

# 브이티 (018290/KQ)

## 피크아웃? 올해는 리들샷 확장의 원년

SK증권 리서치센터

### Not Rated

목표주가: -

현재주가: 16,290 원

상승여력: -



Analyst  
허선재

sunjae.heo@sks.co.kr  
3773-8197

#### Company Data

|        |          |
|--------|----------|
| 발행주식수  | 3,580 만주 |
| 시가총액   | 583 십억원  |
| 주요주주   |          |
| 정철(외1) | 30.65%   |
| 강승곤    | 5.44%    |

#### Stock Data

|              |           |
|--------------|-----------|
| 주가(24/02/27) | 16,290 원  |
| KOSDAQ       | 853.75 pt |
| 52주 최고가      | 21,400 원  |
| 52주 최저가      | 5,100 원   |
| 60일 평균 거래대금  | 18 십억원    |

#### 주가 및 상대수익률



### 지금은 노이즈가 아닌 펀더멘털에 주목할 시점

▶브이티의 현재 주가는 23년 11월 고점 21,850 원 대비 약 25% 하락한 가격에서 거래중이며 주요 주가 하락 원인은 ①AI/반도체/저PBR 등 주도주로의 수급 쏠림 현상 ②24년 1월 초 유포된 감사의견 한정 루머 ③4Q23 상향 조정된 실적 컨센서스에 부합했음에도 불구하고 다소 과했던 실적 서프라이즈 기대감 등에 기인. 지금은 대내외 노이즈가 아닌 펀더멘털에 기반해서 현재 주가를 진단할 필요가 큰 시점. 결론부터 말하자면 향후 동사 주가의 반등을 기대해봐도 좋다고 판단되는데, 근거는 ①23년 사상 최대 실적을 시현하며 (23년 OP 455억원, YoY +93.4%) 성장에 대한 의심이 해소되었고 ②올해부터 더해질 다양한 실적 성장 모멘텀에 따른 밸류에이션 매력도까지 충분한 상황이기 때문 (24년 예상 OP 762억원, YoY +67.3%, P/E 13x). 본격적인 주가 반등 시점은 3월 중순경 감사보고서 및 일본 큐텐/라쿠텐 온라인 행사 결과 발표 전후가 될 것으로 전망.

### 24년은 리들샷 확장의 원년 → 지역 x 채널 x 제품

▶일본: 올해는 온라인 판매 성장에 더불어 일본 화장품 시장의 80% 이상을 점유하는 오프라인 채널에서의 매출 발생이 본격화될 것으로 예상. 23년 일본 리들샷 매출액 약 300억원 중 온/오프라인 비중은 각각 65%, 35% 수준이었으나 올해부터 점진적인 오프라인 비중 확대가 이뤄질 것으로 전망. 1Q24 기준 일본 내 드럭스토어, 백화점 등 5천개 이상의 오프라인 채널에 리들샷 입점이 완료되었으며 연말까지 1만개 이상의 매장 확보 가능할 것으로 예상.

▶한국: 올해부터 온라인 및 주력 오프라인 판매 채널인 올리브영 매출이 본격적으로 증가할 것으로 예상. 주요 유통 전략은 온라인상에서 유의미한 판매 확대 흐름이 확인되는 제품별로 올리브영 오프라인 매장에 입점시킬 계획. 24년 2월 기준 올리브영 1,300여개 매장에 리들샷 100샷, 400여개 매장에 300샷, 일부 매장에 700샷 입점 완료되었고 3월에는 온라인에서 PDRN, 투스텝 마스크 등 신제품 판매 개시 예정. 최근 온/오프라인 리들샷 품질 현상이 잦아지고 있으며 실제로 24년 1~2월 유의미한 올리브영 오프라인 매출 발생 중인 것으로 파악.

▶미국: 4Q23 아마존 입점 후 별도의 유료 마케팅 없이 긍정적인 초기 판매 흐름 나타나는 중 (월평균 매출액 1월 1억원→2월 5억원). 3월부터는 본격적인 마케팅 활동을 시작할 예정이며 이에 따른 판매 확대 흐름 강화될 것으로 예상.

