 진출한 21-23년의 본 사업부와 일본 화장품 매출 비중의 평균치와 추정 일본 화장품 매출액을 사용해 도출했다.

#### 6.5. 기타 사업 매출 추정

기타 사업 부문은 완성주택, 건강식품, 바이오 등 다양한 사업으로 구성된다. 그러나, 매출의 크기와 성장률이 일정하지 않고, 23년 기타 사업 부문 중 일부를 구조 조정하는 등 변동성이 크다. 따라서, 미래 매출은 23년도 값을 flat 처리하는 것이 보수적이라 판단한다.

#### 6.6. 기존 사업부문 연결조정 추정

[Appx 11.] 21년 큐브엔터가 연결 종속 회사로 편입되면서 기존 별도 사업부문 매출액 대비 연결조정액의 비율이 유의미하게 증가했다. 이는 큐브엔터의 종속회사인 VT Cube Japan도 종속회사로 편입됨에 따라 내부거래가 증가함에 기인한다. 따라서, 미래의 연결조정비율은 큐브엔터가 종속회사로 있었던 21-23년도 비율의 평균치를 사용했다. 단, 큐브엔터가 분리된 3Q24, 4Q24에는 큐브엔터가 편입되기 전 기간인 20년도의 연결조정비율을 사용했다.

#### 6.7. 이앤씨 매출 및 연결조정 추정

[Appx. 12.] 화장품 ODM사인 이앤씨는 24년 2분기 이후 동사의 종속회사로 편입되었다. 이에 따라, 24년 3분기부터 이앤씨의 매출이 연결 매출에 포함되고 이와 관련된 연결조정이 시행되어야

한다. 이앤씨의 매출은 동사의 화장품 사업부 별도 매출액과 관련이 있다 가정했다.

동사의 화장품 수요가 폭발적으로 늘어난 22년부터 이앤씨 매출이 화장품 사업부 매출 대비 32-34%의 비율을 유지한 점은 이 가정이 타당함을 입증한다. 따라서, 미래 매출은 21-23년 비율의 평균값과 앞서 추정된 화장품 사업부 미래 매출 추정액을 사용하여 계산했다. 이앤씨와 관련된 연결조정은 생산라인 중 70%가 동사향이라는 사실에 기반하여 비율을 70%로 설정했다.

## 7. Valuation - Peer PER Method

### 7.1. 비용추정

#### (1) 매출원가 및 판매비와 관리비 추정

매출원가 및 판매비와관리비 추정									
(단위: 백만 원)	2021	2022	2023	1H24	*3Q24E	4Q24E	2024E	**2025E	2026E
매출액	226,770	240,241	295,501	215,153	113,614	116,191	344,678	657,638	791,154
YoY (%) / QoQ (%)	111.15%	5.94%	23.00%	75.52%	0.23%	2.27%	16.64%	90.80%	20.30%
매출원가	131,525	135,305	155,603	103,324	45,605	45,845	117,098	302,195	354,389
매출원가율 (%)	58.00%	56.32%	52.66%	48.02%	40.14%	39.46%	33.97%	45.95%	44.79%
원재료비	47,424	39,372	36,757	32,384	38,355	33,587	98,584	215,433	263,286
% of sales	20.91%	16.39%	12.44%	15.05%	33.76%	28.91%	28.60%	32.76%	33.28%
재고자산의 변동	7,522	3,201	(12,247)	(13,889)	(29,275)	(26,128)	(104,657)	(114,350)	(142,602)
% of sales	3.32%	1.33%	-4.14%	-6.46%	-25.77%	-22.49%	-30.36%	-17.39%	-18.02%
외주가공비	48,073	55,759	80,682	59,511	30,869	32,866	99,866	166,346	185,563
% of sales	21.20%	23.21%	27.30%	27.66%	27.17%	28.29%	28.97%	25.29%	23.45%
종업원급여	10,346	11,366	12,304	6,638	1,086	1,153	4,219	6,008	6,662
% of sales	4.56%	4.73%	4.16%	3.09%	0.96%	0.99%	1.22%	0.91%	0.84%
감가상각비 및 무형자산상각비	4,524	4,390	4,290	1,640	505	538	1,685	1,846	1,835
% of sales	1.99%	1.83%	1.45%	0.76%	0.44%	0.46%	0.49%	0.28%	0.23%
기타매출원가	13,636	21,218	33,817	17,041	4,065	3,829	17,401	26,912	39,646
% of sales	6.01%	8.83%	11.44%	7.92%	3.58%	3.30%	5.05%	4.09%	5.01%
판매비와관리비	68,854	81,383	94,352	60,841	27,042	29,201	119,662	215,906	236,071
판매비율 (%)	30.36%	33.88%	31.93%	28.28%	23.80%	25.13%	34.72%	32.83%	29.84%
종업원급여	12,283	16,281	18,731	10,859	5,542	5,953	21,576	33,020	36,901
% of sales	5.42%	6.78%	6.34%	5.05%	4.88%	5.12%	6.26%	5.02%	4.66%
판매수수료	8,022	9,675	15,965	13,844	7,087	7,409	32,214	63,956	64,664
% of sales	3.54%	4.03%	5.40%	6.43%	6.24%	6.38%	9.35%	9.73%	8.17%
운반보관비	10,026	16,734	19,546	11,203	3,982	4,365	18,872	41,298	48,791
% of sales	4.42%	6.97%	6.61%	5.21%	3.50%	3.76%	5.48%	6.28%	6.17%
광고선전비	18,869	14,874	17,905	9,753	6,867	7,509	32,133	55,968	63,436
% of sales	8.32%	6.19%	6.06%	4.53%	6.04%	6.46%	9.32%	8.51%	8.02%
지급수수료	6,278	9,167	9,208	9,681	769	832	3,266	9,120	9,896
% of sales	2.77%	3.82%	3.12%	4.50%	0.68%	0.72%	0.95%	1.39%	1.25%
감가상각비 및 무형자산상각비	3,418	3,821	3,805	1,712	702	790	2,925	3,663	3,778
% of sales	1.51%	1.59%	1.29%	0.80%	0.62%	0.68%	0.85%	0.56%	0.48%
기타판매비와관리비	9,958	10,832	9,192	3,789	2,094	2,343	8,677	8,881	8,606
% of sales	4.39%	4.51%	3.11%	1.76%	1.84%	2.02%	2.52%	1.35%	1.09%

\* 3Q24 이앤씨 편입, 큐브엔터 분할 반영 \*\* 25년 VT CUBE JAPAN 편입 반영

동사는 3분기 큐브엔터를 분할, ODM사인 이앤씨를 편입하였다. 4분기에는 큐브엔터 연결종속회사로 있었던 VT CUBE JAPAN의 지분을 취득하여 엔터사를 제외한 화장품 회사로서 수직계열화를 준비중이다. 따라서 3분기부터는 기존에 연결로 인식되던 큐브엔터의 재무제표상 흔적은 사라지고, 이앤씨의 재무구조가 동사에게 인식된다. 비용추정에서는 이를 모두 반영하기 위해 큐브엔터의 비용을 모두 차감하였고, 3분기부터는 이앤씨의 비용을 추정하여 반영하였다. VT CUBE JAPAN의 취득이 한 차례 취득이 미뤄진 적이 있어 보수적으로 VT CUBE JAPAN의 비용은 25년부터 반영하여 추정하였다. 추정과정은 다음과 같다.

