유진투자증권

IPO 예정 | 음식료 | 2024.10.21

더본코리아
(951070.KS)

상장 예정일
2024.11.06.

기관 수요예측
2024.10.18. ~ 10.24.

공모희망가 밴드
23,000 ~ 28,000 원

예상 시가총액
333~405(십억원)

외식시장 맛피아

음식료 김진우_ 02)368-6195_ jinwookim@eugenefn.com

- 백종원 대표가 운영 중인 외식 프랜차이즈 업체로, 빽다방, 홍콩반점, 새마을식당 등 25개 브랜드 보유
- '25년 예상 실적 기준 PER 10.8~13.2배로 국내 프랜차이즈 2개 업체 평균 5.8배 대비 높은 수준이나, 다수의 브랜드를 기반으로 국내외 시장 변화에 유연한 대응이 가능해 종합식품가공업의 멀티플도 참고 필요(국내 평균 6.9배)
- 미국, 베트남 등 국가에서 150여개의 가맹점을 운영하며 확보한 데이터로 지역 맞춤형 브랜드 진출이 가능할 것이라 판단하며, 내년부터 마스터 프랜차이즈 방식을 본격 도입하면서 2025년이 해외 실적 성장의 원년이 될 전망
- 대표자 인지도 및 브랜드 파워 기반 마케팅과 외주 가공 제조 방식을 통한 수요대응으로 빠른 외형 성장이 가능
- 이번 상장을 통해 690억원(하단 기준) 조달 예정. 수수료 제외 자금의 95%를 M&A 및 지분투자에 사용 계획
- 상장 후 유통 가능 물량 비중은 19.7%로, 적은 유통물량으로 인해 상장 초기 주가 변동성이 높을 것이라 전망

액면가	500원
자본금(십억원)	
공모 전 / 공모 후	5.9 / 7.4
공모 후 주식수	14,466,030주
유통가능 주식수	2,845,200주

보호예수기간	
최대주주(백종원)	
보유주식수의 70%	2년 6개월
보유주식수의 30%	6개월
특수관계인 및 등기임원	6개월
기존주주 (12인)	6개월
우리사주	1년

주관증권사	한국투자증권, NH투자증권

공모 후 주요주주(%)	
최대주주	60.8
특수관계인 및 등기임원	14.6
기존주주	3.8
우리사주	4.1
공모주주	16.6

12 월 결산(십억원)	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	411	463	503	539
영업이익	26	32	38	44
세전이익	28	31	39	44
당기순이익	21	24	30	35
EPS(원)	-	1,693	2,121	2,440
증감률(%)	-	-	25.2	15.1
PER(배, 하단)	-	13.6	10.8	9.4
PER(배, 상단)	-	16.5	13.2	11.5

자료: 유진투자증권

동사 운영 브랜드 (일부)

빽다방 | 홍콩반점 0410 | 빽보이피자
역전우동 | Rolling Pasta | 한신포차
새마을식당 | PAIK'S BEER | 연돈볼카츠
막이오름 | 인생설렁탕 | 리춘시장
본가 | 멸치국수잘하는집 미정국수0410 | PAIK'S BAKERY

공모가 밴드는 '25 년 예상실적 기준 PER 10.8 ~ 13.2 배

더본코리아의 공모 가격은 2025 년 예상 실적을 기준으로 PER 10.8~13.2 배다. 국내 프랜차이즈 2 개사 평균 5.8 배보다 다소 높으나 글로벌 외식 프랜차이즈사 평균 23.2 배보다는 낮은 수준이다.

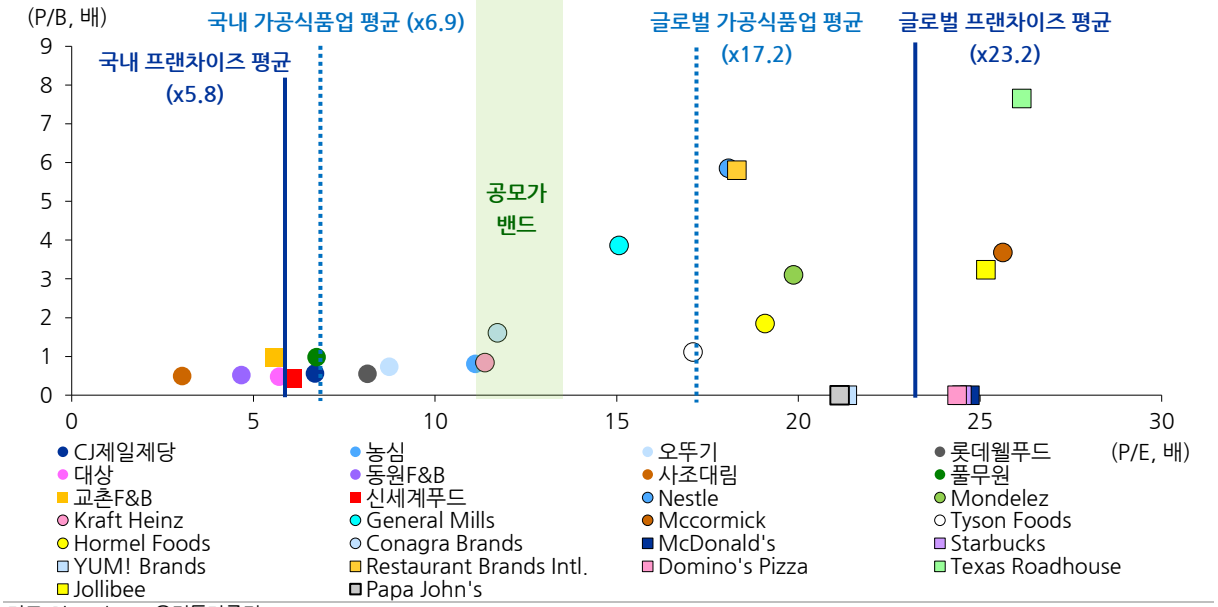
① 멀티브랜딩 전략

멀티 브랜딩 전략의 유효성이 기업가치를 결정지을 핵심 요소이다. 동사는 외식업 8 개 업종 중 7 개 업종을 커버하는 多브랜드 전략을 구사하고 있으며(통계청 분류 기준), 25 개의 브랜드를 바탕으로 폭넓은 전방시장 대응과 국내외 외식 소비 트렌드 변화에 따른 변동성 최소화가 가능하므로 종합식품가공업의 멀티플을 참고할 필요가 있다고 판단한다('25 년 국내 피어그룹 예상실적 기준 PER 6.9 배).

