

글로벌 펫케어 (비중확대/Initiate)

펫 휴머니제이션 시대의 도래

임희석 heeseok.lim@miraeasset.com



반려동물을 사람처럼 대하는 펫 휴머니제이션의 시대다.
어디를 가더라도 주인과 함께하는 반려동물들이 쉽게 목격된다.
국내 10가구 중 3가구 이상이 반려동물을 기르고 있다.
글로벌 최대 펫케어 시장인 미국은 어떨까?
무려 10가구 중 7가구 이상이 반려동물을 기르고 있으며,
이들의 수요를 충족시키는 기업들이 매년 폭발적인 성장을 하고 있다.

아직은 태동 단계인 국내를 넘어 폭발적인 성장세를 보이는
글로벌 반려동물 시장 투자에 먼저 관심을 가져야 할 시점이다.
글로벌 펫케어 산업에 대한 비중확대로 커버리지를 개시,
Top Pick으로 Trupanion(TRUP US)을 제시한다.

CONTENTS

I. Investment Summary	3
II. 글로벌 펫케어 산업 분석	4
1. 글로벌 펫케어 시장 전망	4
2. P, Q의 동반 상승이 가져올 장기 성장	6
3. 펫케어 산업 특성	13
III. 펫케어 세부시장별 현황	16
1. Pet Retail: 아마존(AMZN), 쉐이(CHWY) 양강구도 속 경쟁 심화	16
2. Pet Food: 대형 식품 기업 강세. 프리미엄화 트렌드	19
3. Pet Healthcare: 구조적 성장 지속. 진단키트 주목	22
4. Pet Insurance: 펫 보험 인식의 변화. 북미 시장의 급성장	25
IV. Valuation 및 투자전략	28
1. Valuation	28
2. 투자전략	30
Appendix. 중국 펫케어 시장	31
Top Picks 및 관심종목	32
ProShares Pet Care ETF (PAWZ US)	33
트루패니언 Trupanion (TRUP US)	36
펫아이큐 PetIQ (PETQ US)	46
프레시펫 Freshpet (FRPT US)	54

I. Investment Summary

MZ세대의 부상과 글로벌 펫케어 산업 성장 가속화

반려동물에게 돈을 아끼지 않는 MZ세대가 소비 주체로 부상함에 따라 펫케어 산업 성장이 가속화되고 있다. 글로벌 펫케어 산업 규모는 2020년 2,300억 달러에서 연평균 6.1%씩 성장해 2027년 3,500억 달러로 증가할 전망이다.

다양한 영역에 복합적으로 걸쳐 있지만 펫케어 산업의 핵심도 'P(펫 당 지출 비용) × Q(펫 수)'다. 펫케어 산업은 P와 Q의 동반 상승으로 향후 10~20년 이상의 장기 성장을 지속할 것으로 판단한다. 장기 성장 요인으로 1) MZ세대의 부상, 2) 펫 수명의 증가, 3) 인구구조 및 4) 근무형태의 변화, 5) 펫테크의 발전을 제시한다.

코로나 이후 높아진 밸류에이션, 옥석 가리기 필요

코로나 이후 재택 근무 증가의 수혜 섹터로 부각되며 펫케어 섹터에 대한 밸류에이션이 급증했다. 펫케어 기업들과 ETF는 나스닥을 상회하는 주가 흐름을 보였다. 시장의 주목을 받은 Chewy(전자상거래), Freshpet(신선식품), IDEXX(진단기기) 등은 수배에 달하는 주가상승을 기록했다.

현시점 개별 기업 투자는 고밸류를 정당화할 수 있을만한 성장 여력이 남은 섹터에 한해 이루어질 필요가 있다. **침투율이 아직 낮지만 급성장하기 시작한 펫케어 섹터가 적절하다.** 과거 미국 펫 리테일 시장이 대표적 사례다. 2014년 4%에 불과했던 전자상거래 침투율이 2020년 27%를 넘어서며 시장이 수배 이상 성장했고 Chewy의 기업가치 역시 열 배 이상 증가한 바 있다.

북미 펫 보험 시장 잠재력에 주목. Trupanion(TRUP US)

북미 펫 보험 시장의 폭발적인 성장세에 주목할 시점이다. 성숙기에 들어선 유럽 펫 보험 시장과는 달리 북미 지역은 연평균 23%에 달하는 폭발적인 성장 속도를 보여주고 있다. 미국은 펫을 키우는 가구 수가 아이를 키우는 가구 수보다 많으며 현재 70% 이상의 가정에서 펫을 키우고 있다.

북미는 현재 1~2%에 불과한 보험 침투율을 지녔지만 펫 지위의 격상, MZ세대의 인식 변화, 펫 보험 상품의 전문화를 통해 20%대에 이르는 유럽의 침투율을 따라가기 시작했다. 현재 23% 수준인 성장률이 10년간 지속된다 하더라도 침투율은 20%에 미치지 못한다. 장기 성장 여력이 충분하다.

글로벌 펫케어 산업 전체 Top Pick으로 북미 최대 펫 전문 보험사 TRUP을 제시한다.

펫 삶의 질 향상, 프리미엄화 트렌드. PetIQ(PETQ US)

펫 휴머니제이션 시대의 도래로 펫케어 산업 전반에 대한 프리미엄화가 이루어질 것이다. 이전에는 펫을 생존 시키는 수준의 사료, 의료 행위를 제공했다면 이제는 펫의 삶의 만족도를 높이는 데 초점을 맞춘 제품과 서비스가 이어질 것이다.

펫 헬스케어 서비스의 프리미엄화에 주목한다. 펫 질병들에 대해 높아진 미충족 수요는 의약품, 수술 등 수의 서비스 전반의 향상으로 이어질 것이다. 또한 펫의 교육, 재활, 즐거움을 위한 웰니스 영역이 확장될 전망이다. 웰니스 프로그램이 동물병원과의 연계를 통해 나타나고 있다.

펫 헬스케어 영역 추천종목으로 북미 펫 웰니스 기업 PETQ를 제시한다.

II. 글로벌 펫케어 산업 분석

1. 글로벌 펫케어 시장 전망

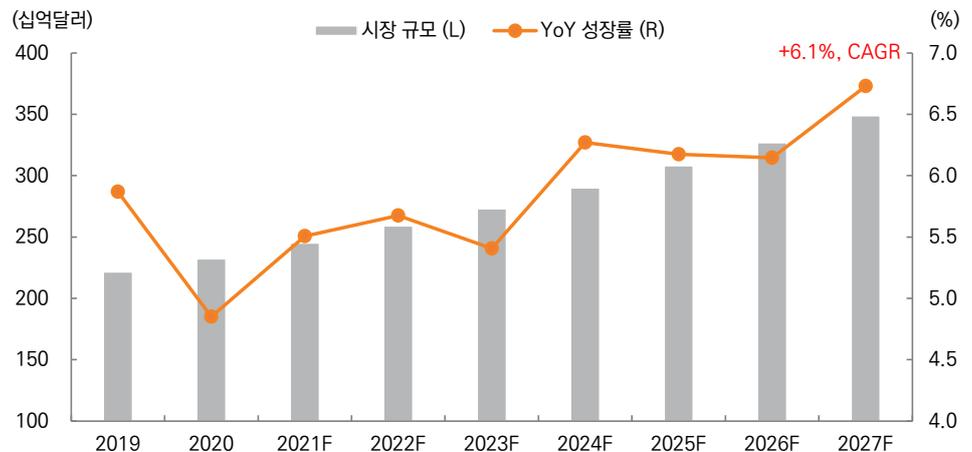
글로벌 펫케어 시장 규모는 2020년 2,300억 달러에서 연평균 6.1%씩 성장해 2027년 3,500억 달러로 증가할 전망이다. 펫 보유 가구 비중이 증가(Q↑)하고 펫 당 지출 비용(P↑)이 증가하는 글로벌 트렌드가 지속되고 있다. 변화의 주요 요인은 펫에 대한 인식의 변화와 기술의 혁신에 있다.

1) 펫을 단순한 애완동물이 아닌 가족의 일원으로 인식하는 **펫 휴머니제이션(Pet Humanization) 트렌드의 확산이 성장을 주도**하고 있다. 특히 MZ세대를 중심으로 펫을 가족으로 여기는 인식이 확산 중이다. 이와 같은 펫 지위의 격상으로 사료, 간식, 장난감 등 주요 지출 영역이었던 리테일 영역이 프리미엄화되고 있다. 또한 반려동물이 아이처럼 인식되며 펫 유치원, 웰니스, 장례 서비스 등 이전에 없었던 펫 서비스 관련 신규 시장이 생겨나는 중이다. 이러한 변화들은 펫 당 지출 비용의 상승으로 이어진다.

2) **의료 및 IT 영역에서의 기술 혁신이 펫케어 산업의 성장을 가속화**하고 있다. 펫 의료 영역의 발전은 이전에 치료를 포기했던 병을 수술 또는 약물로 치료 가능하게 만들며 펫의 평균 수명을 증가시키고 있다. 펫 수명의 증가는 노령 반려동물의 비중 증가로 이어져 평생 의료비를 급증시킨다. 펫을 위한 용품과 서비스에 IoT, AI, 빅데이터 등 첨단 기술이 결합한 펫테크(Pet+Tech)의 발전은 펫 전용 기기 시장을 개화시키는 중이다. 펫테크의 발전은 펫 돌봄에 필요한 인적 부담을 경감시켜 펫 보급률 자체를 증가시킨다.

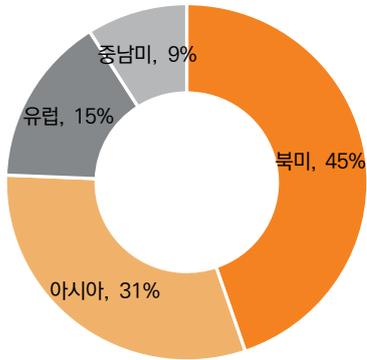
펫케어 시장의 지역별 비중은 북미 45%, 아시아 31%, 유럽 15% 수준이다. 성장기인 북미, 아시아 시장이 유럽 펫케어 시장과 같이 성숙해지며 향후 펫케어 시장 성장을 이끌 것으로 예상된다. 세부 영역별 매출 비중은 펫푸드(사료), 서비스(수의, 금융 등), 일반용품/OTC 순이다. 펫 평균 수명 증가에 따른 의료비 증가, 펫보험 침투율 상승, 펫테크의 발전에 따라 향후 서비스 및 일반용품/OTC 영역의 매출 비중이 더욱 높아질 전망이다.

그림 1. 글로벌 펫케어 시장 규모



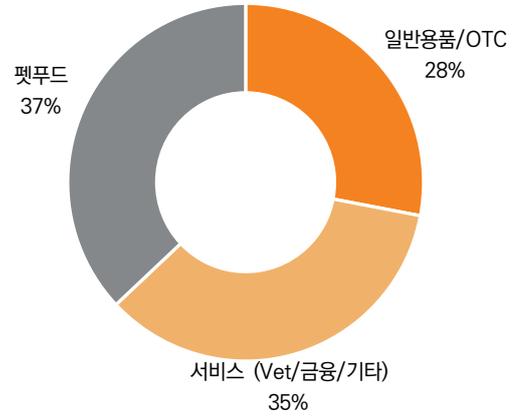
자료: 산업자료, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 2. 글로벌 펫케어 시장 지역별 비중



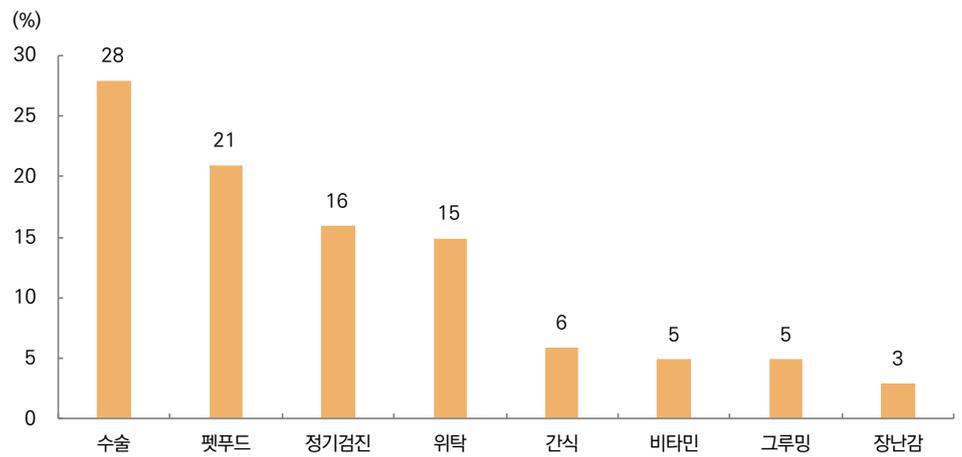
자료: 산업자료, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 3. 글로벌 펫케어 시장 영역별 비중



자료: 산업자료, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 4. 개, 고양이 연간 양육비 품목별 비중 (북미)



자료: APPA 2019-2020 Survey, Research Nester, 미래에셋증권 리서치센터

2. P, Q의 동반 상승이 가져올 장기 성장

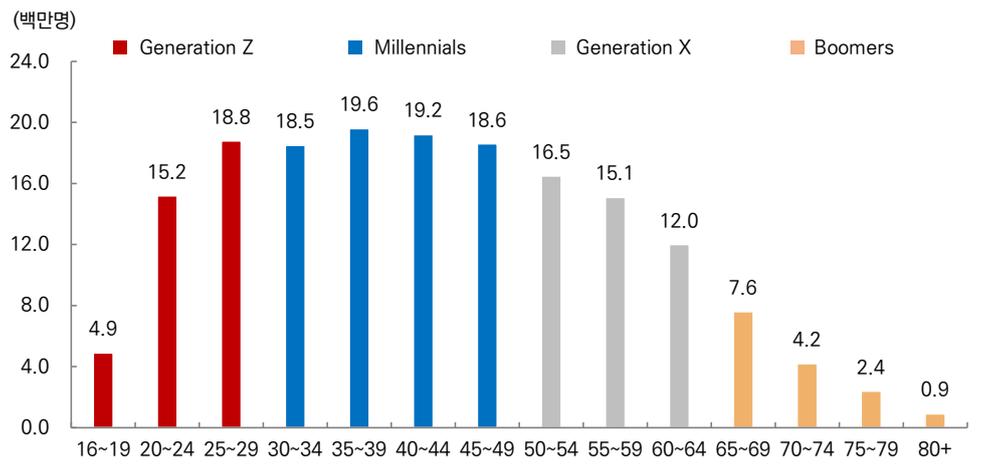
음식료, 바이오, 금융 등 다양한 영역에 복합적으로 걸쳐져 있지만 펫케어 산업의 핵심도 'P(펫 당 지출 비용) x Q(펫 수)'다. 펫케어 산업은 P와 Q의 동반 상승으로 향후 10~20년 이상의 장기 성장을 계속할 것으로 판단한다. 장기 성장 요인으로 1) MZ세대의 부상, 2) 펫 수명의 증가, 3) 인구구조 및 4) 근무형태의 변화, 5) 펫테크의 발전을 제시한다.

1) MZ 세대의 부상. 프리미엄 시장의 개화(P ↑)

경제 주체로 부상하는 MZ세대가 펫케어 프리미엄 시장을 개화시키고 펫케어 산업 성장을 주도할 전망이다. 미국의 경우 MZ세대의 인구 비중이 2019년 이미 50%를 넘어섰으며 2030년이면 노동 가능인구의 70% 이상을 차지할 것으로 예상된다.

MZ세대는 최소한의 비용을 써서 펫을 길렀던 과거 세대와는 달리 펫에게 더 좋은 것을 먹이고, 입히고, 즐겁게 해주려고 돈을 아낌없이 지출한다. 이러한 양상은 사료, 의류, 서비스 등 다방면에서 동시에 일어나고 있으며 각 영역에서 프리미엄화가 진행되고 있다.

그림 5. 2030년 예상 미국 세대별 노동 인구



자료: WSJ, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. Gen Z 세대는 펫을 더욱 가족 일원으로 여기는 경향이 존재 (IDXX 설문)

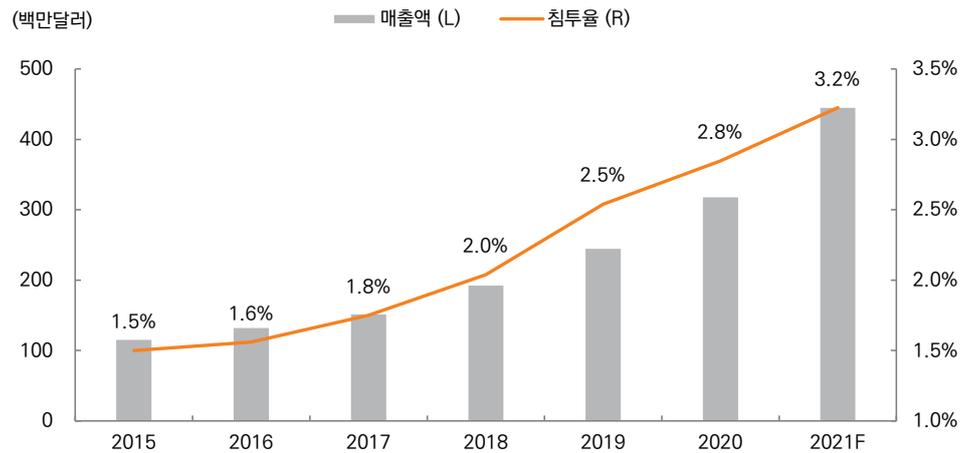


자료: IDXX, 미래에셋증권 리서치센터

펫이 가족 구성원으로 인식되기 시작하며 가장 먼저 프리미엄화가 시작된 영역은 사료다. 이는 사료의 질이 펫의 건강과 수명에 직결되기 때문이다. 펫푸드는 종, 나이, 취약 질병 등 펫들의 개별 특성에 맞춰 세분화되는 양상을 보이고 있다. 최근에는 기존 육분 베이스의 사료가 아닌 사람도 먹을 수 있는 '휴먼 그레이트' 등급의 사료가 인기를 끌고 있다.

펫도 영양가 있고 맛있는 음식을 먹을 권리가 있다는 기업이념으로 세워진 프레시펫이 대표적 경우다. 프리미엄 냉장 펫푸드를 공급하는 프레시펫은 연평균 30% 수준의 성장을 지속해오고 있지만 아직도 가구 침투율 3% 수준에 불과하다. 프리미엄 펫푸드 시장의 성장 잠재력은 여전히 높다.

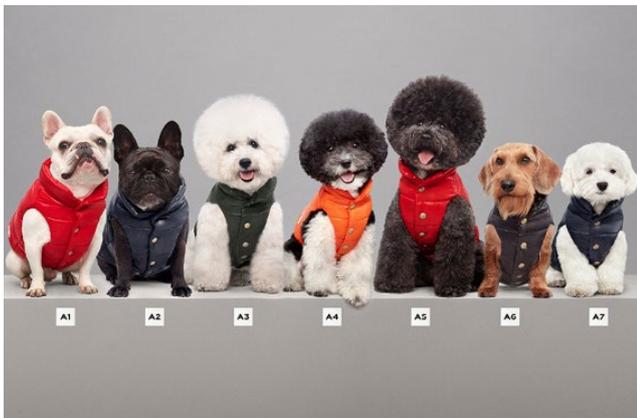
그림 7. 프리미엄 펫푸드 대표 업체 프레시펫 매출 및 가구 침투율 추이



자료: FRPT, 미래에셋증권 리서치센터 추정

최근에는 펫미족이 늘어나면서 패션 영역의 프리미엄화가 두드러진다. 펫 패션은 '내 펫이 예쁘게 보이면 좋겠다'는 심리적 만족을 충족시키는 것이 주 목적이기 때문에 브랜드, 럭셔리 시장이 메인 이 된다. 일반 브랜드에서는 최근 강아지와 사람이 같은 디자인을 입을 수 있는 패밀리룩을 출시하고 있다. 명품업계에서도 펫 패션 시장 공략에 나섰다. 몽클레르는 반려견을 위한 패딩베스트를, 루이비통은 이동장을, 에르메스에서는 가족으로 만든 초고가의 애견 목줄 등을 선보이고 있다.

그림 8. 몽클레르 반려견 패딩 (US\$385)



자료: 몽클레르, 미래에셋증권 리서치센터

그림 9. 루이비통 펫 이동장 (US\$2,690)

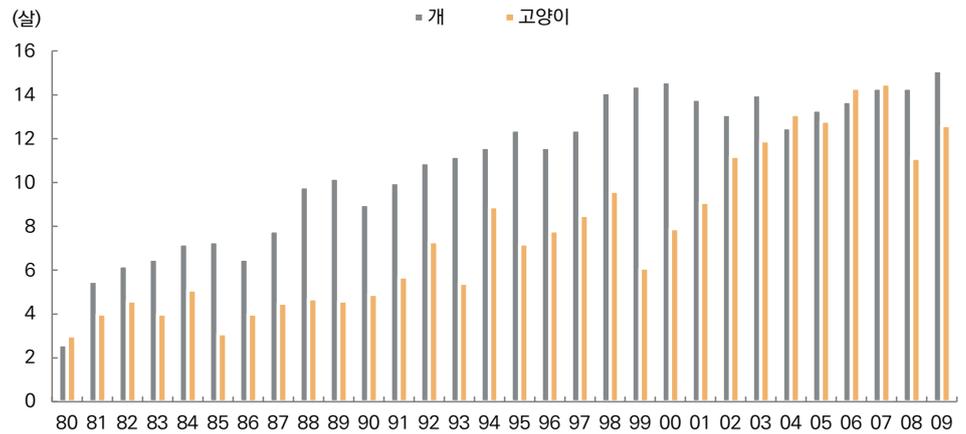


자료: 루이비통, 미래에셋증권 리서치센터

2) 펫 수명 증가. 노령화 (P↑)

수의학의 발전에 따른 예방의료의 확대와 사육환경의 개선으로 펫의 평균 수명이 증가하고 있다. 10~20년 전만 하더라도 펫 평균 수명이 10세 초반, 15세면 장수한 것으로 여겨졌지만 최근 평균 수명은 15년, 희망 수명은 20년을 바라보고 있다. 이와 같은 평균 수명 증가는 노령 펫의 비중 증가로 이어져 펫 당 지출 비용을 상승시키고 있다.

그림 10. 일본 개, 고양이 평균 수명 추이 (2010년대에도 1년 가량 늘어난 것으로 추정)



자료: 일본수의사협회, 미래에셋증권 리서치센터

노령 펫 비중의 증가는 의료 비용 상승을 의미한다. 반려동물은 짧은 수명을 가졌으면서도 인간과 유사한 노화 과정 및 질환을 겪기 때문이다. 노령이 될 수록 병치레가 많아지며 암 발병률이 높아진다. 일본 반려동물 전문 보험사 애니콤(Anicom)에 따르면 12세 개와 고양이 의료비는 0~1세와 비교해 5.2배 많았다. 8~12세의 펫은 7세 미만과 비교해 3배에 가까운 의료비를 기록하였다.

펫의 노령화는 서비스, 리테일 영역에서도 새로운 매출을 발생시킨다. 관절 약화로 외출하기가 힘든 노령 펫들이 증가함에 따라 홈케어 등 방문 서비스 시장이 성장하고 있다. 리테일 영역에서는 일반 제품보다 비싼 노령 펫을 위한 전용 사료, 간식, 영양제 등이 출시 중이다. 뿐만 아니라 애견 유모차, 근력 강화 운동기 등 일상 생활을 돕는 기기 시장도 급속 성장 중이다.

표 1. 노령 펫 전용 상품, 서비스

업체	상품, 서비스	비고
Nestle Purina	노령견 전용 사료	7세 이상 노령견용: 관절 건강, 면역 기능 초점 11세 이상 노령견용: 인지장애증후군 예방
NaturVet	노령 펫 비타민	결합 조직, 연골, 관절 건강에 효능
Precious Cat	노령묘 전용 모래	박테리아 성장과 감염 예방
Able Designs	수중보행 운동기	통증 없는 근력 강화 운동요법 기기
Senior Pet Vet	노령 펫 전문케어	홈케어, 진료, 호스피스, 안락사 등 서비스

자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

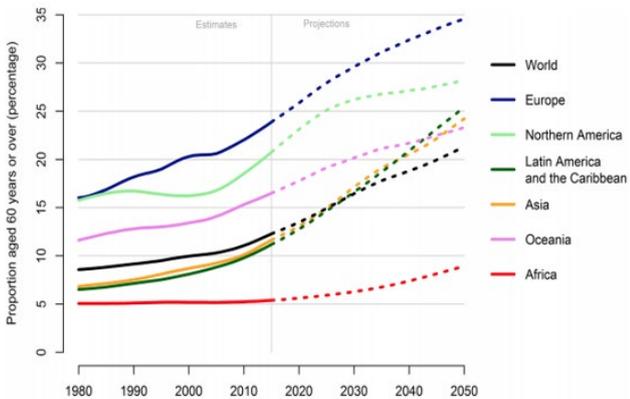
3) 인구구조 변화 (Q ↑)

1인 가구, 노인 가구가 증가함에 따라 반려동물의 수가 장기적으로 증가할 전망이다. 핏에 대해 가족 일원으로 보는 인식이 확산되면서 1인 가구와 노인 가구, 당크족 가구에서 핏을 키우는 비율이 높아지고 있다. 애완(愛玩)동물이라는 명칭에서 볼 수 있듯 과거에는 주로 즐거움을 더하기 위해서 핏을 길렀다면 이제는 즐거움을 더하고 외로움을 줄이기 위해 반려동물을 기른다. 인간은 무언가에 애정을 주면서 외로움을 달래는 존재다.

인구 고령화에 따른 노인 가구의 증가는 글로벌 향후 수십 년간 지속될 장기 트렌드다. UN 경제사회국 전망에 따르면 2050년 세계 인구 중 65세 이상 노인인구 비중은 16%로 2019년의 9%에 비해 7% 상승할 전망이다. 고령인구 비율이 14%를 넘으면 고령사회로 정의하는데 2050년이면 전세계가 고령사회에 진입한다고 볼 수 있다. 특히 글로벌 대비 상대적으로 빠른 고령화 속도를 지닌 아시아 지역에서의 핏 보급률이 급증할 것이다.