- ① 동사 비용 추정 (큐브엔터 제외): 동사의 연결 비용항목에서 큐브엔터의 연결 비용을 제하여, 동사의 비용 추정하였다. 종속기업 간의 거래로 발생하는 연결조정액은 추정하여 반영하였다.
- ② 이앤씨 비용 추정: 이앤씨의 비용을 별도로 추정하여 3분기부터 동사의 비용에 추가하였다.
- ③ VT CUBE JAPAN의 비용 추정: VT CUBE JAPAN의 비용을 추정하여 25년부터 적용하였다.

**매출원가**는 원재료비 재고자산의 변동 외주가공비 종업원급여, 감가상각비 및 무형자산감가상각비, 기타매출원가로 나누어 추정해주었다. **원재료비**는 1분기 가장 크게 발생하며, 이는 연초 계획에 따라 1분기에 원재료를 가장 많이 매입하고, 트렌드에 기민하게 반응하며 원재료 매입을 조정한다. 21년부터 나타난 동사의 분기별 원재료비 매입 추이를 반영하여 분기별 추정을 하였고, 이후 1년내로 판매된다는 점을 고려하여 매출 추정치에 연동하여 산출하였다. **외주가공비**는 전부 ODM, OEM으로 나타나는 매출로서, 매출에 연동하여 추정하였다. **재고자산의 변동** 항목은 매출액 대비 원재료비+외주가공비+재고자산의 변동이 지속적으로 일정 밴드 안에 있으며, 원재료비+외주가공비와의 비율이 일정하게 유지됨을 고려하여 추정하였다. **종업원급여**는 이익 확장세에 따라 종업원 수의 증가추이를 반영하여 추정하였다. **감가상각비**(유형자산, 무형자산, 사용권자산)는 동사 연결재무제표상 감가상각비, 큐브엔터의 별도재무제표상 감가상각비를 각각 추정하여 제하는 방식으로 추정하였다. ([Appx 17])

종업원급여 추정 - 큐브엔터 제외 (단위: 백만 원)									
	2021	2022	2023	1H24	3Q24E	4Q24E	2024E	2025E	2026E
직원 수 (명)	136	144	141	163	173	183	183	237	250
총급여	14,466	18,260	19,770	11,468	6,353	6,786	24,607	35,278	39,009
인당급여	106	127	140	70	37	37	135	149	165
매출원가 급여	4,350	4,276	4,160	2,370	1,320	1,401	5,127	7,301	8,095
<b>안분비율(%)</b>	30.07%	23.42%	21.04%	20.67%	20.77%	20.65%	20.83%	20.70%	20.75%
판매비 급여	10,116	13,984	15,610	9,098	5,033	5,385	19,480	27,977	30,914
<b>안분비율(%)</b>	69.93%	76.58%	78.96%	79.33%	79.23%	79.35%	79.17%	79.30%	79.25%

**판매비와관리비**는 판매수수료, 운반보관비 광고선전비를 중심으로 추정해주었다. **판매수수료**는 오프라인 판매비중이 늘어날수록 높아지는 구조이므로, 중국과 미국의 오프라인 판매비중을 늘어나고 있는 점을 반영하여 일본 오프라인 시장의 침투시기 성장률을 반영하여 추정하였다. **운반보관비**는 매출액에 연동하여 추정하였고, **광고선전비**는 21년 이후 매출대비 광고선전비를 지속적으로 줄이고 있으며 매출액의 8% 이내로 통제할 것임을 발표한 것을 반영하여 추정하였다. 이후 3분기부터 반영되는 이앤씨와 25년부터 반영한 VT CUBE JAPAN의 비용 역시 각각 추정하여 반영하였다. ([Appx 15]) 매출원가와 판매비와관리비 추정과정에서 동사와 연결종속회사인 큐브엔터와의 내부자거래로 인한 연결조정액을 추정하여 반영하였다. 23년 연간 매출액, 매출원가, 판매비와관리비 24년 2분기 매출액, 매출원가, 판매비와관리비의 연결조정액이 유사하여 연간, 분기별 추정액에 연결조정비율을 반영하여 추정하였다.

연결조정비율 추정 (브이티 연결 - 큐브엔터 연결)					
(단위: 백만 원)	VT 연결	큐브 연결	VT 별도	조정	조정비율
2023 매출	295,501	142,272	178,077	(24,847)	-8.41%
2023 매출원가	155,603	103,529	77,772	(25,697)	-16.51%
2023 판매비와관리비	94,352	23,320	69,297	1,735	1.84%
2Q24 매출	113,353	51,522	68,798	(6,967)	-6.15%
2Q24 매출원가	52,859	36,448	25,785	(9,374)	-17.73%
2Q24 판매비와관리비	33,471	9,928	22,997	546	1.63%

## (2) 영업외손익 추정 및 법인세비용 추정

**영업외손익**은 성격상 대응되는 계정의 경우 상계하여 **손익 개념으로 추정**하였다. **이자손익**의 경우 이자수익은 이자부자산 바탕으로, 이자비용은 이자부부채 바탕으로 **유효이자율**을 산출한 후 이를 반영하여 추정하였다. 큐브엔터의 이자부자산과 이자부부채를 제외하여 이자손익을 추정하

였으며, 상세 추정 내역은 ([Appx 16]). 에 첨부하였다. 이외 기타손익 및 금융손익 계정의 경우, 합리적 추정이 불가하거나 금액적 중요성이 낮은 계정에 대해 0 또는 Avg Flat 처리해주었다. 이앤씨 영업외손익 역시 추정하여 3분기부터 반영하였다. VT CUBE JAPAN의 영업외손익은 큐브 엔터의 연결 영업외손익에서 별도 영업외손익을 제하여 확인해본 결과 금액적 유의성이 매우 적어 제외하여 추정하였다. 법인세비용은 구간별 법인세율을 적용하여 추정해주었으며, 상세 추정 내역은 ([Appx 17])에 첨부해두었다.