② 적극적인 해외 시장 공략

동사는 이에 더해 적극적인 외식사업 해외 가맹점 확대를 추진 중이다. 내년부터 마스터 프랜차이즈 시스템을 본격 가동하면서 해외 매장 전개 속도가 기존보다 더 가속화될 전망이다. 회사는 미국, 베트남 등 국가에서 이미 150 여개의 직/가맹점을 운영 중이다. 이를 통해 확보한 수요 데이터를 기반으로 소비자 니즈 맞춤형 시장진입 및 신규브랜드 진입 시 시너지 창출 등이 가능할 것이라 기대한다. 국내 프랜차이즈 시장에서의 공고한 지위와 해외 시장 성장 모멘텀은 국내 유사 업체 대비 높은 멀티플을 정당화시켜 줄 수 있는 요인이다.

도표 1. **2025 년 예상 실적 기준 밸류에이션 (○: 가공식품 제조업, □: 외식 프랜차이즈업)**



자료: Bloomberg, 유진투자증권
참고: 2024-10-18 종가 기준, 자본잠식으로 BPS 가 음수(-)인 경우 PBR 을 0 으로 표기, 검은 테두리는 해외 기업을 의미
*국내 가공식품 제조업 목록: CJ 제일제당, 농심, 오뚜기, 롯데웰푸드, 대상, 동원 F&B, 사조대림, 풀무원
*글로벌 가공식품 제조업 목록: Nestle, Mondelez, Kraft Heinz, General Mills, Mccormick, Tyson Foods, Hormel Foods, Campbell Soup, Conagra Brands
*국내 외식 프랜차이즈업 목록: 교촌 F&B, 신세계푸드
*글로벌 외식 프랜차이즈업 목록: McDonald's, Starbucks, Yum! Brands, Restaurant Brands, Domino's Pizza, Texas Roadhouse, Jollibee, Papa John's

도표 2. 식음료 가공 / 프랜차이즈 업체 Valuation 테이블

회사명	시가총액 (백만달러)	수익률				P/E		P/B		EV/EBITDA		ROE	
		5D	1M	3M	6M	'24	'25	'24	'25	'24	'25	'24	'25
CJ 제일제당	3,091	0.4	-11.2	-25.8	-15.2	8.4	6.7	0.6	0.6	5.8	5.4	7.0	8.2
삼양식품	3,005	0.4	7.3	-13.2	103.7	16.4	13.8	5.1	3.8	11.8	9.8	36.6	31.5
오리온	2,881	0.9	12.2	8.6	9.5	9.7	8.9	1.2	1.1	3.9	3.4	13.7	13.1
농심	1,650	-2.6	-3.8	-18.6	-2.1	12.1	11.1	0.9	0.8	4.5	3.8	7.3	7.5
동서	1,427	2.7	5.9	3.0	9.1	-	-	-	-	-	-	-	-
오뚜기	1,176	-2.3	-2.1	-7.8	2.7	8.9	8.7	0.8	0.7	-	-	9.1	8.6
롯데웰푸드	919	-6.4	-0.7	-26.4	7.7	9.3	8.1	0.6	0.5	5.0	4.6	6.3	6.8
롯데칠성	819	-4.1	-7.0	-10.5	-4.0	9.2	6.7	0.8	0.7	6.2	5.4	8.4	10.8
대상	501	-2.0	-3.5	-24.0	-4.6	7.5	5.7	0.5	0.5	4.2	3.8	7.7	8.6
빙그레	453	1.3	0.5	-25.5	-3.2	5.9	5.4	0.9	0.8	2.3	1.8	14.7	14.2
SPC 삼립	318	0.4	-1.2	-9.5	-12.5	7.1	6.1	0.9	0.8	4.5	4.7	15.1	12.7
Coca Cola	301,260	0.9	-2.6	7.2	18.7	24.5	23.0	11.8	10.8	21.8	20.6	45.9	47.8
Nestle	261,637	3.0	1.0	-8.2	-7.2	18.4	18.1	6.5	5.9	14.6	14.6	33.2	32.8
PepsiCo	239,645	1.0	-0.3	2.5	1.4	21.4	20.2	11.5	9.9	15.5	14.6	56.1	52.4
Mondelez	95,002	0.0	-5.2	6.3	5.9	20.4	19.9	3.3	3.1	15.2	15.1	16.6	16.8
Monster Beverage	52,347	5.3	2.1	4.8	0.0	31.9	28.0	8.3	6.9	23.0	20.1	23.9	26.0
Kraft Heinz	43,466	3.2	2.3	6.5	-3.1	11.9	11.4	0.9	0.8	9.7	9.3	7.4	7.5
General Mills	39,239	-0.9	-5.8	7.9	2.3	15.7	15.1	4.0	3.9	12.4	12.2	26.2	26.2
Hershey	43,466	3.2	2.3	6.5	-3.1	11.9	11.4	0.9	0.8	9.7	9.3	7.4	7.5
교촌 F&B	163	-0.3	11.1	-9.8	11.2	12.9	5.6	1.1	1.0	6.7	3.6	9.0	18.6
신세계푸드	100	1.1	0.7	-8.1	3.9	6.9	6.1	0.5	0.4	4.9	5.2	6.7	7.3
McDonald's	225,748	3.5	7.8	21.3	16.1	26.7	24.7	-	-	18.8	17.9	-172.3	-184.7
Starbucks	107,960	1.5	-0.9	28.4	9.3	26.8	24.5	-	-	16.6	15.6	-51.9	-51.0
Chipotle Mexican Grill	80,607	0.9	3.4	10.3	1.2	53.8	45.2	21.2	17.7	36.2	30.6	42.3	41.7
YUM! Brands	37,600	0.3	2.4	4.2	-3.0	23.7	21.3	-	-	17.8	16.6	-20.8	-24.3
Restaurant Brands Intl.	32,038	1.4	4.0	-1.2	-0.2	20.9	18.3	6.2	5.8	16.9	15.2	31.3	34.0
CAVA Group	15,352	3.1	8.0	67.9	118.4	318.2	261.8	24.7	22.3	131.9	104.6	8.8	8.7
Wingstop	10,947	-5.4	-9.5	2.0	4.8	98.7	79.6	-	-	57.0	47.1	-25.1	-34.8
Domino's Pizza	14,827	5.0	5.0	5.0	-10.9	25.7	24.4	-	-	20.2	18.8	-14.8	-16.0
Texas Roadhouse	12,155	4.7	11.8	8.1	21.2	28.6	26.2	9.0	7.7	17.5	16.0	33.8	32.7
Jollibee	5,409	1.0	5.3	19.7	23.0	29.2	25.2	3.6	3.2	10.5	9.2	14.1	15.0
Shake Shack	4,638	-1.4	4.4	29.5	13.8	148.7	103.4	9.3	8.3	29.6	24.9	6.4	8.3
Wendy's	4,000	9.2	11.6	8.9	3.6	19.9	18.4	16.3	43.4	11.9	11.6	75.1	177.7
Krispy Kreme	1,945	3.1	-6.0	1.9	-16.2	55.4	37.2	1.7	1.7	13.4	11.9	3.7	2.8

자료: Bloomberg, 유진투자증권
참고: 2024-10-18 종가 기준

2025 년 매출액 5,032 억원, 영업이익 382 억원 전망

2025 년 매출액 5,032 억원(+9%yoy), 영업이익 382 억원(+19%yoy)을 전망한다. 동사 매출 성장은 가맹 점포 수 증가율에 크게 좌우되며, 회사는 연간 가맹 점포 수 10~15% 증가를 목표로 사업을 운영 중이다. 매출액은 증가하는 가맹점 수요에 대응하기 위하여 소스 등 OEM 물량이 지속 확대될 것으로 가정해 산출했다.