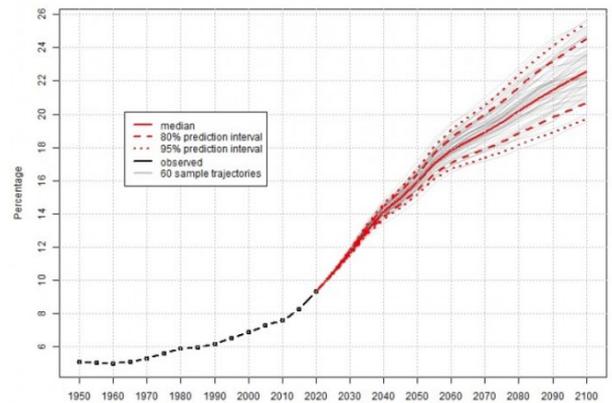
1인 가구 비중 증가 트렌드 역시도 장기적으로 지속될 전망이다. 산업화와 도시화가 진행되면서 확산되기 시작한 1인 가구는 GDP의 수준과 밀접한 관련을 지닌다. 일정 소득 수준 이상이 되면 혼자 살 수 있는 기반을 마련할 수 있기 때문이다. 우리나라와 일본, 유럽 다수 국가들은 이미 30%를 훌쩍 넘어가는 1인 가구 비중을 갖고 있다. 장기적으로 실질 GDP의 증가와 도시화가 진행되며 1인 가구 비중 증가라는 글로벌 트렌드는 지속될 것으로 판단한다. 핏테크의 발전이 더해지며 1인 가구 내 핏 보급률도 함께 증가할 전망이다.

그림 11. 1980년~2050년 60세 이상 인구 비중 전망



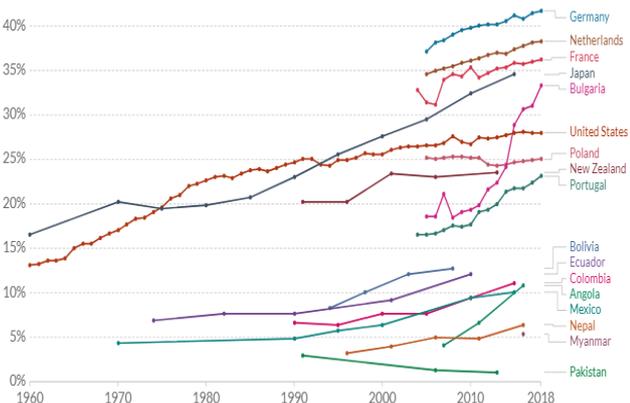
자료: UN, 미래에셋증권 리서치센터

그림 12. 글로벌 65세 인구 비중 전망



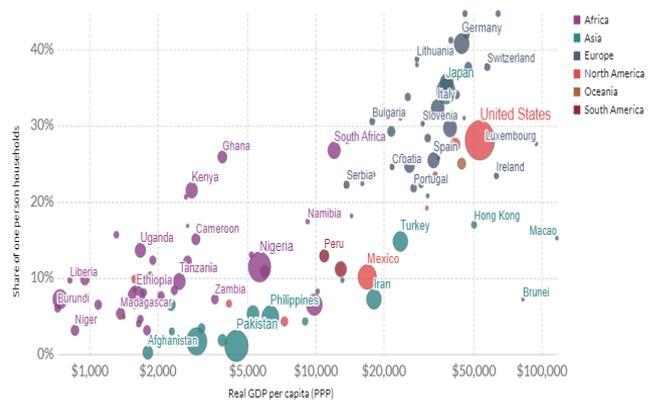
자료: UN, 미래에셋증권 리서치센터

그림 13. 1960~2018년 1인가구 비중 추이



자료: UN, OWID, 미래에셋증권 리서치센터

그림 14. GDP 수준 및 1인 가구 비중 (2017)

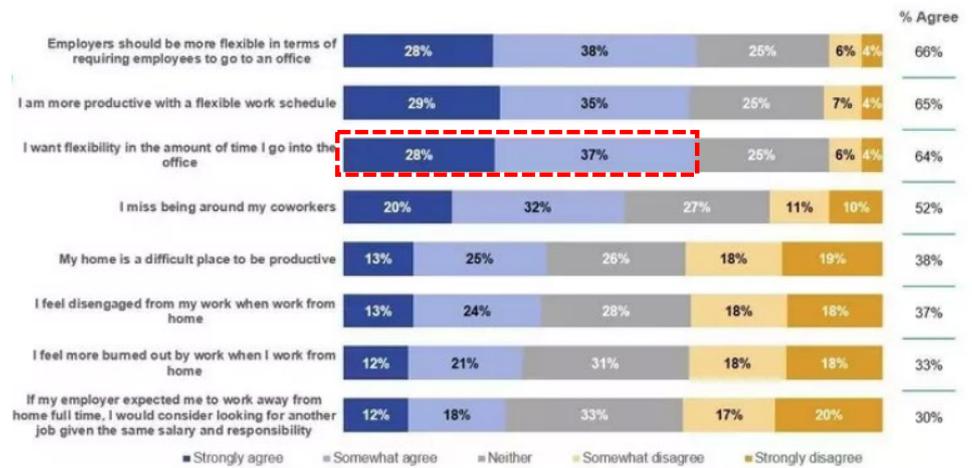


자료: UN, OWID, 미래에셋증권 리서치센터

4) 근무형태 변화 (P, Q 동반 상승)

코로나 종식 이후에도 재택근무 확산 트렌드는 지속될 것이다. 코로나의 유행 때문에 가속화된 면이 없진 않지만 재택근무라는 미래 지향적 근무 개념은 지속적으로 논의되어온 부분이다. 코로나는 재택근무라는 뉴노말을 앞당겼을 뿐이다. 세계경제포럼(WEF)에서 지난 5~6월 실시한 설문 결과를 보면 응답자 3명 중 2명이 코로나 이후에도 사무실 출근에 대한 유연성이 부여 되어야 한다고 밝혔다. 영구적 재택근무 시대를 인정하는 회사들도 등장하고 있으며 다수의 기업들이 '재택+출근'의 하이브리드 방식을 우선 적용하기 시작했다.

그림 15. 세계경제포럼 재택근무 관련 설문: 출근에 유연성 부과 필요(64%)



자료: WEF, 미래셋증권 리서치센터

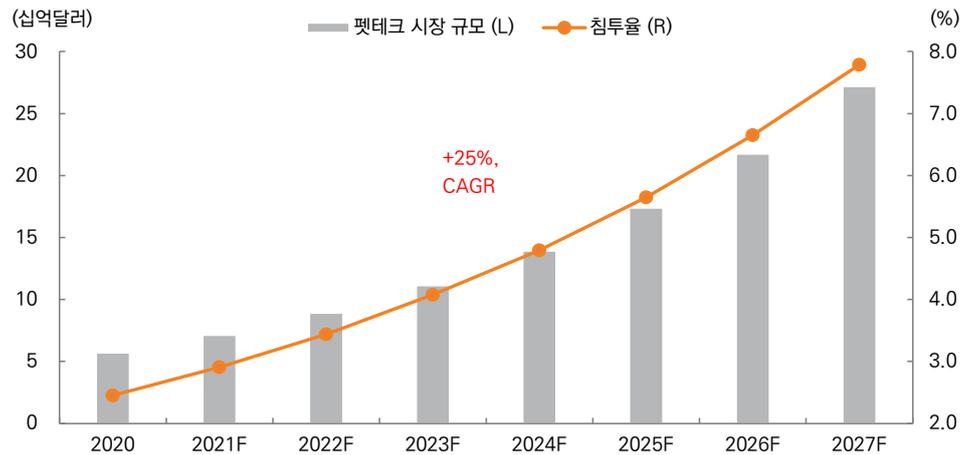
재택근무가 보편화되면 **펫을 키울 수 여건이 마련됨에 따라 펫 보급률이 증가한다(Q↑)**. 1인 가구와 싱글족들은 펫을 키우고 싶은 욕구가 높음에도 불구하고 펫 보급률이 낮은 편이다. 이들에게 펫을 키우지 못하는 가장 큰 이유로 꼽히는 것이 출근으로 인해 오랜 시간 집을 비워야 한다는 점이다. 재택근무를 하면 펫과 틈틈이 놀아주고 산책을 다녀오는 데도 전혀 무리가 없다. 코로나 이후 재택근무가 본격화되며 펫 입양 가구가 급증한 이유기도 하다.

재택근무를 하면 **펫과 함께 하는 시간이 증가해 펫 당 지출 비용이 상승한다(P↑)**. 함께 하는 시간이 늘어나면 펫의 일상 전반에 대한 관심이 커지고 지출 역시도 증가한다. 국내 주요 카드사 8곳에 따르면 작년 동물병원 업종에서 개인 신용판매 실적은 각 사별로 9~17% 증가한 것으로 집계됐다. 지난해 재택 근무 증가로 펫과 함께 보내는 시간이 많아지면서 보호자들은 펫 건강에 더욱 신경을 쓴 것으로 추정된다. 소모품인 장난감 매출 역시 코로나 이후 급증한 양상을 보였다.

5) 펫테크 발전 (P, Q 동반 상승)

미충족 수요를 충족시키는 펫테크의 발전이 펫케어 산업 장기 성장을 주도할 전망이다. 펫테크는 펫 건강 관리와 돌봄의 편의성과 직결된 영역이기에 산업 내 가장 폭발적인 성장을 할 것으로 판단한다. 2020년 57억 달러 수준인 펫테크 시장은 연평균 25%씩 성장해 2027년 272억 달러가 될 것으로 전망한다. 펫케어 시장 침투율은 2020년 2.5%에서 2027년 7.8%로 급증할 전망이다.

그림 16. 글로벌 펫테크 시장 규모



자료: 산업자료, 미래에셋증권 리서치센터 추정

펫테크의 발전은 **펫을 기르기 위한 진입장벽을 낮춰 1인, 2인 가구와 노인 가구의 펫 보급률을 상승시킬 것(Q↑)**이다. 1인 가구, 2인 가구, 노인 가구에서는 펫을 키우고 싶은 의사가 있음에도 불구하고 현실적인 관리의 어려움으로 키우지 못하는 경우가 많다. 자동 배식, 자동 급수, 스마트 화장 실과 같은 자동화 용품의 보급은 필요 노동력을 급감 시킬 뿐만 아니라 보호자의 일시적인 부재가 가능하게 한다. 반려 동물용 자동문, 스마트 목걸이, 자동 장난감은 보호자의 부재 시에도 반려동물이 재미있게 시간을 보낼 수 있도록 돕는다.

표 2. 미국 소비자기술협회(CTA)의 펫테크 제품 분류

분류	제품
건강관리 및 추적 용품	반려동물 건강 모니터, 운동량 추적기, 미용 도구, GPS 등
자동화 용품	반려동물용 자동문, 자동 급식 및 급수 도구, 쓰레기 관리 용품, 자동 번기 세척기 등
장난감	쌍방향 장난감, 전동식 장난감 등
훈련용 도구	반려동물용 카메라, 훈련용 목줄, 무선 울타리 등
모바일 앱 서비스	산책 대행, 돌봄 대행, 수의용 건강 관련 앱 등

자료: CTA, 미래에셋증권 리서치센터

펫테크의 발전은 **펫케어 전반의 디지털화로 이어져 펫 당 지출 비용을 상승시킬(P↑) 전망**이다. 펫테크의 핵심은 펫 뿐만 아니라 보호자의 삶의 질도 높이는 것이다. 기술의 발전으로 보호자들 앞에 전에 없던 다음의 두가지 선택지가 제시된다. 1) '이 스마트용품을 사용하면 펫이 더욱 행복해질 텐데 얼마까지 지불할 수 있는가?' 2) '이 자동화 용품을 사용하면 펫의 평생토록 매번 밥과 물을 줄 필요도, 배설물을 치울 필요도 없다. 당신의 노동력 절감을 위해 얼마까지 지불할 수 있는가?'

가격이 다른 수많은 스마트 용품이 존재할 것이므로 단순히 구독형 서비스라고 가정해보자. 한 달만 해도 평균 200회가 넘어가는 펫의 배변, 배뇨 활동 뒤처리로부터의 자유를 구매할 수 있다면 다수의 사람들이 월 1~2만원은 충분히 지불할 용의가 있을 것이다. 펫에 들어가는 일반적인 월간 지출비용이 10만원대 초반인 것을 고려하면 스마트화장실 하나만 하더라도 펫 당 지출 단가를 10% 이상 끌어올릴 수도 있는 것이다.

표 3. 글로벌 주요 펫테크 제품 현황

제품	개발사	종류	기능
Wagz Freedom	Wagz	스마트 목걸이	애완견이 움직일 수 있는 행동 반경을 지도에서 지정 가능 청각, 초음파 및 진동 보정 기술을 통해 행동을 제한
myQ Pet Portal	Chamberlain Group	스마트 도어	반려동물이 자동으로 문을 열 수 있게 설정 가능 내외부 카메라를 통해 실시간 관찰도 가능
Litter Robot	Litter Robot	자동 화장실	고양이 자동 관리 배변 시설. 배변을 자동으로 분리하여 깨끗한 모래를 유지
Pet-Pulse	너울정보	웨어러블	음성을 분석하여 행복, 불안, 슬픔, 분노, 편안함 감정 상태를 파악 신체 활동과 함께 기록
Petrics Smart Pet Bed	Petrics	스마트 침대	반려동물용 스마트 침대로 온도 조절 기능과 체중계 등 장착 쾌적한 수면을 돕고 건강상태 확인 가능
Hub	Clever Pet	게임기	간식 배급 게임기. 여러 게임을 통해 훈련과 놀이를 함께 즐길 수 있음
Dog Parker	Dog Parker	스마트 케이지	적정 온도 제공으로 최적의 상태로 강아지 임시 보관 상태 확인 실시간 가능

자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

그림 17. Clever Pet Hub, 스마트 장난감 (US\$249)



자료: Cleaver Pet, 미래에셋증권 리서치센터

그림 18. Wagz Freedom, 스마트 목걸이 (US\$249)



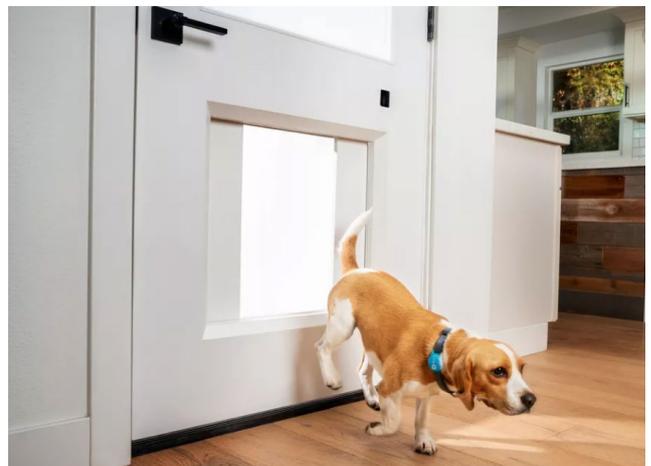
자료: Wagz, 미래에셋증권 리서치센터

그림 19. Litter Robot, 고양이 스마트 화장실 (US\$499)



자료: Litter Robot, 미래에셋증권 리서치센터

그림 20. myQ Pet Portal, 스마트도어 (US\$2,999~)



자료: Chamberlain Group, 미래에셋증권 리서치센터

3. 펫케어 산업 특성

선진국형 산업

펫케어는 개인 소득 수준이 증가할수록 그리고 노령 인구 비중이 높아질수록 산업이 커지는 선진국형 산업이다. 귀여운 외모와는 달리 펫이 평생 동안 발생시키는 경제적 비용은 상상 이상이기 때문이다. 유럽, 북미의 경우 종에 따른 차이가 있지만 평생 동안 개는 3~4천만원, 고양이는 2~3천만원 가량의 비용을 발생시킨다. 국내도 개와 고양이의 월간 지출 비용이 10만원대 초반 수준인 것을 고려하면 마리당 2천만원 이상의 경제적 비용이 발생 중인 것으로 추정된다.

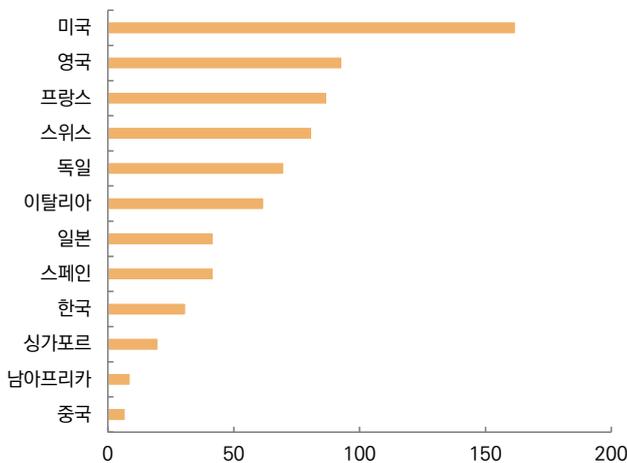
펫 양육의 대부분을 차지하는 사료와 의료 항목은 펫을 기르는 이상 부담할 수 밖에 없는 필수재에 가깝다. 사료와 의료는 값싼 대체재를 찾기 힘들기 때문에 펫 양육의 경제적 허들을 높인다. 이는 펫케어 산업이 개인별 소득 수준에 따라 유럽, 북미, 아시아, 남미 순으로 성숙해지고 있는 이유이기도 하다. 중국의 경우 1인당 GDP가 5,000달러가 넘어선 2011년 이후 펫케어 산업이 본격적으로 개화해 지난 10년간 15배 이상 성장하였다.

그림 21. 반려동물별 평생 지출 비용 추정



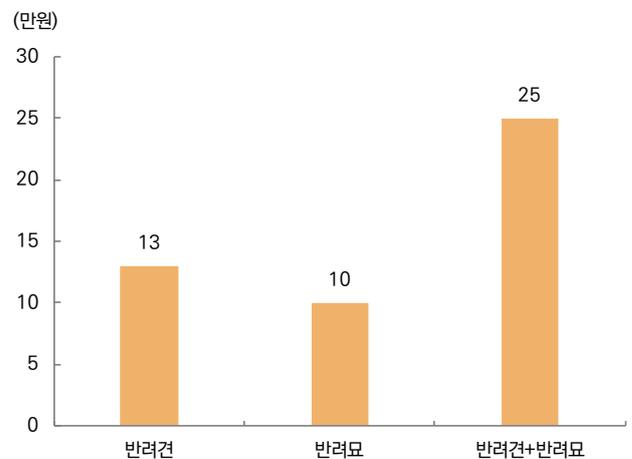
자료: PDSA, CNBC, 미래에셋증권 리서치센터

그림 22. 2019년 국가별 국민 1인당 펫케어 지출 비용 (USD)



자료: Statista, 미래에셋증권 리서치센터

그림 23. 국내 반려동물 월간 양육비



자료: KB경영연구소 '2021 한국반려동물보고서', 미래에셋증권 리서치센터

락인(Lock-in) 효과

펫케어 산업은 제품 및 서비스 **이용의 주체가 사람이 아닌 펫**이라는 점에서 락인효과가 큰 양상을 보인다. 사료의 경우 펫 입맛에 맞고 건강상 문제가 발생하지 않으면 굳이 제품이나 회사를 변경하지 않는다. 펫도 사람과 같이 특정 음식 성분에 대해 알레르기 반응을 보이는 경우가 많기 때문에 굳이 모험을 할 이유가 없다. 펫은 돌연 알레르기가 생기기도 하는데 전에 먹은 모든 음식이 후보군이 되기 때문에 다양한 사료를 섭취한 경우는 추적에 어려움이 발생한다.

펫은 낯선 공간에 대해 적응하는 데 스트레스를 크게 받기 때문에 서비스의 영역에서도 락인효과가 존재한다. 펫은 병원 진료, 미용 등 낯선 공간 그리고 낯선 사람을 접하는 활동 자체에 트라우마를 가지는 경우가 많다. 때문에 처음 접한 곳의 진료, 미용 등의 서비스가 문제가 없다면 펫 평생 동안 정착하는 경우가 많다.

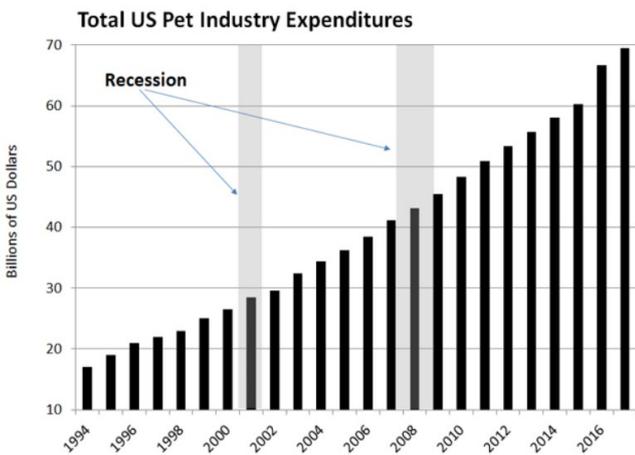
그 결과 **펫 산업의 매출은 단골들의 주기적인 매출(Recurring revenue)에 의해 주로 발생**한다. 그렇기에 펫 산업 플레이어들은 신규 단골 고객의 유치와 기존 고객의 이탈률을 낮추는 데 중점을 두게 된다. 그리고 펫을 신규로 키우는 보호자가 예방 접종, 마이크로칩 삽입 등으로 방문할 수 밖에 없는 동물 병원이 신규 고객 유치에 있어서 주요한 역할을 담당한다.

경기변동에 비탄력적

펫에 들어가는 지출 항목의 상당부분을 차지하는 사료와, 의료비는 필수재 성격을 갖기 때문에 경기 변동에 비탄력적인 모습을 보인다. 가계 사정이 어려워진다고 하여 가족과 같이 생각하는 펫의 식사량을 줄이거나 값싼 사료로 바꾸는 경우는 드물다. 의료비는 보험이 있는 경우 경기 변동과 무관하게 월간 비용을 지속적으로 지출할 수 밖에 없다. 보험이 없는 경우라 해도 질병 치료 등의 의료 행위는 값싼 대체 서비스가 사실상 없기 때문에 경기변동에 비탄력적이다.

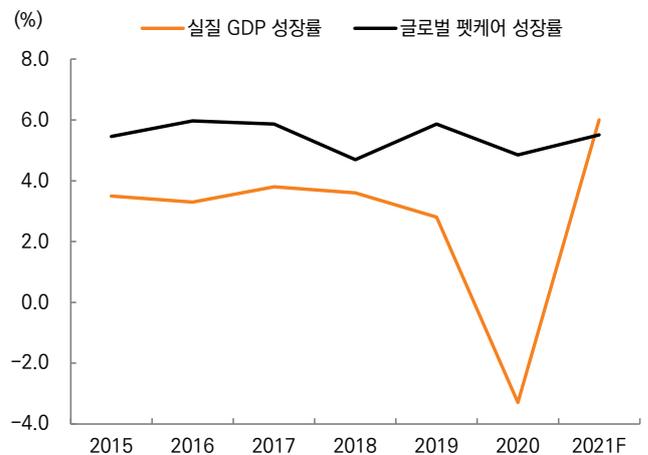
실제로 미국 펫케어 시장 규모 추이를 보면 2001년, 2008~2009년의 경기침체기에도 성장을 지속했음을 확인할 수 있다. 코로나19가 성행하기 시작한 2020년에는 글로벌 실질 GDP가 큰 폭으로 감소하였음에도 펫케어 산업은 전년 수준을 초과하는 성장률을 기록했다. 그 결과 2020년 주요 펫케어 기업들은 호실적과 함께 전체 시장을 크게 상회하는 주가 상승을 기록했다.

그림 24. 경기 침체기 발생과 미국 펫케어 산업 규모 추이



자료: Thomson Reuters, Market Watch, 미래에셋증권 리서치센터

그림 25. 글로벌 펫케어 성장률 Vs. 실질 GDP 성장률



자료: IMF, 미래에셋증권 리서치센터 추정

미충족 수요(Unmet Needs)

펫케어 산업은 펫이 끊임없는 돌봄이 필요한 생명체라는 점에서 오는 미충족 수요가 크다. 미충족 수요(Unmet Needs)란 현재 시장에서 충족되고 있지 못한 수요를 지칭하며 주로 의료 영역에서 신약의 접근 가능한 시장 규모를 논할 때 사용되곤 한다. 펫케어 산업도 다양한 영역에서 미충족 수요가 존재한다.

- 의료

펫도 의료 영역에서 사람과 같이 의료적 미충족 수요가 존재한다. 가족 구성원으로 펫의 지위가 격상되고 부담하고자 하고자 하는 비용이 증가함에 따라 각종 질병 치료제에 대한 미충족 수요 규모가 커지고 있다. 그리고 펫은 통증을 호소할 때 어디가 아픈 것인지 판단할 수 없는 문제 때문에 자가 진단키트에 대한 미충족 수요도 높다.

- 자동케어

펫은 종과 무관하게 관리의 자동화에 대한 미충족 수요도 크다. 반려동물 양육의 가장 큰 애로사항으로 꼽히는 것이 사료, 급수, 배설물 관리 등으로 장시간 외출 또는 여행이 힘들다는 점이기 때문이다. 이러한 펫 자동케어에 대한 미충족 수요를 해소하기 위해 자동 급식기, 자동 장난감이 보급되기 시작했으며 자동으로 배변 처리 및 관리까지 되는 스마트화장실에 대한 연구도 활발히 진행 중이다.

III. 펫케어 세부시장별 현황

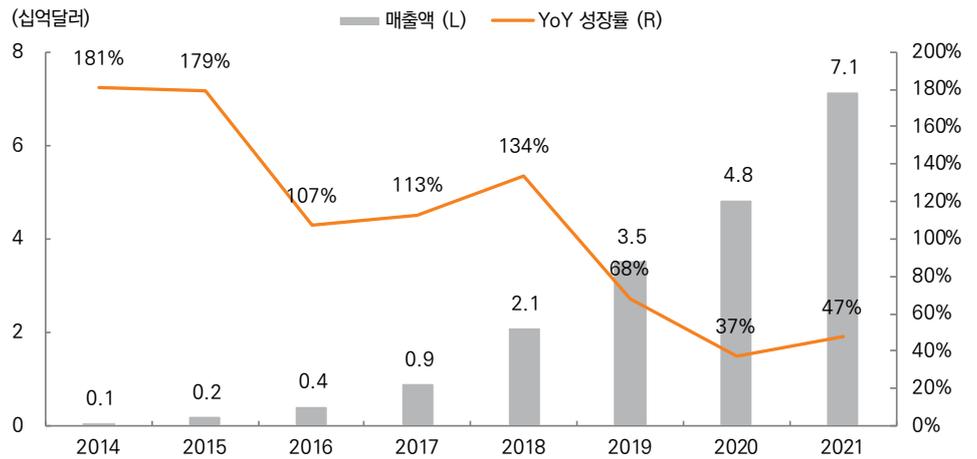
1. Pet Retail: 아마존(AMZN), 추이(CHWY) 양강구도 속 경쟁 심화

급격한 온라인화가 진행 중인 펫 리테일 시장

글로벌 최대 펫 리테일 시장인 미국은 아마존과 추이의 성장과 함께 온라인 시장 침투율이 급격히 증가했다. Packaged Facts에 따르면 2014년 4%에 불과했던 미국 펫 리테일 시장 온라인 침투율은 2020년 27%를 넘어섰다. 온라인 펫 리테일 시장은 동기간 동안 연평균 40% 수준의 성장을 한 것으로 추정된다. 이 과정에서 2011년 설립된 펫 전문 전자상거래 업체 추이가 펫 용품 온라인 수요를 빠르게 점유하며 급속 성장하였다.