영업외손익 추정 - 큐브엔터 분할, 이앤씨 편입									
(단위: 백만 원)	2021	2022	2023	1H24	*3Q24E	4Q24E	2024E	2025E	2026E
영업외손익	(5,816)	(7,908)	(3,195)	(3,404)	(899)	(637)	(4,941)	(4,479)	(4,287)
기타손익	(1,347)	(4,157)	(1,128)	(1,993)	(607)	(381)	(2,981)	(2,196)	(2,618)
외환손익	97	(1,123)	(1,693)	(976)	(115)	(173)	(1,264)	(1,360)	(1,439)
외화환산손익	430	(694)	651	(1,254)	329	493	(432)	73	97
유형자산처분/손상관련손익	777	1	50	57	(12)	(19)	26	38	32
무형자산처분/손상관련손익	(3,129)	(2,683)	22	(7)	(741)	(582)	(1,331)	(654)	(993)
잡손익	478	343	(158)	187	(67)	(100)	21	(293)	(315)
금융손익	(4,469)	(3,751)	(2,068)	(1,411)	(104)	(61)	(1,576)	(1,432)	(969)
이자손익	(4,351)	(2,629)	(1,438)	(640)	(194)	(131)	(966)	(862)	(371)
당기손익-금융자산관련손익	(134)	(1,122)	(512)	(788)	90	71	(628)	(570)	(599)
배당손익	16	-	59	18	-	-	18	-	-
기타금융손익	-	-	(177)	-	-	-	-	-	-
* 이앤씨 영업외손익	(343)	(1,303)	(526)	(340)	(188)	(195)	(724)	(851)	(700)
영업외수익	457	316	400	184	102	106	391	369	387
이자수익	-	25	23	8	4	4	16	21	20
기타영업외수익	457	291	377	176	98	101	375	348	367
영업외비용	800	1,619	926	524	290	301	1,115	1,220	1,087
이자비용	617	792	816	349	193	200	742	783	780
기타영업외비용	183	827	110	175	97	101	373	437	307

\* 이앤씨 영업외손익은 3분기부터 반영

### (3) 최종 손익계산서 Table

추정 손익계산서									
(단위: 백만 원)	2021	2022	2023	1H24	*3Q24E	4Q24E	2024E	**2025E	2026E
매출액	226,770	240,241	295,501	215,153	113,614	116,191	344,678	657,638	791,154
YoY/QoQ (%)	111.15%	5.94%	23.00%	75.52%	0.23%	2.27%	16.64%	90.80%	20.30%
매출원가	131,525	135,305	155,603	103,324	45,605	45,845	117,098	302,195	354,389
매출총이익	95,245	104,936	139,899	111,829	68,009	70,346	227,580	355,443	436,765
GPM (%)	42.00%	43.68%	47.34%	51.98%	59.86%	60.54%	66.03%	54.05%	55.21%
판매비와관리비	68,854	81,383	94,352	60,841	27,042	29,201	119,662	215,906	236,071
영업이익	26,391	23,553	45,547	50,988	40,967	41,145	107,917	139,536	200,694
OPM (%)	11.64%	9.80%	15.41%	23.70%	36.06%	35.41%	31.31%	21.22%	25.37%
금융손익	(7,036)	(3,789)	(635)	(1,708)	(104)	(61)	(1,576)	(1,432)	(969)
기타손익	(1,607)	(5,222)	(3,202)	(1,904)	(795)	(576)	(3,705)	(3,047)	(3,318)
지분법관련이익(손실)	3,873	(752)	(190)	-	(212)	(259)	(471)	(471)	(377)
법인세비용차감전순이익(손실)	21,621	13,790	41,520	47,376	39,856	40,249	102,166	134,587	196,030
법인세비용(수익)	4,123	585	9,830	12,943	11,801	11,338	23,138	30,627	44,821
당기순이익(손실)	17,498	13,205	31,690	34,432	28,056	28,912	79,028	103,959	151,209
NPM (%)	7.72%	5.50%	10.72%	16.00%	24.69%	24.88%	22.93%	15.81%	19.11%

\* 3Q24 이앤씨 편입, 큐브엔터 분할 반영

\*\* 25년 VT CUBE JAPAN 편입 반영

## 7.2. Valuation - Peer PER Method

동사의 리들샷은 국내와 일본에서 **대흥행**을 이어나가고 있고, 25년 미국과 중국의 대형 뷰티 시장에 진출하여 가파른 이익성장을 누릴 것임을 본 보고서에서 주장하였다. 현재 동사는 지속적으로 미국과 중국에서 괄목할만한 트래픽 성과를 보이고 있고 오프라인으로도 진출하여 유통망을 확보하여 대형시장으로의 본격적인 진출을 앞둔 동사는 다시 한 번 **24년 상반기의 강력한 주가상승 모멘텀**을 경험할 수 있을 것이다. 가파른 이익성장의 초입에 있는 동사가 누리게될 증익을 온전히 반영하기 위해 **PER Method**를 사용하였다.

먼저 **Historical PER Mehtod**가 적합하지 않다고 판단한 이유는 다음과 같다. 동사는 24년 7월 **큐브엔터를 분할**하여 3분기부터는 더 이상 연결 재무제표상에 큐브엔터의 이익이 계상되지 않아 이제는 동사의 기대감과 엔터사의 기대감이 서로 희석되지 않고, 동사의 주요 OEM/ODM사인 **이앤씨**를 편입시켜 화장품 기업으로의 **수직계열화**를 이뤄냈기 때문에 이전과는 다른 시장의 기대감을 부여받을 수 있다는 점에서 **Peer PER Method**를 선택하였다.

동사의 **Peer로 에이피알**을 선정하였다. 동사와 에이피알은 화장품 및 미용기기 산업에 속해있다. 동사의 **마케팅 비즈니스**를 본질적으로 살펴보면, 미디어커머스 업체인 **에이피알**과 비슷한 면을 확인할 수 있다. 에이피알은 국내에서 마케팅을 장점으로 널리, 메디큐브 그리고 가장 히트작인 **에이지알 뷰티 디바이스**까지 **흥행**에 성공하였고, 올해부터는 미국에서 적극적으로 아마존, 틱톡 등 신규 채널에서의 매출을 확대하고 있다. 에이피알은 동사와 같이 자체 마케팅에 강점을 가지고 있으며, 트렌드에 가장 기민하게 움직이고 있다.

**소비재 기업에게 마케팅 능력**이 가장 중요시 되는 현 상황에서, 화장품 인디브랜드와의 비교보다는 강력한 바이럴을 선제적으로 한 뒤 글로벌 시장에 침투하는 전략을 가장 잘 이행하고 있는 동사와 에이피알은 마케팅 측면에서 굉장히 유사하다. 이는 곧 증익으로 연결되기 때문에 글로벌 시장 확장 경로가 가장 유사한 에이피알을 Peer로 선정하는 것이 합리적이라고 판단하였다.

에이피알의 **12mf PER 15.20x**를 **Target Multiple**로 제시한다. 이는 보수적으로 부여된 멀티플이다. 화장품 및 뷰티 디바이스 산업에 속하여 있으며 확장 경로와 해외에서 바이럴되고 있다는 측면에서 동사와 매우 비슷하지만, 동사는 현재 중국과 미국에서의 바이럴을 바탕으로 **미국, 중국 진출**을 본격적으로 앞두고 있어 더욱 기대감이 고취될 수 있다는점과 동사의 제품특성상 확장성 측면에서도 에이피알에 우위를 점하고 있다. 그리고 동사의 제품은 현재 **경쟁상대가 없으며**, 에이피알보다 **이익 성장세도 더욱 가파르기에** 동사에게는 충분히 합리적인 멀티플 부여이다.