별도의 생산설비 투자 없이 변동비 위주의 비용 구조가 지속될 것이라 전망한다 생산설비의 증설을 배제한 것은 **①증권신고서상에 기재된 공모자금의 사용목적이 설비투자계획을 포함하고 있지 않으며, ②회사가 핵심 소재 외 식자재에 대해서는 위탁 생산의 지속 확대를 계획 중이기 때문**이다.

도표 3. **연간 실적 전망**

(단위: 십억원, %)	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	411	463	503	539
YoY	*45.5*	*12.6*	*8.8*	*7.0*
프랜차이즈사업부문	372	406	438	465
YoY	*36.2*	*9.3*	*7.7*	*6.1*
유통사업부문	30	46	52	59
YoY	-	*53.7*	*15.0*	*12.0*
호텔사업부문	9	11	13	15
YoY	*0.9*	*13.6*	*22.6*	*17.7*
매출원가	272	310	333	352
매출총이익	138	153	170	186
판관비	113	121	132	142
영업이익	26	32	38	44
YoY	*(0.6)*	*25.5*	*19.1*	*15.3*
OPM	*6.2*	*6.9*	*7.6*	*8.2*
영업외손익	2	(1)	0	0
세전이익	28	31	39	44
당기순이익	21	24	30	35
YoY	*31.0*	*16.3*	*25.3*	*15.1*
NPM	*5.1*	*5.3*	*6.1*	*6.5*

자료: Dart, 유진투자증권
참고: 연결재무제표상 영업부문 기준

유연한 시장변화 대응 및 빠른 외형성장 가능

동사는 생산의 많은 부분을 대상 등 OEM 에 의존 중이며, 앞으로도 설비 증설을 최소화할 계획이다. 예산/백석공장 소스 등 일부 라인의 가동률이 이미 90% 이상이며 경상정비까지 감안 시 동사 설비 가동률의 추가 상승 여력은 제한적으로, **향후 외주가공 물량 비중의 지속적인 확대가 예상**된다.

도표 4. **외주가공 제품 매입 추이**

(단위: 백만원)	매입품목	2021	2022	2023	1H24
㈜팜앤들	육개장, 부대찌개 등	134	1,815	2,234	4,311
㈜진한식품	본가스지도가니탕	-	-	-	4,057
	본가소갈비찜	-	254	6,606	3,447
㈜팔도	빽라면, 고기짬뽕	-	-	5,972	3,889
대상㈜	장아찌소스, 만능소스 등	5,365	3,474	5,106	2,916
	빽햄 등	3,023	2,769	1,535	2,742
기타	기타 간편식 유통제품	5,491	8,375	10,502	3,735
합계		14,013	16,688	31,956	25,097
매출원가 대비 (%)		12.6	9.7	11.7	17.1

자료: Dart, 유진투자증권

도표 5. **생산설비 가동률 추이**

	2021	2022	2023	1H24
예산공장				
액상소스	96%	88%	93%	90%
분말소스	48%	39%	38%	39%
백석공장				
장	84%	45%	68%	71%
혼합장	89%	71%	76%	70%
소스	69%	104%	86%	97%
금악포크빌리지				
소시지	52%	60%	89%	87%
햄	24%	90%	84%	69%
가공육	39%	87%	64%	71%
백술도가				
탁주	-	57%	50%	13%
(주)성림쓰리에이통상				
포장육	97%	100%	88%	93%
양념육	87%	92%	83%	61%

자료: Dart, 유진투자증권

위탁가공 생산 비중이 확대되며 제조마진이 감소하는 것은 부정적이나, **대규모의 설비 투자 없이도 외형 성장이 가능**하며, 수출대상 지역별로 **사용이 부적합한 성분 · 원료를 빠르게 대체**할 수 있다는 장점이 있다.

예컨대, 미국은 삼계탕과 일부 가금육을 제외한 한국산 육류 반입이 금지되어 있어 소고기엑기스, 치킨스톡과 같은 육류 원료 사용 시 수출이 불가하며, 무슬림 인구 비중이 높은 유럽 수출 시에는 할랄 인증 고려가 필요하다. 대형 OEM 업체들은 폭넓은 원료 pool 과 제조경험을 바탕으로 이러한 문제에 빠르게 대응이 가능하므로 **유연한 수출 전략 수립 및 추진이 가능**해진다.

도표 6. **한국산 식품의 미국 통관 거부 사례**

(단위: 건)	2020	2021	2022	합계
라벨링/포장	99	76	33	208
성분 부적합	17	8	25	50
위생	37	40	23	100
서류미비	3	5	4	12
잔류농약 검출	10	4	4	18
기타	3	9	9	21
합계	169	142	98	409

자료: KATI, 유진투자증권

도표 7. **미국으로 수출 가능한 한국산 육류 목록**

프로세스 카테고리	제품 카테고리	적격 제품
열처리 (상업적 멸균)		닭과 오리 - 모든 제품 적격
완전 조리 (냉장 또는 냉동)	Ready to Eat - 완전 조리된 가금류	닭과 오리 - 모든 제품 적격
	Ready to Eat - 환경에 노출되는 후속조치 없이 완전 조리된 가금류	닭과 오리 - 모든 제품 적격

자료: USDA, 유진투자증권

도표 8. **주요국 할랄 식품 인증**

국가	내용
말레이시아 (JAKIM)	· 6~9 개월 소요 · 유효기간 2 년 · 만료 이전에 재승인 신청 후 최초 신청 시와 동일한 절차를 거쳐 연장
인도네시아 (MUI)	· 4~8 개월 소요 · 유효기간 2 년
싱가포르 (MUIS)	· 2~3 개월 소요
태국 (CICOT)	· 약 2 개월 소요

자료: KATI, 유진투자증권

도표 9. **미국 내 식품 인증**

인증	강제 여부	취득 소요기간
FDA 등록	필수	-
IFANCA 할랄 인증	선택	3~6 개월
코셔 인증	선택	3~6 개월
USDA Organic 인증	선택	6~10 주
글루텐 프리 인증	선택	6~18 주
Non-GMO 인증	선택	3~6 개월

자료: KATI, 유진투자증권

국내 사업 다각화와 해외 시장 공략 본격화

국내에서는 프랜차이즈 산업이 성숙기에 접어들며 브랜드/가맹점포 확대보다는 소비자와의 접점 확대를 위한 유통 채널 다각화를 진행 중이다. 회사는 소스, 양념, 밀키트, HMR, 음료 등 48 종 이상의 제품 포트폴리오를 바탕으로 온/오프라인 유통채널 및 홈쇼핑에 입점했고, 군/기업의 급식 사업을 추진하는 등 부진한 국내 프랜차이즈 업황을 극복할 신성장 동력을 모색 중이다.

