

Morning Meeting Brief

Quant

주간 컨센서스 점검: 하향 모멘텀은 지속, 하향 강도는 완화

- 지난 한 주간 KOSPI 12개월 선행 영업이익은 0.1% 상향됐으나 기술적 상향
- 상향된 섹터는 유틸리티, 조선, 비철/목재였으며 그 외 전 섹터 하향
- 지난 한 주간 목표주가 조정이 있었던 종목은 163개(상향 66개 / 하향 97개)

조재운. jaeun.jo@daishin.com

Macro

트럼프와 함께 돌아온 인플레이션 우려

- 트럼프 지지율 상승으로 인플레이션 우려 재개, 헷지 수요 증가
- 양당의 재정적자 확대 공약 또한 시장 금리 상승 및 달러 강제 촉진
- 관세 부과는 미 제조업 및 수출 경기 부양이 목적, 달러 약세 동반 가능성

이하연. hayeon.lee@daishin.com

Global REITs

[US STAR REITs Guide Book] 미국 리츠 대표종목 Top 8

- 미국리츠는 하반기 미연준 빅컷 이후 주가강세 지속 중
- 금리인하 속도조절에 따른 일시적인 변동성 가능, 대형주 중심의 선별적 진입 추천
- 펀더멘털 우수한 대표종목 8개 선별 1) 뚜렷한 실적 개선세, 2) 견고한 재무구조, 3) 수급모멘텀 잠재력

김다은. daeun.kim@daishin.com

산업 및 종목 분석

[3Q24 Review] LG 이노텍: 3Q 및 4Q 부진, 아이폰 16 내 경쟁 심화

- 3Q24 영업이익(1,304억원)은 컨센서스(2,577억원)를 하회
- 광학솔루션 매출은 23.8%(yoy) 증가하나 영업이익률은 하락
- 밸류에이션 저평가 및 2025년 실적 개선에 초점

박강호. kangho.park@daishin.com

[Issue & News] 한국전력: 과도한 Sell-on the news, 그래도 너무 싸다!

- 산업용 전기요금 9.7% 인상(평균요금 +5%), 연간 영업이익 +4.7조원
- (+) 다양한 비용감소 요인 존재, '25F 영업이익 16.6조원(+115% YoY)
- 2025F PBR 0.28배로 과도한 저평가, 목표주가 33,000원(PBR 0.42배)

허민호. minho.hur@daishin.com

화장품: K뷰티의 카테고리화

- 하나의 카테고리로 자리잡으며 K-Beauty 영향력 확대
- 수출 확대에 따른 수주 증가로 ODM사 안정적인 실적 성장 기대
- 최선호주 코스맥스, 관심종목 한국콜마 제시

정한솔, Hansol.jung@daishin.com

코스맥스: 지나친 걱정

- ODM 업계 호황으로 국내법인 매출 고성장 지속
- 총당금 리스크는 존재하나 최근 낙폭 과대로 밸류에이션 매력 확대
- 업종 내 최선호주 제시

정한솔, Hansol.jung@daishin.com

한국콜마: 잊혀지는 계절성

- 고객사 수출 호조로 고수익 스킨케어/썬제품 중심 수주 증가
- 국내 CAPA 기존 3.7억개 → 24E 5억개 확대
- 부진했던 해외법인과 자회사 연우 수익성 개선 기대

정한솔, Hansol.jung@daishin.com

씨앤씨인터내셔널: 하반기는 북미 고객사

- 독보적인 제품 기획력으로 확보한 다각화된 고객사
- 고마진 립/블러셔 중심 대량 수주로 높은 영업이익률
- 선제적 CAPA 증설은 매출 성장을 뒷받침 할 전망

정한솔, Hansol.jung@daishin.com

아모레퍼시픽: 끝이 보이는 부진

- 중국 영업적자 확대로 COSRX 편입에도 24년 실적 부진할 전망
- 글로벌 리밸런싱 전략에 따라 서구권 매출 확대 모멘텀 유효
- 중국 구조조정 마무리 시 적자 규모 축소 → 25년 하반기 턴어라운드

정한솔, Hansol.jung@daishin.com

LG 생활건강: 포기 못하는 중국

- 중국 매출 회복 기대감은 유효하나 매출 반등 확인 필요
- CNP/더페이스샵 중심으로 북미 지역 매출 확대 시작
- 지역다변화를 위한 비용 확대 예상 → 수익성에 대한 불확실성 존재

정한솔, Hansol.jung@daishin.com

Quant 조재운
Jaeun.jo@daishin.com

Strategist 이경민
kyoungmin.lee@daishin.com

주간 컨센서스 점검:

하향 모멘텀은 지속. 하향 강도는 완화

- 지난 한 주간 KOSPI 12개월 선형 영업이익은 0.1% 상향됐으나 기술적 상향
- 상향된 섹터는 유틸리티, 조선, 비철/목재였으며 그 외 전 섹터 하향
- 지난 한 주간 목표주가 조정이 있었던 종목은 163개(상향 66개 / 하향 97개)

3분기 KOSPI 실적은 현재까지 컨센서스 대비 -15.4% 하향된 실적을 발표 중이며 섹터별로 건설/건축, IT가전, 반도체 섹터가 컨센서스를 하회하는 실적을 발표했으며 화학과 기계는 컨센서스를 상회. KOSPI 3분기 컨센서스는 8월 대비 -6.6% 하향. 하향은 반도체, 에너지, IT가전, 화학, 화장품/의류 섹터가 견인. 반면 상향된 섹터는 기여도 순으로 운송, 보험, 증권, 필수재, 은행 등

지난 1주일간 KOSPI 12개월 선형 영업이익은 0.1% 상향됐으나 기술적 상향. 2024년, 2025년 각각 -0.4%, -0.2% 하향. 3분기 프리뷰가 1차적으로 끝나면서 하향폭은 줄어든 상황이나 하향 모멘텀은 지속

상향된 섹터는 유틸리티, 조선, 비철/목재였으며 그 외 전 섹터 하향. 하향을 주도한 섹터는 에너지, 운송, 자동차, 기계, 철강, 보험 등.

상향된 섹터인 유틸리티는 한국전력(2.0%), SK가스(8.2%)가 상향을 주도. 조선은 HD한국조선해양(1.8%), 삼성중공업 (2.6%) 등이 상향을 견인. 비철/목재 내에서는 풍산(1.8%)이 상향을 주도.