온라인 펫 용품 구매자의 사이트별 방문율은 아마존(AMZN) 59%, 추이(CHWY) 41%, 월마트(WMT) 33%이며 펫스마트, 펫코(WOOF)가 뒤를 잇고 있다. APPA에 따르면 미국 온라인 펫 리테일 시장 점유율은 아마존 34%, 추이 27%, 기타 업체들은 1~2% 수준인 것으로 추정된다.

그림 26. 온라인 펫 리테일 기업 추이(Chewy) 연간 매출액 및 성장률



주: 2018년 합병으로 결산기 변동에 따른 차이 존재
 자료: CHWY, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

차별화 전략을 통한 추이의 급속 성장

추이는 2011년에 설립된 비교적 신생 기업임에도 불구하고 기존 펫 리테일 업체들과 차별화 전략을 펼치며 급속 성장해 아마존과 양강구도를 이루고 있다. 추이는 라이언 코헨이 아마존과 동네 펫 용품점들의 전문성이 떨어지는 데 실망을 하여 창업한 기업이다.

추이는 고품질의 펫 제품을 전문적으로 제공하는 온라인 쇼핑몰을 구축하고 빠른 배송 시스템을 내세우며 시장 점유율을 확보하였다. 초기부터 물류센터 구축에 공을 들였기 때문에 가능하다. 현재 80% 이상의 가정에 익일 배송이 가능하며 나머지 지역도 이틀 이내로 배송 가능하다.

추이가 가장 공을 들인 부분은 고객 충성도다. 구매빈도에 따라 할인율을 높여주는 시스템과 정기 구독 서비스를 통해 성장 기반을 마련했다. 고객센터에서도 차별화를 꾀했는데 24시간 전화상담 체계를 갖춰 고객들의 니즈에 적극적으로 대응했다. 반려동물 생일에 카드를 보내주고 매달 1,000여건의 반려동물 초상화 이벤트를 실시하는 등의 고객 맞춤형 서비스를 실시하고 있다.

시장 성장률 둔화 속 경쟁 격화 전망

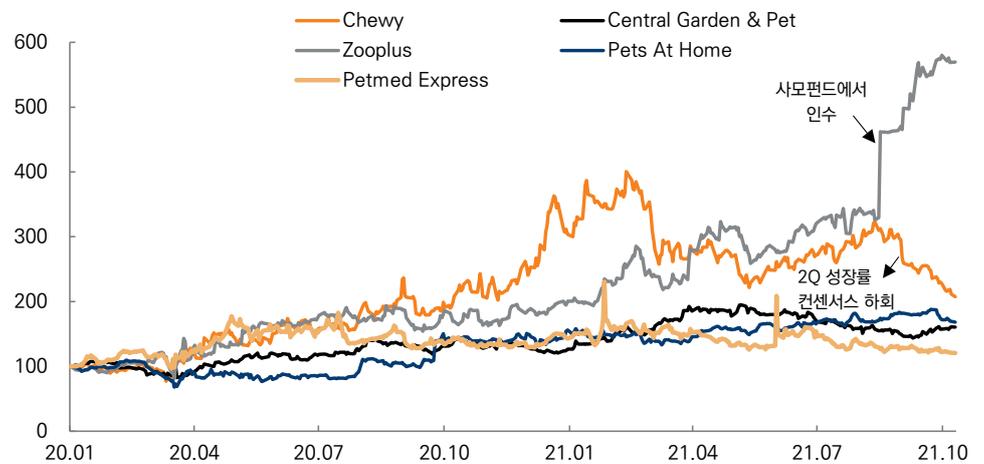
미국 온라인 펫 리테일 시장 성장이 둔화되는 가운데 기업간의 경쟁은 심화될 전망이다. 추이의 매출과 기업가치가 2015년에서 2020년까지 열 배가 넘는 독보적인 성장을 이룬 것은 사실이다. 그러나 온라인 펫 리테일 시장 자체가 동기간 5배 이상의 구조적 성장을 한 것으로 추정된다.

2014년 4% 수준이었던 미국 펫 리테일 시장 온라인 침투율은 2020년 27%를 넘어섰다. 미국 전자상거래 침투율이 15%(일부 기관에서는 10% 후반~20% 추정) 수준인 것을 고려하면 펫 카테고리의 온라인 침투율은 현저히 높은 수준이다. 코로나 정상화 이후 동물병원, 마트 방문을 통한 오프라인 매출이 회복될 것을 고려하면 과거 5년간 연평균 40%를 상회하던 온라인 펫 리테일 시장의 성장세도 둔화될 전망이다. 온라인 침투율은 2024년 34%에 도달할 것으로 전망된다.

월마트, 펫코, 펫스마트, 코스트코 등 기존 오프라인 중심 업체들도 2018년 이후 온라인 시장 공략에 사활을 걸기 시작함에 따라 경쟁이 격화되고 있다. 34%의 시장 점유율을 지닌 아마존과 27% 점유율을 지닌 추이의 이전과 같은 드라마틱한 점유율 상승은 지속되기 힘들 전망이다. 이번 2분기 추이의 매출액 성장률은 26.8%로 둔화되며 30%였던 시장 기대치에도 미치지 못했다.

여전히 적자를 지속 중인 추이는 비용을 관리할 시점도 다가오고 있다. 여러가지 프로모션과 이벤트를 통해 고객의 감정을 사로잡아 왔던 차별화된 고객 서비스가 약화될 수 있다. 또다른 강점이었던 가격 경쟁력도 물류 센터들을 다수 보유한 대형 리테일 업체들의 온라인 채널 강화 추세에 따라 약화되고 있다.

그림 27. 글로벌 펫 리테일 기업 상대 주가 추이



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

표 4. 펫 리테일 산업 밸류에이션 비교

기업명		Chewy	Petco	Central Garden&Pet	Zooplus AG	Pets At Home	Petmed Express	BarkBox
Ticker		CHWY US	WOOF US	CENT US	ZO1 GR	PETS LN	PETS US	BARK US
시가총액 (USDm)		26,265	5,857	2,519	3,964	3,224	538	1,055
매출액 (USDm)	2018	2,104	-	2,215	1,585	1,192	274	-
	2019	3,533	4,392	2,383	1,706	1,262	283	-
	2020	4,847	4,435	2,696	2,057	1,347	284	224
	2021F	7,146	4,920	3,294	2,434	1,493	309	379
	2022F	8,950	5,631	3,481	2,788	1,639	295	518
영업이익 (USDm)	2018	-338	-	167	1	120	52	-
	2019	-268	239	155	-12	107	46	-
	2020	-251	220	198	41	142	31	-27
	2021F	-88	272	242	44	138	38	-20
	2022F	43	384	269	60	217	31	-51
순이익 (USDm)	2018	-338	-	102	0	91	37	-
	2019	-268	-55	92	-10	77	38	-
	2020	-251	-9	121	24	95	26	-31
	2021F	-91	49	150	29	99	31	-31
	2022F	39	226	168	35	143	25	-39
영업이익률 (%)	2018	-16.1	-	7.6	0.1	10.1	19.0	-
	2019	-7.6	5.4	6.5	-0.7	8.5	16.3	-
	2020	-5.2	5.0	7.3	2.0	10.5	10.9	-11.9
	2021F	-1.2	5.5	7.3	1.8	9.3	12.2	-5.2
	2022F	0.5	6.8	7.7	2.2	13.2	10.6	-9.7
P/E (x)	2018	-	-	18.8	-	13.4	22.9	-
	2019	-	-	18.5	-	25.9	12.4	-
	2020	-	-	17.2	64.1	20.1	22.3	-
	2021F	-	115.2	17.9	138.4	19.5	23.1	-
	2022F	197.7	26.1	16.0	114.8	23.3	20.5	-
P/S (x)	2018	-	-	0.8	0.6	0.9	3.1	-
	2019	-	-	0.7	0.4	0.8	1.6	-
	2020	2.2	-	0.8	0.7	1.3	2.0	-
	2021F	5.8	1.1	0.8	1.6	1.7	2.3	-
	2022F	2.9	1.0	0.7	1.4	1.9	1.8	2.0
P/B (x)	2018	-	-	2.2	7.6	0.9	7.4	-
	2019	-	-	1.7	6.1	0.9	3.5	-
	2020	-	-	1.9	9.8	1.5	4.5	-
	2021F	-	2.8	2.2	23.2	1.9	5.0	1.7
	2022F	144.2	-	2.0	21.1	2.3	-	-
EV/EBITDA (x)	2018	-	-	10.7	74.2	7.8	14.4	-
	2019	-	-	9.0	39.6	7.7	7.7	-
	2020	-	-	7.6	17.8	8.6	14.3	-
	2021F	4303.8	10.0	9.5	47.3	10.8	14.9	-
	2022F	135.0	-	8.3	40.4	10.1	-	-
ROE (%)	2018	-	-	12.9	-0.2	7.7	35.7	-
	2019	-	-	9.5	-8.8	6.5	30.1	-
	2020	-	-1.6	11.6	19.1	8.2	19.5	-
	2021F	-	3.7	13.3	19.0	7.9	22.6	-
	2022F	115.6	10.4	12.8	20.8	10.0	-	-

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

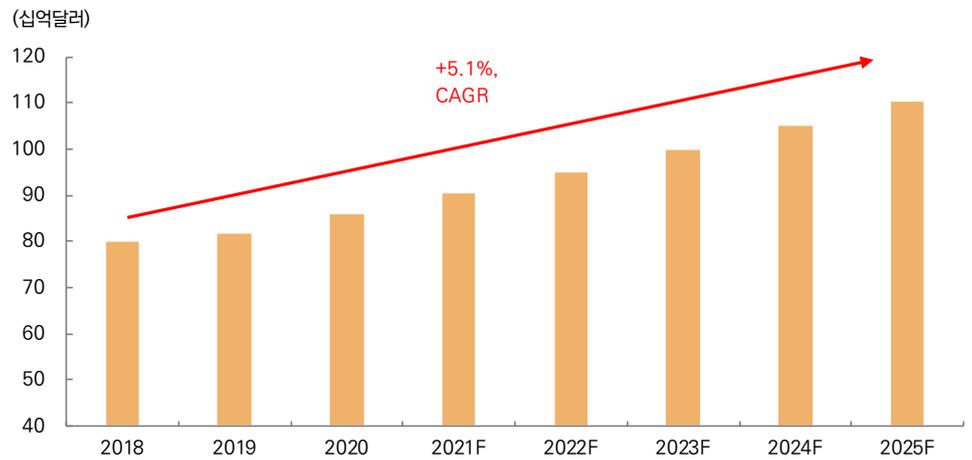
2. Pet Food: 대형 식품 기업 강세. 프리미엄화 트렌드

안정적인 시장 성장 속 대형 식품업체 과점화

펫이 먹는 음식에 대한 관심과 지출이 증가함에 따라 글로벌 펫푸드 시장은 연 5.1%씩 성장하고 있다. 펫푸드 시장은 리테일, 헬스케어, 보험 등의 카테고리와는 다르게 기존 대형 식품 회사들이 글로벌 시장을 지배하고 있다. 주요 펫푸드 플레이어들로 Mars(비상장), Nestle(NESN SW), JM Smucker(SJM US), General Mills(GIS US), Hill's Pet Nutrition(비상장) 등이 있다.

Mars Petcare가 23%의 글로벌 시장 점유율을 지녀 선두를 차지하고 있으며 20%의 점유율을 지닌 Nestle Purina가 뒤를 따르고 있다. 개 사료 시장에서는 Mars가 1위이고, 고양이 사료 시장에서는 Nestle가 1위를 차지하고 있다. 3~5위 기업들의 시장 점유율은 3~4% 수준에 불과한 것으로 추정된다.

그림 28. 글로벌 펫푸드 시장 규모



자료: 산업자료, 미래에셋증권 리서치센터 추정

지속되고 있는 M&A 열풍

대형 음식료 기업들이 고속 성장 중인 펫푸드 사업에 본격적으로 뛰어들면서 펫푸드 산업 내 M&A가 활발하게 이루어지고 있다. 기존 주요 펫푸드 기업들도 프리미엄 펫푸드 기업들을 합병하며 판매 라인을 확장시키고 있다. ‘펫푸드 인더스트리’에 따르면 글로벌 펫푸드 산업 내 인수 합병은 2020년에만 총 27차례 이루어졌다. 비용 경쟁이 심화되고 시장 과점화가 진행되면서 M&A 트렌드는 지속될 것으로 추정된다.

표 5. 주요 펫푸드 기업 M&A 이력

시기	기업	인수 대상	규모
2021	General Mills	Tyson 펫푸드 사업부	12억 달러
2019	Mars	VCA	91억 달러
2018	General Mills	Blue Buffalos	80억 달러
2015	J.M Smucker	Delmont 펫푸드 사업부	58억 달러
2014	Mars	P&G 펫 사업부	29억 달러
2000	Nestle	Ralston Purina	103억 달러

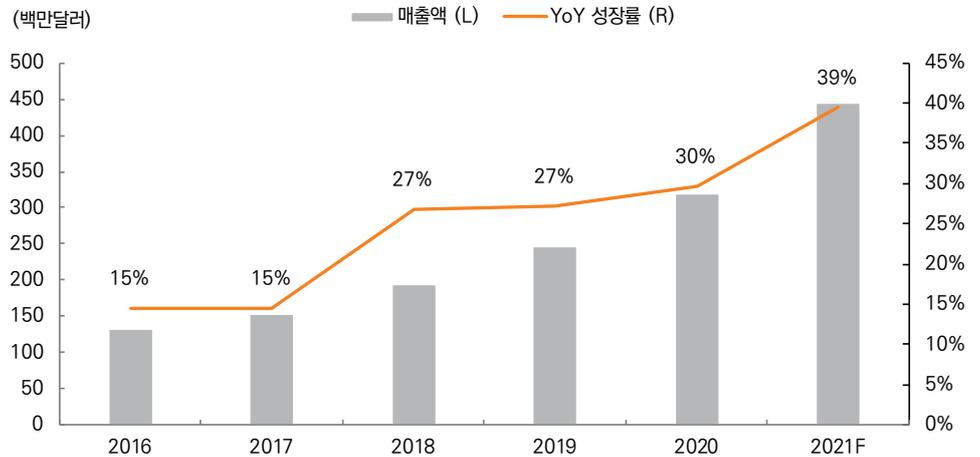
자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

이제는 프리미엄 펫푸드가 대세

성장률이 둔화된 건식 사료 시장과는 달리 프리미엄 펫푸드 시장이 급속도로 성장하고 있다. 펫을 가족 구성원으로 생각하는 시대가 도래함에 따라 펫푸드에 대한 인식 자체가 변화하고 있기 때문이다. 펫팸(Pet+Family)족들은 이제 사람이 먹을 수 있는 수준의 프리미엄 사료를 반려동물에게 먹이기를 원한다. 이러한 트렌드에 맞춰 업체들은 사람이 먹어도 무방한 휴먼그레이드(Human-Grade) 등급의 프리미엄 펫푸드들을 앞다투어 내고 있다.

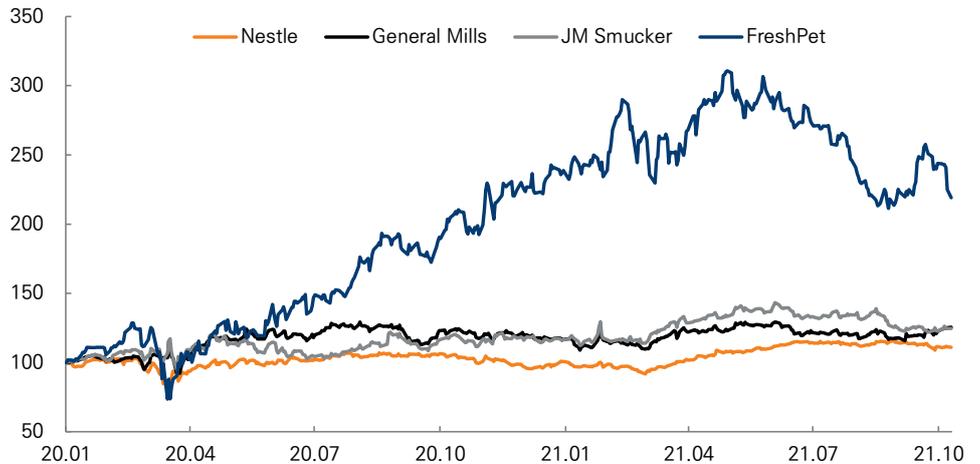
프리미엄 펫푸드 열풍 속에서 가장 돋보이는 기업은 Freshpet(FRPT US)이다. 프레시펫은 반려동물도 영양가 있고 신선한 음식을 먹을 수 있어야 한다는 믿음에서 설립된 기업이다. 프레시펫은 기존 사료 업체들과는 달리 냉장 신선식품을 냉장고에 진열하여 판매한다. 반려동물을 자신처럼 소중히 여기는 MZ세대의 마음을 사로잡으며 연 30% 이상의 폭발적인 성장을 하고 있다. 프레시펫의 성장과 함께 미국 펫 보유가구의 프리미엄 펫푸드 침투율도 상승 중이다.

그림 29. 프리미엄 펫푸드 기업 프레시펫(Freshpet) 연간 매출액 및 성장률



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 30. 글로벌 펫푸드 기업 상대 주가 추이



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

표 6. 펫 푸드 산업 밸류에이션 비교

기업명		Nestle	General Mills	JM Smucker	FreshPet
Ticker		NESN SW	GIS US	SJM US	FRPT US
시가총액 (USDm)		340,644	37,638	13,220	5,732
매출액 (USDm)	2018	93,807	15,740	7,357	193
	2019	93,461	16,865	7,838	246
	2020	90,306	17,627	7,801	319
	2021F	92,724	18,127	8,003	446
	2022F	97,248	18,259	7,822	590
영업이익 (USDm)	2018	14,845	2,663	1,240	-4
	2019	16,150	2,858	1,229	1
	2020	15,194	3,058	1,285	0
	2021F	16,094	3,162	1,426	-5
	2022F	17,098	3,113	1,384	24
순이익 (USDm)	2018	11,114	1,821	765	-5
	2019	12,805	1,953	735	-1
	2020	12,610	2,212	823	-2
	2021F	13,336	2,353	829	-11
	2022F	14,091	2,321	915	26
영업이익률 (%)	2018	15.8	16.9	16.8	-2.1
	2019	17.3	16.9	15.7	0.2
	2020	16.8	17.3	16.5	-0.0
	2021F	17.4	17.4	17.8	-1.2
	2022F	17.6	17.1	17.7	4.0
P/E (x)	2018	23.8	13.7	17.1	-
	2019	24.4	16.3	19.0	-
	2020	24.2	17.5	15.9	-
	2021F	25.3	16.5	17.8	-
	2022F	23.6	16.4	14.4	210.8
P/S (x)	2018	2.6	1.6	1.8	5.9
	2019	3.3	1.9	1.8	8.6
	2020	3.5	2.2	1.7	17.7
	2021F	3.7	2.1	1.8	12.9
	2022F	3.5	2.1	1.7	9.7
P/B (x)	2018	4.1	4.1	1.6	9.4
	2019	5.8	4.5	1.7	16.3
	2020	6.4	4.8	1.6	14.7
	2021F	7.1	4.0	1.7	7.9
	2022F	7.3	3.6	1.5	7.6
EV/EBITDA (x)	2018	14.6	12.7	10.6	113.2
	2019	16.7	13.4	11.8	121.3
	2020	18.4	13.6	10.4	251.2
	2021F	19.1	13.0	9.8	92.6
	2022F	18.2	13.4	10.8	62.5
ROE (%)	2018	18.4	34.8	10.3	-3.9
	2019	23.3	29.6	9.2	-0.6
	2020	24.2	29.3	10.1	-0.7
	2021F	27.7	26.8	10.2	-1.2
	2022F	30.6	22.4	10.5	3.0

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

3. Pet Healthcare: 구조적 성장 지속. 진단키트 주목

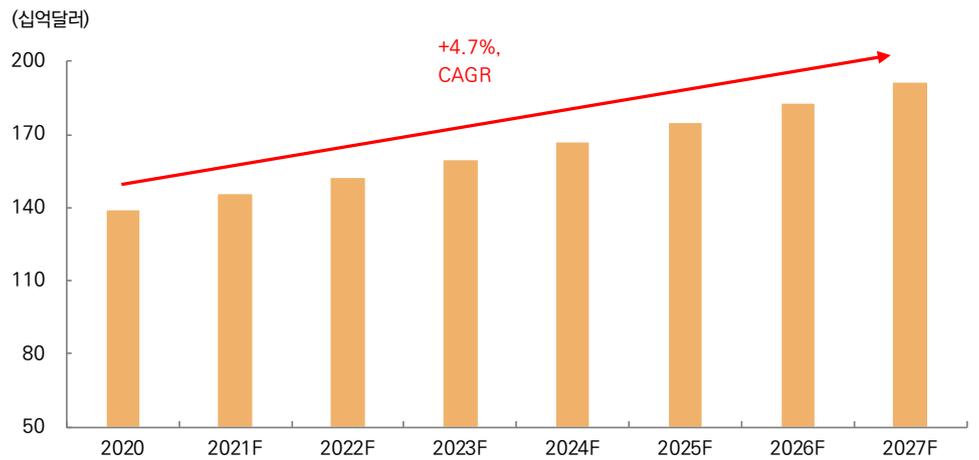
펫 휴머니제이션과 미충족 수요의 증가

펫의 지위 상승은 반려동물 치료제에 대한 미충족 수요를 증가시켜 펫 헬스케어 산업의 성장을 가속화하고 있다. 오늘날의 펫 보호자들은 반려동물이 건강한 모습으로 오랜 기간 살 수만 있다면 큰 비용도 기꺼이 지불하고자 하는 경우가 많다. 이는 기존에는 고려하지 않았던 질병들에 대한 신약 연구로 이어지고 있다. 반려동물 치매 치료제가 대표적이다.

펫 평균 수명의 증가 트렌드도 펫 헬스케어 산업의 성장으로 이어진다. 펫의 노령화는 의료비용 상승으로 이어진다. 반려동물은 짧은 수명을 가졌음에도 불구하고 인간과 유사한 노화 과정을 겪기 때문이다. 노령이 될 수록 병치레가 많아지며 암 발병률이 급증한다. 일본 펫 전문 보험사 애니콤에 따르면 8~12세의 펫은 7세 미만과 비교해 3배에 가까운 의료비를 발생시킨다.

펫 제약바이오 기업들은 동물이라는 공통점 때문에 가축과, 펫 영역을 동시에 영위하는 경우가 대부분이다. 주요 기업으로는 Zoetis(ZTS US), Boehringer Ingelheim(비상장), Elanco Animal Health(ELAN US), Merck & Co.(MRK US) 등이 존재한다. 동물 의약품 시장점유율 1위 기업인 Zoetis는 Pfizer로부터, Elanco Animal Health는 Lilly로부터 분사한 기업이다.

그림 31. 글로벌 동물(가축+펫) 헬스케어 시장 규모



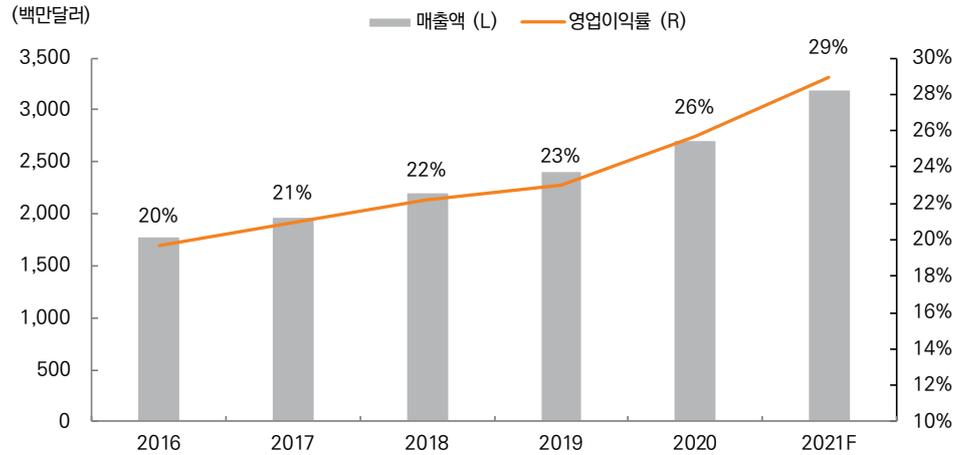
자료: Global Market Insight, 미래에셋증권 리서치센터

반려동물 진단키트 시장의 고속 성장

반려동물 진단키트 시장이 고속 성장 중이다. 반려동물 수 증가와 노령화로 병원 방문이 많아지면서 병원 수요가 커지고 있다. 또한 자가진단 키트에 대한 일반 가정의 수요도 크다. 반려동물은 일반 동물 병원, 24시간 운영 병원의 부족으로 진료에 대한 접근성이 떨어지기 때문이다. 야간, 주말에 반려동물이 갑자기 아픈 경우 자가 진단키트를 토대로 빠른 판단이 가능하다. 미국에서 매년 응급실을 방문하는 동물의 76%는 굳이 응급실을 방문하지 않아도 되는 경우라고 한다.

대표적인 반려동물 진단키트 기업으로는 IDEXX Laboratories(IDXX US)가 있다. IDEXX는 글로벌 1위 반려동물 진단기기 업체로 미국 시장에서 50% 이상의 지배적인 점유율을 갖고 있다. 진단기기 산업은 사업 특성상 거래 회사를 바꾸기 힘들고 락인 효과가 크기 때문에 선점 기업이 특히 유리하다. 한편 가정용 진단키트 수요가 늘면서 중저가 반려동물 진단키트를 판매하는 Heska(HSKA US)의 매출 역시 폭발적으로 늘어나고 있다. Heska의 2020년 성장률은 61%에 달했다.