반면 K-Food 의 위상이 높아지며 해외에서는 동사 외식 프랜차이즈 사업의 성장성이 기대된다. 회사는 이미 14 개국에서 149 개 직·가맹점을 운영 중으로, 해외 확장을 위한 거점을 마련함과 동시에 다년간의 현지 운영 노하우를 보유하고 있다. 그동안은 직영점을 먼저 출점하는 방식이었다면, 내년부터는 현지 가맹사업에 특화된 업체와의 마스터 프랜차이즈 파트너십을 통해 국외 시장을 본격 개척할 방침이다.

현지의 전략적 플래그십 점포의 역할을 수행하는 소수의 직영점 체제는 가맹본부의 외형 성장과 수익성 확보에 대한 기여도가 상대적으로 낮은데, 마스터 프랜차이즈 시스템을 통해 해외 매장 전개 속도 및 실적 성장이 가속화될 전망이다.

도표 10. **14 개국 149 개 직/가맹점 운영**

자료: 더본코리아, 유진투자증권

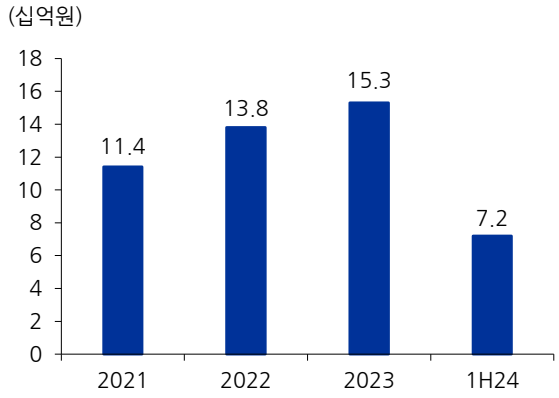
도표 11. **새마을식당 도쿄 신주쿠점**

자료: 직접 촬영, 유진투자증권

도표 12. **홍콩반점 도쿄 신오쿠보점**

자료: 직접 촬영, 유진투자증권

도표 13. **더본코리아 글로벌 시장 매출액 추이**



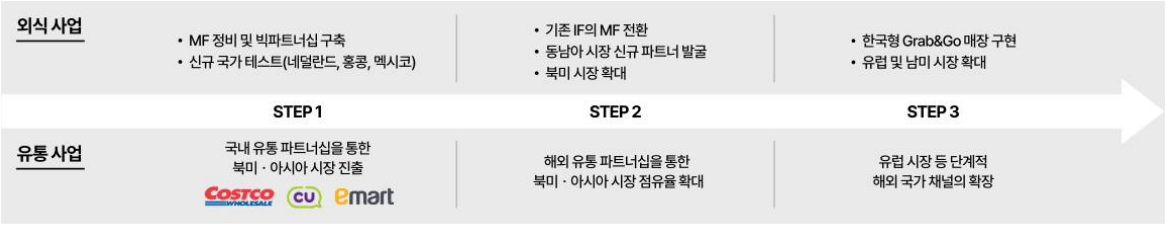
자료: 더본코리아, 유진투자증권

도표 14. **프랜차이즈 해외진출 방식**

진출 형태	투자 비용	현지 이해도	브랜드 관리	현지 대응
마스터 프랜차이즈	×	▲	현지파트너	현지파트너
현지법인	○	▼	한국본부	현지법인
합작법인	○	▲	한국본사 의사 반영	합작법인
현지가맹점	×	▲	한국본부	한국본부
라이센싱	×	▼	한국본부	한국본부

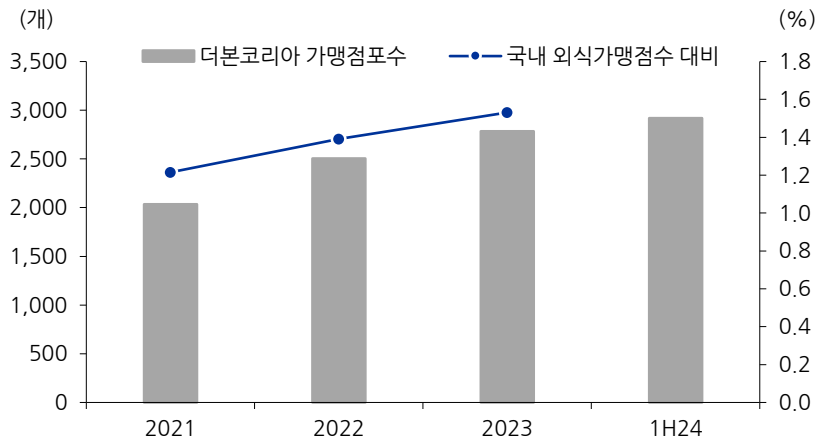
자료: 유진투자증권

도표 15. **글로벌 시장 확장 프로세스**



자료: 더본코리아, 유진투자증권
*MF: 마스터 프랜차이즈

도표 16. **외식사업 가맹점 추이**



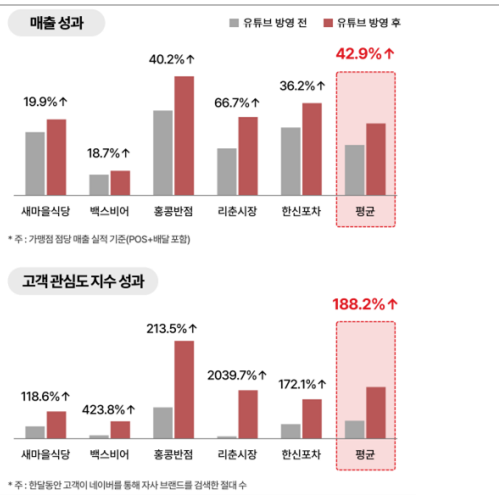
자료: 더본코리아, 공정거래위원회, 유진투자증권
참고: 우축 수치는 단순 참고용(해외가맹점이 포함된 점포수로 산출)으로, 실제 국내 점유율과 상이할 수 있음

또한, 동사는 백종원 대표의 인지도와 자회사 티엠씨엔터를 통한 K-콘텐츠 마케팅을 바탕으로 강력한 브랜드 이미지를 구축하고 있다. 막강한 국내에서의 영향력뿐만 아니라, 한류 문화를 동경하는 외국인들이 문화적 충족감을 느끼는 도구로서 K-Food 를 사용하기 시작하며, 소비재 산업에 최적화된 동사의 브랜드 마케팅 능력이 국내외 식문화 트렌드를 주도하고 있다.

