



더본코리아 (상장예정)

물 들어올 때 노 젓는다지만

▶Analyst 한유정 yujung.han@hanwha.com 3772-7693 / RA 이다연 dayeon.lee@hanwha.com 3772-7690

더본코리아는?

더본코리아는 1994년 설립된 외식 브랜드 운영 기업으로 백종원 대표가 설립한 회사다. 2023년 매출 기준 외식사업 매출이 85.9%로 가장 높은 비중을 차지하고 있다. 외식사업은 프랜차이즈 가맹 사업으로 주요 비즈니스 모델은 가맹본부와 가맹점 간의 가맹 계약에 기반한 사업 모델이다. 2023년 기준 외식 사업 매출액 3,528억원 중 88%가 가맹점포에 식자재를 유통, 판매해 판매대금을 수취하는 상품 및 제품 매출에서 발생되었으며 5%는 가맹비 및 로열티에서 발생되었다.

더본코리아의 경쟁력: 1) 브랜드 확장, 2) 해외 진출

더본코리아의 전략은 Multi-Branding이다. 그간 더본코리아가 국내에서 구축한 강력한 브랜드 파워를 기반으로 상장 후에도 소형화된 신규 브랜드를 계속해 런칭할 계획이다. 현재 수준에서 수익성 개선 가능성은 낮을 것으로 판단되나 브랜드 수평 확장으로 안정적인 외형 및 이익 성장은 가능할 것으로 예상된다.

더본코리아는 현재 글로벌 14개국에서 149개의 직가맹점을 운영하고 있다. 그간 개별프랜차이즈 형태로 해외 진출을 진행하였으나 속도감 있는 진행을 위해 현재는 마스터프랜차이즈 형태로 전략을 변경했다. 빠르면 2025년 말부터 변경된 전략 하에 가속화된 신규 출점 성과를 확인할 수 있을 전망이나 현 시점에서 구체적인 전망치는 공유된 바가 없다.

더본코리아의 리스크 요인: 규제

2023년 9월 공정거래위원회는 '가맹사업 필수품목 제도 개선 방안'을 발표했고, 가맹사업법이 개정되어 2024년 7월부터 시행되었다. 개정 시행령은 필수품목의 항목 및 공급가격 산정방식을 가맹계약서에 필수기재 사항으로 포함하도록 하고, 2024년 12월 5일부터는 필수품목 관련 거래조건을 가맹점주에게 불리하게 변경하는 경우 가맹점주와 협의해야 하며, 그 절차와 필수품목의 세부내역 및 그 거래상대방에 대한 정보를 가맹계약서에 의무 기재 하도록 되어있다. 가맹본부가 가맹점주와 충분한 협의 없이 필수품목 거래조건을 가맹점주에게 불리하게 변경하거나 관련 내용을 계약서에 충분히 명시하지 않고 거래를 강제하면 가맹사업법상 거래상대방을 구속행위로 제재할 수 있게 되었다. 더본코리아의 경우에도 신규 출점 가맹점에 대해서는 2024년 7월부터, 기존 운영점포는 2025년 1월부터 개정된 가맹사업법령이 적용되게 되었다. 이에 가장 높은 비중을 차지하는 외식(가맹) 사업 내 상품 및 제품 매출이 필수품목의 축소 혹은 공급가격 인하로 영향을 받을 수 있다.

더본코리아 투자 의견

2021년 이후 현재까지 매년 백다방의 신규 출점 수는 200개 이상이였다. 백다방은 더본코리아의 여러 브랜드 중 유일한 카페 브랜드로 본사로부터 상품 및 제품을 공급 받는 공급물이 가장 높은 브랜드로 추정된다. 즉 최근 3년간의 고속 성장에 백다방의 기여도가 높았을 것으로 판단된다. 국내 4대 저가 커피 브랜드의 가맹점 수는 7,647개에 달한다. 경쟁사 대비 여전히 가맹점 수는 적은 편이나 저가 커피 프랜차이즈의 경쟁이 심화됨에 따라 성장 둔화 가능성을 배제할 수 없다. K-Food 인기 및 더본코리아의 해외 진출 전략 변경에 따른 해외 신규 점포의 폭발적인 출점을 기다릴 뿐이다.