상기 논의를 종합하여 **2026E EPS 3,666원에 Target Multiple 15.20x**를 적용하여 목표주가 **55,700원 상승여력 71%**로 투자의견 **Buy**를 제시한다.

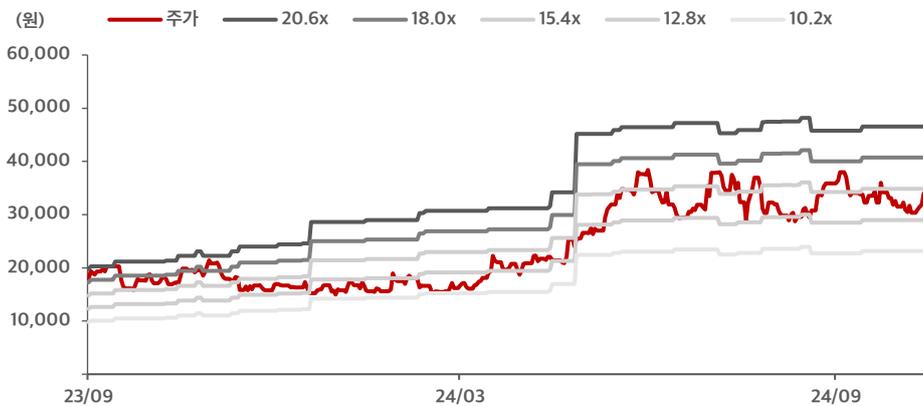
Peer PER Method (2026E)	
2026E 지배지분순이익 (단위: 백만 원)	130,109
유통주식수	35,492,527
2026 EPS (단위: 원)	3,666
Target PER Multiple	15.20x
<b>목표주가 (단위: 원)</b>	<b>55,700</b>
현재주가 (단위: 원)	32,500
<b>상승여력</b>	<b>71%</b>

## 8. Appendix.

## Appx 1. 재무상태표 및 현금흐름표

연결재무상태표						현금흐름표					
(단위 : 백만 원)	2021	2022	2023	1Q24	2Q24	(단위 : 백만 원)	2021	2022	2023	1Q24	2Q24
<b>자산</b>	<b>207,648</b>	<b>220,697</b>	<b>256,625</b>	<b>298,561</b>	<b>309,314</b>	<b>영업활동현금흐름</b>	<b>48,785</b>	<b>54,019</b>	<b>31,531</b>	<b>35,552</b>	<b>52,127</b>
유동자산	106,743	119,240	155,301	198,378	204,057	당기손이익(손실)	17,498	13,205	31,690	18,363	-
현금및현금성자산	33,607	32,849	49,774	94,727	96,186	영업으로부터 창출된 현금	33,542	45,920	541	20,429	62,960
기타유동금융자산	5,455	23,727	15,003	15,003	24,534	이자수취	107	114	1,275	230	543
매출채권 및 기타유동채	33,771	36,949	56,665	45,730	44,792	이자지급(영업)	(1,433)	(1,391)	(822)	(331)	(803)
유동재고자산	31,361	22,286	25,922	34,274	30,217	법인세환급(납부)	(927)	(3,830)	(1,153)	(3,140)	(10,573)
기타유동자산	2,549	3,429	7,936	8,644	8,328	<b>투자활동현금흐름</b>	<b>12,149</b>	<b>(23,548)</b>	<b>1,780</b>	<b>381</b>	<b>(13,265)</b>
비유동자산	100,904	101,457	101,323	100,183	105,257	대여금의 감소	7,924	2,135	4,202	882	2,898
기타비유동금융자산	6,389	6,255	5,442	4,771	3,765	당기손익금융자산 처분	11,106	8,905	85,412	-	942
장기매출채권 및 기타비	6,665	8,703	3,261	2,983	2,982	유형자산의 처분	7,178	80	351	59	76
퇴직급여운용자산/퇴직연금운용자	-	216	72	-	6,932	무형자산의 처분	43	200	-	-	10
유형자산	28,196	29,342	34,234	34,755	35,042	임차보증금의 감소	445	702	1,599	766	2,631
사용권자산	6,169	5,375	7,571	6,761	6,363	대여금의 증가	(7,098)	(1,311)	(3,267)	(94)	(206)
영업권, 총액	41,382	38,582	38,582	38,582	38,582	당기손익금융자산 취득	(12,796)	(27,032)	(75,588)	-	(16,849)
영업권 이외의 무형자산	9,415	7,158	5,192	4,843	4,415	유형자산의 취득	(2,014)	(1,964)	(7,022)	(1,008)	(1,769)
투자부동산	-	2,757	5,594	5,187	5,167	무형자산의 취득	(1,105)	(1,613)	(2,453)	(104)	(143)
기타비유동자산	2,687	3,070	1,377	2,300	2,010	임차보증금의 증가	(629)	(3,550)	(1,263)	(121)	(665)
<b>부채</b>	<b>97,557</b>	<b>117,949</b>	<b>109,308</b>	<b>137,720</b>	<b>132,868</b>	지분법 투자지분 취득	-	(100)	(190)	-	(191)
유동부채	77,492	99,203	101,729	122,271	115,998	중속기업의 현금흐름	9,095	-	-	-	-
매입채무 및 기타유동채	23,958	29,285	33,332	40,010	36,247	<b>재무활동현금흐름</b>	<b>(38,474)</b>	<b>(31,161)</b>	<b>(16,655)</b>	<b>9,328</b>	<b>8,433</b>
유동 차입금	19,657	20,230	24,621	34,601	34,578	단기차입금의 증가	8,358	1,430	5,000	15,000	15,000
기타 유동부채	8,078	31,557	34,285	34,475	32,950	정부보조금의 수취	87	54	-	-	-
기타유동금융부채	22,659	17,264	522	567	1,036	임대보증금의 증가	79	1,080	-	-	-
당기법인세부채	3,139	867	8,968	12,618	11,186	사채의 증가	10,500	10,600	-	-	-
비유동부채	20,064	18,746	7,579	15,450	16,870	연결자본거래로 현금유입	500	-	-	-	-
신주인수권부사채	9,085	-	-	-	-	소유지분의 변동 지급	(6,917)	(16,346)	-	-	-
장기매입채무 및 기타비	5,624	3,701	5,494	9,673	9,280	금융리스부채의 지급	(2,903)	(3,219)	(3,528)	(908)	(1,803)
장기차입금	-	-	-	5,000	5,000	단기차입금의 상환	-	-	-	-	-
기타비유동금융부채	283	10,294	171	199	177	임대보증금의 감소	(150)	(140)	-	-	-
이연법인세부채	5,072	4,750	1,915	578	2,413	사채의 상환	(2,228)	(16,616)	(9,162)	-	-
<b>자본</b>	<b>110,091</b>	<b>102,748</b>	<b>147,317</b>	<b>160,840</b>	<b>176,446</b>	차입금의 상환	(36,632)	(857)	(548)	-	-
지배기업 귀속 자본	77,840	77,605	117,153	128,347	141,107	신주발행비 지급	(3)	-	(12)	-	-
자본금	17,242	17,242	17,899	17,899	17,899	자기주식 취득 현금유출	(9,100)	(5,203)	(8,406)	(4,764)	(4,764)
자본잉여금	48,847	49,922	60,506	60,508	60,508	연결자본거래로 현금유출	(65)	(1,944)	-	-	-
기타자본구성요소	(26,735)	(39,436)	(38,229)	(43,078)	(45,718)	<b>환율만영전 현금의 순증가</b>	<b>22,460</b>	<b>(690)</b>	<b>16,656</b>	<b>45,261</b>	<b>47,294</b>
이익잉여금(결손금)	38,486	49,876	76,978	93,017	108,418	기초현금및현금성자산	11,127	33,607	32,849	49,774	49,774
비지배지분	32,251	25,144	30,164	32,494	35,339	현금에 대한 환율변동효과	19	(68)	268	(308)	(882)
<b>자본과부채총계</b>	<b>207,648</b>	<b>220,697</b>	<b>256,625</b>	<b>298,561</b>	<b>309,314</b>	<b>기말현금및현금성자산</b>	<b>33,607</b>	<b>32,849</b>	<b>49,774</b>	<b>94,727</b>	<b>96,186</b>