### 4Q23 영업이익 전년대비 +163%, OPM +11.3%p

▶브이티 4Q23 연결 매출액 888억원 (+23.1% YoY), 영업이익 188억원 (+163.3% YoY, OPM 21%) 기록하며 사상 최대 분기 실적 경신. 유의미한 YoY, QoQ 실적 성장 지속되고 있으며 주력 사업인 화장품 부문이 전사 실적 성장 견인. 화장품: 매출액 554억원 (+77.4% YoY), 영업이익 131억원 (+268.5% YoY, OPM 23.7%, 이익 기여도 70%). 지역별 매출은 일본 366억원 (+55.8% YoY), 국내 120억원 (+303.1% YoY), 중국 등 기타 68억원 (+13.2% YoY). 주요 실적 성장 요인은 리들샷 신제품 판매 호조에 기인 (23년 리들샷 매출액 408억원: 2Q23 36억원 → 3Q23 155억원 → 4Q23 215억원). 연결 자회사: 매출액 396억원 (-4.1% YoY), 영업이익 62억원 (+202.3% YoY).

▶브이티 24년 연결 실적은 매출액 4,167억원 (+41.0% YoY), 영업이익 762억원 (+67.3% YoY)으로 전망되며 화장품 부문의 매출액과 영업이익은 각각 2,785억원 (+70.8% YoY)과 604억원 (+88.9% YoY, OPM 21%, 이익기여도 80%)으로 추정.

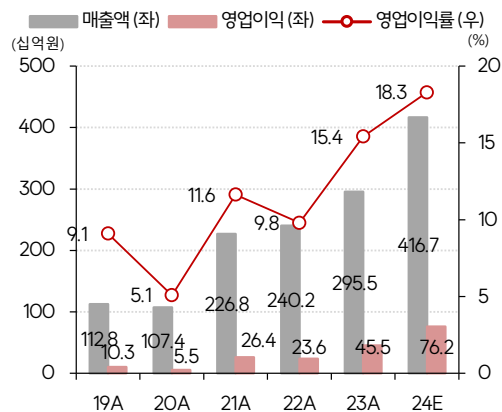
브이티 연결 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

|              | 2021A        | 2022A        | 2023A        | 2024E        |
|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>매출액</b>   | <b>226.8</b> | <b>240.2</b> | <b>295.5</b> | <b>416.7</b> |
| 증가율          | 111.1%       | 5.9%         | 23.0%        | 41.0%        |
| 화장품          | 105.1        | 119.6        | 163.0        | 278.5        |
| 음반기획         | 72.2         | 120.9        | 142.9        | 155.3        |
| 라미네이팅        | 37.3         | 37.8         | 35.0         | 34.1         |
| 기타 및 연결조정    | 12.1         | -38.0        | -45.4        | -51.2        |
| <b>영업이익</b>  | <b>26.4</b>  | <b>23.6</b>  | <b>45.5</b>  | <b>76.2</b>  |
| 영업이익률        | 11.6%        | 9.8%         | 15.4%        | 18.3%        |
| <b>당기순이익</b> | <b>17.5</b>  | <b>13.2</b>  | <b>32.3</b>  | <b>53.4</b>  |
| 순이익률         | 7.7%         | 5.5%         | 10.9%        | 12.8%        |