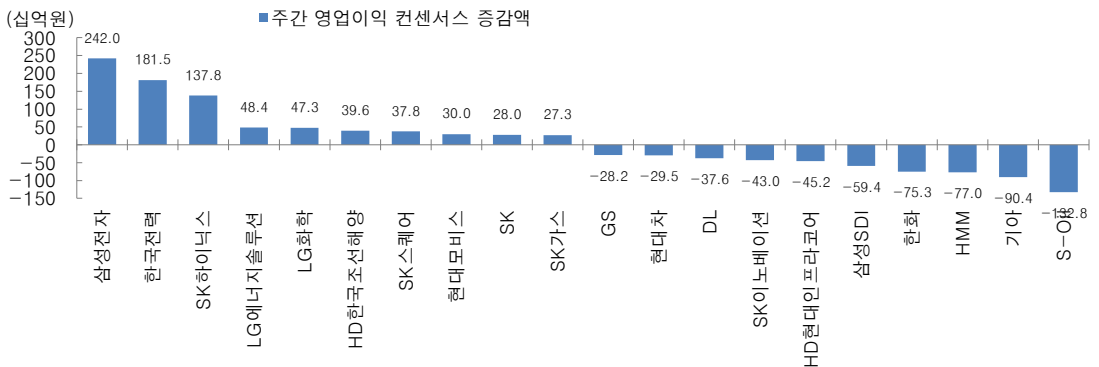
가장 높은 하향기여도를 기록한 에너지 섹터는 S-Oil(-10.8%) 등 정유사가 하향을 주도. 운송은 HMM(-5.3%) 등 해운주가 하향을 주도. 이어서 자동차 섹터는 2주 전부터 본격적인 하향세를 기록 중. 기아(-0.7%)와 현대차(-0.2%)로 대표되는 완성차와 넥센타이어(-2.4%) 등 타이어 관련 기업이 하향을 주도.

목표주가 변동(24.10.16~24.10.23)

지난 한 주간 목표주가 조정이 있었던 종목은 163개(EPS 추정 참여 증권사 3개 이상). 66개(40.5%) 종목의 목표주가가 상향됐으며 97개(59.5%) 종목은 하향. KOSPI 전체로는 1주 간 목표주가 -0.10% 하락.

건강관리(1.1%), 증권(1.1%) 섹터의 상향 조정이 두드러졌으며, 미디어/교육(0.2%), IT가전(0.1%), 은행(0.1%) 등의 섹터도 소폭 상향. 하향률이 높았던 섹터는 에너지(-2.1%), 건설/건축자재(-0.6%), 화장품/의류(-0.6%), IT하드웨어(-0.5%), 보험(-0.5%) 등

KOSPI 주간 영업이익 컨센서스 증감액 상하위 종목



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

트럼프와 함께 돌아온 인플레이션 유령

- 트럼프 지지율 상승으로 인플레이션 우려 재개, 헷지 수요 증가
- 양당의 재정적자 확대 공약 또한 시장 금리 상승 및 달러 강세 촉진
- 관세 부과는 미 제조업 및 수출 경기 부양이 목적, 달러 약세 동반 가능성

트럼프 지지율 상승으로 인플레이션 우려 재개

미국 경제가 여전히 견조한 모습을 유지하고 있는 가운데, 최근 트럼프 전대통령의 대선 승리 베팅이 상승하면서 인플레이션에 대한 경계가 확대되고 있다. 미국채 금리는 연준의 금리인하 시작 이전 수준까지 빠르게 상승했으며, 달러 강세로 이어졌다. 달러 강세에도 대표적인 인플레이션 헷지 자산인 금 가격 또한 상승세가 지속되고 있다.

양당의 정책 공약을 보면, 대선 결과와 상관없이 신정부에서는 재정적자 확대가 불가피해 보인다. 재정적자 확대는 물가를 자극할 뿐만 아니라, 국채 발행 증가로 시장 금리 상승 압력이 확대될 수 있다는 점에서 부담 요인이다. 주요 기관에서는 트럼프 공약이 해리스 공약 대비 더 큰 재정 적자 확대를 초래할 것으로 전망하고 있다. 대선 뿐만 아니라 상하원 선거에서도 공화당이 승리할 경우, 법인세 등 세금 인하가 현실화될 가능성도 높아진다. 무엇보다 물가/부채 안정보다 성장을 우선시하는 트럼프의 정책 방향은 시장금리 상승 및 달러 강세를 자극했다.

미 대선 이벤트 마무리되면, 강달러 일부 되돌림 예상

다만, 정부 부채에 대한 경계감이 다소 과하게 반영되고 있는 것으로 판단된다. 팬데믹 기간 미국의 정부 부채가 빠르게 확대된 점은 부담이나, 최근 정부 지출은 제조업 뿐만 아니라 AI 등 신기술 관련 투자 환경을 조성해 생산성 향상 및 잠재성장률 개선으로 이어지고 있다. 명목 성장 확대는 세수 기반 확충으로 재정적자 및 이자 비용 부담이 우려만큼 크지 않을 가능성도 배제할 수 없다.

한편, 트럼프 대통령 당선 시 가장 먼저 닥칠 위험은 관세 부과다. 의회 승인 없이 가능하기 때문이다. 대중 관세 뿐만 아니라 보편적 관세 인상에 따른 물가 상승 압력에 대한 경계가 크다. 하지만 트럼프 정부의 관세 부과는 미국 제조업 및 수출 부양을 위한 정책이라는 점에서 이전처럼 달러 약세가 동반될 수 있다. 게다가 연준은 금리인하 사이클에 진입했다. 인플레이션 경계가 일부 유입되더라도, 성장 촉진을 위해 통화완화 기조를 지속할 가능성도 있다. 미국과의 무역마찰을 피하기 위한 여타 국가들의 내수 부양 또한 달러 약세 압력으로 작용할 전망이다.

해리스가 당선된다면, 트럼프 트레이드였던 인플레이션 헷지 수요의 되돌림이 나올 것으로 예상된다. 정부 재정 부담이나 지정학적 리스크 확산에 대한 경계가 낮아지고 연준은 기존 경로대로 통화완화 기조를 지속하면서 과했던 달러 강세가 다시 되돌림이 나올 수 있을 것으로 예상된다.