## Appx 2. 동사 PER(12MF) Band



## Appx 3. 국내 H&amp;B 리들샷 매출 추정

국내 H&B 리들샷 매출 추정									
(단위: 백만 원)	2021	2022	2023	1H24	3Q24E	4Q24E	2024E	2025E	2026E
H&B 리들샷 매출액	-	-	5,132	23,170	13,418	15,084	51,673	71,227	99,717
YoY(%)	-	-	-	-	-	-	906.9%	37.8%	40.0%
올리브영	-	-	-	10,890	6,118	6,873	23,881	33,433	46,806
YoY(%)	-	-	-	-	-	-	-	40.0%	40.0%
다이소	-	-	5,132	12,280	7,301	8,211	27,792	37,794	52,911
YoY(%)	-	-	-	-	-	-	441.6%	36.0%	40.0%

## Appx 4. 일본 드러그스토어 점포 수 및 리들샷 침투율 추정

일본 드러그스토어 점포 수 및 리들샷 침투율 추정									
	2021	2022	2023	1H24	3Q24E	4Q24E	2024E	2025E	2026E
일본 드러그스토어 점포 수	17,620	18,430	19,030	19,700	20,041	20,390	20,390	21,171	21,983
YoY(%)	3.65%	4.60%	3.26%	-	-	-	7.14%	3.83%	3.83%
브이티 오프라인 점포 수	9,600	15,200	16,100	17,926	18,037	18,351	18,351	19,054	19,784
리들샷 취급 점포 수(개)	-	-	5,230	8,959	9,920	11,010	11,010	13,338	15,827
리들샷 미취급 점포 수(개)	9,600	15,200	10,870	8,967	8,117	7,340	7,340	5,716	3,957
오프라인 점포 침투율	54.48%	82.47%	84.60%	90.99%	90.00%	90.00%	90.00%	90.00%	90.00%
리들샷 취급 비율	-	-	32.48%	49.98%	55.00%	60.00%	60.00%	70.00%	80.00%

## Appx 5. 일본 오프라인 리들샷 외 제품 매출 추정

일본 오프라인 리들샷 외 제품 매출 추정									
(단위: 백만 원)	2021	2022	2023	1H24	3Q24E	4Q24E	2024E	2025E	2026E
매출액	27,300	45,200	41,604	20,633	10,174	10,174	40,982	38,092	36,153
YoY(%)	493.5%	65.6%	-8.0%	0.0%	0.0%	0.0%	-1.5%	-7.1%	-5.1%
브이티 입점 점포 수(개)	9,600	15,200	16,100	17,926	18,037	18,351	18,351	19,054	19,784
기초화장품 매출액	6,552	17,628	15,629	7,110	3,927	3,927	14,964	13,051	11,383
점포당 판매량(개)	26	44	37	15	8	8	31	26	22
마스크팩 매출액	11,466	16,724	19,022	10,967	5,148	5,148	21,263	22,078	22,924
점포당 판매량(개)	58	53	57	30	14	14	56	56	56
클렌징 매출액	3,822	6,328	4,005	1,301	719	719	2,739	1,706	1,063
점포당 판매량(개)	25	26	15	4	2	2	9	6	3
기타 매출액	5,460	4,520	2,948	1,255	381	381	2,016	1,256	782
점포당 판매량(개)	29	15	9	4	1	1	6	3	2

## Appx 6. 중국 리들샷 매출 추정

중국 리들샷 매출 추정											
(단위: 백만 원)	2019	2020	2021	2022	2023	1H24	3Q24E	4Q24E	2024E	2025E	2026E
매출액	-	-	-	-	-	-	-	-	-	83,244	83,244
YoY(%)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0.0%
온라인	-	-	-	-	-	-	-	-	-	60,073	60,073
샤오홍슈 리들샷 관련 게시글 수	-	-	-	-	-	-	-	-	-	640,000	640,000
multiple(Dr. Jart+ 판매량/게시글 수)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	4	4
예상 판매량	-	-	-	-	-	-	-	-	-	2,560,000	2,560,000
할인율(대중국 수출 감소율)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	22.2%	22.2%
리들샷 ASP(원)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	30,160	30,160
오프라인	-	-	-	-	-	-	-	-	-	23,171	23,171

## Appx 7. 스킨부스터 매출액 추정

스킨부스터 매출액 추정			리쥬란힐러 도매가 추정		
(단위: 백만 원)	2024E	2025E	2026E	(단위: 원)	
매출액		625	1,363	위코어나 시술가(A)	150,000
YoY(%)		-	118.0%	리쥬란힐러 출시 당시 시술가(B)	600,000
리쥬란힐러 출시 1차 연도 매출			5,000	비율(C=A/B)	25.00%
리쥬란힐러 추정 도매가(원)			154,000	리들부스터 도매가(D)	38,500
리쥬란힐러 출시 1차 연도 판매량(개)			32,468	리쥬란힐러 추정 도매가(DxC)	154,000
리들부스터 도매가(원)			38,500		

## Appx 8. 기타 해외 화장품 매출 추정

## 기타 해외 화장품 매출 추정

(단위: 백만 원)	2021	2022	2023	1H24	3Q24E	4Q24E	2024E	2025E	2026E
매출액	1,900	2,400	3,700	3,600	8,794	8,794	21,188	31,415	43,632
YoY(%)	111.1%	26.3%	54.2%	-	-	-	472.6%	48.3%	38.9%