I. 기업 개요 및 사업 구조

더본코리아는 1994년 설립된 외식 브랜드 운영 기업으로 백종원 대표가 설립한 회사다. 이번 더본코리아의 상장은 신주모집 300만주(공모주 100.0%)의 일반공모 방식에 의한 다. 공모 후 기준 백종원 대표의 보유 지분율 60.8% 중 18.2%는 매각제한 기간이 6개월이며, 강석원 대표의 보유 지분율 전량인 14.4%도 매각제한 기간은 6개월이다.

2023년 매출 기준 외식사업 매출이 85.9%로 가장 높은 비중을 차지하고 있다. 현재 보유 브랜드는 뽕다방, 홍콩반점, 뽕보이피자, 역전우동 등 25개이며 가맹점포수는 2,917개이다. 외식사업 외에는 유통사업 11.2%, 호텔사업 2.2%, 기타사업 0.2% 매출이 뒤를 잇고 있다.

[표1] 공모 후 유통 가능 주식 현황

구분	주주명	회사와의 관계	공모 전		공모 후						매각제한기간 (상장일로부터)
			보유 주식		보유주식		매각제한 물량		유통가능 물량		
			주식수	지분율	주식수	지분율	주식수	지분율	주식수	지분율	
최대주주등	백종원	최대주주	8,792,850	76.69%	8,792,850	60.78%	6,154,995	42.55%	-	-	2년 6개월
							2,637,855	18.23%	-	-	6개월
	강석원	등기임원	2,076,660	18.11%	2,076,660	14.36%	2,076,660	14.36%	-	-	6개월
	박준상	특수관계인	40,920	0.36%	40,920	0.28%	40,920	0.28%	-	-	6개월
	소계		10,910,430	95.15%	10,910,430	75.42%	10,910,430	75.42%	-	-	-
1% 이상 소유주주	일반투자자(2인)		231,000	2.01%	231,000	1.60%	-	-	231,000	1.60%	-
	소계		231,000	2.01%	231,000	1.60%	-	-	231,000	1.60%	-
1% 미만 소유주주	일반투자자(8인)		214,200	1.87%	214,200	1.48%	-	-	214,200	1.48%	-
	일반투자자(12인)		110,400	0.96%	110,400	0.76%	110,400	0.76%			6개월
	소계		324,600	2.83%	324,600	2.24%	110,400	0.76%	214,200	1.48%	-
공모주식	공모주주		-	-	2,400,000	16.59%	-	-	2,400,000	16.59%	-
	우리사주조합		-	-	600,000	4.15%	600,000	4.15%			1년
	소계		-	-	3,000,000	20.74%	600,000	4.15%	2,400,000	16.59%	-
합계			11,466,030	100.00%	14,466,030	100.00%	11,620,830	80.33%	2,845,200	19.67%	

자료: Dart, 한화투자증권 리서치센터

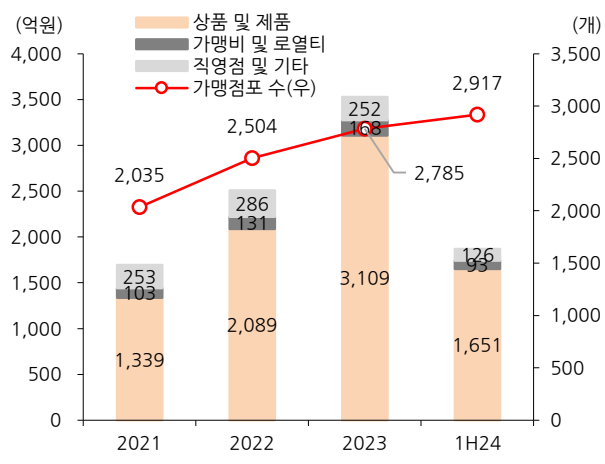
[표2] 더본코리아 사업 영역

사업영역	내용	2023년 매출 비중
외식사업	총 25개의 자체개발 외식 브랜드에 대한 국내외 직영점 및 가맹점 사업	85.9%
유통사업	자체개발 외식 브랜드 등을 활용해 간편식(HMR), 소스 등을제조/판매하는 사업	11.2%
호텔사업	호텔더본제주 운영 사업	2.2%
기타사업	군/도 등의 단위 지역 매뉴개발, 요식업 교육, 시장 운영방안 컨설팅, 축제 활성화 및 식료품 공급 등 영위하는 사업	0.7%