US 'STAR' REITs Guide Book / 미국 리츠 대표종목 Top 8

- 미국리츠는 하반기 미연준 빅컷 이후 강세 지속 중
- 금리인하 속도조절에 따른 변동성 가능, 대형주 중심의 선별적 진입 추천
- 펀더멘털 우수한 대표종목 8 - 1) 실적개선, 2) 재무구조, 3) 수급모멘텀

1) 아퀴닉스 : 성장가도에 있는 데이터센터 리츠 대장주

- 반복 매출(Recurring) 2020년부터 5년간 연평균 9.4% 성장 증으로 임대안정성 강화
- 상호연결 서비스는 고객 락인(Lock-in) 효과가 높아 연평균 11.2% 성장 중
- JV(Joint Venture) 형태를 활용하여 하이퍼스케일 데이터 센터 투자비중을 확대

2) 디지털리얼티 : 빅테크 기업 성장과 함께하는 데이터 센터 리츠

- 빅테크 기업의 AI 투자 경쟁으로 신규수주 연평균 20% 이상 성장 중
- 홀세일(Wholesale) 위주의 수입구조 한계를 극복하기 위해 적극적인 해외 M&A 추진
- 하이퍼스케일 데이터센터에 집중 투자, 선임대비중 66%로 안정적인 수익 구조 유지

3) 웰타워 : 시니어 수요가 이끄는 본격적인 턴어라운드 사이클

- 노인주거시설 시장은 공급 대비 수요초과로 임대료 상승폭 확대
- SHOP 사업 턴어라운드 진입 → 2Q24 NOI 3.9억달러 (11분기 연속 연평균 +30.4%)
- 현금유동성 바탕으로 메디컬 자산(외래진료시설, 장기/후기 치료시설) 투자규모를 확대

4) 인비테이션 홀즈 : 건조한 단독주택 수요 바탕으로 안정적인 성장 중

- 코로나 이후 단독주택 선호도 증가로 2020~2024년 5년 연평균 임대율 97.8% 유지
- 고소득층 주거수요 기반 우수한 입지의 포트폴리오를 보유 → 임대료 하방경직성 확보
- Homebuilder에게 직접 개발중 자산이나 커뮤니티 인수하여 시장지배력 확대에 집중

5) 프로로지스 : 임대 약세 속에서도 글로벌 유통망으로 견고한 방어력 확보

- A-Class 우량 물류센터 거점을 다수 보유하고 있어 포트폴리오 경쟁력이 탁월
- 최근 임대시장 펀더멘털 악화 된 상황이나 2025년 이후로 수급상황 개선예상
- 미국 외 지역을 중심으로 신규 개발을 진행하고 있으며 데이터센터 등 신사업 진출

6) 리얼티인컴 : 탁월한 안정성을 자랑하는 대표 네티스주

- 코로나 기간 포함하여 평균 임대율 98.6% 이상으로 유지하며 안정적인 임대수입 확보
- 네티스 구조로 운영비용이 매출의 약 3~5%에 불과하여, 타 리츠대비 비용효율적
- 포트폴리오 다변화 전략 1) 리테일 외 자산 편입, 2) 유럽시장 투자규모 확대

7) 사이먼프로퍼티그룹 : 위기를 기회로, 미국 최대 쇼핑몰 리츠

- A-class 쇼핑몰로서 임대료 협상력이 높아 2021년부터 임대율이 빠르게 회복됨
- 신규 임대 및 재계약율이 증가 추세 & 운영수익 개선세(임대료 ↑, 임차인 유지비용 ↓)
- 1) 경쟁기업 인수, 2) 재정위기문제를 겪는 임차업체 인수하여 시장지배력 확대

8) 아메리칸 타워 : 해외사업 의존도 낮추며 체질개선에 집중

- 5~10년 이상 장기임차계약으로 임차인 재계약 선호도 및 임대수입 안정성이 높음
- 중대역 5G로의 네트워크 확장수요 증가추세에 있어 네트워크 수요 확대 전망
- 비용통제 및 부채관리 집중하고 있으며 선진국위주 포트폴리오 재편 중(인도사업 철수)

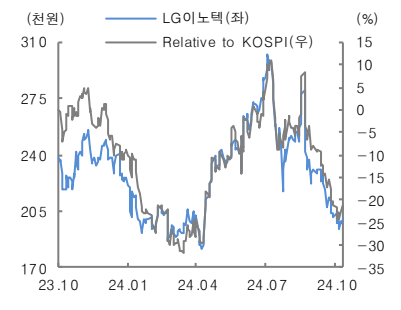
LG이노텍 (011070)

박강호
kangho.park@daishin.com

투자의견 **BUY**
매수, 유지
6개월 목표주가 **270,000**
하향
현재주가 **199,700**
(24.10.23)
가전 및 전자부품업종

KOSPI	2599.62
시가총액	4,726십억원
시가총액비중	0.22%
자본금(보통주)	118십억원
52주 최고/최저	302,000원 / 181,300원
120일 평균거래대금	499억원
외국인지분율	27.11%
주요주주	LG전자 외 1인 40.79% 국민연금공단 9.45%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-13.5	-28.8	6.7	-8.6
상대수익률	-13.5	-24.0	7.6	-17.1



3Q 및 4Q 부진, 아이폰16내 경쟁 심화

- 3Q24 영업이익(1,304억원)은 컨센서스(2,577억원)를 하회
- 광학솔루션 매출은 23.8%(yoy) 증가하나 영업이익률은 하락
- 밸류에이션 저평가 및 2025년 실적 개선에 초점

투자의견 매수(BUY) 유지, 목표주가 270,000원 하향(10%)

투자의견 매수(BUY) 유지, 목표주가 270,000원(2024년 주당순이익 X 목표 P/E 10.8배 적용) 하향(10%). 2024년 3Q 영업이익은 1,304억원(-14.0% qoq/-28.9% yoy)으로 종전 추정(2,620억원) 및 컨센서스(2,577억원)대비 하회. 매출은 5,69조원(24.8% qoq/19.3% yoy)으로 종전 추정(5,27조원) 및 컨센서스(5.17조원) 상회. 3Q 영업이익의 부진을 반영하여 2024년/2025년 주당순이익(EPS)을 종전대비 각각 18.8%, 22.1%씩 하향