## Appx 9. 라미네이팅 매출 추정

## 라미네이팅 매출 추정

(단위: 백만 원)	2021	2022	2023	1H24	3Q24E	4Q24E	2024E	2025E	2026E
매출액	37,300	37,800	35,000	16,900	9,900	9,900	36,700	36,700	36,700
YoY(%)	19.2%	1.3%	-7.4%	-	-	-	4.9%	0.0%	0.0%

## Appx 10. VT CUBE JAPAN 매출 추정

## VT CUBE JAPAN 매출 추정

(단위: 백만 원)	2021	2022	2023	1H24	3Q24E	4Q24E	2024E	2025E	2026E
매출액	36,743	56,555	58,407	46,210	30,362	30,362	106,933	132,369	153,544
YoY(%)	531.2%	53.9%	3.3%	-	-	-	83.1%	23.8%	16.0%
일본 화장품 매출액	60,700	90,000	125,000	72,000	53,549	53,549	179,097	233,460	270,805
매출액 비율	60.53%	62.84%	46.73%	64.18%	56.70%	56.70%	59.71%	56.70%	56.70%

## Appx 11. 기존 사업부문 연결 조정 비율 추정

## 기존 사업부문 연결 조정 비율 추정

(단위: 백만 원)	2021	2022	2023	1H24	3Q24E	4Q24E	2024E	2025E	2026E
기존 사업부문 별도 매출액 합	250,930	290,048	346,893	254,147	105,794	108,170	367,831	705,345	847,135
YoY(%)	131.3%	15.6%	19.6%	-	-	-	6.0%	91.8%	20.1%
기존 사업부문 연결매출	226,770	240,241	295,501	215,153	104,732	107,085	326,689	607,502	729,623
기존 사업부문 연결조정	(24,160)	(49,807)	(51,392)	(38,994)	(1,062)	(1,085)	(41,141)	(97,843)	(117,512)
연결 조정 비율	9.6%	17.2%	14.8%	15.3%	1.0%	1.0%	11.2%	13.9%	13.9%

## Appx 12. 이앤씨 매출 추정

## 이앤씨 매출 추정

(단위: 백만 원)	2021	2022	2023	1H24	3Q24E	4Q24E	2024E	2025E	2026E
매출액	28,363	39,442	56,395	46,000	29,607	30,355	105,962	167,120	205,105
YoY(%)	50.2%	39.1%	43.0%	-	-	-	87.9%	57.7%	22.7%
화장품 사업부 별도 매출	105,100	119,600	163,400	134,100	94,011	96,387	325,514	530,659	651,274
비율	26.99%	32.98%	34.51%	34.30%	31.49%	31.49%	32.55%	31.49%	31.49%

## Appx 13. 법인세비용 및 당기순이익의 귀속 추정

## 법인세비용 추정

(단위: 백만 원)	2024E	2025E	2026E	구간법인세율
과세구간	200	200	200	9.00%
2억원~200억	19,800	19,800	19,800	19.00%
200억원 초과	82,166	114,587	176,030	21.00%
과세구간별 법인세	18	18	18	
2억원~200억	3,762	3,762	3,762	
200억원 초과	17,255	24,063	36,966	
합계	21,035	27,843	40,746	
최종법인세	2,103	2,784	4,075	
법인세비용	23,138	30,627	44,821	

## Appx 14. 당기순이익의 귀속 추정

## 당기순이익의 귀속 추정

(단위: 백만 원)	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
당기순이익	3,412	(1,309)	17,498	13,205	31,690	79,028	103,959	151,209
지배기업의 소유주지분	2,834	1,105	14,914	11,149	27,268	68,000	89,452	130,109
비중(%)	83.1%	-84.5%	85.2%	84.4%	86.0%	86.0%	86.0%	86.0%
비지배지분	577	(2,414)	2,584	2,055	4,422	11,028	14,507	21,100
비중(%)	16.9%	184.5%	14.8%	15.6%	14.0%	14.0%	14.0%	14.0%