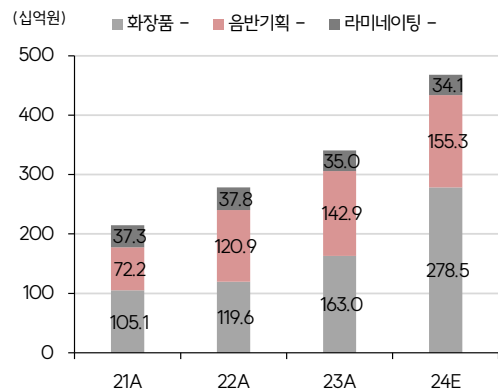
자료: 브이티, SK 증권

브이티 연결 실적 추이 및 전망



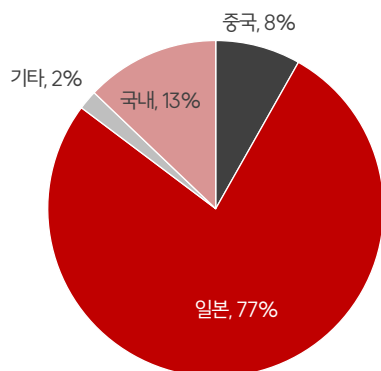
자료: 브이티, SK 증권

브이티 주요 부문별 실적 추이 및 전망



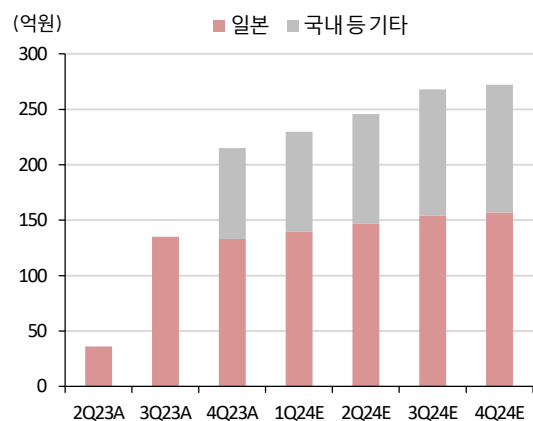
자료: 브이티, SK 증권

브이티코스메틱 지역별 매출 비중 (23년)