도표 17. **유튜브 채널 '백종원' 콘텐츠 (구독자 656 만명)**

자료: YouTube, 유진투자증권

도표 18. **유튜브 채널 운영 성과**



자료: 더본코리아, 유진투자증권

300 만주 신주발행, 690 억원 조달 예정

회사는 3 백만주를 신주 모집으로 690 억원(하단 기준)을 조달할 예정이다. 기관 수요예측일은 10월 18일부터 24일까지, 일반투자자 청약은 10월 28~29일 양일간 진행한다. 희망공모가액은 23,000~28,000 원이며, 공모가 기준 예상 시가총액은 3,327 ~4,050 억원이다.

조달한 자금은 발행제비용을 제외하고 5.2%가 기존 브랜드 강화 및 신규 브랜드 개발에, 나머지 94.8%가 M&A 및 지분투자에 사용될 계획이다.

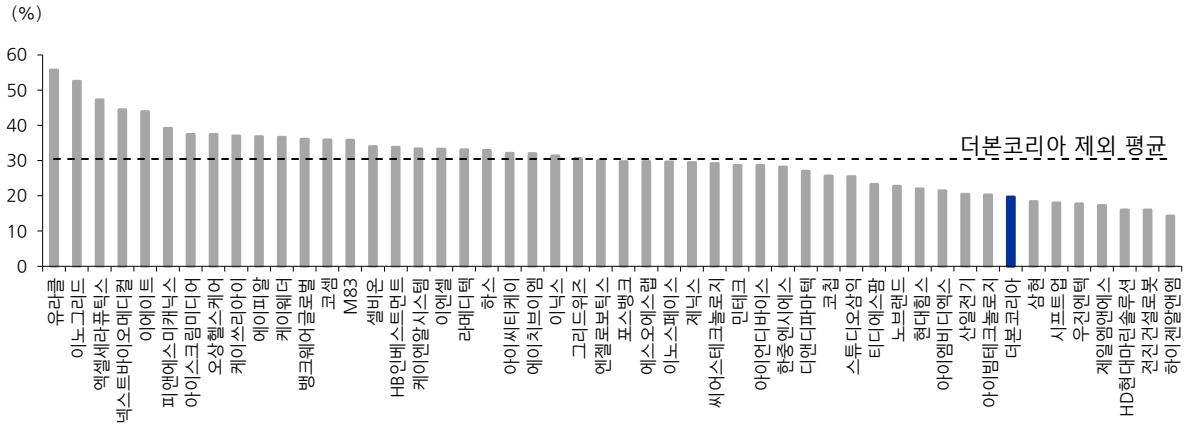
도표 19. **자금의 세부 사용계획**

(단위: 백만원)	2024	2025	2026	2027	합계 (비중)
1. 운영자금 세부 사용 계획	710	875	910	940	3,435 (5.2%)
1-1. 신규 메뉴 개발 및 기존 메뉴 개선 비용	540	555	570	600	2,265
1) 금액	1.5	1.5	1.5	1.5	
시장조사비	0.3	0.3	0.3	0.3	
개발비	1.0	1.0	1.0	1.0	
가맹점 교육비	0.1	0.1	0.1	0.1	
현장 출시점검비	0.1	0.1	0.1	0.1	
2) 종	360	370	380	400	
1-2. 리뉴얼 비용	40	60	80	80	260
1) 금액	20	20	20	20	
시장조사비	2	2	2	2	
인테리어 컨셉 개발비	10	10	10	10	
콘텐츠 개발비(영상)	6	6	6	6	
비주얼 개발비	2	2	2	2	
2) 브랜드 수	2	3	4	4	
1-3. 신규 브랜드 개발 비용	130	260	260	260	910
1) 금액	130	130	130	130	
시장조사비	2	2	2	2	
인테리어 컨셉 개발비	15	15	15	15	
상표출원등록비	1	1	1	1	
콘텐츠 개발비(영상)	6	6	6	6	
비주얼 개발비	6	6	6	6	
인테리어	52	52	52	52	
시설집기	25	25	25	25	
간판, 사인, POS 장비 등	13	13	13	13	
디스플레이, 스피커 등	6	6	6	6	
초도 물품	5	5	5	5	
2) 종	1	2	2	2	
2. 타법인증권 취득자금	-	10,000	20,000	32,793	62,793 (94.8%)

자료: Dart, 유진투자증권

매각제한물량은 상장예정주식수 1,447 만주 중 1,162 만주이며, 상장 후 유통 가능 물량 비중은 19.7%이다. ①유통가능물량(285 만주) 비중이 2024 년 상장기업 평균 30.5%(스팩, 리츠 제외) 대비 매우 낮고, ②최근 넷플릭스 '흑백요리사'가 크게 흥행하는 등 백종원 대표 및 동사에 대한 투자자의 관심도가 높아 **상장 초기 심한 주가 변동성이 예상**된다. 최대주주 백종원 대표의 보호예수 기간은 264 만주(18.2%)에 대해 6 개월, 나머지 616 만주(42.6%)에 대해 2 년 6 개월이다.

도표 20. **2024 년 각 상장기업별 유통물량 비중**



자료: Bloomberg, 유진투자증권
참고: 스팩, 리츠 제외

도표 21. **공모 후 주주 구성**

구분	주식수 (주)	지분율 (%)
백종원 (최대주주)	8,792,850	60.8
강석원 (등기임원)	2,076,660	14.4
박준상 (최대주주의 친인척)	40,920	0.3
우리사주	600,000	4.1
공모주주	2,400,000	16.6
기존주주	555,600	3.8
합계	**14,466,030**	**100.0**

자료: Dart, 유진투자증권

도표 22. **공모 후 매각제한 물량**

주주명	매각제한 물량		매각제한 기간
	주식수(주)	지분율(%)	
백종원	6,154,995	42.55	2 년 6 개월
	2,637,855	18.23	6 개월
강석원	2,076,660	14.36	
박준상	40,920	0.28	
일반투자자 12 인	110,400	0.76	6 개월
우리사주조합	600,000	4.15	1 년
합계	11,620,830	80.33	-