Appx 15. 별도 기준 법인별 매출원가 및 판매비와관리비 추정

매출원가 및 판매비와관리비 추정 - 큐브엔터(연결) 제외									
(단위: 백만 원)	2021	2022	2023	1H24	3Q24E	4Q24E	2024E	2025E	2026E
매출액	154,826	119,603	153,229	114,078	113,614	116,191	344,678	657,638	791,154
YoY (%) / QoQ (%)	119.75%	-22.75%	28.11%		83.75%	2.27%	124.94%	90.80%	20.30%
매출원가	73,801	41,017	52,074	30,732	29,509	28,907	89,593	135,735	152,030
매출원가율 (%)	47.67%	34.29%	33.98%	26.94%	25.97%	24.88%	25.99%	20.64%	19.22%
재고자산의 변동	(24,276)	(54,849)	(69,032)	(59,871)	(35,668)	(31,846)	(127,385)	(232,874)	(283,804)
% of sales	-15.68%	-45.86%	-45.05%	-52.48%	-31.39%	-27.41%	-36.96%	-35.41%	-35.87%
원재료비	47,424	39,372	36,757	32,384	20,779	14,093	67,256	124,300	151,955
% of sales	30.63%	32.92%	23.99%	28.39%	18.29%	12.13%	19.51%	18.90%	19.21%
외주가공비	40,679	43,990	65,281	43,923	37,523	39,951	121,394	202,203	225,563
% of sales	26.27%	36.78%	42.60%	38.50%	33.03%	34.38%	35.22%	30.75%	28.51%
종업원급여	4,350	4,276	4,160	2,370	1,321	1,401	5,128	7,303	8,098
% of sales	2.81%	3.57%	2.71%	2.08%	1.16%	1.21%	1.49%	1.11%	1.02%
지급수수료	577	574	830	549	569	566	1,683	3,309	4,043
% of sales	0.37%	0.48%	0.54%	0.48%	0.50%	0.49%	0.49%	0.50%	0.51%
감가상각비 및 무형자산상각비	818	861	1,002	780	614	655	2,049	2,244	2,230
% of sales	0.53%	0.72%	0.65%	0.68%	0.54%	0.56%	0.59%	0.34%	0.28%
기타매출원가	4,229	6,794	13,076	10,597	4,372	4,089	19,469	29,250	43,946
% of sales	2.73%	5.68%	8.53%	9.29%	3.85%	3.52%	5.65%	4.45%	5.55%
판매비와관리비	55,817	61,961	71,032	60,841	25,802	27,844	114,451	181,783	196,338
판매비율 (%)	36.05%	51.81%	46.36%	53.33%	22.71%	23.96%	33.21%	27.64%	24.82%
종업원급여	10,116	13,984	15,610	9,125	5,047	5,401	19,537	28,058	31,002
% of sales	6.53%	11.69%	10.19%	8.00%	4.44%	4.65%	5.67%	4.27%	3.92%
판매수수료	8,022	9,675	15,965	17,433	6,973	7,290	31,697	62,929	63,625
% of sales	5.18%	8.09%	10.42%	15.28%	6.14%	6.27%	9.20%	9.57%	8.04%
운반보관비	7,393	11,768	15,401	10,060	3,772	4,132	17,964	29,382	35,347
% of sales	4.78%	9.84%	10.05%	8.82%	3.32%	3.56%	5.21%	4.47%	4.47%
지급수수료	3,091	3,404	2,375	1,518	690	749	2,956	2,912	2,748
% of sales	2.00%	2.85%	1.55%	1.33%	0.61%	0.64%	0.86%	0.44%	0.35%
광고선전비	15,665	11,204	12,309	17,471	6,756	7,389	31,617	47,895	53,346
% of sales	10.12%	9.37%	8.03%	15.32%	5.95%	6.36%	9.17%	7.28%	6.74%
감가상각비 및 무형자산상각비	2,827	3,113	2,926	1,320	647	727	2,694	2,859	2,876
% of sales	1.83%	2.60%	1.91%	1.16%	0.57%	0.63%	0.78%	0.43%	0.36%
기타판매비	8,702	8,813	6,445	3,913	1,917	2,156	7,987	7,748	7,393
% of sales	5.62%	7.37%	4.21%	3.43%	1.69%	1.86%	5.73%	1.18%	0.93%
VT CUBE JAPAN - 매출원가 및 판매비와관리비 추정									
(단위: 백만 원)	2021	2022	2023	1H24	3Q24E	4Q24E	2024E	2025E	2026E
매출액	36,463	56,324	57,803	45,989	30,362	30,362	106,933	132,369	153,544
YoY (%) / QoQ (%)	546.66%	54.47%	2.63%	59.13%	16.88%	0.00%	85.00%	23.79%	16.00%
매출원가	26,045	44,985	43,623	33,813	18,018	23,246	75,075	93,773	110,396
매출원가율 (%)	71.43%	79.87%	75.47%	73.52%	59.35%	76.56%	70.21%	70.84%	71.90%
재고자산의 변동	26,020	44,982	43,287	33,752	17,989	23,213	74,954	93,620	110,193
% of sales	71.36%	79.86%	74.89%	73.39%	59.25%	76.46%	70.09%	70.73%	71.77%
기타매출원가	25	3	336	59	29	33	121	153	204
% of sales	0.07%	0.01%	0.58%	0.13%	0.10%	0.11%	0.11%	0.12%	0.13%
판매비와관리비	7,707	10,627	13,289	9,803	6,035	6,144	21,982	27,151	31,781
판매비율 (%)	21.14%	18.87%	22.99%	21.32%	19.88%	20.24%	20.56%	20.51%	20.70%
지급수수료	1,452	1,854	2,582	1,672	1,433	1,672	4,776	5,913	6,858
% of sales	3.98%	3.29%	4.47%	3.64%	4.72%	5.51%	4.47%	4.47%	4.47%
광고선전비	2,024	2,263	4,038	3,254	1,475	1,172	5,901	7,291	9,219
% of sales	5.55%	4.02%	6.99%	7.08%	4.86%	3.86%	5.52%	5.51%	6.00%
종업원급여	1,107	1,102	1,653	1,003	491	553	2,047	2,374	2,754
% of sales	3.03%	1.96%	2.86%	2.18%	1.62%	1.82%	1.91%	1.79%	1.79%
운반비	2,633	4,965	4,145	3,392	2,399	2,482	8,272	10,468	11,677
% of sales	7.22%	8.82%	7.17%	7.37%	7.90%	8.17%	7.74%	7.91%	7.61%
감가상각비 및 무형자산상각비	146	215	389	238	116	131	485	562	652
% of sales	0.40%	0.38%	0.67%	0.52%	0.38%	0.43%	0.45%	0.42%	0.42%
접대비	39	55	119	108	53	59	220	272	315
% of sales	0.11%	0.10%	0.21%	0.23%	0.17%	0.20%	0.21%	0.21%	0.21%
기타판매비	308	172	363	138	67	76	281	272	305
% of sales	0.84%	0.31%	0.63%	0.30%	0.22%	0.25%	0.26%	0.21%	0.20%
이앤씨 - 매출원가 및 판매비와관리비 추정									
(단위: 백만 원)	2021	2022	2023	1H24	*3Q24E	4Q24E	2024E	2025E	2026E
매출액	28,363	39,442	56,395	46,000	29,607	30,355	105,962	167,120	205,105
YoY (%) / QoQ (%)	50.24%	39.06%	42.98%		14.93%	2.53%	87.89%	57.72%	22.73%
매출원가	30,374	33,251	48,035	36,655	25,926	26,820	89,402	137,828	168,355
매출원가율 (%)	107.09%	84.30%	85.18%	79.68%	87.57%	88.36%	84.37%	82.47%	82.08%
원재료비	30,468	32,906	47,810	36,538	25,844	26,735	89,116	137,572	168,084
% of sales	107.42%	83.43%	84.78%	79.43%	87.29%	88.07%	84.10%	82.32%	81.95%
재고자산의 변동	(95)	346	225	117	83	86	286	256	271
% of sales	-0.33%	0.88%	0.40%	0.25%	0.28%	0.28%	0.27%	0.15%	0.13%
판매비와관리비	2,583	2,898	3,064	1,971	995	1,097	4,064	4,869	5,772
판매비율 (%)	9.11%	7.35%	5.43%	4.29%	3.36%	3.62%	3.84%	2.91%	2.81%
종업원급여	933	1,527	1,688	1,025	502	565	2,091	2,590	3,208
% of sales	3.29%	3.87%	2.99%	2.23%	1.70%	1.86%	1.97%	1.55%	1.56%
감가상각비	217	226	228	111	55	61	227	237	246
% of sales	0.76%	0.57%	0.41%	0.24%	0.18%	0.20%	0.21%	0.14%	0.12%
운반비	31	301	398	366	179	202	747	1,179	1,446
% of sales	0.11%	0.76%	0.71%	0.80%	0.61%	0.66%	0.71%	0.71%	0.71%
지급수수료	366	316	273	150	83	86	318	302	298
% of sales	1.29%	0.80%	0.48%	0.33%	0.28%	0.28%	0.30%	0.18%	0.15%
기타판매비	1,036	528	477	320	177	184	680	562	573
% of sales	3.65%	1.34%	0.85%	0.70%	0.60%	0.61%	0.64%	0.34%	0.28%