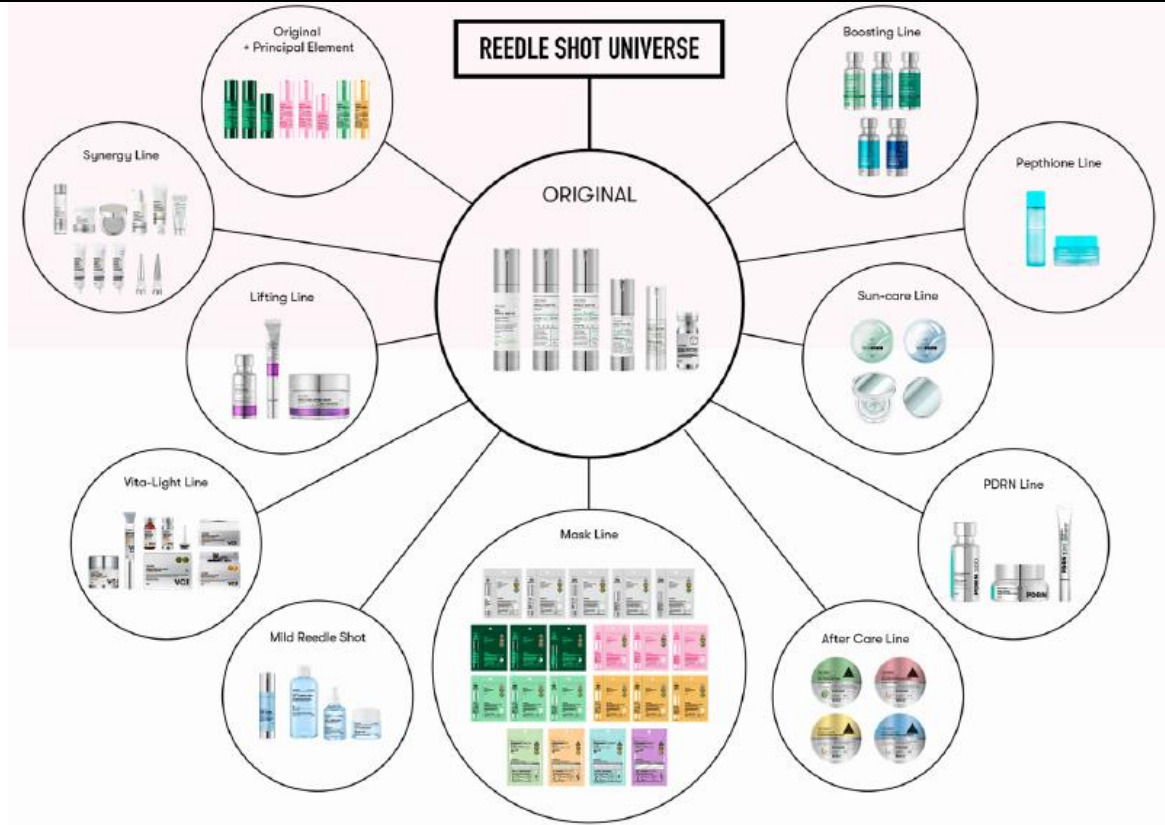
자료: 브이티, SK 증권

분기별 리들샷 매출 추이 및 전망



자료: 브이티, SK 증권

브이티코스메틱 리들샷 제품 라인업



자료: 브이티, SK 증권

재무상태표

| 12월 결산(십억원)    | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 |
|----------------|------|------|------|------|------|
| <b>유동자산</b>    | 77   | 91   | 80   | 107  | 119  |
| 현금및현금성자산       | 17   | 18   | 11   | 34   | 33   |
| 매출채권 및 기타채권    | 25   | 29   | 22   | 32   | 35   |
| 재고자산           | 26   | 31   | 43   | 31   | 22   |
| <b>비유동자산</b>   | 47   | 45   | 79   | 101  | 101  |
| 장기금융자산         | 1    | 0    | 1    | 10   | 9    |
| 유형자산           | 29   | 28   | 33   | 28   | 29   |
| 무형자산           | 13   | 13   | 14   | 51   | 46   |
| <b>자산총계</b>    | 124  | 136  | 159  | 208  | 221  |
| <b>유동부채</b>    | 32   | 60   | 70   | 77   | 99   |
| 단기금융부채         | 16   | 42   | 59   | 45   | 40   |
| 매입채무 및 기타채무    | 13   | 12   | 9    | 19   | 24   |
| 단기충당부채         | 0    | 4    | 0    | 0    | 0    |
| <b>비유동부채</b>   | 22   | 15   | 18   | 20   | 19   |
| 장기금융부채         | 15   | 14   | 17   | 13   | 13   |
| 장기매입채무 및 기타채무  | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    |
| 장기충당부채         | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    |
| <b>부채총계</b>    | 54   | 75   | 88   | 98   | 118  |
| <b>지배주주지분</b>  | 61   | 50   | 58   | 72   | 53   |
| 자본금            | 14   | 19   | 17   | 17   | 17   |
| 자본잉여금          | 35   | 89   | 96   | 49   | 50   |
| 기타자본구성요소       | -5   | -59  | -56  | -30  | -42  |
| 자기주식           | -2   | -61  | -17  | -26  | 47   |
| 이익잉여금          | 9    | 12   | 13   | 38   | 50   |
| 비지배주주지분        | 16   | 1    | -0   | 32   | 25   |
| <b>자본총계</b>    | 70   | 61   | 70   | 110  | 103  |
| <b>부채와자본총계</b> | 124  | 136  | 159  | 208  | 221  |