자료: Dart, 한화투자증권 리서치센터

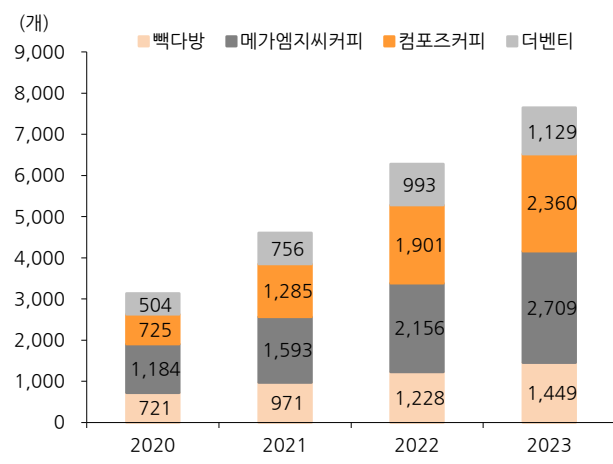
핵심 사업인 외식사업은 프랜차이즈 가맹 사업으로 주요 비즈니스 모델은 가맹본부와 가맹점 간의 가맹 계약에 기반한 사업 모델이다. 2023년 기준 외식 사업 매출액 3,528 억원 중 88%가 가맹점포에 식자재를 유통, 판매해 판매대금을 수취하는 상품 및 제품 매출에서 발생되었으며 5%는 가맹비 및 로열티, 7%는 직영점에서 매출이 발생되었다. 참고로 2023년 외식 사업 내 브랜드별 매출 비중은 41%는 백다방, 16%는 홍콩반점, 7%는 롤링파스타였다.

[그림1] 외식사업 매출 및 가맹점 추이



자료: 더본코리아, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 국내 주요 저가커피브랜드 가맹점 수 추이



자료: 공정거래위원회, 한화투자증권 리서치센터

[표3] 더본코리아 외식(가맹) 사업구조

구분	항목	내용	비고
가맹점 신규 오픈	가맹비	가맹본부의 상호, 상표, 제조 레시피 / 제조 매뉴얼 사용 및 가맹점 운영에 필요한 지원에 대한 대가	1 회성
	교육비	가맹점 오픈 및 가맹점 운영에 필요한 교육 일체 (QSC 교육, 위생, 노무, 인사, 점포운영, 실습교육 등)	
	개점 진행비	신규 가맹점 개설을 위해 창업자 상담, 현장 조사, 가맹계약 체결 진행 등의 대가 비용	
가맹점 운영 중 부담	물품 구입비	당사 물품 발주 시스템(OMS)에서 물품 구입 대가	정기
	로열티	매월 일정 금액을 정기적으로 납부하는 고정로열티, 매월 POS 매출액의 일정부분을 납부하는 러닝로열티	정기

자료: Dart, 한화투자증권 리서치센터

[표4] 더본코리아 주요 외식 브랜드별 매출액(2024 년 상반기 기준)

	총 매출액	가맹사업 매출액(A~F)	백다방(A)	홍콩반점(B)	롤링파스타(C)	역전우동(D)	백보이피자(E)	기타(F)
매출액	2,113	1,771	789	269	122	114	112	365
비중	100.0%	83.8%	37.3%	12.7%	5.8%	5.4%	5.3%	17.3%

주1: 기타는 주요 5개 외식 브랜드를 제외한 20개 외식 브랜드 매출의 합계, 주2: K-IFRS 별도재무제표 기준

자료: Dart, 한화투자증권 리서치센터

II. 경쟁력 및 성장 가능성

- 1) 외식 사업의 안정적 확장
- 오래 전부터 이어온 더본코리아의 외식(가맹)사업의 차별화는 Multi-Branding 전략이 있다. 친숙한 메뉴와 비교적 저렴한 가격대로 중소형 매장을 중심으로 빠른 확장성을 보여왔으며 대중적인 인기를 끌고 있다. Multi-Branding 전략 하에 그간 더본코리아가 국내에서 구축한 강력한 브랜드 파워를 기반으로 상장 후에도 소형화된 신규 브랜드를 계속해 런칭할 계획이다. 과거와 달리 소비자들의 브랜드 충성도가 낮아진 까닭이다. 현재 수준에서 수익성 개선 가능성은 낮을 것으로 판단되나 브랜드 수평 확장으로 안정적인 외형 및 이익 성장은 가능할 것으로 예상된다.