3Q24 실적부진은 1) 3Q 원달러 환율(평균)이 1% 하락(QoQ)하였으나 상대적으로 8월/9월 하락 폭 확대로 영업이익률이 하락. 광학솔루션 부진이 주요인으로 해석 2) 기판 및 전자부품의 매출 및 수익성 둔화도 부진. 4Q24 실적도 종전대비 하향. 애플 아이폰 16 초기 판매는 부진한 것으로 판단. 4Q 후반에 애플의 2025년 상반기 생산 조절을 예상. LG이노텍의 실적을 하향. 아이폰 16 수요에 불확실한 상황이 여전히 존재. 단기 보다 밸류에이션 저평가(2024년 P/E 8배, P/B 0.9배) 및 2025년 아이폰17 초점에 맞춘 중장기 비중확대 전략이 유효

3Q24 영업이익(1,304억원)은 종전 추정과 컨센서스대비 하회

2024년 3Q 매출 5,69조원, 영업이익 1,304억원, 당기순이익 1,050억원 기록. 광학솔루션은 4,84조원으로 24%(yoy) 증가, 매출 비중은 85%(3%p yoy). 전체 매출 성장을 견인. 다만 원달러 환율 및 비용 증가로 전사 영업이익률(2.3%)은 전년대비 1.6%p 하락. 반도체 기판은 성장한 반면에 디스플레이부품, 전자부품은 매출 및 수익성 부진

(단위: 십억원 %)

구분	3Q23	2Q24	3Q24				4Q24			
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	4,764	4,555	5,271	5,685	19.3	24.8	5,168	6,337	-16.2	11.5
영업이익	183	152	262	130	-28.9	-14.0	258	332	-31.4	154.3
순이익	129	99	174	105	-18.7	6.2	186	250	-28.7	138.3

자료: LG이노텍, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	19,589	20,605	20,911	21,367	22,176
영업이익	1,272	831	790	835	976
세전순이익	1,135	639	725	782	913
총당기순이익	980	565	593	610	712
지배지분순이익	980	565	593	610	712
EPS	41,401	23,881	25,039	25,768	30,073
PER	6.1	10.0	8.0	7.7	6.6
BPS	180,241	199,204	221,696	244,919	272,449
PBR	1.4	1.2	0.9	0.8	0.7
ROE	25.9	12.6	11.9	11.0	11.6

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
자료: LG이노텍, 대신증권 Research Center

한국전력 (015760)

허민호

minho.hur@daishin.com

투자 의견

BUY

매수, 유지

6개월

목표주가

33,000

상향

현재주가

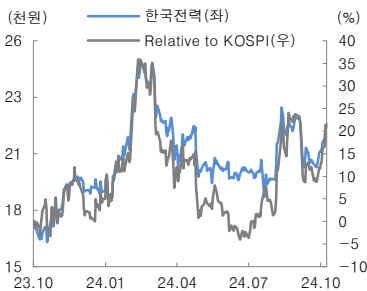
(24.10.23)

21,950

유틸리티업종

KOSPI	2599.62
시가총액	14,091십억원
시가총액비중	0.66%
자본금(보통주)	3,210십억원
52주 최고/최저	24,850원 / 16,190원
120일 평균거래대금	396억원
외국인지분율	15.10%
주요주주	한국산업은행 외 2 인 51.14% 국민연금공단 6.88%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	9.2	13.6	2.3	34.1
상대수익률	9.3	21.2	3.3	21.6



과도한 Sell-on the news, 그래도 너무 싸다!

- 산업용 전기요금 9.7% 인상(평균요금 +5%), 연간 영업이익 +4.7조원
- (+) 다양한 비용감소 요인 존재, '25F 영업이익 16.6조원(+115% YoY),
- 2025F PBR 0.28배로 과도한 저평가, 목표주가 33,000원(PBR 0.42배)

산업용 전기요금 9.7% 인상, 평균 요금 인상 효과는 5%로 서프라이즈

10/23 발표된 산업용 전기요금 9.7% 인상(10월 24일부터 적용)의 평균 전기요금 인상 효과는 5%로 기대치인 3%를 초과하는 것이었음. 이에 따른 연간 전기판매 매출액 및 영업이익 개선 효과는 4.7조원(산업용 판매량 비중 52%)로 추정됨. 서프라이즈 인상 발표에도 증가는 0.7% 상승에 그쳤음. 이는 1) Sell-on the news와 함께 2) 2년 연속 산업용 요금만 인상되고 주택용, 일반용은 인상되지 않음에 따라 향후 추가 요금 인상 잠재력 증발에 대한 우려가 발생했으며(2026년 대선, 지방선거 등을 앞두고 있기 때문), 3) 2028년 이후에는 별도기준 사채발행금액을 자본의 2배 이하로 낮추어야 하는 등 부채 상환 부담으로 2025년 이후 배당에 대해 큰 기대를 할 수 없는 상황 등이 반영되었던 때문이었던 것으로 추정됨

(+) 다양한 비용감소 요인 존재, '25F 영업이익 16.6조원(+115% YoY)

3Q24 영업이익은 2.54조원(+27.2%, 이하 YoY)로 예상되며, 전기요금 인상을 반영해 4Q24 영업이익은 2.73조원(+59.7%), 2025년 16.63조원(+115.3%)로 상향 조정함. 2025년에는 발전용 가스의 미수금 회수단가 제거에 따른 발전용 가스가격 하락(유가 변동과 무관), 지역별 전력도매요금제 시행에 따른 비수도권 SMP 하락, 2024년 8월 이후 하락한 유가의 LNG 적용 유가에 반영 등으로 전력구입비 감소가 기대됨. 또한 주민동의가 완료되어 최근 착공이 시작된 동해안-수도권 송전선로 1단계(송전용량 4GW)는 2025년 6월 가동을 목표로 하고 있음. 계획대로 완공될 경우, 2H25 이후에는 송전제약이 다소 완화되며 추가 비용 감소도 가능

투자 의견 '매수', 목표주가 33,000원으로 상향(상승여력 +50.3%)

실적 추정치 상향 등을 반영해 목표주가를 33,000원으로 상향함. 2025년 배당매력을 기대하기 어려운 상황이지만, 약간의 배당(800원, 별도기준 배당성향 10%)은 가능 예상, 10조원 이상의 잉여현금흐름 발생으로 재무구조 개선이 본격화 되는 감안 시, 2014 ~ 2016년 재무구조 개선 시기 최저 평균 PBR 0.39배를 초과하는 밸류에이션이 정당(2025F PBR 0.28배, 목표 PBR 0.42배)