자료: Dart, 유진투자증권

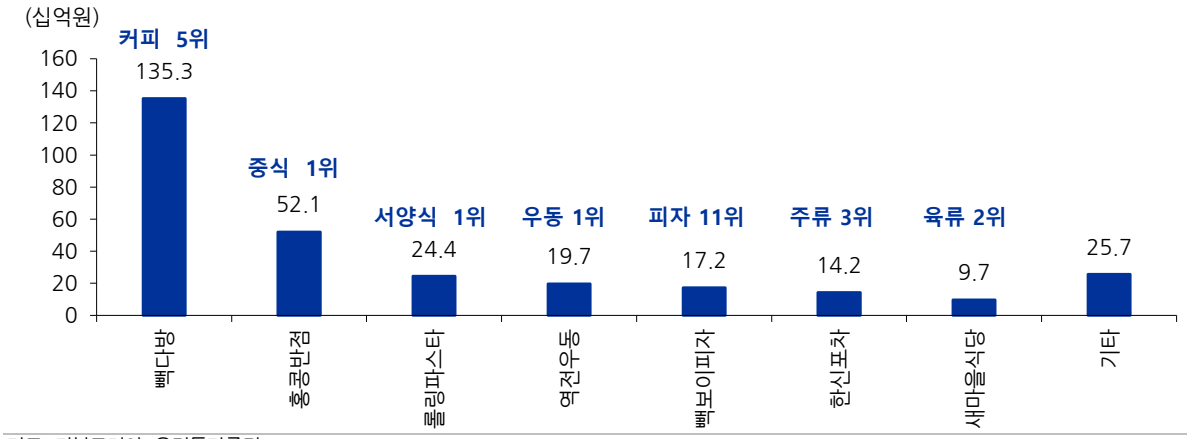
Appendix. 더본코리아와 마스터 프랜차이즈

회사소개

더본코리아는 25 개의 브랜드를 운영 중인 외식 프랜차이즈 업체이다. 단일/소수 브랜드를 운영하는 타 프랜차이즈와 다르게 멀티 브랜딩 전략을 통해 폭넓은 소비자층을 공략하고, 시장상황 변화에 의한 리스크를 최소화하고 있다.

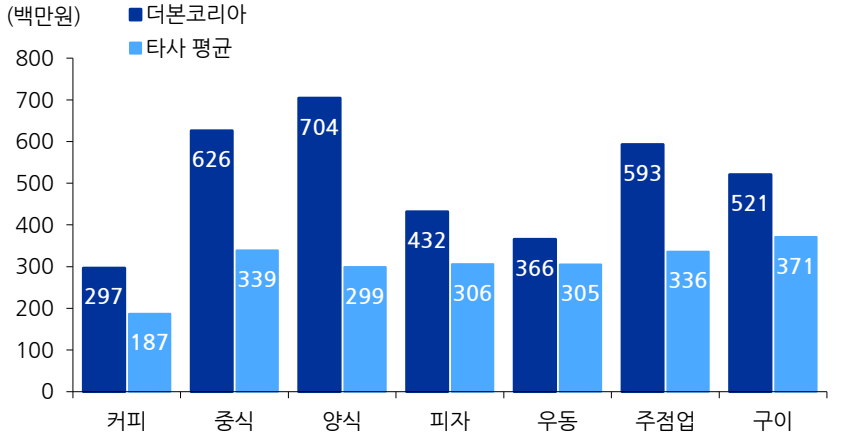
2024년 상반기 기준, 외식사업 매출액이 1,870억원으로 전체 매출액의 84.5%를 차지하며, 이외에도 유통사업(매출액 비중 13.1%), 호텔사업(매출액 비중 1.9%) 등을 영위한다. 같은 기간 핵심 브랜드인 '빽다방(저가커피)'과 '홍콩반점(중식)'의 전사 매출 비중은 각각 37.3%, 12.7%이다.

도표 23. **주요 브랜드별 매출액 및 부문 내 시장점유율 순위 (2023)**



자료: 더본코리아, 유진투자증권

도표 24. **점포당 연평균 매출액 (2022)**



자료: 더본코리아, 공정거래위원회, 유진투자증권

도표 25. **멀티 브랜딩을 통한 다양한 소비자층 공략**

자료: 더본코리아, 유진투자증권

도표 26. **국내 저가 커피 브랜드 가맹점 수 추이**

(단위: 개)	2020	2021	2022	2023
빽다방	721	971	1,228	1,449
YoY (%)		*34.7*	*26.5*	*18.0*
메가커피	1,184	1,593	2,156	2,709
YoY (%)		*34.5*	*35.3*	*25.6*
컴포즈커피	725	1,285	1,901	2,360
YoY (%)		*77.2*	*47.9*	*24.1*
더벤티	504	756	993	1,129
YoY (%)		*50.0*	*31.3*	*13.7*