그림 32. IDEXX 연간 매출액 및 영업이익률

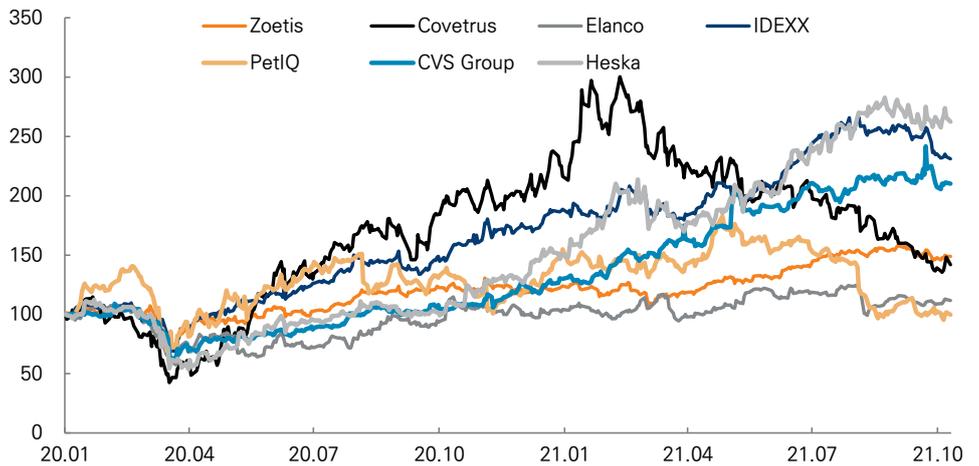


자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

맞춤형 헬스케어 상품, 서비스 증가

반려동물 보호자들은 이제 반려동물이 단순한 생존이 아닌 건강하고 행복한 삶을 영위하는 데 초점을 맞추고 있다. 반려동물의 건강을 위해 지출을 아끼지 않는 이들이 늘어남에 따라 반려동물 건강기능 식품 시장도 급속 성장 중이다. 사료나 간식을 넘어서 펫의 건강과 보양을 생각한 영양제 등의 헬스케어 식품 출시가 이어지고 있다. 최근에는 비만 반려동물들을 위한 다이어트 영양제가 인기를 끌고 있기도 하다. 또한 평균 수명 증가에 따라 노령 펫 수가 증가하면서 노령 반려동물을 대상으로 한 전문 헬스케어 서비스도 등장하고 있다. 펫이 노령이 되면 관절 약화로 외출하기가 힘들기 때문에 홈케어와 같은 방문 서비스가 유용하다.

그림 33. 글로벌 펫 헬스케어 기업 상대 주가 추이



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

표 7. 펫 헬스케어 산업 밸류에이션 비교

기업명		Zoetis	Covetrus	Elanco Animal	IDEXX	PetIQ	CVS Group	Heska
Ticker		ZTS US	CVET US	ELAN US	IDXX US	PETQ US	CVSG LN	HSKA US
시가총액 (USDm)		93,438	2,550	15,222	52,399	734	2,331	2,742
매출액 (USDm)	2018	5,825	3,778	3,067	2,213	529	441	127
	2019	6,260	3,976	3,071	2,407	709	526	123
	2020	6,675	4,339	3,273	2,707	780	539	197
	2021F	7,692	4,604	4,725	3,198	887	756	259
	2022F	8,343	4,903	4,890	3,554	976	801	286
영업이익 (USDm)	2018	1,995	146	393	494	20	29	9
	2019	2,311	-1	379	554	20	30	1
	2020	2,397	-83	-142	697	20	31	2
	2021F	2,962	213	882	926	57	83	-1
	2022F	3,298	241	989	1,041	78	90	10
순이익 (USDm)	2018	1,572	108	264	379	11	18	11
	2019	1,755	8	228	428	10	18	-1
	2020	1,750	-34	-88	584	-55	14	-5
	2021F	2,172	130	488	727	32	77	5
	2022F	2,446	150	617	806	49	82	11
영업이익률 (%)	2018	34.2	3.9	12.8	22.3	3.7	6.5	7.1
	2019	36.9	-0.0	12.3	23.0	2.8	5.6	1.1
	2020	35.9	-1.9	-4.3	25.8	2.5	5.8	0.8
	2021F	38.5	4.6	18.7	29.0	6.4	11.0	-0.4
	2022F	39.5	4.9	20.2	29.3	8.0	11.3	3.5
P/E (x)	2018	26.5	-	37.5	43.4	38.7	71.1	60.8
	2019	36.4	186.3	48.0	53.3	56.4	62.4	-
	2020	45.3	-	-	74.2	-	127.2	-
	2021F	43.3	19.7	32.2	73.4	22.1	32.4	198.9
	2022F	38.5	17.2	25.8	65.8	14.4	29.6	110.9
P/S (x)	2018	7.1	-	3.2	7.3	0.8	2.3	4.9
	2019	10.1	0.4	3.5	9.3	0.8	1.3	5.8
	2020	11.8	0.8	4.1	15.8	1.2	1.7	6.4
	2021F	12.1	0.6	3.2	16.4	0.8	3.1	10.6
	2022F	11.2	0.5	3.1	14.7	0.8	2.9	9.6
P/B (x)	2018	18.8	-	2.2	-	2.6	5.1	5.4
	2019	23.2	1.2	2.0	125.8	2.5	3.1	4.9
	2020	20.9	2.5	1.7	67.6	4.2	4.4	4.8
	2021F	20.2	-	2.0	47.8	-	7.9	6.1
	2022F	17.1	-	2.0	31.8	-	6.7	5.7
EV/EBITDA (x)	2018	19.9	-	20.0	29.3	24.0	18.3	47.3
	2019	24.5	14.7	18.2	34.9	24.6	11.3	83.4
	2020	28.6	42.9	49.1	52.9	26.7	12.5	85.2
	2021F	29.3	-	19.7	51.4	-	17.2	100.4
	2022F	26.1	-	17.6	45.4	-	15.7	74.8
ROE (%)	2018	79.5	-	4.1	-	6.5	11.0	10.0
	2019	71.7	0.6	4.3	-	3.8	8.7	-0.4
	2020	54.0	-2.4	-1.3	144.2	-20.1	6.6	-2.4
	2021F	50.8	-	6.0	82.3	-	23.5	4.1
	2022F	41.7	-	7.9	57.0	-	21.7	5.4

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

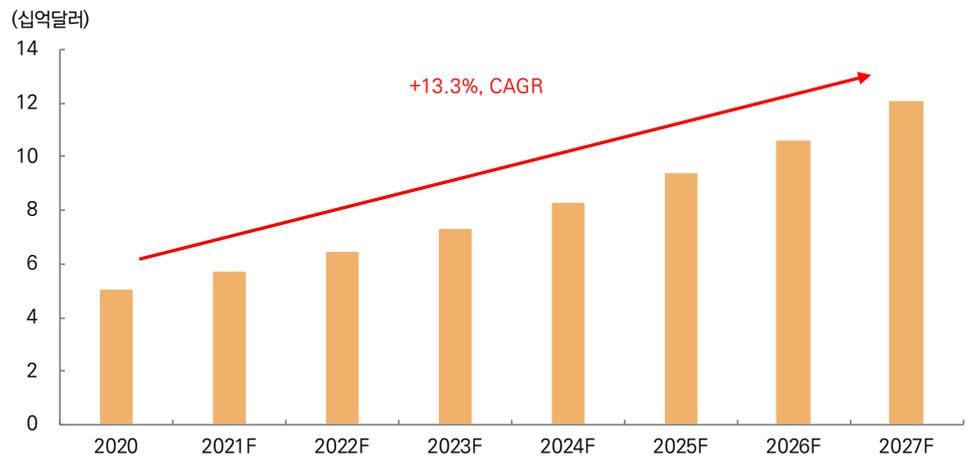
4. Pet Insurance: 펫 보험 인식의 변화. 북미 시장의 급성장

펫 지위 상승과 펫 보험의 확산

펫이 가족의 일원이라는 생각을 가진 이들이 많아지면서 펫 보험 시장 역시 팽창하고 있다. 2020년 51억 달러 규모인 글로벌 펫 보험 시장 규모는 연평균 13.3% 성장해 2027년 121억 달러가 될 전망이다. 펫 보험은 반려동물을 키우면서 맞닥뜨리는 가장 큰 어려움인 감당하기 힘든 의료 비용의 발생에 대해 대응해준다. 펫케어 산업의 주축이 되고 있는 MZ 세대는 펫 보험 비용에 대해 과거 세대만큼 인식하지 않는다.

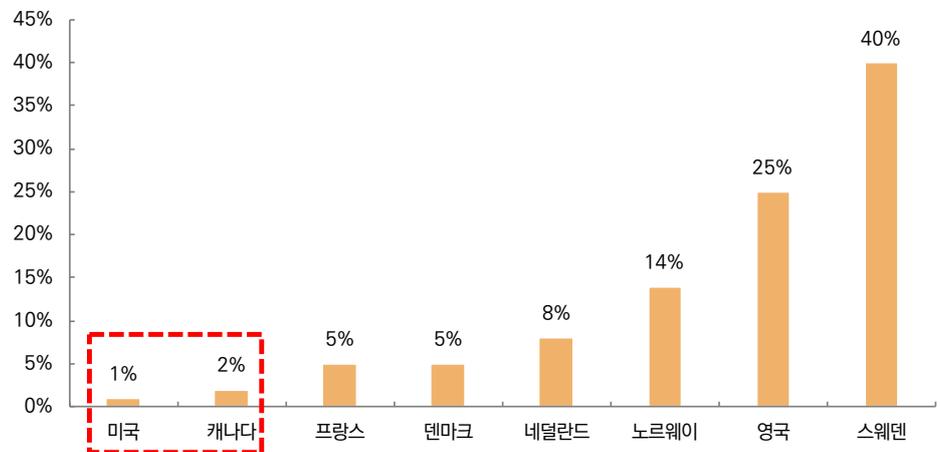
펫 보험은 반려동물 산업이 성숙한 유럽에서 가장 활성화되어 있으며 북미, 아시아, 남미 순으로 확산되고 있다. 펫 보험의 역사는 상상 이상으로 긴데 1924년 스웨덴에서 출시된 개를 위한 세계 최초의 펫 보험이 출시되었다. 펫 보험이 시작된 스웨덴의 펫 보험 침투율은 40% 이상이며, 스웨덴 다음으로 1947년부터 보험을 팔기 시작한 영국도 25% 이상의 침투율을 가지고 있다. 유럽에서는 펫 보험을 드는 것이 자연스러운 일이 되어가고 있다.

그림 34. 글로벌 펫보험 시장 규모



자료: 산업자료, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 35. 국가별 펫 보험 침투율



자료: TRUP, 미래에셋증권 리서치센터

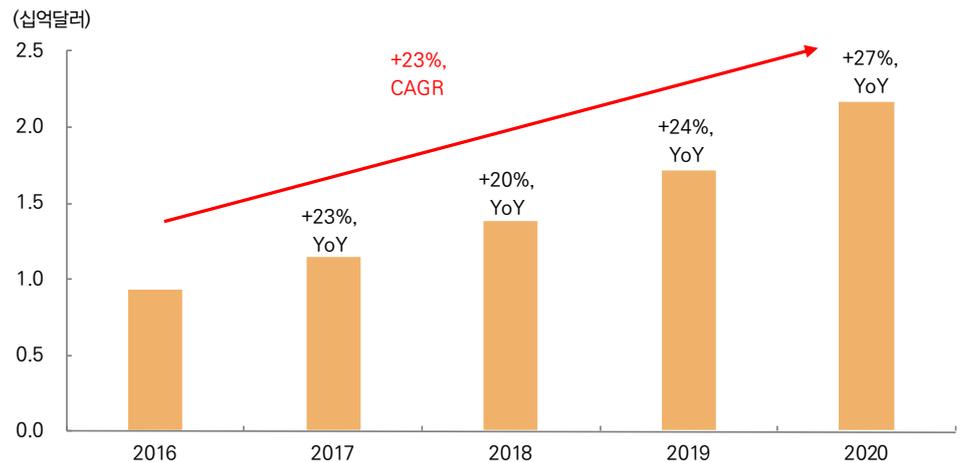
폭발적인 성장세를 보이고 있는 북미 시장

성숙기에 들어선 유럽 펫 보험 시장과는 달리 북미 지역은 연평균 23%에 달하는 폭발적인 성장 속도를 보여주고 있다. 미국은 반려동물을 키우는 가구 수가 아이를 키우는 가구 수보다 많으며 현재 70%의 가정에서 펫을 키우고 있다. 북미에서 펫을 기르는 주요 세대가 된 MZ 세대는 펫의 건강에 대해 관심이 높기 때문에 일찌감치 펫 보험을 알아보는 경우가 많다.

펫 보험은 활성화를 위해 1)의료 항목에 대한 가격 정립, 2)동물 보험에 대한 법적 제도의 완비, 3)보험사의 손해율 관리 능력 보유가 선결되어야 하기 때문에 단기간에 시장이 개화하기 힘든 영역이다. 국내에서 펫 보험 시장을 활성화시키고자 하지만 속도가 지지부진한 이유이기도 하다. 미국 펫 보험은 1982년부터 시작되어 40년간 기초 토대를 잘 쌓아 둔 상태이다. 미국은 동물병원협회 가 병원의 수가 동향을 조사해 통계집을 발간하고 수의사와 소비자에게 가격정보를 제공 중이다.

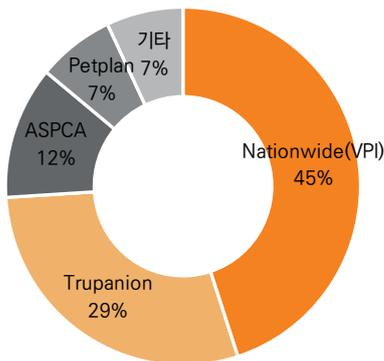
북미 펫 보험 시장은 20여개의 회사들이 경쟁 중에 있으며 종합보험사 Nationwide(비상장)와 펫 전문 보험사 Trupanion(TRUP US)이 양강 구도를 형성 중이다. 2020년말 기준 북미에서 345만 마리의 펫이 보험을 적용 받고 있다. 북미에는 현재 1억 8천만마리의 개와 고양이가 사람과 살고 있는 것으로 추정되며 펫 보험 침투율은 1~2% 수준이다.

그림 36. 북미 펫보험 시장 규모



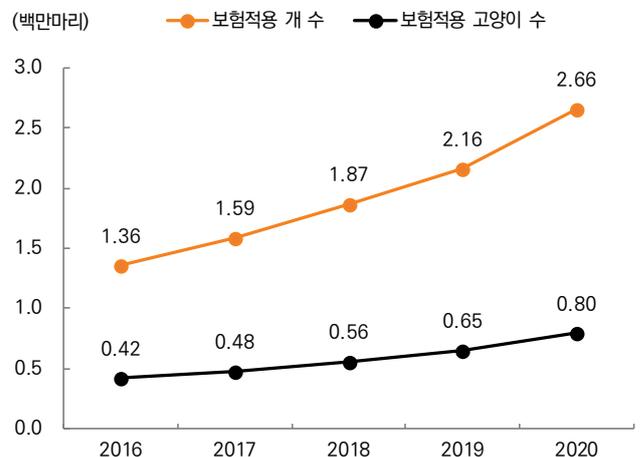
자료: Naphia '2021 State of the Industry Report', 미래에셋증권 리서치센터

그림 37. 미국 펫 보험 시장 점유율 (2018년)



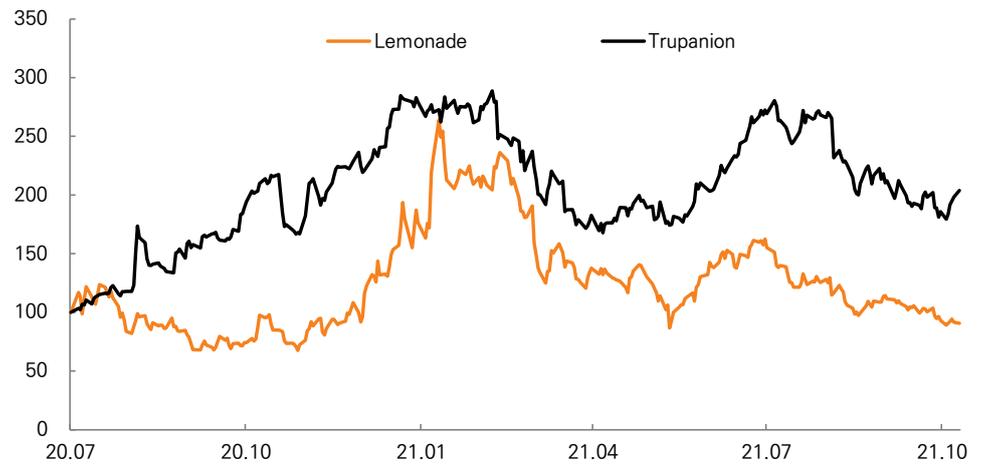
자료: IBISWorld, 미래에셋증권 리서치센터

그림 38. 북미 펫 보험 적용 개, 고양이 수 추이



자료: Naphia, 미래에셋증권 리서치센터

그림 39. Lemonade, Trupanion 상대 주가 추이



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

표 8. 핏 보험 기업 밸류에이션 비교

기업명		Trupanion	Lemonade
Ticker		TRUP US	LMND US
시가총액 (USDm)		3,520	3,872
매출액 (USDm)	2018	304	23
	2019	384	67
	2020	502	94
	2021F	692	125
	2022F	873	205
영업이익 (USDm)	2018	-1	-53
	2019	-2	-108
	2020	36	-121
	2021F	-37	-230
	2022F	-21	-251
순이익 (USDm)	2018	-1	-53
	2019	-2	-109
	2020	27	-122
	2021F	-36	-237
	2022F	-18	-250
영업이익률 (%)	2018	-0.3	-233.8
	2019	-0.5	-160.3
	2020	7.2	-128.0
	2021F	-5.3	-184.9
	2022F	-2.4	-122.4
P/S (x)	2018	2.7	-
	2019	3.4	-
	2020	8.6	43.7
	2021F	5.0	31.7
	2022F	3.9	19.3

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

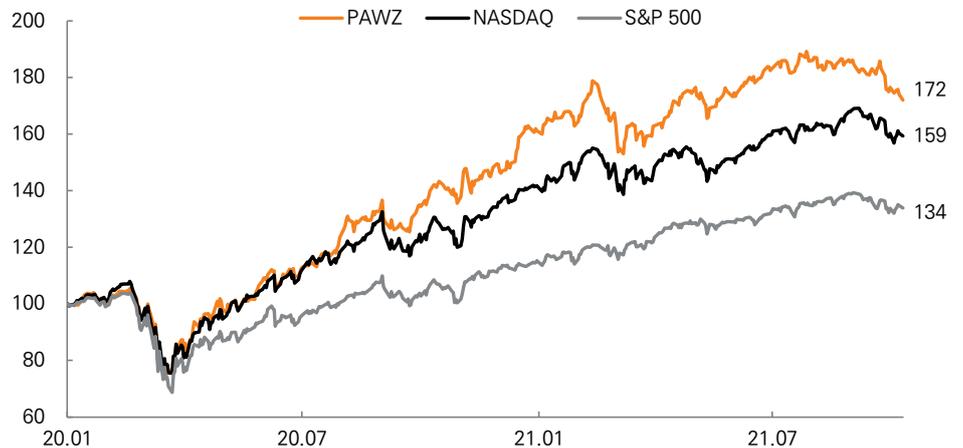
IV. Valuation 및 투자전략

1. Valuation

코로나 이후 높아진 밸류에이션

코로나 발생 이후 재택 근무 증가의 수혜 섹터로 부각되며 핏케어 기업들의 밸류에이션이 급증했다. 그 결과 핏케어 기업들과 ETF는 2020년 나스닥을 능가하는 주가 흐름을 보일 수 있었다. 핏케어 기업들이 메가 트렌드로 인식되기 시작하면서 ETF를 넘어 개별 핏케어 기업들까지 관심이 이어지고 있다. 주요 핏케어 기업들의 20년 P/S는 4.8배로 19년 P/S 3.4배 대비 44% 증가했다. 2021년 P/S는 4.7배로 전년도 멀티플 수준에서 거래 중이다.

그림 40. PAWZ ETF 상대주가 추이



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

세부 영역별 밸류에이션 현황

츄이가 주도하고 있는 핏 리테일 영역은 21F P/S 2.2배에서 거래 중이다. 핏 리테일 전자상거래 시장에 대한 관심이 커짐에 따라 2020년 밸류에이션이 급증하였다. 츄이, BarkBox 등은 아직 적자 상태이며 이익을 내는 동종업계 기업들의 경우 21F P/E 20배 수준에서 거래 중이다.

핏푸드 영역은 기존 대형 식품업체들이 주로 플레이하고 있으며 상장사인 Nestle, General Mills, JM Smucker 등이 21F P/S 2.5배, 21F P/E 20배 수준에서 거래 중이다. 연 30% 수준의 폭발적인 성장을 하고 있는 프레시핏의 21F P/S는 12.9배이며 아직 적자 지속 중이다.

핏 헬스케어 영역은 낙관적인 반려동물 헬스케어 산업 전망을 토대로 21F P/S 6.7배, 21F P/E 37배 수준에서 거래 중이다. 세부 카테고리로는 고속 성장 중인 진단기기 영역의 밸류에이션이 높은 편으로 IDEXX가 21F P/S 16.4배, P/E 73.4배 Heskaga가 P/S 10.6배에서 거래 중이다.

핏 보험 영역은 상장된 반려동물 보험 전문 회사가 별로 거의 관계로 Peer 분석에 어려움이 따른다. 핏 보험 전문 상장사인 Trupanion이 21F P/S 4.9배, 세입자보험과 핏보험을 함께 영위하는 레모네이드가 21F P/S 31.7배에서 거래 중이다.

표 9. 주요 펫케어 기업 밸류에이션 비교

기업명		Chewy	Petco	Petmed	FreshPet	Zoetis	IDEXX	PetIQ	Trupanion
Ticker		CHWY US	WOOF US	PETS US	FRPT US	ZTS US	IDXX US	PETQ US	TRUP US
시가총액 (USDm)		26,265	5,857	538	5,732	93,438	52,399	734	3,430
매출액 (USDm)	2018	2,104	-	274	193	5,825	2,213	529	304
	2019	3,533	4,392	283	246	6,260	2,407	709	384
	2020	4,847	4,435	284	319	6,675	2,707	780	502
	2021F	7,146	4,920	309	446	7,692	3,198	887	692
	2022F	8,950	5,631	295	590	8,343	3,554	976	873
영업이익 (USDm)	2018	-338	-	52	-4	1,995	494	20	-1
	2019	-268	239	46	1	2,311	554	20	-2
	2020	-251	220	31	0	2,397	697	20	36
	2021F	-88	272	38	-5	2,962	926	57	-37
	2022F	43	384	31	24	3,298	1,041	78	-21
순이익 (USDm)	2018	-338	-	37	-5	1,572	379	11	-1
	2019	-268	-55	38	-1	1,755	428	10	-2
	2020	-251	-9	26	-2	1,750	584	-55	27
	2021F	-91	49	31	-11	2,172	727	32	-36
	2022F	39	226	25	26	2,446	806	49	-18
영업이익률 (%)	2018	-16.1	-	19.0	-2.1	34.2	22.3	3.7	-0.3
	2019	-7.6	5.4	16.3	0.2	36.9	23.0	2.8	-0.5
	2020	-5.2	5.0	10.9	-0.0	35.9	25.8	2.5	7.2
	2021F	-1.2	5.5	12.2	-1.2	38.5	29.0	6.4	-5.3
	2022F	0.5	6.8	10.6	4.0	39.5	29.3	8.0	-2.5
P/E (x)	2018	-	-	22.9	-	26.5	43.4	38.7	-
	2019	-	-	12.4	-	36.4	53.3	56.4	-
	2020	-	-	22.3	-	45.3	74.2	-	161.3
	2021F	-	115.2	23.1	-	43.3	73.4	22.1	-
	2022F	197.7	26.1	20.5	210.8	38.5	65.8	14.4	-
P/S (x)	2018	-	-	3.1	5.9	7.1	7.3	0.8	2.7
	2019	-	-	1.6	8.6	10.1	9.3	0.8	3.4
	2020	2.2	-	2.0	17.7	11.8	15.8	1.2	8.6
	2021F	5.8	1.1	2.3	12.9	12.1	16.4	0.8	5.0
	2022F	2.9	1.0	1.8	9.7	11.2	14.7	0.8	3.9
P/B (x)	2018	-	-	7.4	9.4	18.8	-	2.6	6.7
	2019	-	-	3.5	16.3	23.2	125.8	2.5	9.6
	2020	-	-	4.5	14.7	20.9	67.6	4.2	13.9
	2021F	-	2.8	5.0	7.9	20.2	47.8	-	10.3
	2022F	144.2	-	-	7.6	17.1	31.8	-	10.1
EV/EBITDA (x)	2018	-	-	14.4	113.2	19.9	29.3	24.0	230.2
	2019	-	-	7.7	121.3	24.5	34.9	24.6	333.1
	2020	-	-	14.3	251.2	28.6	52.9	26.7	103.9
	2021F	4303.8	10.0	14.9	92.6	29.3	51.4	-	903.8
	2022F	135.0	-	-	62.5	26.1	45.4	-	-
ROE (%)	2018	-	-	35.7	-3.9	79.5	-	6.5	-1.0
	2019	-	-	30.1	-0.6	71.7	-	3.8	-1.4
	2020	-	-1.6	19.5	-0.7	54.0	144.2	-20.1	11.2
	2021F	-	3.7	22.6	-1.2	50.8	82.3	-	22.7
	2022F	115.6	10.4	-	3.0	41.7	57.0	-	29.6

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

2. 투자전략

1) 기존 시장의 구조적 변화. 침투율 상승

구조적 변화가 급속도로 이루어지기 시작한 영역에 투자한다. 2020년 이후 지속된 시장의 관심으로 펫케어 산업 전반에 대해 밸류에이션이 높아진 상태이다. 현시점 개별 기업 투자는 높아진 밸류에이션을 정당화할 수 있는 장기 고속 성장 여력이 있는 영역에 이루어질 필요가 있다. 아직 침투율이 낮지만 급성장하기 시작한 섹터가 적절하다.

미국 온라인 펫 리테일 시장이 좋은 선례다. 추이가 최근 5년간 매출과 기업가치를 10배 이상으로 키울 수 있었던 것은 기업 자체의 역량도 좋았지만 온라인 펫 리테일 시장 침투율 자체가 2014년 4%에서 2020년 27% 수준으로 급속 성장했기에 가능한 일이었다. 현재는 높은 수준의 온라인 침투율이 시장 성장률 둔화에 대한 우려로 이어져 밸류에이션에 부담으로 작용하기 시작하고 있다.