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	71,258	88,219	93,583	98,686	99,590
영업이익	-32,655	-4,542	7,818	16,828	17,530
세전순이익	-33,844	-7,554	5,223	15,018	15,917
총당기순이익	-24,429	-4,716	3,854	11,414	12,097
지배지분순이익	-24,467	-4,823	3,723	11,242	11,915
EPS	-38,112	-7,512	5,800	17,513	18,560
PER	NA	NA	3.8	1.3	1.2
BPS	63,158	55,837	61,636	79,149	96,909
PBR	0.3	0.3	0.4	0.3	0.2
ROE	-46.9	-12.6	9.9	24.9	21.1

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
자료: 한국전력, 대신증권 Research Center

화장품

K뷰티의 카테고리화

- 하나의 카테고리로 자리잡으며 K-Beauty 영향력 확대
- 수출 확대에 따른 수주 증가로 ODM사 안정적인 실적 성장 기대
- 최선호주 코스맥스, 관심종목 한국콜마 제시

이제는 중국에서 벗어날 때

과거 화장품 업종의 리레이팅을 이끌었던 중국. 그러나 지금은 중국 내 한국 화장품 경쟁력 약화와 소비 부진으로 이제는 실적 발목을 잡는 원인. 2024년 9월 YTD 화장품 수출액에서 중국이 차지하는 비중은 25%로 여전히 수출 1위 국가. 중국 시장이 한국 화장품 산업의 높은 비중을 차지하고 있는 점은 변하지 않는 사실이나 중국 비중이 낮아지고 있다는 점에 주목 필요. 팬데믹 이후 전세계적으로 확산된 한국 콘텐츠에 힘입어 K-Beauty는 전세계 화장품 시장의 트렌드로 자리 잡기 시작

글로벌해진 한국 화장품

한국은 세계 2위 화장품 수출국. 24년 YTD 화장품 수출액은 YoY 17% 성장한 62억달러. 미국, 일본 등 비중국 수출 확대 지속. 미국 화장품 시장에서 한국 화장품 침투율은 여전히 낮은 수준이나 미국 내 K-Beauty가 하나의 카테고리 로 자리 잡아가며 영향력 확대. 과거와 다르게 단일 국가에서의 성장이 아닌 유럽, 중동 등 다양한 지역에서 수출 확대가 지속되고 있다는 점도 긍정적. 화장품 업종의 밸류에이션 프리미엄을 정당화할 수 있는 중요한 요소

2Q24 대형사의 지속된 중국 사업 부진, 높아진 시장 눈높이로 실적 모멘텀 약화, 수출 피크아웃 우려로 10/18 기준 화장품 업종 12개월 선행 P/E는 13 배 수준까지 하락. 연초 17배 대비 밸류에이션 매력이 높아진 상황

최선호주 코스맥스, 관심종목 한국콜마 제시

수출 호조로 화장품 ODM사 수주는 꾸준히 증가하며 CAPA 증설 중. 수출 호조로 기존 인디브랜드의 주문 증가와 신제품 개발 활성화로 화장품 생산 수요가 맞물렸기 때문. 인디브랜드 중심 화장품 업황 호조로 성공 브랜드 예측이 어려워졌으나, 제조사 입장에서는 특정 브랜드의 성과에 크게 의존하지 않더라도 K-뷰티 수요를 충족시키기 위해 생산을 이어가기 때문에 늘어난 생산능력을 바탕으로 ODM사의 안정적인 실적 성장을 기대

코스맥스(BUY, TP 180,000원)

ODM업계 1위로 국내법인 실적 호조 지속 전망. 향후 중국 경기부양책 효과로 화장품 소비 개선 시 가격 부담이 적은 로컬 인디브랜드의 수요 회복 기대. 미국 25년 하반기 신규고객사향 매출 확대로 수익성 개선 추이 지속 예상

한국콜마(BUY, TP 100,000원)

고마진 선제품 수출 확대로 계절성 완화와 수익성 개선 지속 전망. 하반기 국내 CAPA 증설 효과로 견조한 매출 성장과 영업 레버리지 효과 기대



정한솔 hansol.jung@daishin.com

투자의견

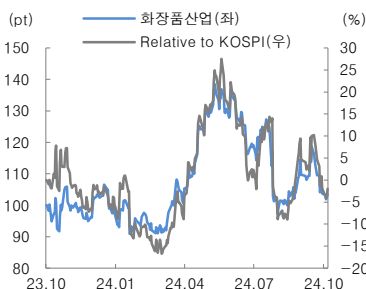
Overweight

비중확대, 신규

Rating & Target

종목명	투자의견	목표주가
코스맥스	Buy	180,000원
한국콜마	Buy	100,000원
씨앤씨인터내셔널	Buy	100,000원
아모레퍼시픽	Buy	170,000원
LG생활건강	Buy	430,000원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-5.7	-15.0	-7.1	4.5
상대수익률	-6.3	-7.4	-5.6	-0.8



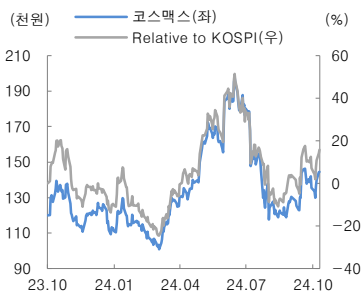
코스맥스 (192820)

정한솔 hansoljung@daishin.com

투자 의견 **BUY**
 매수, 신규
 6개월 목표주가 **180,000** 신규
 현재주가 **144,500**
 (24.10.22) 화장품업종

KOSPI	2,570.70
시가총액	1,640십억원
시가총액비중	0.08%
자본금(보통주)	6십억원
52주 최고/최저	197,800원 / 100,800원
120일 평균거래대금	257억원
외국인지분율	31.25%
주요주주	코스맥스비티아이 외 12 인 27.53% 국민연금공단 11.08%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	15.1	-5.5	9.1	13.2
상대수익률	16.2	1.6	11.5	4.6