현금흐름표

| 12월 결산(십억원)       | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 |
|-------------------|------|------|------|------|------|
| <b>영업활동현금흐름</b>   | -11  | -4   | -2   | 50   | 55   |
| 당기순이익(손실)         | 11   | 3    | -1   | 17   | 13   |
| 비현금성항목등           | 5    | 10   | 9    | 19   | 20   |
| 유형자산감가상각비         | 1    | 2    | 2    | 4    | 5    |
| 무형자산상각비           | 0    | 0    | 0    | 4    | 3    |
| 기타                | 4    | 7    | 6    | 12   | 12   |
| 운전자본감소(증가)        | -26  | -14  | -9   | 14   | 26   |
| 매출채권및기타채권의감소(증가)  | -16  | -4   | 8    | -3   | -4   |
| 재고자산의감소(증가)       | -16  | -5   | -11  | 13   | 5    |
| 매입채무및기타채무의증가(감소)  | 7    | -1   | -3   | 4    | 5    |
| 기타                | -1   | -4   | -3   | -1   | 20   |
| 법인세납부             | -1   | -3   | -0   | -1   | -4   |
| <b>투자활동현금흐름</b>   | -4   | -3   | -31  | 12   | -23  |
| 금융자산의감소(증가)       | -1   | 0    | 0    | 0    | 0    |
| 유형자산의감소(증가)       | -1   | -5   | -2   | 5    | -2   |
| 무형자산의감소(증가)       | -0   | -0   | -0   | -1   | -1   |
| 기타                | -1   | 2    | -29  | 8    | -20  |
| <b>재무활동현금흐름</b>   | 26   | 44   | 61   | 12   | -9   |
| 단기금융부채의증가(감소)     | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    |
| 장기금융부채의증가(감소)     | 27   | 44   | 63   | 14   | -8   |
| 자본의증가(감소)         | 3    | 6    | -2   | 0    | 0    |
| 배당금지급             | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    |
| 기타                | -3   | -6   | 1    | -2   | -1   |
| <b>현금의 증가(감소)</b> | 7    | 0    | -7   | 22   | -1   |
| 기초현금              | 11   | 17   | 18   | 11   | 34   |
| 기말현금              | 17   | 18   | 11   | 34   | 33   |
| FCF               | -12  | -8   | -4   | 55   | 53   |

자료 : 브이티, SK증권 추정

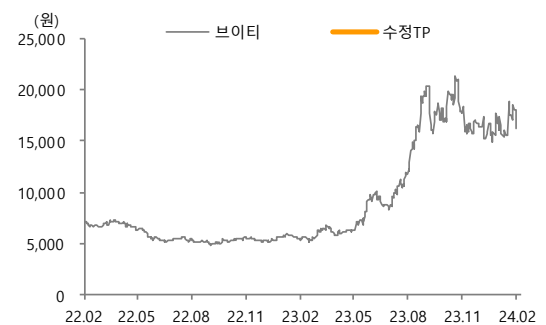
포괄손익계산서

| 12월 결산(십억원)     | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 |
|-----------------|------|------|------|------|------|
| <b>매출액</b>      | 109  | 113  | 107  | 227  | 240  |
| <b>매출원가</b>     | 69   | 72   | 74   | 132  | 135  |
| <b>매출총이익</b>    | 41   | 41   | 33   | 95   | 105  |
| 매출총이익률(%)       | 37.2 | 36.4 | 31.2 | 42.0 | 43.7 |
| <b>판매비와 관리비</b> | 27   | 31   | 28   | 69   | 81   |
| <b>영업이익</b>     | 13   | 10   | 5    | 26   | 24   |
| 영업이익률(%)        | 12.2 | 9.1  | 5.1  | 11.6 | 9.8  |
| <b>비영업손익</b>    | -1   | -7   | -7   | -5   | -10  |
| 순금융손익           | -1   | -1   | -3   | -4   | -3   |
| 외환관련손익          | 0    | -0   | -1   | 1    | -2   |
| 관계기업등 투자손익      | 0    | 0    | -3   | 4    | -1   |
| <b>세전계속사업이익</b> | 12   | 3    | -1   | 22   | 14   |
| 세전계속사업이익률(%)    | 0.0  | 0.0  | 0.0  | 0.0  | 0.0  |
| <b>계속사업법인세</b>  | 2    | -0   | 0    | 4    | 1    |
| <b>계속사업이익</b>   | 11   | 3    | -1   | 17   | 13   |
| <b>중단사업이익</b>   | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    |
| <b>*법인세효과</b>   | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    |
| <b>당기순이익</b>    | 11   | 3    | -1   | 17   | 13   |
| 순이익률(%)         | 9.8  | 3.0  | -1.2 | 7.7  | 5.5  |
| <b>지배주주</b>     | 7    | 3    | 1    | 15   | 11   |
| 지배주주귀속 순이익률(%)  | 6.4  | 2.5  | 1.0  | 6.6  | 4.6  |
| <b>비지배주주</b>    | 4    | 1    | -2   | 3    | 2    |
| <b>총포괄이익</b>    | 10   | 3    | -1   | 20   | 13   |
| <b>지배주주</b>     | 7    | 3    | 1    | 18   | 11   |
| <b>비지배주주</b>    | 4    | 1    | -2   | 3    | 2    |
| <b>EBITDA</b>   | 15   | 12   | 8    | 34   | 32   |