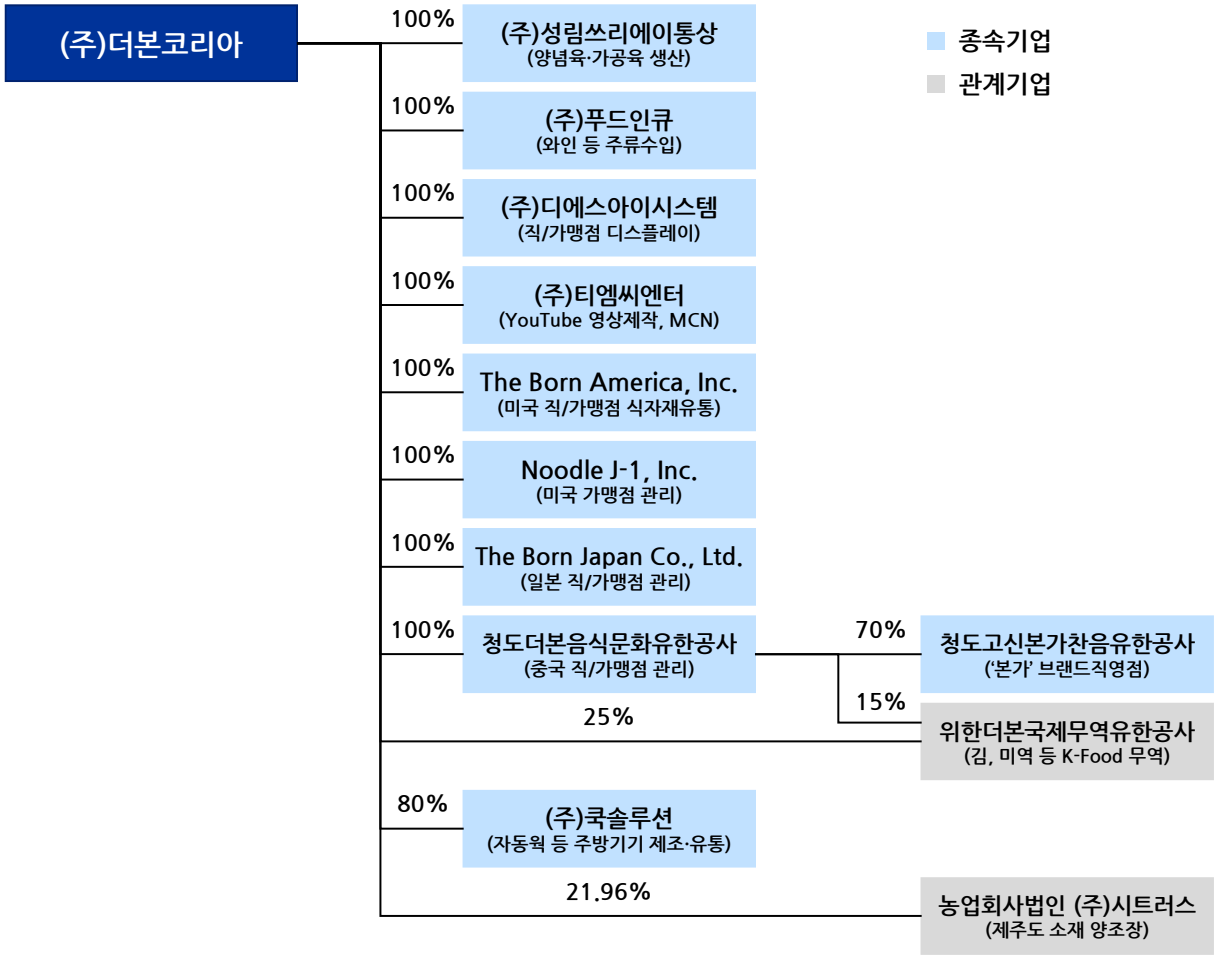
자료: Dart, 유진투자증권

2024 년 상반기 말 기준, 동사의 연결대상 종속회사로는 성림쓰리에이통상(가공육 생산), 청도더본음식문화유한공사(중국 직/가맹점 관리) 등 9 개 업체가 존재한다.

2024 년 7 월 31 일에는 기존에 지분 49%를 보유하고 있던 주방자동화기기 업체 ㈜쿡솔루션의 지분 31%를 추가 인수하여 종속기업으로 편입하였고, 해당 업체를 통해 홍콩반점의 자동화 웍 기기를 조달 중이다.

회사는 향후에도 주방기기 자동화, 홀 서빙 로봇, 조리 로봇 등 푸드테크 기업에 대해 지분투자를 진행할 계획이다.

도표 27. **연결대상 종속회사 현황**



자료: 더본코리아, 유진투자증권

마스터 프랜차이즈란?

프랜차이즈(도표 28 참조)는 본사(프랜차이저)가 모든 가맹점포(프랜차이지)를 표준화, 통일화하여 운영·관리하는 비즈니스 모델을 말한다. 가맹점은 가맹 계약에 기반해 브랜드, 상호/상표, 제조 레시피, 운영 매뉴얼/노하우, 자재 등 매장 운영 전반에 필요한 유무형의 자원을 공급받고, 대신 일정한 로열티나 가맹금을 지불한다.

마스터 프랜차이즈

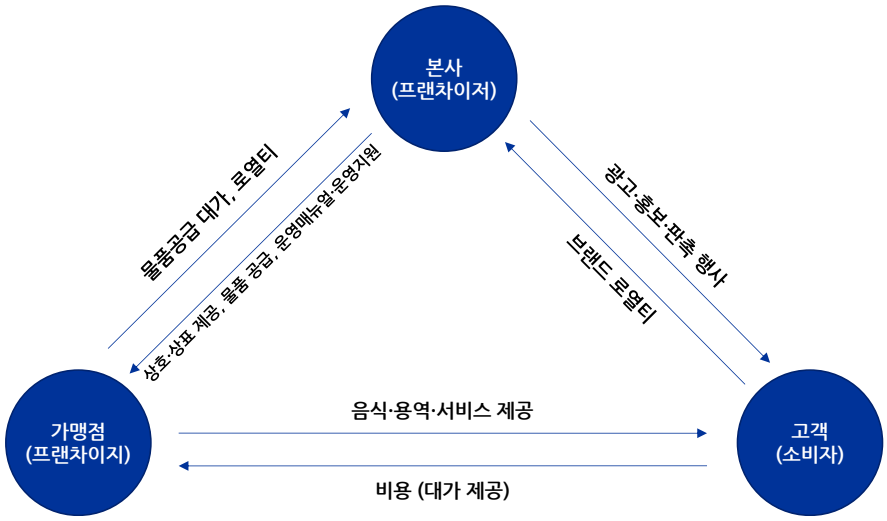
마스터 프랜차이즈(도표 29 참조)는 본사가 해외에 직접 진출하는 대신, 특정 국가/지역에 한정해 마스터 가맹점에게 정해진 기간 동안 본사의 권리(가맹사업 운영권)를 부여하고, 해당 권리를 부여받은 마스터 가맹점은 다시 하위가맹점에 영업권을 부여하는 방식을 말한다.

계약 초기에 기술과 기본 노하우 전수에만 전념하면 현지 파트너가 현지 경영을 주도적으로 해 나가므로 비교적 수월한 진출 방식으로 간주되나, 수요자가 한국 외식 브랜드를 비싼 가맹비와 로열티를 지불하고 가져갈 유인(브랜드 파워 등)이 필요하다. 오래 전부터 존재하여 온 방식이나, 최근 한류와 K-Food 가 각광받으며 전망 있는 진출 방식으로 다시금 주목받고 있다.

마스터 프랜차이즈 방식을 통해 가맹본부는 큰 비용 투자 없이 폭발적으로 점포 확장 속도를 끌어올리는 동시에 가맹비/로열티 수입을 기대할 수 있으나, 가맹본부의 통제력이 약화되고, 파트너 선정 위험, 브랜드가치 하락 위험 등 단점도 존재한다.