고속 성장을 시작한 북미 펫보험 시장에 주목한다. 현재 1~2%에 불과한 보험 침투율을 지녔지만 펫 지위 격상, MZ세대의 인식 변화, 펫 보험 상품의 전문화를 통해 20%대에 이르는 유럽의 침투율을 따라가기 시작했다. 현재 30% 수준인 성장률이 10년간 지속된다 하더라도 침투율은 20%에 미치지 못한다. 장기 성장 여력이 충분하다.

펫케어 산업 전체 Top Pick으로 TRUP으로 제시한다.

2) 펫 삶의 질 향상이 키워드. 프리미엄화에 주목해야

펫 휴머니제이션 시대의 도래로 펫케어 산업 전반에 대한 프리미엄화가 이루어질 것이다. 이전에는 펫을 생존 시키는 정도의 사료, 의료 행위를 제공했다면 이제는 펫의 삶의 만족도를 높이는 데 초점을 맞춘 제품과 서비스가 이어질 것이다.

펫 헬스케어 서비스의 프리미엄화에 주목한다. 펫 질병들에 대해 높아진 미충족 수요는 의약품, 수술 등 수의 서비스 전반의 향상으로 이어질 것이다. 또한 펫의 교육, 미용, 즐거움을 위한 웰니스 영역이 확장될 전망이다. 웰니스 프로그램이 동물병원과의 연계를 통해 나타나고 있다.

사료 영역의 프리미엄화는 이미 활발하게 이루어지고 있다. 더 이상 과거와 같이 육분을 통한 사료 제조가 아닌 인간이 먹을 수 있는 성분으로 제조하는 등의 프리미엄화가 이루어지고 있다. 펫을 위한 신선식품의 성장도 주목할 부분이다.

펫케어 프리미엄화 따른 추천종목으로 PETQ, 관심종목으로 FRPT를 제시한다.

3) ETF를 활용한 투자도 매력적

ETF를 통해 산업의 성장에 안정적으로 투자하는 것도 좋은 방안이다. 펫케어 산업은 성장 섹터이면서도 경기 방어적인 성격을 지녀 불확실성이 높은 증시 상황에서 좋은 투자 대안이 된다. 펫케어 산업의 대부분을 차지하는 의료비와 사료는 필수재 성격으로 경기 비탄력적이고 주기적인 매출을 발생시킨다. 또한 ETF와 개별 중소형주로 포트폴리오를 구성해 산업 전체에 투자하면서 알파를 달성하는 전략도 유효하다.

섹터별로 세분화되어 나올 신규 펫케어 ETF에 투자하는 방식도 좋다. 거대해진 시장 규모와 성장성에도 불구하고 펫케어 ETF는 현재 PAWZ 하나뿐이다. 산업에 대한 시장의 관심이 비교적 최근에 생겼고 상장된 펫케어 기업의 수가 적었던 것이 이유로 풀이된다. 시장의 성숙과 함께 등장할 펫 헬스케어, 금융, 테크 등의 ETF에 성장 속도를 고려한 선별적인 투자가 가능해질 것이다.

현시점 PAWZ를 추천 ETF로 제시한다.

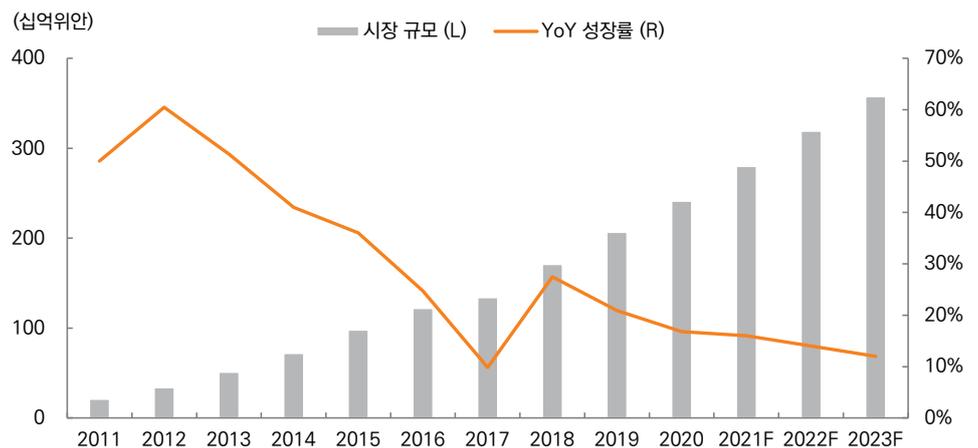
Appendix. 중국 펫케어 시장

MZ세대가 주도하는 중국 반려동물 시장

급속 성장 중인 중국 펫케어 시장은 연평균 14%씩 성장해 2023년 3,600억 위안 규모가 될 전망이다. ‘중국 애완동물 산업백서’에 따르면 2020년 중국 도심 지역 반려동물 수는 개 5,200만, 고양이 4,800만 마리로 1억 마리를 넘어섰다. 최근에는 고양이가 반려동물로 인기를 끌며 수가 급증하고 있다. 중국의 가구당 펫 침투율은 22% 수준으로 성장 여력이 아직 충분하다. 미국의 반려동물 보유 가구 비율은 67%로 중국의 3배 수준이다.

중국은 전자상거래가 가장 활성화된 나라답게 펫 리테일 영역의 온라인화도 급속히 이루어지고 있다. 2010년 1% 수준에 불과했던 펫 리테일 시장 온라인 침투율은 2019년 50%를 넘어선 것으로 추정된다. 중국 펫케어 시장을 주도하고 있는 MZ 세대는 반려동물을 위한 해외 펫 용품 직구에도 적극적이다.

그림 41. 중국 펫케어 산업 규모



자료: 중국 산업정보망, 산업자료, 미래에셋증권 리서치센터 추정

경쟁력 갖춘 로컬 업체들 등장하며 경쟁 심화

중국 펫푸드 시장은 글로벌 대형 식품업체들이 브랜드 영향력과 풍부한 매장 운영 경험을 강점으로 지배해왔다. 그러나 최근에는 중국 브랜드들이 가격 경쟁력과 다양한 유통 채널을 앞세워 추격하고 있으며 개 사료와 간식 분야에서는 로컬 업체들이 점유율 역전에 성공했다. 징동의 2020년 광군제 데이터에 따르면 개 사료와 간식 카테고리 1~2위 랭크된 브랜드가 모두 로컬 업체였다. 고양이의 사료와 간식의 경우 아직까지는 해외 업체들이 시장을 지배하고 있다.

펫 보험 시장의 경쟁도 최근 몇 년 새 치열해지고 있다. 핑안보험과 텐센트의 경우 위슈어 보험 플랫폼을 통해 펫 보험 시장에 진출했다. 중국 재보험 그룹 산하 중국 대륙보험(CCI) 역시 펫 보험 서비스를 확대하고 있다. 여기에 최신 IT 기술을 이용한 반려동물 보험 사기 단속도 강화 중이다. 알리페이가 반려동물의 비문(코 지문) 인식 기술을 도입한 것이 대표적인데 비문 인식 정확도가 99%에 이른다.

Top Picks 및 관심종목

ProShares Pet Care ETF (PAWZ US) 펫케어 산업 장기 성장성에 투자

트루패니언 (TRUP US/매수) 펫도 보험을 드는 세상

펫아이큐 (PETQ US/매수) 스마트한 펫 관리를 원한다면

프레시펫 (FRPT US/Not Rated) 펫에게도 맛있는 식사를

펫케어 산업 장기 성장성에 투자

임희석 heeseok.lim@miraeasset.com

글로벌 펫케어 산업에 분산 투자하는 ETF

글로벌 펫케어 기업들에 분산 투자하는 ETF

- 의약품 21%, 진단기기 15%, 전자상거래 13%, 오프라인 판매 9%, 펫푸드 9% 비중
- 헬스케어, 리테일, 음식료, 금융 등 펫케어 산업 전 영역에 분산 투자
- 테마별로 세분화된 ETF들이 없는 상황 속 유일한 펫케어 ETF 투자처
- 안정적으로 꾸준히 성장하는 산업으로 중장기적 관점에서 매력적

장기 성장 전망되는 펫케어 산업

펫을 가족의 일원으로 여기는 펫 휴머니제이션 트렌드 확산

- 반려동물을 자신처럼 아끼는 MZ세대가 경제력을 갖추며 산업 성장을 주도
- 글로벌 펫케어 시장 규모는 연평균 6.1%씩 성장해 2027년 3,500억 달러 도달 전망
- 보유 가구 비중이 증가(Q↑)하고 펫 당 지출 비용(P↑)이 증가하는 글로벌 트렌드 지속
- 펫테크의 발전으로 펫 돌봄에 필요한 인적 부담이 감소해 보급률 지속 증가 예상
- 의료 영역의 발전이 이끌고 있는 펫의 고령화 추세로 펫 당 지출 비용 증가 전망

성장 섹터인 동시에 경기 방어적 특징

경기 비탄력적 특성으로 불황에 강한 펫케어 산업

- 산업 내 주요 섹터인 헬스케어와 푸드는 필수재 성격을 지니며 주기적인 매출 발생
- 펫케어 산업은 2001년, 2008~2009년의 경기침체기에도 안정적인 성장을 지속
- 코로나19가 성행한 2020년에도 펫케어 산업은 전년 수준을 초과하는 성장률을 기록
- PAWZ ETF는 2020년 이후 나스닥, S&P 지수를 아웃퍼폼 중

Key data



Share performance				상위 10개 구성 종목		
주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월	순위	기업명	비중 (%)
절대주가	-5.4	4.0	21.5	1	IDEXX	9.8
상대주가	-3.1	-1.4	-1.3	2	ZOETIS	9.7
				3	DECHRA	9.3
				4	CHEWY	7.9
				5	FRESHPET	7.8
				6	MERCK & CO	4.4
				7	NESTLE	4.4
				8	PETS AT HOME	4.3
				9	PETCO	4.1
				10	ZOOPLUS	4.1

Share performance

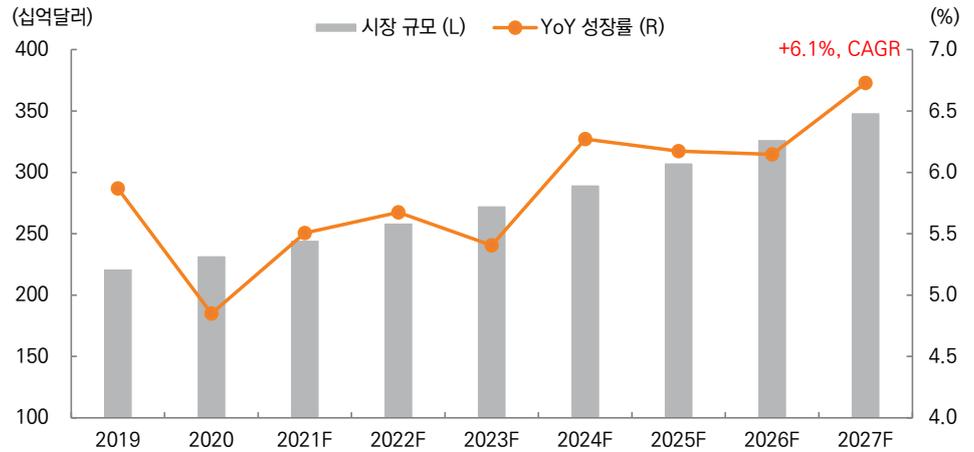
Share performance				상위 10개 구성 종목		
주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월	순위	기업명	비중 (%)
절대주가	-5.4	4.0	21.5	1	IDEXX	9.8
상대주가	-3.1	-1.4	-1.3	2	ZOETIS	9.7
				3	DECHRA	9.3
				4	CHEWY	7.9
				5	FRESHPET	7.8
				6	MERCK & CO	4.4
				7	NESTLE	4.4
				8	PETS AT HOME	4.3
				9	PETCO	4.1
				10	ZOOPLUS	4.1

상위 10개 구성 종목

순위	기업명	비중 (%)	순위	기업명	비중 (%)
1	IDEXX	9.8	6	MERCK & CO	4.4
2	ZOETIS	9.7	7	NESTLE	4.4
3	DECHRA	9.3	8	PETS AT HOME	4.3
4	CHEWY	7.9	9	PETCO	4.1
5	FRESHPET	7.8	10	ZOOPLUS	4.1

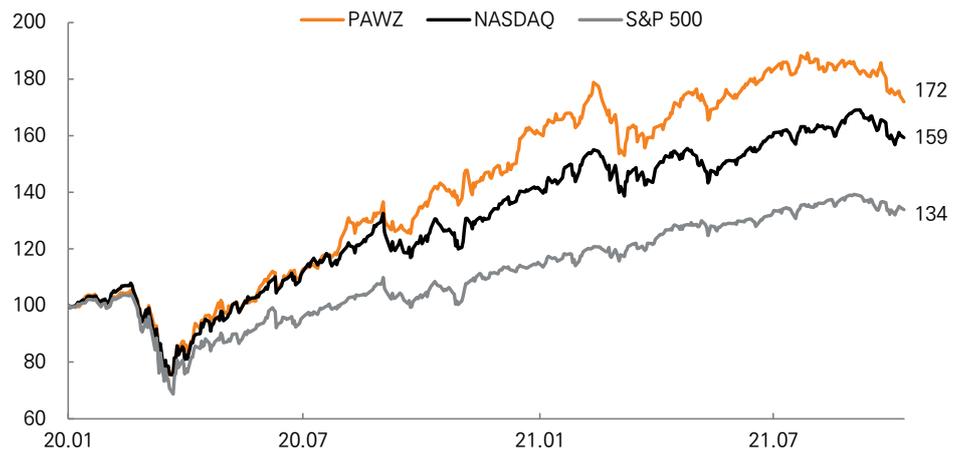
자료: ProShares, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 42. 글로벌 펫케어 시장 규모



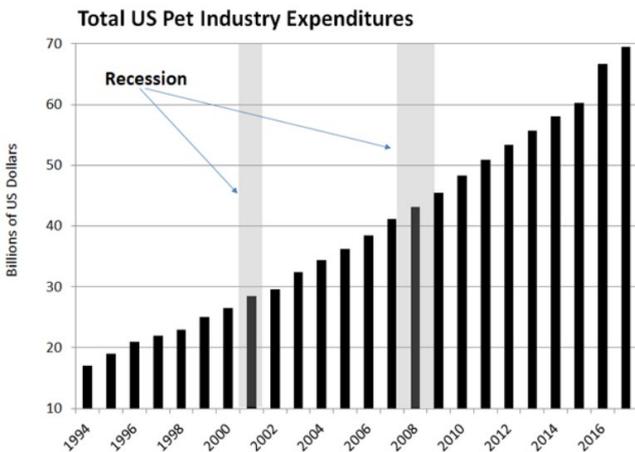
자료: 산업자료, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 43. PAWZ ETF 코로나 이후 상대 추가 추이 (20.01=100)



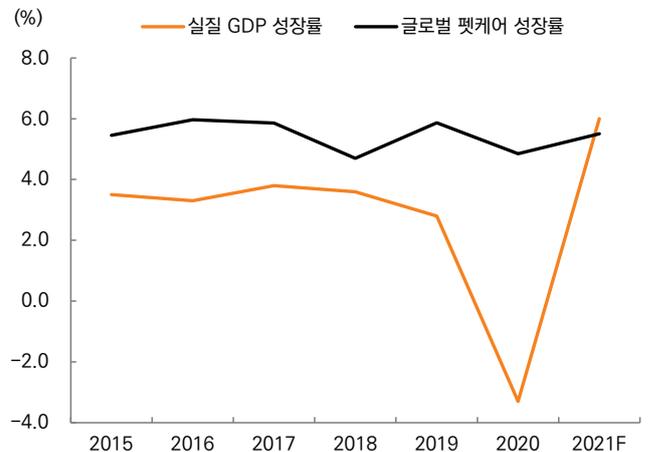
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 44. 경기 침체기 발생과 미국 펫케어 산업 규모 추이



자료: Thomson Reuters, Market Watch, 미래에셋증권 리서치센터

그림 45. 글로벌 펫케어 성장률 Vs. 실질 GDP 성장률



자료: IMF, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 46. PAWZ ETF 세부 산업별 비중

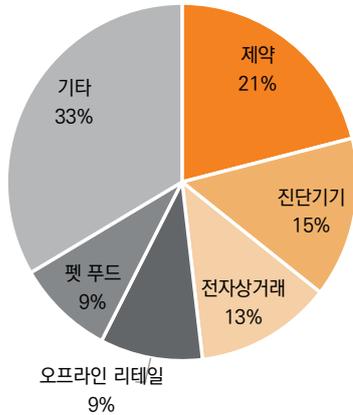
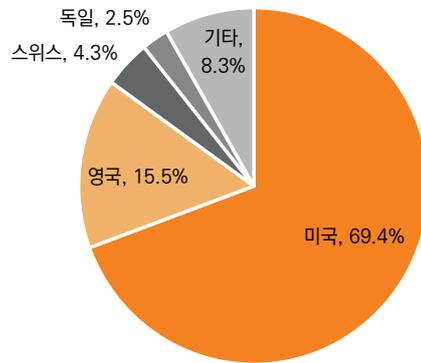


그림 47. PAWZ ETF 국가별 비중



자료: ProShares, 미래에셋증권 리서치센터

자료: ProShares, 미래에셋증권 리서치센터

표 10. PAWZ 구성 주요 기업 비중 및 수익률

(십억달러, %)

	분류	회사명	티커	비중	시총	1M 주가	3M 주가	6M 주가	1Y 주가
1	헬스케어	IDEXX LABORATORIES INC	IDXX US EQUITY	9.8	52.4	-9.6	-6.6	21.6	46.9
2	헬스케어	ZOETIS INC	ZTS US EQUITY	9.7	93.4	-4.8	-0.6	21.3	17.0
3	헬스케어	DECHRA PHARMACEUTICALS PLC	DPH LN EQUITY	9.3	6.8	-7.4	-0.6	28.3	37.0
4	리테일	CHEWY INC	CHWY US EQUITY	7.9	26.3	-16.2	-25.5	-25.2	-2.5
5	음식료	FRESHPET INC	FRPT US EQUITY	7.8	5.7	-1.2	-17.9	-22.5	7.2
6	헬스케어	MERCK & CO. INC.	MRK US EQUITY	4.4	201.5	8.4	2.6	9.5	3.9
7	음식료	NESTLE SA-REG	NESN SW EQUITY	4.4	340.6	-2.1	-2.8	4.5	2.7
8	리테일	PETS AT HOME GROUP PLC	PETS LN EQUITY	4.3	3.2	-4.5	0.2	9.1	17.1
9	리테일	PETCO HEALTH AND WELLNESS CO	WOOF US EQUITY	4.1	5.9	1.8	2.7	-0.7	-
10	리테일	ZOOPLUS AG	ZO1 GR EQUITY	4.1	4.0	1.6	70.5	86.1	234.8
11	리테일	COLGATE-PALMOLIVE CO	CL US EQUITY	3.6	63.8	-1.8	-8.8	-5.6	-6.2
12	보험	TRUPANION INC	TRUP US EQUITY	3.5	3.4	-4.8	-22.9	12.8	-7.1
13	헬스케어	CVS GROUP PLC	CVSG LN EQUITY	3.3	2.3	0.2	2.3	32.9	99.8
14	헬스케어	HESKA CORP	HSKA US EQUITY	3.3	2.7	-4.5	4.3	44.0	142.4
15	헬스케어	COVETRUS INC	CVET US EQUITY	2.6	2.6	-12.3	-30.7	-35.9	-27.3

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

트루패니언 Trupanion (TRUP US)

펫도 보험을 드는 세상

매수
(신규)

목표가: USD 120
상승여력: 40.8%

임희석 heeseok.lim@miraeasset.com

기업소개

북미 최대 펫 전문 보험사

- 20% 후반 시장 점유율을 가진 펫 전문 보험사. 종합 보험사 Nationwide와 양강 구도
- 20년 기준 자체 구독 매출 비중 77%, 기타(3자 경유, 소프트웨어) 매출 비중 23%

투자 포인트

폭발하고 있는 북미 펫 보험 시장 최대 수혜주

- 성숙기에 들어선 유럽 시장과는 달리 북미 펫 보험 시장은 연 20% 중반대의 성장 지속
- 2020년 기준 북미 펫 보험 침투율은 2% 미만. 스웨덴과 영국은 40%, 25% 침투율

차별화된 소프트웨어 플랫폼 구축

- 업계의 기존 방식은 고객이 병원에 전체 진료비를 내고 보험사에 추후 청구하는 방식
- 동사는 자체 소프트웨어 플랫폼을 통해 퇴원 시 고객이 자신의 몫만 지불하는 청구 직불제 운영. 퇴원 및 보험 청구에 걸리는 소요시간을 5분 이내로 획기적으로 단축

파트너십을 통한 신규 매출 본격화 전망

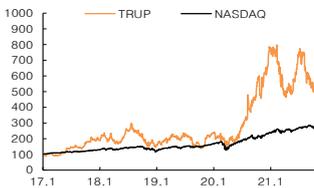
- 북미 최대 종합 보험사 State Farm과 단독 제휴. 2H21 3자 중개 매출 본격화 전망
- 일본, 미국에서 사업 중인 대형 보험사 AFLAC과의 파트너십. 일본 진출 교두보 마련

커버리지 개시

투자의견 매수, 목표주가 USD120 커버리지 개시

- 22년 예상 매출액에 목표 P/S 5.5배를 적용. 현재 22F P/S 3.9배에서 거래 중
- 목표 P/S 5.5배는 북미 전통보험사와 인슈어테크 기업의 22F P/S의 평균
- 동사는 전통보험사에서 인슈어테크 기업으로 전환되는 과도기에 위치했다고 판단
- 온라인, 자동화 전환 속도에 따라 인슈어테크가 부여 받는 밸류 수준에 가까워질 전망

Key data



현재 주가 (21/10/12)	USD 85.24	시가총액 (십억USD)	3.43
거래소	NASDAQ GM	시가총액 (조원)	4.1
EPS 성장률 (21F,x)	-	유통주식수 (백만주)	36.4
P/E (21F,x)	-	52주 최저가 (USD)	69.74
MKT P/E (21F,x)	21.4	52주 최고가 (USD)	126.53
배당수익률 (%)	-		

Share performance

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-4.8	12.8	-7.1
상대주가	-2.4	7.0	-24.6

Earnings and valuation metrics

결산기 (12월)	12/18	12/19	12/20	12/21F	12/22F	12/23F
매출액 (백만USD)	304.0	383.9	502.0	693.9	902.6	1156.8
영업이익 (백만USD)	-1.0	-1.9	-4.9	-35.9	-21.8	-13.2
영업이익률 (%)	-0.3%	-0.5%	-1.0%	-5.2%	-2.4%	-1.1%
순이익 (백만USD)	-0.9	-1.8	-5.8	-35.1	-21.5	-12.9
EPS (USD)	-0.03	-0.05	-0.16	-0.87	-0.52	-0.30
ROE (%)	-1.0%	-1.4%	-2.5%	-10.4%	-6.4%	-3.7%
P/S (배)	2.8	3.4	9.4	4.9	3.9	3.1
EV/Sales (배)	2.6	3.2	8.9	4.6	3.6	2.9

주: GAAP

자료: TRUP, 미래에셋증권 리서치센터

I. Valuation

투자 의견 매수, 목표주가 USD120 신규 제시

트루패니언에 대해 투자 의견 매수, 목표주가 USD120로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 22년 예상 매출액에 목표 P/S 5.5배를 적용한 값이다. 당사는 트루패니언이 인슈어테크 기업으로 전환 되는 과도기에 위치했다고 판단한다. 목표 P/S 5.5배는 전통 북미 보험사(8개사, 평균 1.3배)와 인슈어테크 보험사(7개사, 평균 9.7배)들의 22F P/S 평균 값이다. 온라인, 자동화 전환 속도에 따라 동사의 밸류에이션은 인슈어테크 보험사들이 부여 받는 P/S 수준에 가까워질 것으로 전망한다.

코로나 이후 동사에 대한 리레이팅이 진행되고 있다. 당사는 상장 초기인 2014~2016년 1배 전후의 전통적인 보험사 수준의 밸류에이션을 기록했다. 20%대 중후반의 높은 성장률이 지속되고 적자 폭이 감소한 2017~2019년에는 2~3배의 12MF P/S를 기록했다. 2020년 이후에는 코로나 이후 핏케어 산업에 대한 시장의 관심이 지속되며 멀티플의 급격한 상승을 경험했다.

적정 멀티플 P/S 산정을 위한 Peer 그룹으로 Lemonade(LMND US), Root(ROOT US), Metromile (MILE US), Goosehead(GSHD US) 등 각 영역에서 고속 성장하고 있는 인슈어테크 기업들을 선정했다. 동사가 보이고 있는 1) 연 30% 수준의 고성장, 2) AI 기술을 통한 보험 프로세스 효율화, 3) 온라인 판매로의 전환 추세를 고려할 때 트루패니언은 전통 보험사가 아닌 인슈어테크 기업으로 보는 것이 타당하다. 북미 지역 외 글로벌로의 진출이 추후 밸류에이션 할증 요소가 될 수 있을 것으로 전망한다.