주요투자지표

| 12월 결산(십억원)           | 2018  | 2019  | 2020  | 2021    | 2022  |
|-----------------------|-------|-------|-------|---------|-------|
| <b>성장성 (%)</b>        |       |       |       |         |       |
| 매출액                   | 56.7  | 3.0   | -4.8  | 111.2   | 5.9   |
| 영업이익                  | 흑전    | -23.4 | -46.8 | 383.3   | -10.8 |
| 세전계속사업이익              | 244.1 | 적전    | 흑전    | 1,552.9 | -85.8 |
| EBITDA                | 흑전    | -16.3 | -36.2 | 336.7   | -7.5  |
| EPS                   | 흑전    | -65.3 | -66.3 | 1,244.0 | -25.6 |
| <b>수익성 (%)</b>        |       |       |       |         |       |
| ROA                   | 10.8  | 2.6   | -0.9  | 9.5     | 6.2   |
| ROE                   | 17.6  | 5.0   | 1.7   | 20.1    | 14.3  |
| EBITDA마진              | 13.5  | 10.9  | 7.3   | 15.2    | 13.2  |
| <b>안정성 (%)</b>        |       |       |       |         |       |
| 유동비율                  | 238.3 | 151.9 | 113.9 | 137.7   | 120.2 |
| 부채비율                  | 77.8  | 121.9 | 125.7 | 88.6    | 114.8 |
| 순차입금/자기자본             | 9.9   | 50.5  | 87.1  | 14.7    | -6.0  |
| EBITDA/이자비용(배)        | 13.5  | 7.6   | 2.8   | 7.6     | 10.7  |
| 배당성향                  | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0     | 0.0   |
| <b>주당지표(원)</b>        |       |       |       |         |       |
| EPS(계속사업)             | 276   | 96    | 32    | 434     | 323   |
| BPS                   | 2,399 | 2,837 | 3,315 | 2,937   | 2,761 |
| CFPS                  | 328   | 166   | 103   | 667     | 562   |
| 주당 현금배당금              | 0     | 0     | 0     | 0       | 0     |
| <b>Valuation지표(배)</b> |       |       |       |         |       |
| PER                   | 30.1  | 93.9  | 275.1 | 16.5    | 16.2  |
| PBR                   | 3.5   | 3.2   | 2.7   | 2.4     | 1.9   |
| PCR                   | 25.3  | 54.3  | 86.5  | 10.7    | 9.3   |
| EV/EBITDA             | 1.3   | 3.5   | 9.4   | 1.6     | 1.4   |
| 배당수익률                 | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0     | 0.0   |

| 일시         | 투자의견      | 목표주가 | 과리율    |             |
|------------|-----------|------|--------|-------------|
|            |           |      | 평균주가대비 | 최고(최저) 추가대비 |
| 2021.02.28 | Not Rated |      |        |             |



### Compliance Notice

작성자(허선재)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.

본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.

종목별 투자의견은 다음과 같습니다.

투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

### SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2024년 02월 28일 기준)

|    |        |    |       |    |       |
|----|--------|----|-------|----|-------|
| 매수 | 94.67% | 중립 | 5.33% | 매도 | 0.00% |
|----|--------|----|-------|----|-------|