Initiation

지나친 걱정

- ODM 업계 호황으로 국내법인 매출 고성장 지속
- 총당금 리스크는 존재하나 최근 낙폭 과대로 밸류에이션 매력 확대
- 업종 내 최선호주 제시

투자 의견 BUY, 목표주가 180,000원 제시

목표주가는 12MF EPS 10,022원에 Target PER 18배를 적용. 국내 화장품 ODM 업계 호황으로 국내법인 매출 고성장은 긍정적. 그러나 예측하기 어려운 대손충당금 리스크와 중국 및 미국 법인 부진으로 Target PER은 글로벌 Peer 12MF 평균 P/E 20배에 20% 할인

2025년 해외법인 영업환경 악화 가능성은 제한적

K-뷰티 글로벌 침투율 확대에 따라 국내법인 실적 호조 지속 전망. 최근 발표된 중국 경기부양책으로 중국 화장품 소비가 개선될 것으로 확인하기 어려우나, 고가의 브랜드 보다는 가격 부담이 적은 로컬 인디브랜드의 수요 회복 기대됨에 따라 동사 실적 개선 가능성 증가. 미국 진출 이후 적자를 지속해오던 미국 법인도 오하이오 공장 철수 이후 ODM 중심 생산을 통해 수익성 개선 흐름. 3Q24 LA 영업사무소 오픈을 통해 미국 신규 고객사 확보 노력중. 리드 타임 감안 시 내년 하반기 신규 고객사향 매출 확대로 수익성 개선 흐름 가속화 예상. 25년 해외법인 영업환경 악화 가능성은 제한적으로 실적 개선 가시화 시 밸류에이션 할인 폭 축소 예상. 업종 내 Top-pick 제시

3Q24 Preview

3Q24 매출액 5,109억원(YoY 12%), 영업이익 401억원(YoY 21%, OPM 7.9%) 전망 [국내] 중저가 브랜드 수출 수요 강세가 이어지면서 전분기와 유사한 매출 성장 예상. 영업 레버리지 효과로 수익성 개선 전망 [해외] 잇센JV 연결 효과로 전체 광저우 매출은 증가가 예상되나 중국 경기 부진 영향으로 상해/광저우(JV제외) 매출이 역성장하며 영업이익 적자전환 예상. 미국 매출 성장은 제한적이나, 수익성은 고정비 절감 효과로 개선 흐름으로 파악. 동남아는 인도네시아/태국 고성장세 지속되며 영업이익 기여 확대 예상

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	1,600	1,777	2,111	2,309	2,478
영업이익	53	116	167	201	237
세전순이익	6	84	140	174	214
총당기순이익	-16	38	91	113	139
지배지분순이익	21	57	96	117	143
EPS	1,838	5,036	8,441	10,338	12,615
PER	40.3	25.1	16.6	13.5	11.1
BPS	51,203	31,941	39,503	49,065	60,978
PBR	1.4	4.0	3.5	2.8	2.3
ROE	3.6	12.1	23.6	23.3	22.9

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
 자료: 코스맥스, 대신증권 Research Center

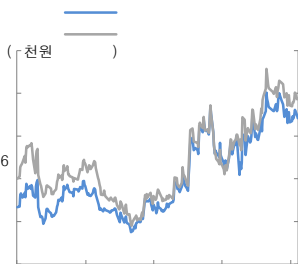
한국콜마 (161890)

정한솔 hansoljung@dshin.com

투자의견 **BUY**
 매수, 신규
 6개월 목표주가 **100,000**
 신규
 현재주가 **70,200**
 (24.10.22)
 화장품업종

KOSPI	2,570.70
시가총액	1,657십억원
시가총액비중	0.08%
자본금(보통주)	12십억원
52주 최고/최저	76,200원 / 43,500원
120일 평균거래대금	264억원
외국인지분율	35.17%
주요주주	한국콜마홀딩스 외 23 인 26.59% NIHON KOLMAR 11.77%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-2.2	15.5	43.3	36.0
상대수익률	-1.4	24.1	46.5	25.7



Initiation

잇혀지는 계절성

- 고객사 수출 호조로 고수익 스킨케어/썬제품 중심 수주 증가
- 국내 CAPA 기존 3.7억개 → 24E 5억개 확대
- 부진했던 해외법인과 자회사 연우 수익성 개선 기대

투자의견 BUY, 목표주가 100,000원 제시

목표주가는 12MF EPS 5,222원에 Target PER 20배(글로벌 Peer 12MF P/E)를 적용하여 산출

고수익 스킨케어/썬제품 중심 수주 증가 지속 전망. 최근 국내 인디브랜드의 수출 비중이 높아지면서 계절성도 열어 질것으로 기대. 상반기 국내 가동률이 100%를 상회하며 CAPA 부족 우려가 존재했으나 순차적 증설로 연간 생산능력이 기존 8.3억개 → 24E 10억개 확대 전망. 특히 국내 연간 생산 능력은 3.7억 → 5억개로 증가. 색조 역량 확충을 통해 색조 신규 고객군도 확대도 긍정적

해외법인 및 자회사 개선도 내년에 더 유의미해질 전망. 현재 미국은 R&D 센터 제외 시 BEP 수준까지 도달. 내년 미국2공장 가동을 앞두고 적극적으로 북미 시장을 공략할 계획. 자회사 연우도 생산설비 개선, 고객사 다변화 등 수익성 개선 노력 지속되며 내년 수익성 개선 기대. 하반기부터 전년 낮은 기저와 우호적인 업황으로 25년까지 업종 내 안정적인 실적 개선 예상

3Q24 Preview

3Q24 매출액 6,346억원(YoY 23%), 영업이익 602억원(YoY 94%, OPM 9.5%) 전망 [국내] 전년 ERP시스템 교체에 따라 낮은 기저와 국내 브랜드사의 수출 호조에 따라 매출 고성장 전망. 고수익 썬비중 확대 지속 [연결법인] 중국 경기 부진에도 주요 고객사의 수주 증가로 중국(무석) 매출 성장 전망. 미국은 주요 고객사 오더 증가로 공장 기준 월BEP 수준까지 달성한 것으로 파악되나, R&D 센터 비용으로 영업적자 예상. 캐나다는 상반기와 유사하게 글로벌 고객사향 물량 축소 지속