표 11. TRUP P/S 밸류에이션

(백만달러)

	2017	2018	2019	2020	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F
매출액	243	304	384	502	694	903	1,157	1,471	1,858
(% yoy)	28.9%	25.3%	26.3%	30.8%	38.2%	30.1%	28.2%	27.2%	26.3%
조정 영업이익 (AOI)	23	32	44	57	74	103	139	181	236
(AOI margin, %)	9.6%	10.5%	11.5%	11.4%	10.7%	11.5%	12.0%	12.3%	12.7%
EV/AOI (x)	35.3	24.5	28.0	78.7	43.0	31.7	24.1	18.7	14.4
P/S (x)	3.6	2.8	3.4	9.4	4.9	3.9	3.1	2.5	2.1
2022E 매출액	903								
Target P/S (x)	5.5	전통 보험사, 인슈어테크 보험사 22F P/S 평균							
시가총액	4,973								
회석 주식수 (백만주)	41.4								
목표주가 (USD)	120.0								
Upside	40.8%								

자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 48. TRUP 12MF P/S 추이: 인수어테크 밸류에이션에 근접하게 될 것



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터 추정

표 12. 고성장 인수어테크 기업 밸류에이션 비교

기업명		Trupanion	Lemonade	Root	Metromile	Goosehead	SelectQuote	Kinsale	Palomar
Ticker		TRUP US	LMND US	ROOT US	MILE US	GSHD US	SLQT US	KNSL US	PLMR US
시가총액 (USDm)		3,430	3,947	1,279	412	6,232	2,076	3,712	1,986
매출액 (USDm)	2018	304	23	43	-	60	234	229	73
	2019	384	67	290	0	77	337	303	113
	2020	502	94	347	0	117	532	439	168
	2021F	692	125	267	70	153	1,316	601	234
	2022F	873	205	231	79	212	1,681	727	328
영업이익 (USDm)	2018	-1	-53	-68	-	-14	47	48	21
	2019	-2	-108	-260	0	14	99	63	19
	2020	36	-121	-285	-1	20	133	80	6
	2021F	-37	-230	-563	-	18	237	125	65
	2022F	-21	-251	-443	-	41	366	135	80
순이익 (USDm)	2018	-1	-53	-69	-	-9	37	39	18
	2019	-2	-109	-282	0	4	75	53	11
	2020	27	-122	-363	-1	9	82	72	6
	2021F	-36	-237	-580	-179	8	149	106	62
	2022F	-18	-250	-429	-87	19	242	123	78
영업이익률 (%)	2018	-0.3	-233.8	-157.5	-	-23.2	20.0	20.8	28.1
	2019	-0.5	-160.3	-89.6	-	18.2	29.3	20.9	16.9
	2020	7.2	-128.0	-82.3	-	17.0	25.0	18.2	3.7
	2021F	-5.3	-184.9	-210.7	-	12.0	18.0	20.8	27.8
	2022F	-2.5	-122.4	-192.1	-	19.3	21.7	18.5	24.2
P/S (x)	2018	2.7	-	-	-	5.9	-	5.1	-
	2019	3.4	-	-	-	8.1	-	7.2	9.6
	2020	8.6	43.7	3.4	-	17.9	4.6	10.2	13.1
	2021F	5.0	31.7	4.8	5.9	40.7	1.6	6.2	8.5
	2022F	3.9	19.3	5.5	5.2	29.4	1.2	5.1	6.0

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

II. 실적 전망

건조한 외형 성장 지속

2021년 트루패니언은 매출액 6.9억달러(+38%, YoY), 당기 순손실 3,500만달러(적자 지속)를 기록할 전망이다. 조정 EBITDA에 PAC(Pet Acquisition Cost, 신규 펫 모객에 사용한 지출 비용)를 합한 조정 영업이익(AOI)은 7,400만달러, AOI 마진은 10.7%를 기록할 전망이다.

사업부별로는 주요 서비스인 Trupanion을 직접적으로 판매하는 구독 비즈니스 매출이 27%, 경유 판매, 소프트웨어 매출로 이루어진 기타 매출이 75% 성장할 것으로 예상된다. State Farm(미국 1위 종합보험사), AFLAC(글로벌 보충보험사)과의 제휴를 통한 중개 매출이 본격화되면서 기타 매출 비중이 29%로 증가할 전망이다.

98%대 후반으로 높아지고 있는 월평균 Retention, 보험 구독 펫 수의 증가(+10%대 후반, YoY), 펫 당 월 평균 매출액의 증가(+5~6%, YoY)가 장기적인 외형 성장을 주도할 것이다. 회사의 2025년까지의 가이던스는 연평균 25% 이상의 매출 성장이다.

표 13. 트루패니언 분기 및 연간 실적 전망

(백만달러)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21F	4Q21F	2019	2020	2021F	2022F	2023F
Revenue	111	118	130	143	155	168	180	191	384	502	694	903	1,157
(% yoy)	28.0%	27.9%	31.1%	35.3%	39.0%	42.7%	38.3%	33.9%	26.3%	30.8%	38.2%	30.1%	28.2%
Subscription Business	89	92	99	106	113	120	127	133	321	388	494	612	756
Other Business	22	25	31	36	41	48	53	58	63	114	200	290	401
Cost of Goods & Services	93	98	110	119	134	144	153	162	319	420	593	763	973
(% of Sales)	84.0%	83.2%	84.2%	83.5%	86.4%	85.4%	85.1%	84.8%	83.1%	83.7%	85.4%	84.5%	84.1%
Subscription Business	73	75	81	86	96	100	105	109	262	315	409	498	612
Other Business	20	23	28	33	38	44	49	53	57	105	184	264	361
Gross Profit	18	20	21	24	21	25	27	29	65	82	101	140	184
(% yoy)	18.8%	35.0%	18.0%	33.0%	18.2%	23.5%	29.9%	22.7%	26.4%	26.1%	23.7%	38.1%	31.2%
(GP margin, %)	16.0%	16.8%	15.8%	16.5%	13.6%	14.6%	14.9%	15.2%	16.9%	16.3%	14.6%	15.5%	15.9%
Subscription Business	16	18	18	21	18	21	22	24	59	73	85	114	144
Other Business	2	2	2	3	3	4	4	5	6	9	17	26	40
Operating Expenses	19	18	23	27	34	34	34	35	67	87	137	162	197
(% of Sales)	16.9%	15.6%	17.6%	18.8%	21.8%	20.2%	19.0%	18.4%	17.4%	17.3%	19.8%	17.9%	17.0%
Technology and development	2	2	2	3	4	4	4	4	7	10	16	20	24
General and administrative	5	5	5	7	7	7	7	7	18	22	29	36	44
Sales and marketing	10	9	13	15	20	19	19	20	35	48	78	89	108
Depreciation & Amortization	1	2	2	2	3	3	3	4	6	7	13	17	21
Operating Profits (EBIT)	-1	2	-2	-3	-13	-10	-7	-6	-2	-5	-36	-22	-13
(OP margin, %)	-0.9%	1.3%	-1.7%	-2.2%	-8.2%	-5.7%	-4.2%	-3.3%	-0.5%	-1.0%	-5.2%	-2.4%	-1.1%
Net Profits attributable to owners	-1	1	-3	-4	-12	-9	-7	-6	-2	-6	-35	-21	-13
Adjusted EBITDA	2	5	2	2	-1	0	1	1	11	12	1	20	38
Pet Acquisition Cost (PAC)	10	9	13	14	17	17	17	18	33	45	69	79	96
Adjusted Operating Income (AOI)	12	14	14	17	17	18	19	20	44	57	74	103	139
(AOI margin, %)	10.8%	11.9%	11.1%	11.7%	10.8%	11.0%	10.6%	10.5%	11.5%	11.4%	10.7%	11.5%	12.0%

자료: 미래에셋증권 리서치센터

2025년 흑자 전환 전망

트루패니언은 2025년 흑자전환 가능할 전망이다. 경영진은 현재 성장기 초입인 복미 펫 보험 시장에서 점유율 확대에 중점을 두고 있다. 올해는 지난 20년간 ‘Trupanion’ 단일 보험 상품만 판매했던 것에서 벗어나 신규 상품인 ‘Furkin’, ‘PHI Direct’을 출시하였다. 2021~22년 신규 상품 라인 확대에 따라 매출은 견조한 성장을 지속하고 마케팅비는 초기 광고 집행에 따라 상승할 전망이다. 두 신규 보험은 온라인 중심의 판매 상품으로 장기 마진 개선에 도움이 될 것이다.

마진은 펫 당 평생 창출 이익의 증가와 함께 장기적으로 조정 영업이익률(AOI margin)에 가까워질 전망이다. 조정 영업이익률은 2021년 10.7%에서 2025년 12.7%로 상승할 것으로 예상된다. 조정 영업이익(AOI)으로 조정 EBITDA에 펫 인수 비용을 더하는 이유는 PAC가 일회성이기 때문이다. 가입 펫은 보험을 해지하지 않는 한 월 보험료를 지속적으로 창출시킨다.

2020년 기준 펫 당 평생 창출 이익은 653달러, PAC는 247달러이며 펫 당 평생 순이익은 406달러다. 이는 2020년 기준 신규 가입 펫 1마리가 247달러의 가입 비용을 발생시켰지만 평생 653달러의 이익을 창출해낸다는 의미다. 펫 당 평생 순이익은 2019년 311달러에서 30% 가량 증가했다. 온라인 채널을 통한 판매와 3자 경유를 통한 판매 비중이 높아질 수록 펫 당 PAC가 감소해 마진 개선으로 이어질 것이다.

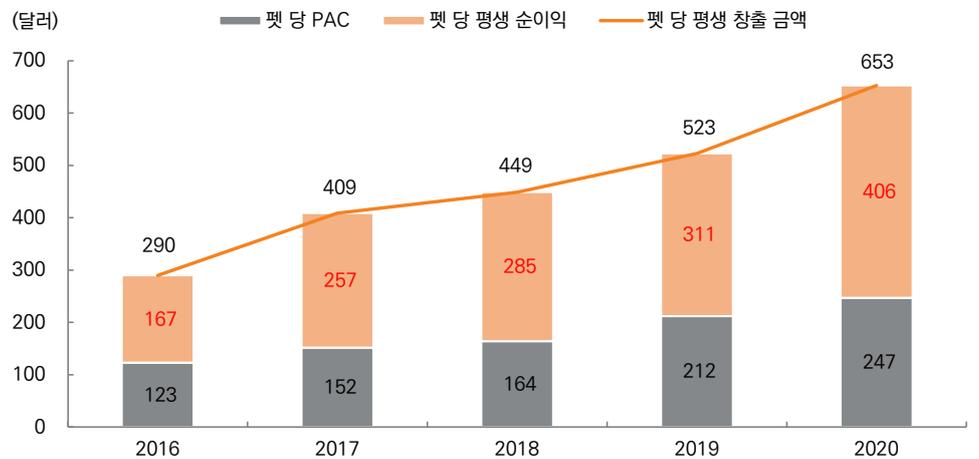
표 14. 트루패니언 연간 실적 전망

(백만달러)

	2017	2018	2019	2020	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F
Revenue	243	304	384	502	694	903	1,157	1,471	1,858
(% yoy)	28.9%	25.3%	26.3%	30.8%	38.2%	30.1%	28.2%	27.2%	26.3%
Operating Profits (EBIT)	-3	-1	-2	-5	-36	-22	-13	-2	16
(OP margin, %)	-1.1%	-0.3%	-0.5%	-1.0%	-5.2%	-2.4%	-1.1%	-0.1%	0.9%
Net Profits	-2	-1	-2	-6	-35	-21	-13	-1	13
* Non Gaap									
Adjusted EBITDA	5	9	11	12	1	20	38	62	96
Pet Acquisition Cost (PAC)	18	24	33	45	69	79	96	115	136
Adjusted Operating Income (AOI)	23	32	44	57	74	103	139	181	236
(AOI margin, %)	9.6%	10.5%	11.5%	11.4%	10.7%	11.5%	12.0%	12.3%	12.7%

자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 49. 펫 당 창출 현금 지표



자료: TRUP, 미래에셋증권 리서치센터

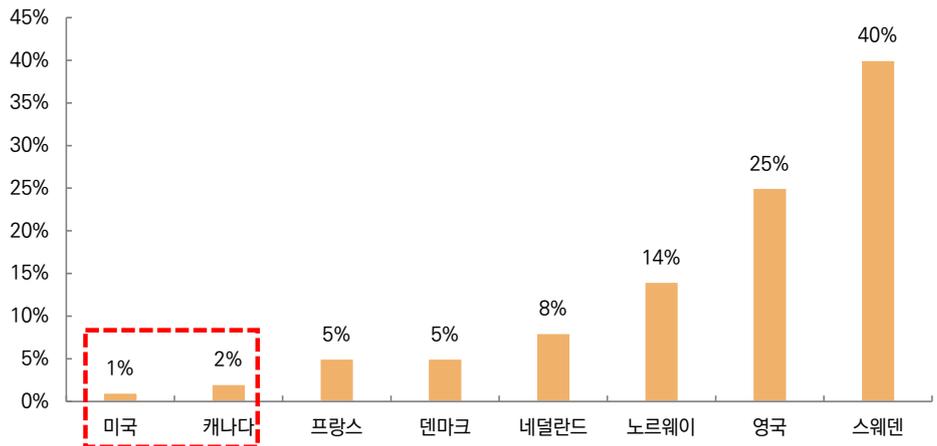
III. 투자포인트

고속 성장하는 북미 핏 보험 시장 수혜

동사는 연평균 23%씩 성장하고 있는 북미 핏 보험 시장 성장의 최대 수혜주다. 핏 양육의 주요 세대가 MZ 세대로 변화함에 따라 핏 보험 시장 성장이 가속화되고 있다. 2020년 북미 핏 보험 시장 성장률은 27%에 달했다. 소비력을 갖추게 된 MZ 세대는 핏의 건강에 대한 각별한 관심과 병에 대한 강력한 치료 의사를 가지고 있기 때문에 일찌감치 핏 보험을 알아보는 경우가 많다.

북미 핏 보험 시장의 고속 성장은 10년 이상 지속될 장기 트렌드로 전망한다. 핏 보험 성장기에 접어든 미국과 캐나다의 핏 보험 침투율은 아직 1~2% 수준에 불과하다. 핏 보험이 최초로 출시된 유럽의 경우 스웨덴 40%, 영국 25%, 노르웨이 15%의 침투율을 보이고 있다. 핏 보험 활성화를 위한 선결 조건인 1) 의료 항목에 대한 가격 정립, 2) 동물 보험에 대한 법적 제도 완비, 3) 보험사 손해율 관리 능력이 충족된 만큼 북미 시장도 유럽 시장을 빠르게 뒤쫓을 것으로 판단한다.

그림 50. 국가별 핏 보험 침투율

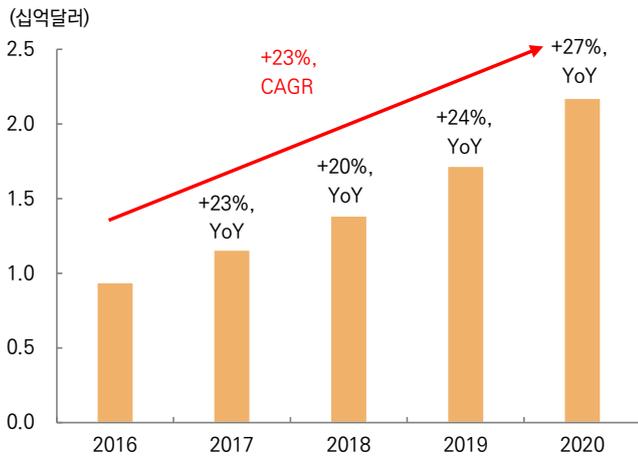


자료: TRUP, 미래에셋증권 리서치센터

핏 보험 산업 성장의 수혜는 오랜 기간 사업을 진행해온 선두 업체들에 집중될 것이다. 핏 보험은 규제 산업으로 단기간에 신생 사업자가 등장하기 힘든 구조다. 그리고 핏 보험사의 경쟁력은 데이터의 양에 달려있다 해도 과언이 아니기 때문이다. 보험사 운영의 핵심인 보험 상품의 손해율 관리를 위해서는 수십년 이상의 방대한 데이터가 필요하다. 이는 국내에서 최근 핏 보험 영역을 적극적으로 성장시키고자 하지만 진척이 더딘 이유기도 하다.

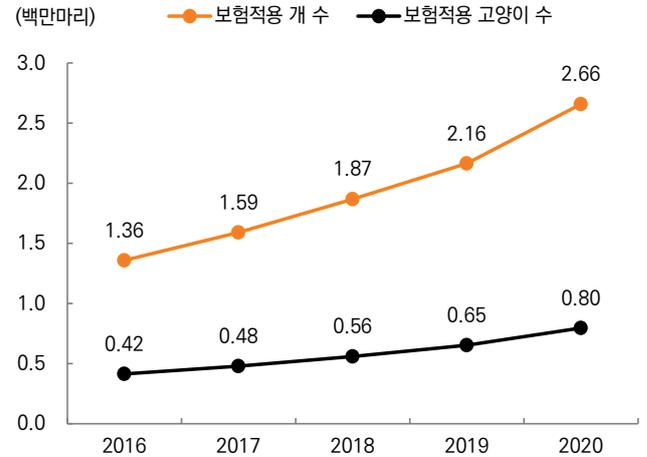
핏 보험상품은 손해율 관리를 위해 사람에 대한 보험보다도 더욱 다양하고 많은 데이터를 필요로 한다. 핏은 종류(개, 고양이 등)와, 종(견종, 묘종 등) 변수만 하더라도 수백 가지 이상이다. 여기에 각 나이에 따른 질환별 발병률 그리고 종별로 다른 의료 수가에 대한 고려도 이어져야 한다. 북미 핏 보험 시장에서 1위를 다투고 있는 Nationwide와 트루패니언은 이미 20년 이상 사업을 영위해 오며 데이터라는 강력한 해자를 구축한 것으로 볼 수 있다. 미국 1위 종합보험사 State Farm이 신규 사업 진출이 아닌 트루패니언 상품의 연계 판매를 택한 것이 그 방증이다.

그림 51. 북미 펫보험 시장 규모



자료: Naphia, 미래에셋증권 리서치센터

그림 52. 북미 펫 보험 적용 개, 고양이 수 추이



자료: Naphia, 미래에셋증권 리서치센터

차별화된 소프트웨어

동사의 가장 큰 해자는 보험료의 즉시 지불이 가능한 독자 소프트웨어의 보유다. 기존 병원 이용 고객은 보험 청구에 있어서 ‘퇴원 - 진료비 100% 지불 - 보험사 개별 청구 - 환급’이라는 일련의 과정을 거쳐야만 했다. 그러나 동사의 소프트웨어는 병원에 90%를 즉시 지급해 고객은 10%의 본인 부담액만 지불하는 청구직불제가 가능케 한다. 2020년 24%의 보험 발생 건에 대해서 5분 이내에 처리했으며 2025년에는 90% 이상의 발생 건에 대해 5분 이내 처리가 가능할 전망이다.

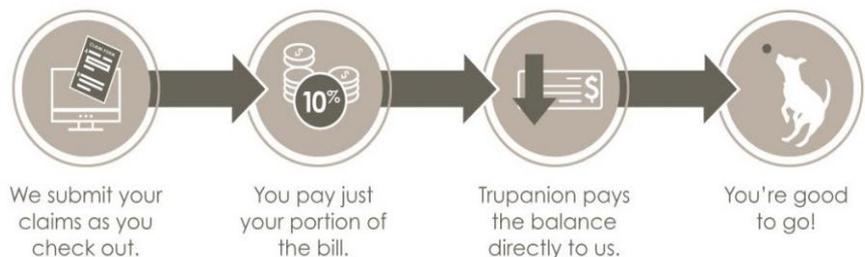
보험 청구 처리의 자동화 전환도 동사의 핵심 성장 동력이다. 소프트웨어, 비소프트웨어 청구 건에 대해 모두 적용되는 청구 처리 자동화는 사후 프로세스를 생략해 비용을 절감시킨다. 자동화 전환에 따라 펫 당 매출액의 9% 수준인 변동비 비중이 점차 낮아질 것으로 판단한다. 2020년 보험 청구 건들에 대한 자동 처리 비율은 18%였으며 2025년에는 80% 이상에 도달할 전망이다.

표 15. Trupanion 병원 지표: 소프트웨어 이용 병원 수 급증

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Territory partners 수	34	40	58	84	105	107	123	130	152
병원 수	5,034	5,531	6,098	7,359	7,875	8,242	9,279	10,315	11,517
병원 당 월간 신규 펫 수	0.92	1.01	1.05	1.09	1.07	1.06	1.13	1.14	1.20
소프트웨어 이용 병원 수	-	-	-	-	-	-	2,908	4,426	5,220

자료: TRUP, 미래에셋증권 리서치센터

그림 53. 차별화된 청구 직불 시스템



자료: TRUP, 미래에셋증권 리서치센터

신규 시장 개척

신규 보험 상품인 ‘Furkin’, ‘PHI Direct’ 출시를 통해 시장 점유율을 높일 수 있을 전망이다. 동사는 지난 수십 년간 ‘Trupanion’ 단일 상품으로 고속 성장해왔다. Trupanion 상품은 각종 질병 커버리지가 넓고, 한도가 무제한이며, 보장 범위가 90%에 달하는 최고급 보험에 속하는 만큼 월간 구독 비용이 60달러 이상으로 높은 편이다.

중간 수준의 커버리지와 가격을 갖춘 Furkin, 저렴한 구독 비용과 낮은 디덕티블(Deductible, 보상 전 본인 부담액)을 갖춘 PHI Direct의 출시로 지불하고자 하는 금액이 낮은 고객층까지 타게팅이 가능해진다. PHI Direct의 경우 중, 상품별 차이가 있긴 하지만 가격이 10달러대에 불과하다. 두 상품은 온라인 채널을 통해 판매돼 마진 또한 개선시킬 전망이다.

표 16. 트루패니언 상품별 특징

	커버리지	ARPU	한도	보장	Deductible
Trupanion	높음	높음	무제한	90%	프리미엄별 상이 (0~1000 달러)
Furkin	중간	중간	2만달러	80%	종, 나이, 옵션별 상이 (100~1150 달러)
PHI Direct	낮음	낮음	상품별 5천, 1만달러	80%	200달러

자료: TRUP, 미래에셋증권 리서치센터

대형 종합보험사와의 파트너십도 새로운 매출원이 될 것으로 판단한다. 미국 최대 종합 보험사 State Farm과의 독점적 제휴는 동사 성장에 큰 기회가 될 전망이다. State Farm의 강력한 브랜드와 유통채널을 활용할 수 있게 되어 접근 가능 고객군이 확장되었다. 또한 종합 보험상품과의 연계를 통해 경쟁자인 Nationwide의 잠재 고객층도 공략할 수 있을 전망이다.

글로벌 대형 보험사인 AFLAC과의 협력을 통해 2022년부터는 일본 시장 역시도 본격적으로 공략할 계획이다. AFLAC은 미국과 일본에서 보충 보험을 주력 사업으로 영위하고 있으며 보충 보험 항목을 펫 보험까지 확장하고자 한다. 일본 4가구 중 1가구 이상이 이용 중인 AFLAC의 거대한 고객망과 광범위한 브로커 네트워크를 활용할 수 있게 돼 성공적인 일본 진출이 기대되고 있다. AFLAC은 파트너십의 일환으로 2020년 10월 트루패니언의 지분 9%를 취득하였다.

그림 54. Furkin 펫 보험 출시



자료: Furkin, 미래에셋증권 리서치센터

그림 55. PHI Direct 펫 보험 출시



자료: PHI Direct, 미래에셋증권 리서치센터

IV. 기업개요

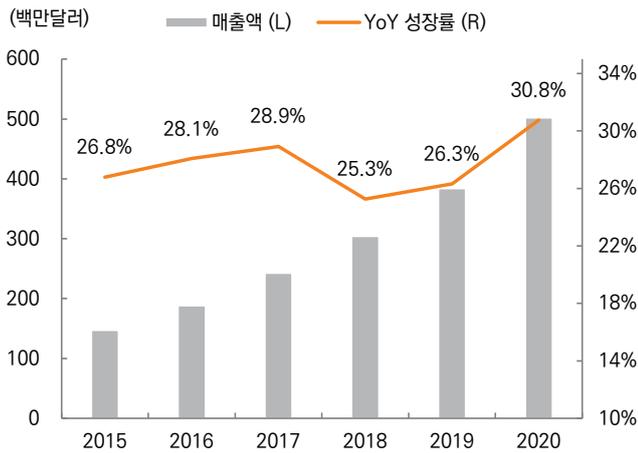
북미 최대 펫 전문 보험사

트루패니언은 현 CEO Darryl Rawlings가 1998년 설립한 북미 최대 펫 전문 보험사다. 현재 20% 후반의 점유율을 가진 것으로 추정되며 종합보험사 Nationwide와 양강 구도를 이루고 있다. 3Q21 기준 보험 구독 펫 수는 65만마리 이상이다.

매출은 10년 이상 20% 중반 이상의 성장률을 유지해오고 있다. 2020년 기준 자체 구독 매출 비중이 77%, 기타 매출 비중이 23%이다. 기타 매출은 3자 보험 매출과 소프트웨어 매출로 구성되며 파트너십 등을 통한 경유 매출이 증가하며 비중이 높아지고 있다.

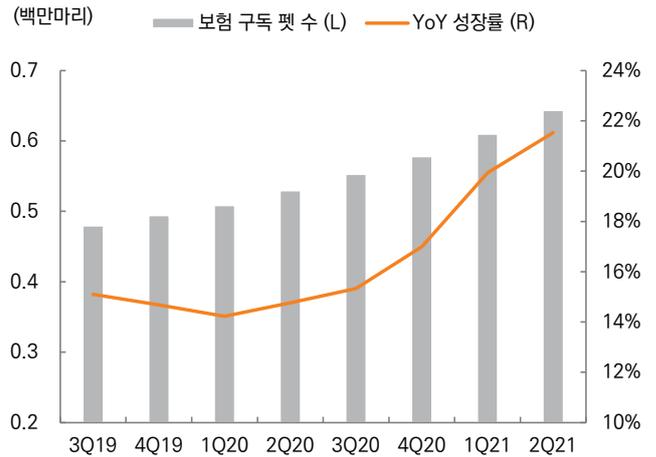
손해율은 71~72% 수준을 안정적으로 유지 중이다. 주력 상품 Trupanion의 경우 보험 청구 발생 시 90%의 진료비를 커버해주며 한도는 무제한이다. 독자 소프트웨어를 통해 퇴원과 함께 비용 처리가 실시간으로 완료되는 청구직불제를 운영하고 있다.