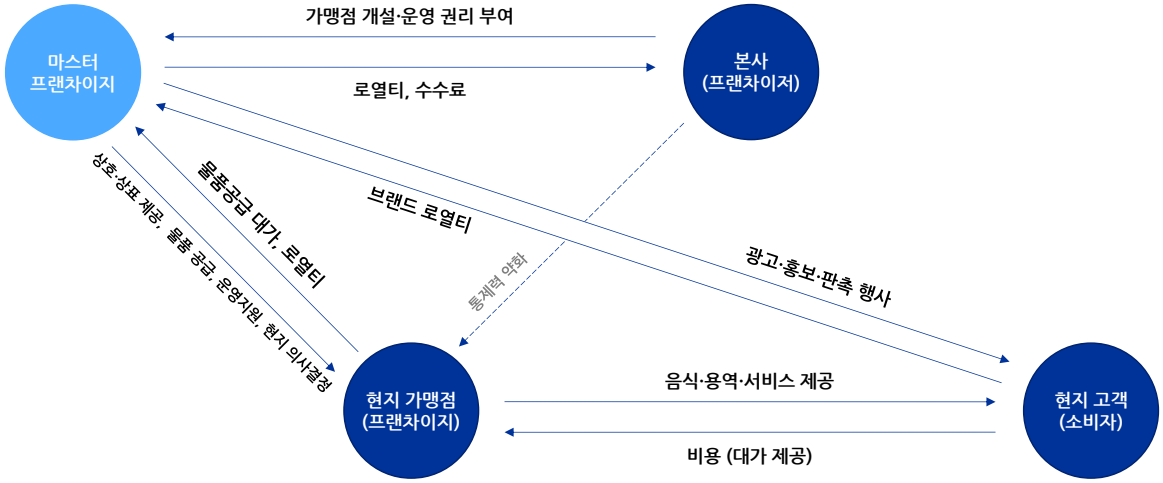
동사의 경우 매장 개설 시마다 일부 수수료를 수취하는 형태(Opening outlet fee) 또는 마스터프랜차이즈 신규 계약 체결 시 해당국의 사업타당성 평가 후 최초 1회에 한해 수취하는 형태(Master franchise fee)를 통해 가맹비를 수취하며, 이후 가맹점 매출액의 일정 비율(러닝) 또는 매월 정해진 금액(고정)의 로열티를 수익으로 인식한다.

도표 28. 프랜차이즈 비즈니스 모델 예시



자료: 유진투자증권

도표 29. 마스터 프랜차이즈 방식의 해외 사업 모델 예시



자료: 유진투자증권

도표 30. **(참고) 일본 KFC - YUM! ASIA 간 마스터 프랜차이즈 및 상표 사용 허락 계약 예시**

계약 상대	YUM! Restaurants Asia Private Ltd.
계약 내용	이하의 권리와 마스터 라이센스를 계속해서 당사에 허락함 ① 일본 국내에 있어서, 점포에서 KFC 사업에 관련해 상표를 사용하는 것 ② 일본 국내에 있어서, 라이센서의 품질기준에 합치하는 제품 및 서비스에 관해 라이센서가 개시하는 방식 및 사업상의 비밀 사용에 따라 점포에서 허가된 제품을 제조해 판매하는 것 ③ 일본 국내에 있어서, 점포에서 상기 권리의 사용을 재 허락하는 것
대가	① 이니셜 Fee (출점료) 점포마다 150 만엔 (2014 년 12 월 1 일 이후는 물가지수 조정 있음) ② 리뉴얼 Fee (갱신료) 점포마다의 계약갱신료 2004 년 7 월 11 일 ~ 2014 년 11 월 30 일까지 25 만엔 2014 년 12 월 1 일 ~ 2019 년 11 월 30 일까지 36 만엔 2019 년 12 월 1 일 ~ 2024 년 11 월 30 일까지 18 만엔 (2014 년 12 월 1 일 이후는 물가지수 조정 있음) ③ 계속 사용료 2004 년 7 월 11 일 ~ 2005 년 11 월 30 일까지 총매출액의 2.3% 2005 년 12 월 1 일 이후 매년도 0.1%씩 상승 2011 년 12 월 1 일 ~ 2014 년 11 월 30 일까지 3.0% 2014 년 12 월 1 일 ~ 2019 년 11 월 30 일까지 5.0% 2019 년 12 월 1 일 ~ 2024 년 11 월 30 일까지 6.0% (단, 점포인증계약 갱신 도래 시부터 적용)
계약기간	2004 년 7 월 11 일 ~ 2024 년 11 월 30 일
점포인증	본 계약 아래, 당사의 점포에 대해 2004 년 7 월 11 일~2014 년 11 월 30 일까지는 기간을 7 년마다, 2014 년 12 월 1 일 ~2019 년 11 월 30 일까지는 기간을 10 년마다, 2019 년 12 월 1 일~2024 년 11 월 30 일까지는 기간을 5 년마다로 하는 점포인증계약을 체결한다.
그 외	향후 단독 혹은 복수의 사람이 단독 혹은 공동으로 1)당사의 의결권부 주식의 25%를 넘게 지배하게 되었을 경우, 또는 2)당사의 의결권부 주식의 10%를 넘게 지배해, 그 사람이 당사의 이사 혹은 감사역을 지명하는 권한을 가졌을 경우, 혹은 법령상 개시가 요구되는 정보 이외의 당사 비밀 정보를 입수하는 권한을 가졌을 경우에는 YUM! Restaurants Asia Private Ltd.(라이센서)는 본 계약을 해제할 수 있다.
서브 라이센스	당사는 일본에 있어서의 마스터 라이센시로서 서브 라이센스권을 보유해, 동등 권리에 근거해 일본의 프랜차이지에 서브 라이센스를 부여한 경우 이하의 대가를 취득할 권리를 가지고 있다.
프랜차이지의 대가	① 이니셜 Fee (출점료) 점포마다 250 만엔(다만, 2014 년 12 월 1 일 이후는 물가지수 조정 있음)으로, 2004 년 7 월 11 일~2004 년 11 월 30 일까지 당사분 70% 2004 년 12 월 1 일~2024 년 11 월 30 일까지 당사분 60% ② 리뉴얼 Fee (갱신료) 1 점포마다 계약갱신 2004 년 7 월 11 일~2014 년 11 월 30 일까지 무료 2014 년 12 월 1 일~2024 년 11 월 30 일까지 18 만엔으로 당사분 60% (다만, 물가지수 조정 있음) ③ 계속 사용료 2014 년 11 월 30 일까지는 수입의 4.0%로, 당사분은 2004 년 7 월 11 일~2004 년 11 월 30 일까지는 2.8%, 이후 매년도 0.1%씩 하락 2011 년 12 월 1 일~2014 년 11 월 30 일까지는 2.0%, 2014 년 12 월 1 일~2019 년 11 월 30 일까지는 수입의 5.0%로, 당사분은 2.5% 2019 년 12 월 1 일~2024 년 11 월 30 일까지는 수입의 6.0%로, 당사분은 3.0% (단, 점포인증계약 갱신 도래 시부터 적용)
프랜차이지의 점포 인증	본 계약 아래, 당사는 프랜차이지와의 사이에 그 점포마다 하기 기간의 점포인증 계약을 체결한다. 2004 년 7 월 11 일~2014 년 11 월 30 일까지 기간 2 년 2014 년 12 월 1 일~2024 년 11 월 30 일까지 기간 5 년

자료: KOTRA, 유진투자증권

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3 개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다
당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다
당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다
동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다
동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다
동 자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다
동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다.
따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

투자기간 및 투자등급/투자의견 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12 개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)		당사 투자의견 비율(%)
· STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	0%
· BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	95%
· HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	4%
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	1%

(2024.09.30 기준)