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	1,866	2,156	2,505	2,821	3,052
영업이익	73	136	219	265	298
세전순이익	17	34	151	220	263
총당기순이익	-4	25	109	158	190
지배지분순이익	-22	5	87	130	161
EPS	-961	227	3,706	5,525	6,831
PER	NA	236.2	19.5	13.0	10.6
BPS	29,024	28,347	30,909	36,030	42,777
PBR	1.5	1.9	2.2	1.9	1.6
ROE	-3.3	0.8	12.7	16.5	17.3

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출

자료: 한국콜마, 대신증권 Research Center

Initiation

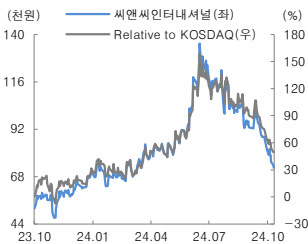
씨앤씨 인터내셔널 (352480)

정한솔 hansoljung@dashin.com

투자 의견 **BUY**
 매수, 신규
 6개월 목표주가 **100,000** 신규
 현재주가 **72,400**
 (24.10.22) 화장품업종

KOSDAQ	738.34
시가총액	725십억원
시가총액비중	0.19%
자본금(보통주)	1십억원
52주 최고/최저	135,400원 / 47,100원
120일 평균거래대금	108억원
외국인지분율	10.62%
주요주주	배은철 외 2인 66.03%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-21.6	-38.3	-12.0	25.0
상대수익률	-20.6	-32.3	0.8	30.3



하반기는 북미 고객사

- 독보적인 제품 기획력으로 확보한 다각화된 고객사
- 고마진 립/블러셔 중심 대량 수주로 높은 영업이익률
- 선제적 CAPA 증설은 매출 성장을 뒷받침 할 전망

투자 의견 BUY, 목표주가 100,000원 제시

목표주가는 12MF EPS 5,055원에 Target PER 20배(글로벌 Peer 12MF P/E)를 적용하여 산출

포인트 메이크업 전문 ODM으로 글로벌 프레스티지, 국내외 인디 및 매스 브랜드를 고객사로 보유. 피어 대비 높은 마진율은 동사의 높은 해외 고객사 비중과 고마진 제품믹스 덕분. 최근 국내 인디브랜드 수출 호조로 수주 확대가 이어지고 있는 상황에서 상반기 부진했던 북미 고객사의 신제품 수주와 글로벌 프레스티지 브랜드 초도 물량이 하반기 더해지면서 실적 모멘텀 부각될 전망

고객사 주문량이 급격하게 늘어나면서 CAPA 증설도 긍정적. 4월 임대공장 가동에 이어 4분기부터 2공장 증설이 반영될 예정. 임대공장은 현재 안정화 단계로 접어들며 3분기 생산성 개선세. 2024년말 국내 연간 캐파는 기존 1.8억개에서 3억개로 확대. 2025년 2공장 증설 효과가 본격화되며 높은 매출 성장 기대

3Q24 Preview

3Q24 매출액 822억원(YoY 53%), 영업이익 127억원(YoY 87%, OPM 15.4%) 전망.

[별도] 주요 국내 고객사향 수주가 지속되고 있고, 상반기 부진했던 북미 고객사 매출이 크게 회복되며 매출 성장을 견인할 전망. 고단가 해외 고객사 수주 증가와 립/블러셔 중심 대량 수주로 수익성 개선 예상 [상해] 전분기와 유사하게 중국 경기 부진 영향으로 매출 감소가 이어지면서, 고경비 부담으로 영업적자 예상

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	131	220	318	381	427
영업이익	17	32	47	59	68
세전순이익	19	35	55	63	71
총당기순이익	16	31	45	51	58
지배지분순이익	16	31	45	51	58
EPS	1,646	3,142	4,475	5,132	5,803
PER	18.5	19.9	16.2	14.1	12.5
BPS	13,400	17,235	21,699	26,819	32,609
PBR	2.3	3.6	3.3	2.7	2.2
ROE	13.1	20.5	22.9	21.1	19.5

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
 자료: 씨앤씨인터내셔널, 대신증권 Research Center

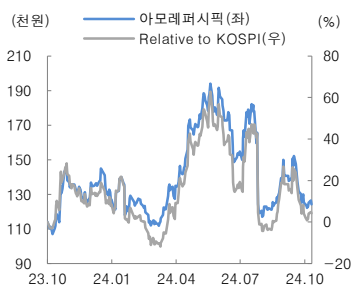
아모레퍼시픽 (090430)

정한솔 hansoljung@dashin.com

투자 의견 **BUY**
 매수, 신규
 6개월 목표주가 **170,000** 신규
 현재주가 **124,300**
 (24.10.22) 화장품업종

KOSPI	2,570.70
시가총액	7,634십억원
시가총액비중	0.36%
자본금(보통주)	29십억원
52주 최고/최저	194,200원 / 107,100원
120일 평균거래대금	587억원
외국인지분율	30.78%
주요주주	아모레퍼시픽그룹 외 16 인 50.15%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-9.7	-30.1	-12.3	16.1
상대수익률	-8.9	-24.8	-10.3	7.2



Initiation

끝이 보이는 부진

- 중국 영업적자 확대로 COSRX 편입에도 24년 실적 부진할 전망
- 글로벌 리밸런싱 전략에 따라 서구권 매출 확대 모멘텀 유효
- 중국 구조조정 마무리 시 적자 규모 축소 → 25년 하반기 턴어라운드

투자 의견 BUY, 목표주가 170,000원 제시

투자 의견 'BUY', 목표주가 170,000원을 제시. 목표주가는 12MF EPS 6,181원에 Target PER 28배(글로벌 화장품 Peer 12MF 평균 PER) 적용

중국 시장 비중을 줄이고, 북미와 EMEA 지역 중심으로 매출을 확대하는 글로벌 리밸런싱 전략 추진 중. 북미에서는 라네즈/이니스프리/COSRX 중심 성장 지속, 또한, EMEA는 영국 시장에 본격 진출해 라네즈/이니스프리 유통망을 확장하며 고성장세. 동사 실적 악화의 주요인 중국법인인 거래구조 변경과 오프라인 매장 축소 등 비용효율화 과정에서 일회성 비용 발생과 매출 축소로 적자 지속. 구조조정 마무리 시 적자 규모가 축소될 전망