그림 56. 연간 매출액 및 성장률 추이



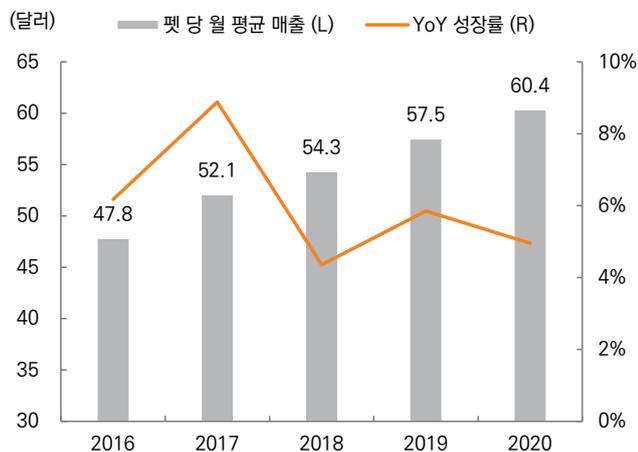
자료: TRUP, 미래에셋증권 리서치센터

그림 57. 보험 구독 펫 수 추이



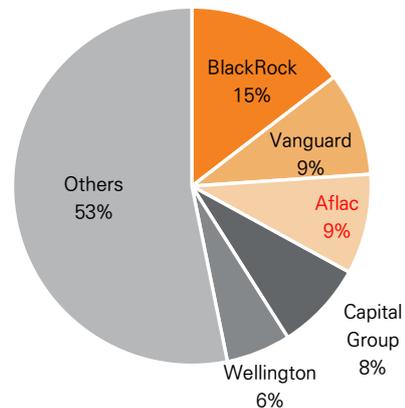
자료: TRUP, 미래에셋증권 리서치센터

그림 58. 펫 당 월 평균 매출 추이



자료: TRUP, 미래에셋증권 리서치센터

그림 59. 주요 주주 현황



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

트루패니언 (TRUP US)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(백만USD)	2019	2020	2021F	2022F
매출액	384	502	694	903
매출원가	319	420	593	763
매출총이익	65	82	101	140
판매비와관리비	67	87	137	162
영업이익	-2	-5	-36	-22
비영업손익	0	-1	0	0
금융 이익	-1	-1	0	0
기타 이익	2	1	0	0
세전사업손익	-2	-6	-36	-21
법인세비용	0	0	0	0
비지배주주순이익	0	0	0	0
지배주주순이익	-2	-6	-35	-21

Growth & margins

매출액 증가율	26.3%	30.8%	38.2%	30.1%
GP 증가율	26.4%	26.1%	23.7%	38.1%
GPM	16.9%	16.3%	14.6%	15.5%
OPM	-0.5%	-1.0%	-5.2%	-2.4%
NPM	-0.5%	-1.2%	-5.1%	-2.4%

예상 현금흐름표 (요약)

(백만USD)	2019	2020	2021F	2022F
영업활동으로 인한 현금흐름	16	22	13	33
당기순이익	-2	-6	-35	-21
D&A	6	7	13	17
주식보상비	7	9	25	25
운전자본변동 및 기타	5	11	10	12
투자활동으로 인한 현금흐름	-28	-77	-40	-47
유형자산처분(취득)	-5	-7	-12	-12
기타	-23	-69	-28	-35
재무활동으로 인한 현금흐름	14	171	2	0
배당금의 지급	0	0	0	0
자본의 증가	3	198	2	0
장단기금융부채의 감소	11	-27	0	0
FX rate effect	0	0	0	0
현금의 증가	3	116	-24	-15
기초현금	28	31	146	122
기말현금	31	146	122	107

주: 기초 및 기말 현금 은 비유동 자산의 제한현금(Restricted Cash)도 포함
 자료: TRUP, 미래에셋증권 리서치센터 / GAAP 기준

예상 재무상태표 (요약)

(백만USD)	2019	2020	2021F	2022F
유동자산	159	337	417	510
현금 및 현금성자산	29	140	115	101
단기투자	70	90	118	153
매출채권 및 기타채권	54	99	173	244
선급비용	6	8	11	13
비유동자산	98	161	161	156
유형자산	70	73	74	73
기타 비유동자산	28	89	87	84
자산총계	257	498	578	667
유동부채	92	150	237	322
준비금	21	29	45	63
선수수익	53	93	165	232
기타유동부채	18	29	27	27
비유동부채	29	8	8	8
장기금융부채	26	0	0	0
기타비유동부채	3	8	8	8
부채총계	120	158	245	330
지배주주지분	137	340	333	337
자본금	233	439	466	491
이익잉여금	-86	-91	-126	-148
기타	-10	-8	-7	-7
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	137	340	333	337

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2019	2020	2021F	2022F
P/E (x)	-	-	-	-
P/B (x)	9.6	13.9	10.3	10.5
EV/EBITDA (x)	-	-	-	-
EPS (USD)	-0.05	-0.16	-0.87	-0.52
BPS (USD)	3.95	9.48	8.28	8.13
DPS (USD)	0	0	0	0
배당성향 (%)	0	0	0	0
배당수익률 (%)	0	0	0	0
ROA (%)	-0.8%	-1.5%	-6.5%	-3.4%
ROE (%)	-1.4%	-2.5%	-10.4%	-6.4%
손해율	72.2%	71.7%	71.9%	72.0%
사업비용	28.3%	29.3%	33.3%	30.4%
합산비용	100.5%	101.0%	105.2%	102.4%
총 보험 구독 핏 수 (백만마리)	0.49	0.58	0.69	0.82
핏 당 월 평균 매출 (USD)	57.5	60.4	64.3	68.2

펫아이큐 PetIQ (PETQ US)

스마트한 펫 관리를 원한다면

매수
(신규)

목표가: USD 34
상승여력: 35.8%

임희석 heeseok.lim@miraeasset.com

기업소개

스마트한 펫 관리 서비스를 제공하는 헬스케어 기업

- 펫 헬스케어 기업으로 펫 의약품 제조 및 판매, 동물병원과 웰니스 센터를 운영
- 2018년 동물병원을 운영하는 VIP petcare를 인수하며 서비스 영역으로 사업 확장
- 2Q21 기준 Product 매출 비중 90%, Service 매출 비중 10%

투자 포인트

펫 통합 관리 수요 증가, 구독형 웰니스 서비스 성장

- 펫 진료, 미용, 교육 등 통합 관리 서비스를 제공하는 웰니스 플랜에 대한 수요 증가
- 웰니스 프로그램은 주기적으로 방문할 수밖에 없는 동물병원과 큰 시너지 효과

대형 리테일 업체와의 연계를 통한 차별화 전략

- Walmart, Meijer, Tractor Supply 등 상위 20개 리테일 업체 중 12곳과 사업 협력
- 일반 동물병원들과 달리 대형 리테일 업체 안에 입점하여 헬스케어 서비스 접근성 증대

제품 믹스 변화에 따른 마진 개선

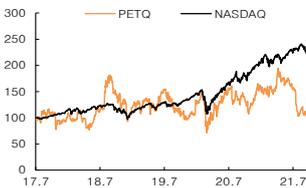
- 2020년 하반기 Elanco로부터 인수한 Capstar 매출 반영 본격화. 자체 제품 비중 증가
- 자체 생산 제품의 마진은 50% 수준. 매출 비중 증가하며 마진 급속 개선 전망

커버리지 개시

투자의견 매수, 목표주가 USD34 커버리지 개시

- 목표주가는 23년 순이익에 목표 P/E 19.1배를 적용. 현재 21F P/E 52.9배에서 거래
- 목표 P/E 19.1배는 펫 용품 유통업체와 헬스케어 서비스 제공업체들의 23F P/E 평균
- Product 부문의 마진 개선과 Service 매출 성장 속도가 주가의 핵심 모멘텀
- 다만 공격적인 사업 확장을 지속함에 따라 추가적인 대출 확대 및 증자 가능성은 존재

Key data



현재 주가 (21/10/12)	USD 25.03	시가총액 (십억USD)	0.73
거래소	NASDAQ GM	시가총액 (조원)	0.9
EPS 성장률 (21F,%)	-	유통주식수 (백만주)	26.6
P/E (21F,x)	52.9	52주 최저가 (USD)	23.52
MKT P/E (21F,x)	21.4	52주 최고가 (USD)	46.00
배당수익률 (%)	-		

Share performance

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-10.1	-31.0	-23.7
상대주가	-7.9	-34.5	-38.0

Earnings and valuation metrics

결산기 (12월)	12/18	12/19	12/20	12/21F	12/22F	12/23F
매출액 (백만USD)	528.6	709.4	780.1	881.8	985.8	1103.7
영업이익 (백만USD)	7.7	-3.1	-3.2	45.1	67.0	95.2
영업이익률 (%)	1.5%	-0.4%	-0.4%	5.1%	6.8%	8.6%
순이익 (백만USD)	0.1	-14.3	-81.0	14.2	33.6	55.8
EPS (USD)	-0.05	-0.51	-3.15	0.47	1.11	1.78
ROE (%)	-0.5%	-4.2%	-28.4%	5.1%	11.1%	15.6%
P/E (배)	-	-	-	52.9	22.6	14.1
P/B (배)	2.1	2.2	3.8	2.6	2.3	2.0

주: GAAP

자료: PETQ, 미래에셋증권 리서치센터

I. Valuation

투자 의견 매수, 목표주가 USD34 신규 제시

펫아이큐에 대해 투자 의견 매수, 목표주가 USD34로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 23년 예상 순이익에 목표 P/E 19.1배를 적용한 값이다. 당사는 펫아이큐가 단순 의약품 유통 기업에서 헬스케어 서비스 제공 기업으로 전환되는 과도기에 있다고 판단한다. 목표 P/E 19.1배는 펫 용품 유통 업체와 헬스케어 서비스 기업들의 23F P/E 평균 값이다. 리테일과 웰니스 사업을 종합적으로 영위하는 Petco는 22F P/E 26.1, P/S 1.0배에서 거래 중이다.

동사는 2017년 상장 이후 평균 P/S 1.07배에서 거래되어 왔으며 2020년까지 적자를 지속했다. 올해 흑자 전환이 예상되며 2021년부터 본격적인 이익 개선이 전망된다. 현재 21F P/S 0.8배 수준에서 거래 중이다. 2Q21 실적이 1분기 어닝 서프라이즈로 상승한 기대치에 미치지 못하면서 멀티플이 최근 하락하였다. 서비스 매출이 코로나 이전 수준 이상으로 회복한 것이 고무적이다. 제품 부문 마진 개선 폭과 서비스 사업부 성장 속도가 주가 향방의 키가 될 전망이다.

표 17. PETQ P/E 밸류에이션

(백만달러)

	2017	2018	2019	2020	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F
매출액	267	529	709	780	882	986	1,104	1,243	1,409
(% yoy)	33.2%	98.2%	34.2%	10.0%	13.0%	11.8%	12.0%	12.6%	13.4%
영업이익	13	8	-3	-3	45	67	95	129	170
(OP margin, %)	5.0%	1.5%	-0.4%	-0.4%	5.1%	6.8%	8.6%	10.4%	12.1%
순이익	-3	-1	-11	-77	14	34	56	83	115
P/S (x)	1.8	1.3	1.0	1.4	0.8	0.8	0.7	0.7	0.6
P/E (x)	-	-	-	-	52.9	22.6	14.1	9.8	7.3
2023E 순이익	56								
Target P/E (x)	19.1	펫 용품 유통업체와 헬스케어 서비스 제공업체들의 23F 평균 P/E							
시가총액	1,066								
회석 주식수 (백만주)	31.4								
목표주가 (USD)	34.0								
상승여력	35.8%								

자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 60. PETQ 12MF P/S 추이



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

표 18. Peer 그룹 밸류에이션 비교

기업명		PetIQ	Zoetis	Covetrus	Elanco Animal Health	CVS Group	Petco	Central Garden & Pet	Pets At Home	Petmed Express
Ticker		PETQ US	ZTS US	CVET US	ELAN US	CVSG LN	WOOF US	CENT US	PETS LN	PETS US
시가총액 (USDm)		734	93,438	2,550	15,222	2,331	5,857	2,519	3,224	538
매출액 (USDm)	2018	529	5,825	3,778	3,067	441	-	2,215	1,192	274
	2019	709	6,260	3,976	3,071	526	4,392	2,383	1,262	283
	2020	780	6,675	4,339	3,273	539	4,435	2,696	1,347	284
	2021F	887	7,692	4,604	4,725	756	4,920	3,294	1,493	309
	2022F	976	8,343	4,903	4,890	801	5,631	3,481	1,639	295
영업이익 (USDm)	2018	20	1,995	146	393	29	-	167	120	52
	2019	20	2,311	-1	379	30	239	155	107	46
	2020	20	2,397	-83	-142	31	220	198	142	31
	2021F	57	2,962	213	882	83	272	242	138	38
	2022F	78	3,298	241	989	90	384	269	217	31
순이익 (USDm)	2018	11	1,572	108	264	18	-	102	91	37
	2019	10	1,755	8	228	18	-55	92	77	38
	2020	-55	1,750	-34	-88	14	-9	121	95	26
	2021F	32	2,172	130	488	77	49	150	99	31
	2022F	49	2,446	150	617	82	226	168	143	25
영업이익률 (%)	2018	3.7	34.2	3.9	12.8	6.5	-	7.6	10.1	19.0
	2019	2.8	36.9	-0.0	12.3	5.6	5.4	6.5	8.5	16.3
	2020	2.5	35.9	-1.9	-4.3	5.8	5.0	7.3	10.5	10.9
	2021F	6.4	38.5	4.6	18.7	11.0	5.5	7.3	9.3	12.2
	2022F	8.0	39.5	4.9	20.2	11.3	6.8	7.7	13.2	10.6
P/E (x)	2018	38.7	26.5	-	37.5	71.1	-	18.8	13.4	22.9
	2019	56.4	36.4	186.3	48.0	62.4	-	18.5	25.9	12.4
	2020	-	45.3	-	-	127.2	-	17.2	20.1	22.3
	2021F	22.1	43.3	19.7	32.2	32.4	115.2	17.9	19.5	23.1
	2022F	14.4	38.5	17.2	25.8	29.6	26.1	16.0	23.3	20.5
P/S (x)	2018	0.8	7.1	-	3.2	2.3	-	0.8	0.9	3.1
	2019	0.8	10.1	0.4	3.5	1.3	-	0.7	0.8	1.6
	2020	1.2	11.8	0.8	4.1	1.7	-	0.8	1.3	2.0
	2021F	0.8	12.1	0.6	3.2	3.1	1.1	0.8	1.7	2.3
	2022F	0.8	11.2	0.5	3.1	2.9	1.0	0.7	1.9	1.8
P/B (x)	2018	2.6	18.8	-	2.2	5.1	-	2.2	0.9	7.4
	2019	2.5	23.2	1.2	2.0	3.1	-	1.7	0.9	3.5
	2020	4.2	20.9	2.5	1.7	4.4	-	1.9	1.5	4.5
	2021F	-	20.2	-	2.0	7.9	2.8	2.2	1.9	5.0
	2022F	-	17.1	-	2.0	6.7	-	2.0	2.3	-
EV/EBITDA (x)	2018	24.0	19.9	-	20.0	18.3	-	10.7	7.8	14.4
	2019	24.6	24.5	14.7	18.2	11.3	-	9.0	7.7	7.7
	2020	26.7	28.6	42.9	49.1	12.5	-	7.6	8.6	14.3
	2021F	-	29.3	-	19.7	17.2	10.0	9.5	10.8	14.9
	2022F	-	26.1	-	17.6	15.7	-	8.3	10.1	-
ROE (%)	2018	6.5	79.5	-	4.1	11.0	-	12.9	7.7	35.7
	2019	3.8	71.7	0.6	4.3	8.7	-	9.5	6.5	30.1
	2020	-20.1	54.0	-2.4	-1.3	6.6	-1.6	11.6	8.2	19.5
	2021F	-	50.8	-	6.0	23.5	3.7	13.3	7.9	22.6
	2022F	-	41.7	-	7.9	21.7	10.4	12.8	10.0	-

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

II. 실적 전망

마진 개선을 통한 이익 본격화 전망

2021년 핏아이큐는 매출액 8.8억달러(+13%, YoY), 당기 순이익 1,400만달러(흑자전환)를 기록할 것으로 전망한다. 영업이익은 4,500만 달러로 영업이익률 5.1%를 기록할 전망이다. 2022년에도 제품 부문이 이익 개선을, 서비스 부문이 외형 성장을 이끌 것으로 예상된다.

기존 주력 사업이었던 Product 부문은 자체 제품 비중이 확대되며 마진 개선이 뒤따를 전망이다. 동사는 2019년 하반기 Perrigo Animal Health를 인수하였고 2020년 하반기에는 Elanco Animal Health로부터 Capstar를 인수하며 자체 생산 라인을 확충하였다. 단순 유통 상품 마진이 10% 중반에 불과하지만 자체 제품 마진은 50%에 달한다.

서비스 부문 매출은 2021년 전년대비 87.6% 성장하며 코로나 발생 전 매출을 넘을 것으로 전망한다. 2020년 코로나 발생에 따라 동물병원, 웰니스 센터 셋다운 및 이용률 감소로 서비스 매출은 41% 역성장하였다. 코로나에 따른 전반적인 필요 설비 증가 등으로 마진 역시 급감하였다. 2021년은 제품 믹스 개선과 서비스 부문 회복에 힘입어 마진 개선 추세에 있다. 2Q21 매출총이익률은 22%로 전년대비 6.2%p 증가하였다.

표 19. 핏아이큐 실적 전망

(백만달러)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21F	4Q21F	2019	2020	2021F	2022F	2023F
Revenue	186.8	267.0	162.1	164.2	254.3	271.0	181.8	174.6	709.4	780.1	881.8	985.8	1103.7
(% yoy)	25.8%	21.0%	-12.9%	6.4%	36.2%	1.5%	12.2%	6.3%	34.2%	10.0%	13.0%	11.8%	12.0%
Product	166.3	264.3	150.1	145.1	230.0	242.9	156.1	150.9	617.1	725.7	779.8	846.1	913.8
(% yoy)	31.9%	35.8%	-7.1%	7.5%	38.3%	-8.1%	4.0%	4.0%	37.1%	17.6%	7.5%	8.5%	8.0%
Service	20.5	2.7	12.0	19.2	24.3	28.2	25.7	23.7	92.3	54.3	101.9	139.7	189.9
(% yoy)	-8.3%	-89.7%	-50.9%	-1.5%	18.6%	952.5%	114.0%	24.0%	17.8%	-41.1%	87.6%	37.0%	36.0%
Gross Profit	32.2	42.2	32.3	28.6	47.8	59.6	43.1	43.5	107.4	135.2	194.1	235.3	277.1
(GP margin, %)	17.2%	15.8%	19.9%	17.4%	18.8%	22.0%	23.7%	24.9%	15.1%	17.3%	22.0%	23.9%	25.1%
(% yoy)	30.0%	20.9%	18.2%	39.7%	48.7%	41.4%	33.7%	52.2%	28.9%	25.9%	43.5%	21.3%	17.8%
Product	31.5	46.8	33.2	29.7	47.2	57.0	39.0	39.2	87.1	141.3	182.5	215.8	246.7
(Seg. GP margin, %)	18.9%	17.7%	22.1%	20.5%	20.5%	23.5%	25.0%	26.0%	14.1%	19.5%	23.4%	25.5%	27.0%
Service	0.7	-4.7	-0.9	-1.2	0.6	2.6	4.1	4.3	20.3	-6.1	11.6	19.6	30.4
(Seg. GP margin, %)	3.2%	-174.0%	-7.9%	-6.1%	2.4%	9.3%	16.0%	18.0%	22.0%	-11.3%	11.4%	14.0%	16.0%
SG&A	31.7	38.5	35.6	32.6	40.7	43.1	35.7	29.4	110.5	138.4	148.9	168.3	181.9
(% yoy)	59.6%	48.6%	12.3%	-1.4%	28.3%	12.1%	0.5%	-10.0%	46.3%	25.2%	7.6%	13.0%	8.1%
(% of Sales)	17.0%	14.4%	21.9%	19.9%	16.0%	15.9%	19.7%	16.8%	15.6%	17.7%	16.9%	17.1%	16.5%
Operating Profits (EBIT)	0.5	3.7	-3.3	-4.0	7.1	16.5	7.4	14.1	-3.1	-3.2	45.1	67.0	95.2
(OP margin, %)	0.2%	1.4%	-2.0%	-2.5%	2.8%	6.1%	4.1%	8.1%	-0.4%	-0.4%	5.1%	6.8%	8.6%
(% yoy)												48.5%	42.1%
Net Profits attributable to owners	-2.1	-1.9	-63.1	-10.4	2.0	4.0	1.4	6.4	-11.5	-77.5	13.9	33.6	55.8
(NP margin, %)	-1.1%	-0.7%	-38.9%	-6.3%	0.8%	1.5%	0.8%	3.7%	-1.6%	-9.9%	1.6%	3.4%	5.1%
(% yoy)												142.2%	66.4%

자료: 미래에셋증권 리서치센터

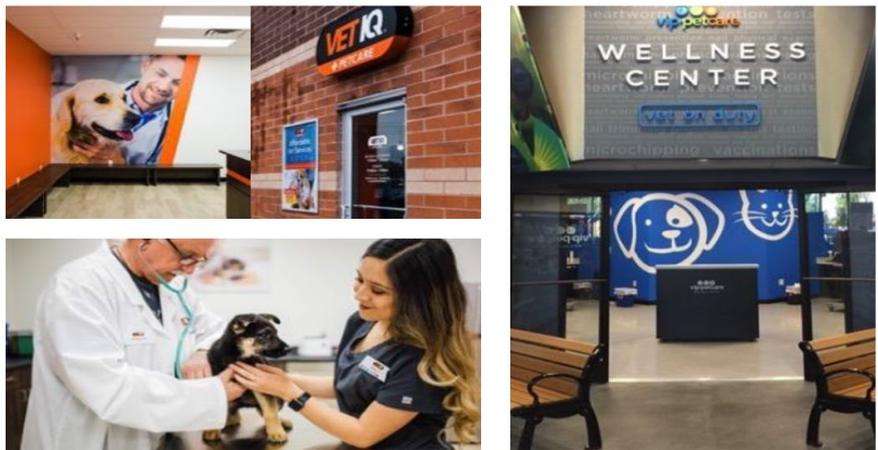
III. 투자포인트

펫 통합 관리 수요 증가, 구독형 웰니스 서비스 성장

펫에 대한 통합적인 관리 서비스 수요가 증가하면서 웰니스 서비스 시장이 성장하고 있다. 펫 휴머니제이션 시대가 도래하면서 펫에 대한 스마트한 관리가 관심을 받고 있기 때문이다. 펫을 키우게 되면 정기 진료, 백신 접종, 미용, 교육, 물품 구매 등 다방면의 일거리들이 발생한다. 최근 등장한 구독형 웰니스 서비스들은 이러한 일들을 한번에 해결해준다. 동물병원, 그루밍 샵, 아카데미, 리테일 업체를 각각 방문하는 것이 아닌 월간 구독료 지불을 통해 한 곳에서 해결한다.

키우고 있는 펫의 종류, 나이, 옵션에 따라 서비스 가격은 상이한데 기본이 월 20~30달러 수준이며 보장 항목에 따라 60 달러 이상인 웰니스 서비스들도 존재한다. 웰니스 플랜을 구독하게 되면 일반적으로 웰니스 센터 방문, 간편 진료, 발톱 관리 서비스 등이 무제한으로 제공되며, 마이크로칩 삽입, 백신 접종, 귀 청소 서비스 등도 연 단위로 제공된다. 추가적으로 각종 서비스에 대한 할인, 웰니스 센터 내 물품들에 대해 일괄적인 할인 혜택도 존재한다.

그림 61. 펫아이큐 운영 웰니스 센터



자료: PETQ, 미래에셋증권 리서치센터

그림 62. 펫아이큐 웰니스 플랜 예시

Adult Dog & Cat SmartCare Plans

For Pets 1 Year & Older

Your pet is an important part of your family. As your pet ages, their health needs can change. These comprehensive plans are designed to meet the healthcare and wellness needs of adult cats and dogs.

\$24.99 or **\$299.88**

per month full year cost

Plus one-time \$10 enrollment fee

DOG: Save up to \$350/year*

CAT: Save up to \$250/year*

그림 63. 펫아이큐 웰니스 플랜 세부항목

Plan Details

- ✓ Unlimited Wellness Center visits
- ✓ Unlimited physical exams
- ✓ Access to our veterinary helpline 7 am—7 pm, coast-to-coast
- ✓ Unlimited veterinary evaluations (for minor medical care related to ear, skin, eye, urinary, or GI upset)
- ✓ Unlimited nail trims
- ✓ One-time microchip pet ID (with lifetime registration)
- ✓ Annual vet-recommended wellness diagnostic testing
- ✓ Annual vet-recommended vaccinations
- ✓ Annual anal gland expressions (2 per year)
- ✓ Annual ear cleaning
- ✓ 20% discount on additional services
- ✓ 10% discount on all products (purchased at our Wellness Centers)

자료: PETQ, 미래에셋증권 리서치센터

자료: PETQ, 미래에셋증권 리서치센터

리테일 업체들과의 연계를 통한 차별화 전략

동사의 가장 큰 해자는 대형 리테일 업체들과의 협력을 통해 웰니스 사업을 확장시킬 수 있다는 점이다. 웰니스 플랜은 펫에 관한 다수의 서비스를 제공하기 때문에 방문이 용이한 곳에 위치하는 것이 유리하다. 또한 리테일 업체에 입점한 경우 보호자들은 비는 시간 동안 필요 물품을 사며 시간을 소비할 수 있다. 동사는 Walmart, Costco, Target, Meiger 등과 파트너십을 맺고 있다.

다수의 대형 리테일 파트너와 협업을 펼쳐 시너지 효과를 창출하는 동사의 전략은 장기적으로 유효할 전망이다. 수백 곳 이상의 대규모 클리닉을 운영하는 동물 병원 5개 업체 중 리테일러가 아닌 업체는 동사만으로 리테일러와 이해관계가 겹치지 않는다. 게다가 기존 대규모 병원 설비를 자체적으로 갖춘 업체들이 새로이 리테일 업체 내부 입점으로 전환하는 일도 쉽지 않은 일이다.

표 20. 경쟁 업체 비교

회사명	활동 영역	협력 Top 20 리테일러	리테일러 여부	모바일 클리닉	웰니스센터
PetIQ	41개주	12	X	O	O
Banfield Pet Hospitals	44개주	1	O	X	O
National Veterinary Associates	43개주	0	O	X	O
VCA Animal Hospitals	43개주	0	O	X	O
Vetco	32개주	1	O	O	O
ShotVet	5개주	2	X	O	X
Good Neighbor Vet	3개주	2	X	O	X

자료: PETQ, 미래에셋증권 리서치센터

그림 64. 월마트에 입점한 펫아이큐



주: VET IQ는 펫아이큐의 브랜드 중 하나.

자료: WilmingtonBiz, 미래에셋증권 리서치센터

제품 믹스 변화에 따른 마진 개선

Product 부문은 자체 제품 비중이 높아지며 마진 개선이 이어질 전망이다. 동사는 2019년 하반기 Perrigo Animal Health를 인수하였고 2020년 하반기에는 Elanco Animal Health로부터 Capstar를 인수하며 자체 생산 라인을 확충하였다. 동사는 현재 유타, 플로리다, 텍사스, 네브래스카 4곳에 총 90만 평방 피트 규모의 생산 라인을 갖추고 있다.

단순 유통 상품 마진이 10% 중반에 불과하지만 자체 제품 마진은 50%에 달한다. 현재 자체 제품 비중은 20%대 중후반으로 추정된다. 동사가 자체 제조하는 베크/진드기 퇴치제 등 OTC 제품 비중이 높다. 펫의 보급률 증가로 일반 가정에서 처방 없이 쓸 수 있는 OTC 의약품에 대한 수요가 증가하고 있다. 1,200개에 달하는 자체 제품 매출 비중이 빠르게 증가할 전망이다.