[그림3] 더본코리아 주요 브랜드



자료: 더본코리아, 한화투자증권 리서치센터

[표5] 외식 가맹사업 주요 경쟁업체 비교

(단위: 억원)	더본코리아			앤하우스(메가커피)			컴포즈커피		
	2021	2022	2023	2021	2022	2023	2021	2022	2023
매출액	1,765	2,633	3,881	879	1,748	3,684	-	738	889
매출원가율	56.2%	60.8%	67.2%	37.3%	64.2%	61.5%	-	52.7%	43.9%
영업이익	170	233	239	422	310	694	-	250	367
영업이익률	9.6%	8.9%	6.2%	48.1%	17.7%	18.8%	-	33.8%	41.3%
당기순이익	95	143	193	338	410	564	-	181	168
순이익률	5.4%	5.4%	5.0%	38.5%	23.5%	15.3%	-	24.6%	18.9%
매출비중	가맹 85%, 유통 12%, 호텔 2%, 기타 1%			가맹			가맹		
설립일	1994/01/21			2010/11/30			2021/10/08		

주1: 주요 제품 매출 비중은 2023년 기준, 주2: 앤하우스 및 컴포즈커피의 구체적인 매출비중은 파악에 한계가 있어 영위 중인 사업만 기재되어 있음

주3: K-IFRS 별도재무제표 기준

자료: Dart, 한화투자증권 리서치센터

2) 해외 시장 진출

더본코리아는 현재 글로벌 14개국에서 149개의 직가맹점을 운영하고 있다. 그간 개별 프랜차이즈 형태로 해외 진출을 진행하였으나 속도감 있는 진행을 위해 현재는 마스터 프랜차이즈 형태로 전략을 변경했다. 빠르면 2025년 말부터 변경된 전략 하에 가속화된 신규 출점 성과를 확인할 수 있을 전망이나 현 시점에서 구체적인 전망치는 공유된 바가 없다.

[그림4] 더본코리아 외식사업 해외진출 현황



자료: 더본코리아, 한화투자증권 리서치센터

[표6] 해외 프랜차이즈 진출형태

진출형태	내용
직영 법인	프랜차이즈 기업이 직접 가맹점을 소유하고 운영하는 방식으로, 가맹점 운영과 관리, 직원 교육, 마케팅 전략은 프랜차이즈 기업이 주도
개별프랜차이즈	개별 사업자나 법인이 프랜차이즈 기업의 브랜드 이름을 사용하여 자신의 가맹점을 운영하는 방식으로, 각 사업자가 사업 운영 전략을 주도
마스터프랜차이즈	현지 파트너에게 당사의 프랜차이즈 시스템과 비즈니스 컨셉을 사용하여 매장을 운영하거나 가맹점을 모집할 수 있는 독점사업권을 부여하는 방식

자료: Dart, 한화투자증권 리서치센터

Ⅲ. 리스크 요인

리스크 요인: 규제 더본코리아의 핵심 사업은 외식 브랜드 프랜차이즈 사업이다. 이에 각종 법률 개정과 규제가 가장 치명적인 리스크 요인이다. 국내 일부 프랜차이즈의 가맹본부가 필수품목을 과도하게 지정하고 일방적으로 가격을 높인다는 지적이 이어짐에 따라 2023년 9월 공정거래위원회는 ‘가맹사업 필수품목 제도 개선 방안’을 발표했다. 이후 가맹사업법이 개정되어 2024년 7월부터 시행되었다. 개정 시행령은 필수품목의 항목 및 공급가격 산정방식을 가맹계약서에 필수기재 사항으로 포함하도록 하고, 2024년 12월 5일부터는 필수품목 관련 거래조건을 가맹점주에게 불리하게 변경하는 경우 가맹점주와 협의해야 하며, 그 절차와 필수품목의 세부내역 및 그 거래상대방에 대한 정보를 가맹계약서에 의무 기재 하도록 되어있다. 가맹본부가 가맹점주와 충분한 협의 없이 필수품목 거래조건을 가맹점주에게 불리하게 변경하거나 관련 내용을 계약서에 충분히 명시하지 않고 거래를 강제하면 가맹사업법상 거래상대방을 구속행위로 제재할 수 있게 되었다.

더본코리아의 경우에도 신규 출점 가맹점에 대해서는 2024년 7월부터, 기존 운영점포는 2025년 1월부터 개정된 가맹사업법령이 적용되게 되었다. 이에 가장 높은 비중을 차지하는 외식(가맹) 사업 내 상품 및 제품 매출이 필수품목의 축소 혹은 공급가격 인하로 영향을 받을 수 있다.