\*3Q24부터 연결 개시

## Appx 16. 이자손익 추정

이자부자산 유효이자율									
(단위: 백만 원)	2021	2022	2023	1H24	3Q24	4Q24	2024E	2025E	2026E
기말 이자부자산	45,451	62,831	70,219	124,485	125,967	127,471	127,471	123,179	171,876
현금및현금성자산	33,607	32,849	49,774	96,186	97,668	99,173	99,173	96,937	146,881
기타유동금융자산	5,455	23,727	15,003	24,534	24,534	24,534	24,534	21,088	20,208
기타비유동금융자산	6,389	6,255	5,442	3,765	3,765	3,765	3,765	5,154	4,787
이자수익	165	432	1,561	549	379	463	1,391	1,643	2,085
유효이자율	0.36%	0.69%	2.22%	0.57%	0.39%	0.47%	1.09%	1.33%	1.21%
이자부채 유효이자율									
(단위: 백만 원)	2021	2022	2023	1H24	3Q24	4Q24	2024E	2025E	2026E
기말 이자부채	51,136	47,428	24,621	39,578	39,555	39,533	39,533	34,577	34,577
유동 차입금	19,657	20,230	24,621	34,578	34,555	34,533	34,533	29,577	29,577
유동성전환사채	22,393	6,297	-	-	-	-	-	-	-
유동성신주인수권부사채	-	10,782	-	-	-	-	-	-	-
교환사채	-	10,120	-	-	-	-	-	-	-
신주인수권부사채	9,085	-	-	-	-	-	-	-	-
장기차입금	-	-	-	5,000	5,000	5,000	5,000	5,000	5,000
이자비용	4,544	2,975	1,742	955	477	506	1,939	2,104	2,082
유효이자율	8.89%	6.27%	7.07%	2.41%	1.21%	1.28%	4.90%	6.08%	6.02%
이자부자산 유효이자율 (큐브엔터 제외)									
(단위: 백만 원)	2021	2022	2023	1H24	3Q24	4Q24	2024E	2025E	2026E
기말 이자부자산	36,238	40,422	52,318	96,883	99,663	102,466	102,466	101,407	150,316
브이티 이자부자산	45,451	62,831	70,219	124,485	125,967	127,471	127,471	123,179	171,876
큐브엔터 이자부자산	9,213	22,409	17,901	27,602	26,304	25,006	25,006	21,772	21,560
이자수익	59	214	113	179	217	309	705	1,046	1,493
브이티 이자수익	165	432	1,561	549	379	463	1,391	1,643	2,085
큐브엔터 이자수익	106	219	1,447	370	162	154	686	598	592
큐브엔터 유효이자율	1.15%	0.98%	8.09%	1.34%	0.62%	0.62%	2.75%	2.75%	2.75%
이자부채 유효이자율 (큐브엔터 제외)									
(단위: 백만 원)	2021	2022	2023	1H24	3Q24	4Q24	2024E	2025E	2026E
기말 이자부채	44,002	39,100	15,223	30,346	30,446	30,547	30,547	25,673	25,481
브이티 이자부채	51,136	47,428	24,621	39,578	39,555	39,533	39,533	34,577	34,577
큐브엔터 이자부채	7,134	8,327	9,398	9,232	9,109	8,986	8,986	8,904	9,096
이자비용	4,411	2,843	1,552	820	411	440	1,671	1,908	1,863
브이티이자비용	4,544	2,975	1,742	955	477	506	1,939	2,104	2,082
큐브엔터 이자비용	133	132	190	135	66	66	268	196	218
큐브엔터 유효이자율	1.87%	1.59%	2.02%	1.47%	0.73%	0.73%	2.98%	2.20%	2.40%

## Appx 17. 감가상각비 추정

감가상각비 (큐브엔터 제외)						감가상각비 - CapEx 반영 전					
(단위: 백만 원)	2024	2025	2026	2027	2028	(단위: 백만 원)	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
유형자산감가상각비	1,542	1,766	1,705	1,435	1,660	건물	395	395	395	395	395
매출원가	1,034	1,185	1,144	963	1,114	구축물	35	35	35	35	35
판관비	507	581	561	472	546	기계장치	241	241	241	241	241
무형자산감가상각비	1,320	1,384	1,436	850	1,030	차량운반구	189	189	189	-	-
매출원가	619	649	674	399	483	공구와기구	44	44	-	-	-
판관비	701	734	762	451	547	집기구품	226	226	226	-	-
사용권자산감가상각비	1,881	1,954	1,965	2,147	2,330	시설장치	313	313	-	-	-
매출원가	395	410	412	451	489	금형	203	203	203	-	-
판관비	1,486	1,544	1,552	1,696	1,841	합계	1,646	1,646	1,289	671	671
유형자산 CapEx						감가상각비 - CapEx 반영 후					
(단위: 백만 원)	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	(단위: 백만 원)	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
건물	862	862	862	862	862	건물	416	438	459	481	502
구축물	27	27	27	27	27	구축물	37	40	42	45	47
기계장치	376	376	376	376	376	기계장치	279	316	354	392	429
차량운반구	453	453	453	453	453	차량운반구	272	354	436	329	411
공구와기구	95	95	95	95	95	공구와기구	60	76	47	63	79
집기구품	305	305	305	305	305	집기구품	253	279	306	106	133
시설장치	232	232	232	232	232	시설장치	346	380	100	133	166
금형	277	277	277	277	277	금형	264	326	388	246	308
합계	2,627	2,627	2,627	2,627	2,627	합계	1,927	2,208	2,132	1,794	2,075
무형자산감각비 - CapEx 반영 전						무형자산감각비 - CapEx					
(단위: 백만 원)	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	(단위: 백만 원)	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
개발비	78	78	78	78	78	개발비	128	128	128	128	128
산업재산권	59	59	59	59	59	산업재산권	135	135	135	135	135
소프트웨어	187	187	-	-	-	소프트웨어	321	321	321	321	321
판권	140	140	140	140	140	판권	-	-	-	-	-
기타무형자산	-	-	-	-	-	기타무형자산	821	821	821	821	821
전속계약금	935	935	-	-	-	전속계약금	2,497	497	1,497	1,497	1,497
합계	1,399	1,399	277	277	277	합계	3,901	1,901	2,901	2,901	2,901

무형자산상각비 - CapEx 반영 후					
(단위: 백만 원)	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
개발비	95	113	130	147	164
산업재산권	77	95	113	131	149
소프트웨어	229	272	128	171	214
판권	140	140	140	140	140
기타의무형자산	109	219	328	438	547
전속계약금	2,183	2,132	2,245	798	998
합계	2,834	2,970	3,084	1,824	2,211

사용권자산 - CapEx					
(단위: 백만 원)	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
건물	1,854	1,854	2,026	1,854	1,854
차량운반구	760	760	760	760	760
기타	50	50	50	50	50
합계	2,664	2,664	2,836	2,664	2,664

사용권자산 - CapEx 반영 전					
(단위: 백만 원)	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
건물	2,031	2,031	-	-	-
차량운반구	723	723	-	-	-
기타	33	-	-	-	-
합계	2,787	2,754	-	-	-

사용권자산 - CapEx 반영 후					
(단위: 백만 원)	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
건물	2,958	2,958	2,867	2,867	2,867
차량운반구	875	1,026	1,139	1,519	1,899
기타	83	83	83	83	83
합계	3,916	4,068	4,090	4,470	4,850

## Notice.

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