동사 주가는 COSRX와 자체 브랜드의 서구권 매출 확대 기대감과 중국 실적 우려가 혼재되어 변동성 확대. 안정적인 주가 상승을 위해서는 1) COSRX 북미 오프라인 확대와 북미 외 지역 성장성 증명 2) 중국 구조조정 마무리 이후 실적 개선 가시화가 필요

3Q24 Preview

3Q24 매출액 9,663억원(YoY 9%), 영업이익 393억원(YoY +128%, OPM 4.1%) 전망. COSRX 제외 시 영업이익은 중국 적자 확대로 YoY 적자확대 [국내] 국내 면세 채널은 B2B 물량 축소 운영으로 전분기과 유사한 매출과 마진 예상. 국내 내수 소비 위축으로 전통채널 역성장 예상하나, MBS(H&B)/이커머스 중심 성장은 지속 [해외] 코스알엑스 제외 매출액 YoY-15%, 영업적자 -300억원 수준 예상. 중국은 재고 환입(약 200억원), 일회성 구조조정 비용 등이 발생하면서 약 500억원 수준의 영업적자 예상. 미국, 유럽 등 서구권은 라네즈/이니스프리 중심으로 견조한 매출 성장을 전망. COSRX는 매출은 견조하나 전반적으로 해외 마케팅 비용이 증가하며 수익성 하락 전망

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	4,135	3,674	3,849	4,337	4,571
영업이익	214	108	202	432	505
세전순이익	224	281	758	458	486
총당기순이익	129	174	644	357	379
지배지분순이익	134	180	678	377	400
EPS	2,177	2,915	11,446	6,280	6,676
PER	63.2	49.7	10.7	19.6	18.4
BPS	69,494	70,933	79,860	84,416	89,307
PBR	2.0	2.0	1.6	1.5	1.4
ROE	2.8	3.7	13.0	6.6	6.7

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출. 자료: 아모레퍼시픽, 대신증권 Research Center

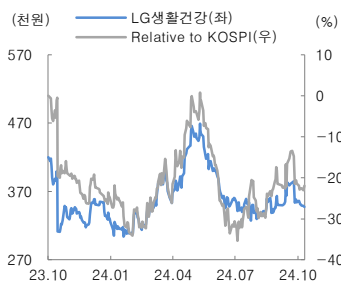
LG생활건강 (051900)

정한솔 hansoljung@daiashin.com

투자의견 **BUY**
 매수, 신규
 6개월 목표주가 **430,000** 신규
 현재주가 **347,500**
 (24.10.22) 화장품업종

KOSPI	2,570.70
시가총액	5,746십억원
시가총액비중	0.27%
자본금(보통주)	78십억원
52주 최고/최저	469,000원 / 303,500원
120일 평균거래대금	287억원
외국인지분율	28.02%
주요주주	LG 외 2 인 34.04% 국민연금공단 9.07%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-0.6	0.3	-9.2	-8.6
상대수익률	0.3	7.8	-7.1	-15.5



Initiation

포기 못하는 중국

- 중국 매출 회복 기대감은 유효하나 매출 반등 확인 필요
- CNP/더페이스샵 중심으로 북미 지역 매출 확대 시작
- 지역다변화를 위한 비용 확대 예상 → 수익성에 대한 불확실성 존재

투자의견 BUY, 목표주가 430,000원 제시

목표주가는 12MF EPS 21,425원에 Target PER 20배를 적용해 산출. Target PER은 글로벌 화장품 Peer 12MF 평균 PER 30% 할인한 값. 중국 매출 회복 기대감은 유효하나 더후 리뉴얼에 따른 마케팅과 비중국 매출 확대를 위해 CNP/빌리프/TFS 중심 비용 확대가 예상됨에 따라 수익성에 대한 불확실성 존재. 이를 반영하여 글로벌 피어 대비 할인 적용

높은 중국 매출 의존도로 중국 소비 부진과 핵심 브랜드 'The Whoo' 리브 랜딩 영향으로 부진한 실적 지속. 9월 중국 경기부양책 발표로 중국 화장품 산업의 추가 악화 가능성은 낮다고 판단. 다만, 주력 브랜드 'The Whoo'가 고가 화장품이라는 점 고려 시 중국 화장품 소비 회복이 동사 매출 반등으로 이어질지는 확인 필요

피어 대비 느리지만 화장품 매출 지역 다변화를 위해 노력 중. 한국 중저가 제품의 인기가 높아지고 있는 미국 지역을 중심으로 LG생활건강 브랜드인 CNP/더페이스샵 제품으로 시장 공략 시작. 미국 아마존 베스트셀러 순위 확인 가능하다는 점에서 비중국향 매출 확대 가능성 확인

3Q24 Preview

3Q24 매출액 1조 7,004억원(YoY -3%), 영업이익 1,375억원(YoY 7%, OPM 8.1%) 전망. [화장품] 매출액 YoY -2%, 영업이익 YoY 269%, OPM 4.5% 예상. 중국은 낮은 기저와 온라인 중심 성장으로 매출액 YoY 30% 성장하나, 전분기와 유사한 수준. 다만 마케팅 비용 확대가 예상되나, 전년 대규모 적자 발생에 따른 기저로 YoY 적자폭 개선 전망 [생활용품] 북미 구조조정으로 매출 감소가 예상되나 프리미엄 제품 확대로 수익성 개선 [음료] 계절적 성수기에도 경기 위축으로 매출 감소가 예상되며, 시장 경쟁 심화로 수익성 하락 전망

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	7,186	6,805	6,832	7,045	7,228
영업이익	711	487	533	578	607
세전순이익	418	276	433	491	531
총당기순이익	258	164	298	339	366
지배지분순이익	237	143	292	331	359
EPS	15,558	9,230	19,412	22,095	23,948
PER	46.4	38.5	17.5	15.3	14.2
BPS	301,350	306,665	319,830	335,216	352,134
PBR	2.4	1.2	1.1	1.0	1.0
ROE	4.4	2.7	5.3	5.7	5.9

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출, 자료: LG생활건강, 대신증권 Research Center

▶ Compliance Notice

- ✓ 본 자료에 수록된 내용은 당 Research Center가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로 얻어진 것이나 정확성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- ✓ 자료 작성일 현재 본 자료에 관련하여 위 애널리스트는 재산적 이해관계가 없습니다.
- ✓ 본 자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견을 정확하게 반영하였습니다.
- ✓ 동 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.