IV. 공모개요 및 투자이견

공모개요 2023년 하반기 순이익은 129억원, 2024년 상반기 순이익은 130억원이나 임직원에게 주식매수선택권을 부여함에 따라 관련 비용 각각 27억원, 13억원이 반영된 수치다. 주식매수선택권 관련 비용 감안 시 2023년 하반기 순이익은 156억원, 2024년 반기 순이익은 143억원이다. 2024년 반기 기준 최근 4개 분기의 순이익인 299억원에 Target PER 15.8배가 적용되었으며 평가액 대비 할인율은 8.09~24.50%로 적용되었다.

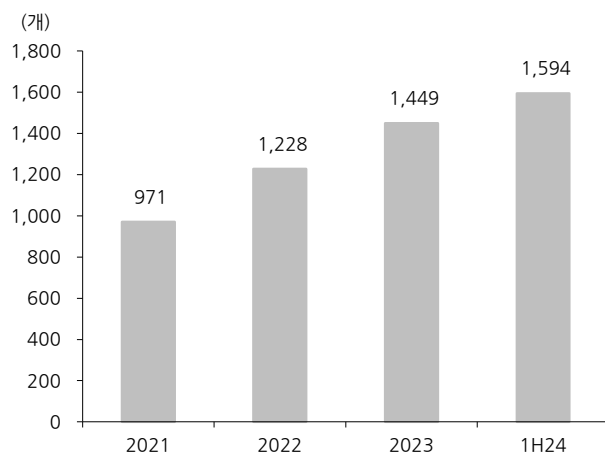
[표7] 더본코리아 공모개요 및 공모일정

공모개요	내용
공모주식수	3,000,000 주(100% 신주)
상장예정 주식수	14,466,030 주
공모예정가	23,000 원~28,000 원
예상 시가총액	3,327 억원~4,050 억원
공모일정	내용
증권신고서 제출일	2024년 09월 27일(금)
수요 예측일	2024년 10월 18일(금)~24일(목)
청약 예정일	2024년 10월 28일(월)~29일(화)
상장 예정일	2024년 11월 06일

자료: Dart, 한화투자증권 리서치센터

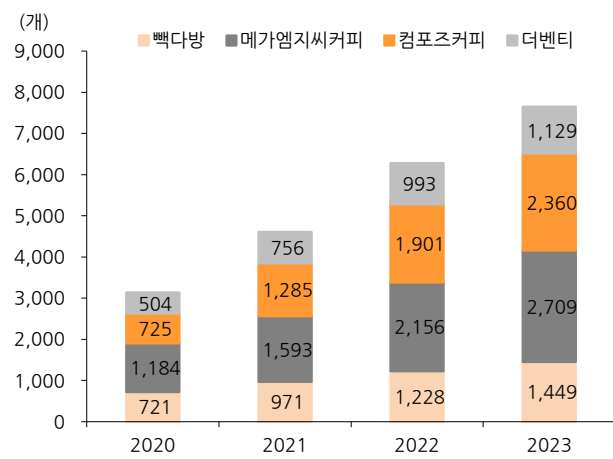
투자의견 2021년 이후 현재까지 매년 백다방의 신규 출점 수는 200개 이상이었다. 백다방은 더본코리아의 여러 브랜드 중 유일한 카페 브랜드로 본사로부터 상품 및 제품을 공급 받는 공급률이 가장 높은 브랜드로 추정된다. 즉 최근 3년간의 고속 성장에 백다방의 기여도가 높았을 것으로 판단된다. 공정거래위원회 자료에 따르면 2023년 기준 국내 4대 저가 커피 브랜드의 가맹점 수는 7,647개에 달한다. 경쟁사 대비 여전히 가맹점 수는 적은 편이나 저가 커피 프랜차이즈의 경쟁이 심화됨에 따라 성장 둔화 가능성을 배제할 수 없다. K-Food 인기 및 더본코리아의 해외 진출 전략 변경에 따른 해외 신규 점포의 폭발적인 출점을 기다릴 뿐이다.

[그림5] 기말 기준 백다방 점포 수



자료: 더본코리아, 한화투자증권 리서치센터

[그림6] 국내 주요 저가커피브랜드 가맹점 수 추이



자료: 공정거래위원회, 한화투자증권 리서치센터

[Compliance Notice]

(공표일: 2024년 10월 21일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (한유정, 이다연)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일: 2024년 09월 30일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	94.3%	5.7%	0.0%	100.0%