IV. 기업개요

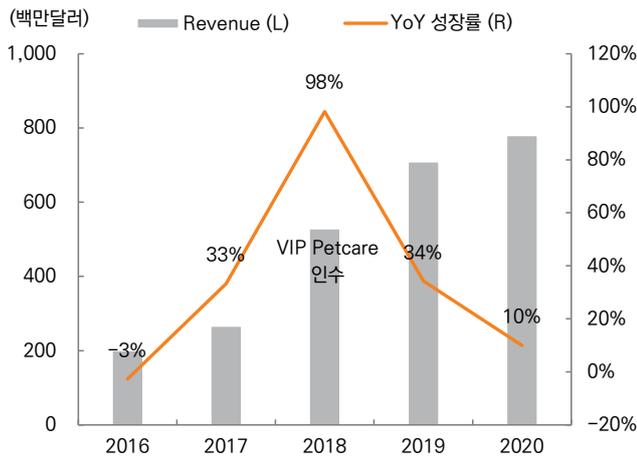
펫 웰니스 산업의 강자

동사는 펫 의약품 제조, 판매하고 동물병원, 웰니스 센터를 운영하며 2017년 나스닥에 상장하였다. 2017년까지는 반려동물용 의약품 제조 및 판매하는 제품 사업을 영위하였고 2018년 대형 동물병원 업체 VIP Petcare를 인수하며 서비스 사업을 시작하였다. 2Q21 기준 Product 매출 비중 90%, Service 매출 비중 10%이다.

주력 사업부인 제품 부문은 공격적인 인수를 통해 2018년 이후 고속 성장을 이어오고 있다. 2019년 인수한 Perrigo Animal Health와 2020년 인수한 Capstar 사업부를 통해 자체 생산라인을 강화하였다. 자체 생산 제품 비중이 높아지며 동사의 마진 개선을 주도할 전망이다.

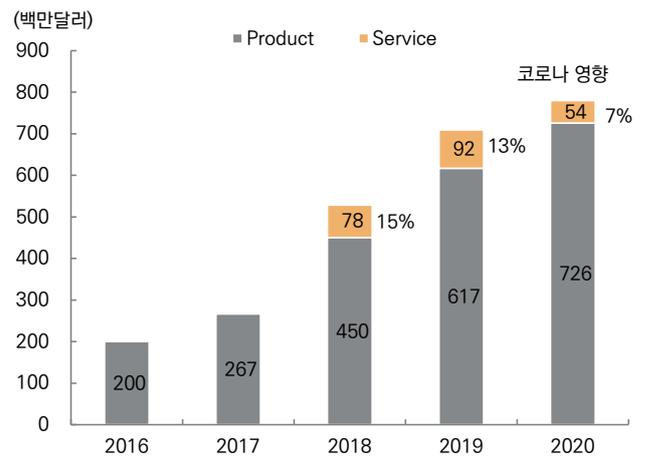
차기 성장 동력은 서비스 부문이 될 전망이다. 서비스 부문은 코로나의 영향으로 2020년 전년대비 41% 역성장하였다. 그러나 지난 2분기 코로나 이전 수준을 뛰어넘는 매출을 기록하며 회복 완료하였다. 동사는 올해 250개, 2024년 1,000개의 웰니스 센터 운영을 목표로 하고 있다.

그림 65. 연간 매출액 및 성장률 추이



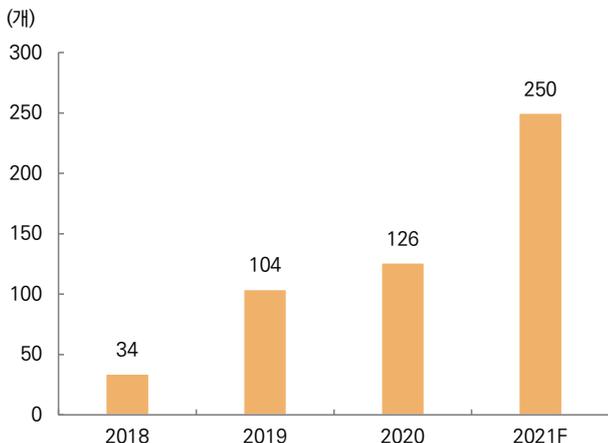
자료: PETQ, 미래에셋증권 리서치센터

그림 66. 사업부별 매출액 비중 추이



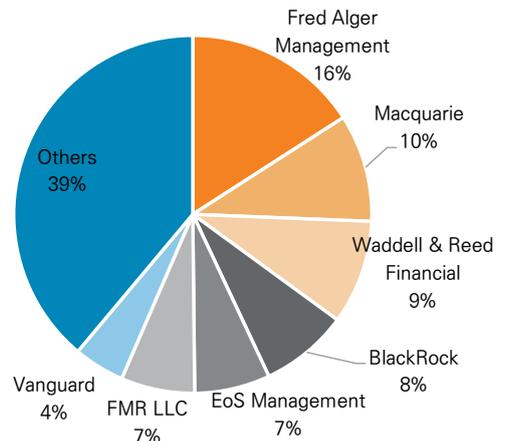
자료: PETQ, 미래에셋증권 리서치센터

그림 67. 웰니스 센터 수 추이



자료: PETQ, 미래에셋증권 리서치센터

그림 68. 주요 주주 현황



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

핏아이큐 PetIQ (PETQ US)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(백만USD)	2019	2020	2021F	2022F
매출액	709	780	882	986
매출원가	602	645	688	750
매출총이익	107	135	194	235
판매비와관리비	111	138	149	168
영업이익	-3	-3	45	67
비영업손익	-14	-26	-29	-25
금융 이익	-14	-26	-25	-25
기타 이익	0	1	-5	0
세전사업손익	-18	-29	16	42
법인세비용	-3	52	2	9
비지배주주순이익	-3	-4	0	0
지배주주순이익	-11	-77	14	34

Growth & margins

	2019	2020	2021F	2022F
매출액 증가율	34.2%	10.0%	13.0%	11.8%
GP 증가율	28.9%	25.9%	43.5%	21.3%
GPM	15.1%	17.3%	22.0%	23.9%
OPM	-0.4%	-0.4%	5.1%	6.8%
NPM	-1.6%	-9.9%	1.6%	3.4%

예상 현금흐름표 (요약)

(백만USD)	2019	2020	2021F	2022F
영업활동으로 인한 현금흐름	21	-5	29	74
당기순이익	-11	-77	14	34
D&A	17	31	34	33
비현금항목	7	65	10	11
운전자본변동 및 기타	9	-24	-29	-4
투자활동으로 인한 현금흐름	-195	-118	-30	-38
유형자산처분(취득)	-10	-118	-30	-38
기타	-185	0	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	135	129	58	0
배당금의 지급	0	0	0	0
자본의 증가	2	153	13	0
장단기금융부채의 감소	133	-24	46	0
FX rate effect	0	0	0	0
현금의 증가	-39	6	57	37
기초현금	66	27	33	91
기말현금	27	33	91	127

자료: PETQ, 미래에셋증권 리서치센터 / GAAP 기준

예상 재무상태표 (요약)

(백만USD)	2019	2020	2021F	2022F
유동자산	185	242	327	384
현금 및 현금성자산	27	33	91	127
매출채권 및 기타채권	71	103	119	128
재고자산	80	98	108	118
기타유동자산	7	8	10	10
비유동자산	487	529	527	533
유형자산	73	83	101	123
기타 비유동자산	414	446	426	410
자산총계	673	772	854	917
유동부채	73	101	102	118
매입채무	65	88	87	104
단기금융부채	8	13	15	15
기타유동부채	0	0	0	0
비유동부채	271	377	469	471
장기금융부채	251	356	450	450
기타비유동부채	0	1	1	3
부채총계	344	478	571	589
지배주주지분	283	262	279	324
자본금	300	356	364	375
이익잉여금	-16	-93	-85	-51
기타	-1	-1	0	0
비지배주주지분	45	32	4	4
자본총계	328	294	283	327

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2019	2020	2021F	2022F
P/E (x)	-	-	52.9	22.6
P/B (x)	2.0	2.3	2.6	2.3
EV/EBITDA (x)	54.2	44.1	13.5	10.9
EPS (USD)	-0.51	-3.15	0.47	1.11
BPS (USD)	12.50	10.65	9.53	10.67
DPS (USD)	0	0	0	0
배당성향 (%)	0	0	0	0
배당수익률 (%)	0	0	0	0
매출채권 회전율 (회)	9.9	7.6	7.4	7.7
재고자산 회전율 (회)	8.9	8.0	8.2	8.3
매입채무 회전율 (회)	11.0	8.8	10.1	9.5
ROA (%)	-2.0%	-10.7%	1.7%	3.8%
ROE (%)	-4.2%	-28.4%	5.1%	11.1%
ROIC (%)	0.0%	-9.0%	6.7%	8.8%
부채비율	104.9%	162.4%	201.8%	179.9%
유동비율	254.0%	239.7%	321.4%	325.0%
순차입금/자기자본	70.8%	114.0%	132.2%	103.1%

프레시펫 Freshpet (FRPT US)

Bloomberg
최고목표주가

펫에게도 맛있는 식사를

USD 229.0
상승여력: 73.2%

임희석 heeseok.lim@miraeasset.com

기업소개

펫푸드계에 혁신을 일으킨 신선 냉장 펫푸드 기업

- 23,000곳이 넘는 오프라인 채널에서 프레시펫 전용 냉장고에 식품을 진열하여 판매
- 공격적인 마케팅을 통해 프리미엄 펫푸드 시장을 선점. 연 30% 수준 성장세 지속

투자 포인트

프리미엄 펫푸드 시장 고속 성장

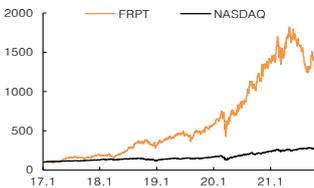
- 펫 지위가 상승하며 펫푸드 성분에 대한 관심이 증가. 휴먼그레이드 펫푸드 등장
- MZ세대가 펫 양육의 주요 세대로 부상. 미국 반려견 주인 48%가 MZ 세대로 추정
- MZ세대 공략을 통한 프리미엄 펫푸드 시장 선점**
- 성장 초기부터 유튜브를 적극적으로 활용하며 ‘펫 신선식품은 프레시펫’ 이미지 각인
- 감정을 자극하는 마케팅 추구. ‘펫들의 크리스마스 만찬’ 영상은 조회수 1,500만회 기록
- 생산 능력 증대, 마진 개선 본격화**
- 2021년 예상 CAPA는 6억달러 규모(+74%, YoY), 2023년 14억달러 규모 도달 전망
- 현재 46% 수준인 Adj. Gross Margin은 23년 49%, 25년 51%로 상승 전망

밸류에이션

현재 시가총액 64억달러, 21F P/S 12.9배에서 거래 중

- 동사의 21F P/S 12.9배는 경쟁 대형 음식료 업체들의 멀티플인 2~3배를 월등히 상회
- 신규 카테고리를 선도하며 고성장 중인 오트리, 비온드미트가 비슷한 수준에서 거래
- 생산능력 증대 및 매출 증가세를 낙관적으로 가정할 시 용인 가능한 멀티플 수준
- 코로나에 따른 비용 이슈 지속, Mars의 신선식품 사업 진출에 따른 리스크 존재
- 매출액 성장률 30% 이상의 유지, 이익 흑자 전환 여부가 향후 주가 모멘텀

Key data



현재 주가 (21/10/12)	USD 132.19	시가총액 (십억USD)	5.73
거래소	NASDAQ GM	시가총액 (조원)	6.9
EPS 성장률 (21F,%)	-	유통주식수 (백만주)	41.7
P/E (21F,x)	-	52주 최저가 (USD)	113.41
MKT P/E (21F,x)	21.4	52주 최고가 (USD)	186.98
배당수익률 (%)	-		

Share performance

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-1.2	-22.5	7.2
상대주가	1.3	-26.4	-12.9

Earnings and valuation metrics

결산기 (12월)	12/18	12/19	12/20	12/21F	12/22F	12/23F
매출액 (백만USD)	193.2	245.9	318.8	446.1	586.0	776.7
영업이익 (백만USD)	-4.9	-0.3	-2.0	-5.5	23.6	61.7
영업이익률 (%)	-2.5%	-0.1%	-0.6%	-1.2%	4.0%	7.9%
순이익 (백만USD)	-	-1.4	-3.2	-10.7	26.1	42.0
EPS (USD)	-0.15	-0.04	-0.08	-0.13	0.60	1.25
ROE (%)	-4.5%	-1.1%	-1.2%	-1.2%	3.0%	8.5%
P/E (배)	-	-	-	-	210.8	106.1
P/B (배)	9.4	16.3	14.7	7.9	7.6	6.9

주: GAAP

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

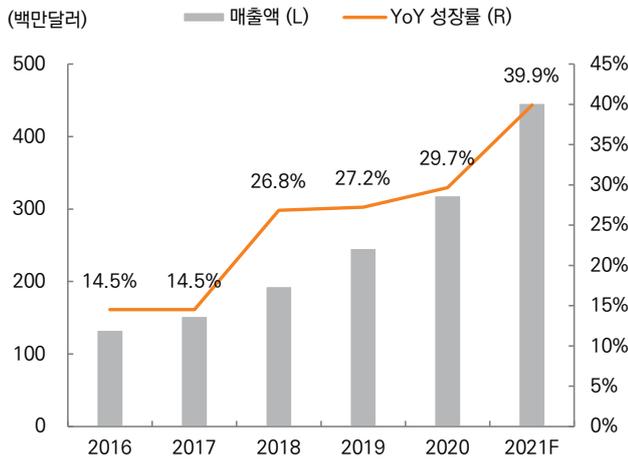
미국 신선 냉장 펫푸드 1위 기업

프레시펫은 펫도 신선하고 영양가 있는 음식을 먹을 권리가 있다는 기업 이념으로 2006년 설립되었다. 건식 사료뿐이었던 펫푸드 시장에 냉장 식품을 선보이며 프리미엄 펫푸드 시장을 개척하고 있다. 동사는 2014년 나스닥 상장하였다.

펫이 먹는 음식에 대한 관심이 본격화되고 프리미엄 시장이 개화하면서 동사는 2018년 이후 20% 후반의 매출액 성장률을 유지해오고 있다. 2020년 오프라인 리테일 업체들이 많은 타격을 입었음에도 프레시펫은 30% 수준의 성장을 기록하였다. 동사 경영진은 2025년까지 5년간 연평균 31%의 성장률을 목표로 하고 있다.

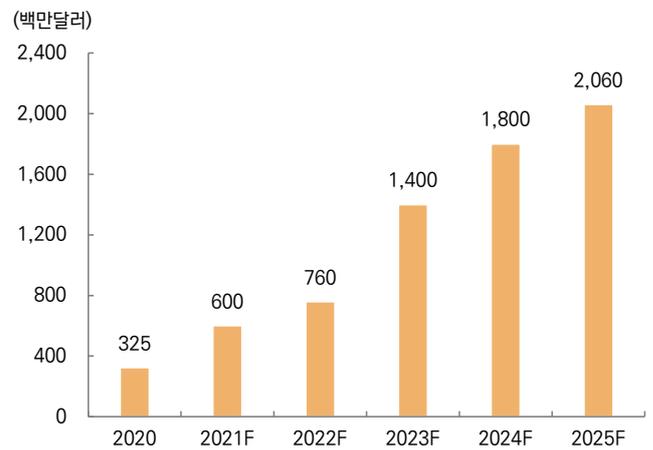
가이던스 이상의 실적을 기록해오고 있는 매출과는 달리 마진 개선 추이는 시장 기대치에 미치지 못하고 있다. 2020년 2, 3분기 일시적인 흑자를 기록했지만 코로나 영향으로 인한 운송비 상승 여파로 적자를 지속하고 있다. 마진이 상대적으로 높은 신규 생산 라인들의 가동이 본격화되면서 이익이 본격적으로 개선될 전망이다.

그림 69. 연간 매출액 및 성장률 추이



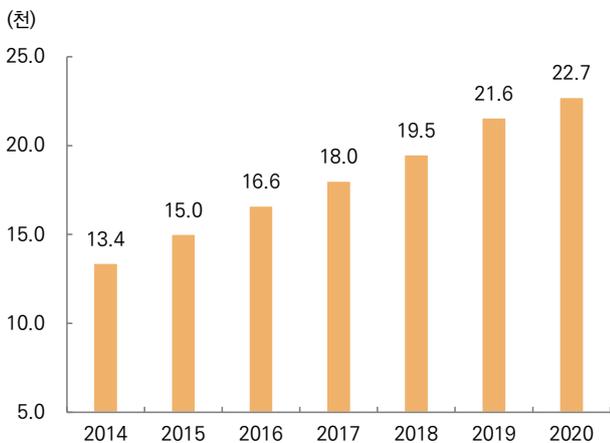
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 70. 신선식품 총 생산능력 전망 (CAPA, 가이던스)



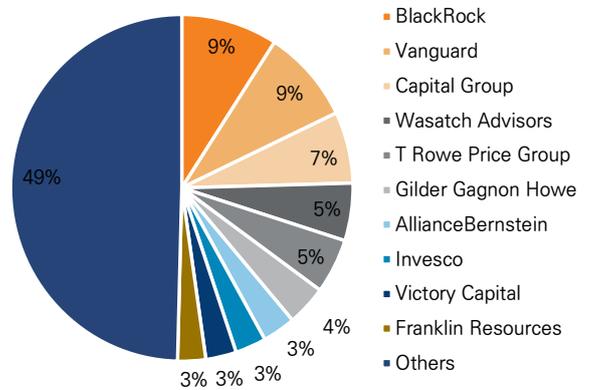
자료: FRPT, 미래에셋증권 리서치센터

그림 71. 입점 매장 수 추이



자료: FRPT, 미래에셋증권 리서치센터

그림 72. 주요 주주 현황



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 73. 대형 리테일 매장에 전용 냉장고를 진열하여 판매

그림 74. 건식 사료가 아닌 다양한 신선 펫푸드 판매

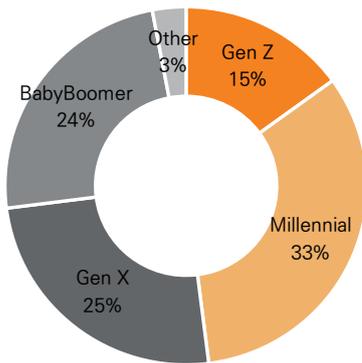


자료: FRPT, 미래에셋증권 리서치센터

자료: FRPT, 미래에셋증권 리서치센터

그림 75. 반려견 보호자 세대 비중(2020): MZ세대 증가

그림 76. 동물 보호 캠페인 진행

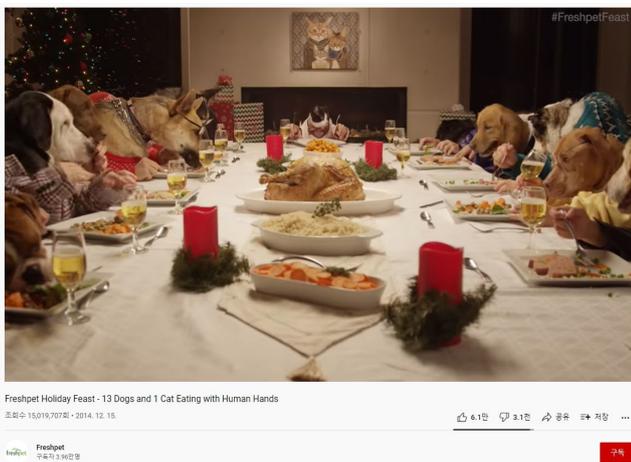


자료: APPA, FRPT, 미래에셋증권 리서치센터

자료: FRPT, 미래에셋증권 리서치센터

그림 77. 광고 예시1 - 크리스마스 펫 만찬 광고 (조회수 1,500만)

그림 78. 광고 예시2 - 휴먼 그레이드 강조 (조회수 100만)



자료: Youtube, FRPT, 미래에셋증권 리서치센터

자료: Youtube, FRPT, 미래에셋증권 리서치센터

표 21. FRPT 실적 전망 (Bloomberg 컨센서스)

(백만달러)

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F
Revenue	86.8	116.2	133.1	152.4	193.2	245.9	318.8	446.1	586.0	776.7	999.5	1284.3
(% yoy)	37.4%	33.9%	14.5%	14.5%	26.8%	27.2%	29.7%	39.9%	31.4%	32.5%	28.7%	28.5%
Grocery (Including Online), Mass & Club	65.2	89.1	104.7	123.4	158.5	206.6	272.0	-	-	-	-	-
(% yoy)	31.1%	36.7%	17.5%	17.9%	28.4%	30.3%	31.7%	-	-	-	-	-
(% of Sales)	75.2%	76.7%	78.7%	81.0%	82.0%	84.0%	85.3%	-	-	-	-	-
Pet Specialty & Natural	21.6	27.1	28.3	28.9	34.7	39.3	46.8	-	-	-	-	-
(% yoy)	60.6%	25.5%	4.8%	2.1%	20.0%	13.2%	19.0%	-	-	-	-	-
(% of Sales)	24.8%	23.3%	21.3%	19.0%	18.0%	16.0%	14.7%	-	-	-	-	-
Cost of Goods & Services	44.5	61.5	72.7	79.9	103.2	131.7	185.9	262.9	329.8	426.2	544.2	696.1
(% of Sales)	51.3%	53.0%	54.6%	52.5%	53.4%	53.6%	58.3%	58.9%	56.3%	54.9%	54.5%	54.2%
Gross Profit	42.2	54.6	60.4	72.4	90.0	114.2	132.9	183.1	256.2	350.5	455.3	588.2
(GP margin, %)	48.7%	47.0%	45.4%	47.5%	46.6%	46.4%	41.7%	41.1%	43.7%	45.1%	45.6%	45.8%
(% yoy)	55.3%	29.4%	10.5%	20.0%	24.3%	26.9%	16.4%	37.8%	39.9%	36.8%	29.9%	29.2%
Operating Expenses	48.3	58.3	62.6	75.2	94.9	114.5	134.9	188.7	232.5	288.8	349.4	426.7
(% of Sales)	55.7%	50.2%	47.0%	49.3%	49.1%	46.6%	42.3%	42.3%	39.7%	37.2%	35.0%	33.2%
(% yoy)	22.0%	20.7%	7.4%	20.1%	26.2%	20.6%	17.9%	39.9%	23.3%	24.2%	21.0%	22.1%
Operating Income (EBIT)	-6.1	-3.6	-2.2	-2.8	-4.9	-0.3	-2.0	-5.5	23.6	61.7	105.9	161.5
(OP margin, %)	-7.0%	-3.1%	-1.7%	-1.8%	-2.5%	-0.1%	-0.6%	-1.2%	4.0%	7.9%	10.6%	12.6%
Net Income, GAAP	-37.3	-3.7	-3.2	-4.3	-5.4	-1.4	-3.2	-10.7	26.1	42.0	80.2	128.9

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

표 22. FRPT 밸류에이션 (Bloomberg 컨센서스)

(백만달러, 배)

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F
Revenue	86.8	116.2	133.1	152.4	193.2	245.9	318.8	446.1	586.0	776.7	999.5	1284.3
(% yoy)	37.4%	33.9%	14.5%	14.5%	26.8%	27.2%	29.7%	39.9%	31.4%	32.5%	28.7%	28.5%
P/S	2.7	2.4	2.6	4.3	5.9	8.6	17.7	12.9	9.7	7.3	5.7	4.4
P/E	-	-	-	-	-	-	-	-	207.9	104.6	61.7	40.7

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

표 23. Peer 그룹 밸류에이션 비교

기업명		FreshPet	Nestle	General Mills	JM Smucker	Oatly	Beyond Meat
Ticker		FRPT US	NESN SW	GIS US	SJM US	OTLY US	BYND US
시가총액 (USDm)		5,732	340,644	37,638	13,220	8,397	6,619
매출액 (USDm)	2018	193	93,807	15,740	7,357	-	88
	2019	246	93,461	16,865	7,838	204	298
	2020	319	90,306	17,627	7,801	421	407
	2021F	446	92,724	18,127	8,003	695	541
	2022F	590	97,248	18,259	7,822	1,286	829
영업이익 (USDm)	2018	-4	14,845	2,663	1,240	-	-26
	2019	1	16,150	2,858	1,229	-31	4
	2020	0	15,194	3,058	1,285	-47	-43
	2021F	-5	16,094	3,162	1,426	-182	-71
	2022F	24	17,098	3,113	1,384	-123	-30
순이익 (USDm)	2018	-5	11,114	1,821	765	-	-29
	2019	-1	12,805	1,953	735	-36	-9
	2020	-2	12,610	2,212	823	-60	-46
	2021F	-11	13,336	2,353	829	-202	-79
	2022F	26	14,091	2,321	915	-143	-29
영업이익률 (%)	2018	-2.1	15.8	16.9	16.8	-	-30.1
	2019	0.2	17.3	16.9	15.7	-15.1	1.5
	2020	-0.0	16.8	17.3	16.5	-11.2	-10.5
	2021F	-1.2	17.4	17.4	17.8	-26.2	-13.1
	2022F	4.0	17.6	17.1	17.7	-9.5	-3.6
P/E (x)	2018	-	23.8	13.7	17.1	-	-
	2019	-	24.4	16.3	19.0	-	-
	2020	-	24.2	17.5	15.9	-	-
	2021F	-	25.3	16.5	17.8	-	-
	2022F	210.8	23.6	16.4	14.4	-	-
P/S (x)	2018	5.9	2.6	1.6	1.8	-	-
	2019	8.6	3.3	1.9	1.8	-	10.7
	2020	17.7	3.5	2.2	1.7	-	19.1
	2021F	12.9	3.7	2.1	1.8	12.1	12.2
	2022F	9.7	3.5	2.1	1.7	6.5	8.0
P/B (x)	2018	9.4	4.1	4.1	1.6	-	-
	2019	16.3	5.8	4.5	1.7	-	12.1
	2020	14.7	6.4	4.8	1.6	-	21.4
	2021F	7.9	7.1	4.0	1.7	6.5	27.7
	2022F	7.6	7.3	3.6	1.5	6.9	27.7
EV/EBITDA (x)	2018	113.2	14.6	12.7	10.6	-	-
	2019	121.3	16.7	13.4	11.8	-	350.2
	2020	251.2	18.4	13.6	10.4	-	-
	2021F	92.6	19.1	13.0	9.8	-	-
	2022F	62.5	18.2	13.4	10.8	-	328.3
ROE (%)	2018	-3.9	18.4	34.8	10.3	-	-
	2019	-0.6	23.3	29.6	9.2	-	-
	2020	-0.7	24.2	29.3	10.1	-23.5	-12.3
	2021F	-1.2	27.7	26.8	10.2	-25.9	-22.9
	2022F	3.0	30.6	22.4	10.5	-13.9	-6.9

주: Oatly, Beyond Meat는 펫푸드 업체는 아니지만 고성장 혁신 푸드 기업으로 비교군 편입

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 해당 회사와 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 본 자료에서 매매를 권유한 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.