

Morning Meeting Brief

Asset Allocation

[자산배분 국면 판단] 위험자산을 뒷받침하는 경기와 유동성 확장 국면

- OECD G20 경기선행지수는 확장국면 진행중. 위험자산 가격에 긍정적인 요인
- 글로벌 유동성도 확장국면 진입. 위험자산 가격 뒷받침, 달러 약세와 금 가격 강세도 기대
- 과거와 달리 미국의 독주 흐름이 나타나고 있지만 달러 약세와 비미국시장의 키맞추기 장세 기대

조승빈. Seungbin.cho@daishin.com

산업 및 종목 분석

[NDR 후기] 대덕전자: AI 향 MLB 매출 확대로 밸류에이션 상향 전망

- AI향 MLB 매출 신규 예상, 2025년 MLB 매출은 47.2%(yoy) 증가 기대
- 2025년 상반기 MLB / 하반기에 FC BGA(반도체 PCB)가 성장 주도
- 2025년 밸류에이션 상향 기대, MLB(AI향, 우주사업)과 전장향 매출 확대

박강호 kangho.park@daishin.com

[3Q24 Review] 셀트리온: 더 큰 도약을 위한 숨 고르기

- 3Q24 연결 매출 8,819억원(+0.8qoq), 영업이익 2,077억원(+186.5%qoq)
- 짐펜트라 시장기대치 대폭 하회했으나, 후속제품 고성장으로 컨센서스 부합
- 2025년 짐펜트라 처방 확대, 이익 개선, 신제품 매출 성장에 주목

이희영 heeyoung.lee@daishin.com

[3Q24 Review] 메디톡스: 성장 엔진이 고장난 건 아니다

- 3분기 실적은 공장 셋다운과 간접 수출 감소로 컨센서스를 하회
- 그러나 향후 독신 수출 증대와 3공장 가동률 상승으로 실적 개선이 기대
- 목표주가는 13% 하향 조정했으나 장기적인 성장 그림은 유지

한승협. songhyeop.har@daishin.com

[3Q24 Review] 와이지엔터테인먼트: 2025년 YG 어셈블!

- 3Q 영업손실폭 축소하며 컨센 상회, 4Q 트레저 컴백 시 흑전 전망
- 베문 기대 이상의 성장세로 2025년 추정치 및 목표주가 상향 조정
- 2025년 상반기에는 베문과 트레저, 하반기에는 블랙핑크 월드투어 시작

임수진. soojin.lim@daishin.com

[3Q24 Review] 코스맥스: 예상했던바 그대로

- 영업이익 434억원 기록하며 컨센서스 부합
- 3Q24 한국/동남아법인 실적 호조 지속, 중국/미국 법인 부진
- 25년 동남아 성장 지속과 미국 신규 고객사 유입 기대

정한솔. hansol.jung@daishin.com

자산배분

월간 업데이트 | 2024.11

Asset Allocation 조승빈
seungbin.cho@daishin.com위험자산을 뒷받침하는
경기와 유동성 확장 국면

[자산배분 국면 판단] 위험자산을 뒷받침하는 경기와 유동성 확장 국면

과거와 달리 미국의 독주 흐름이 나타나고 있지만 달러 약세와 비미국시장의 키맛 추기 장세 기대

글로벌 경기: OECD G20 경기선행지수는 9개월 연속 확장(2국면) 진행중. 위험자산 가격에 긍정적인 요인

- OECD G20 경기선행지수는 2022년 10월 저점 이후 상승세 지속. 지난 2월에 100을 돌파하며 확장(2국면) 진입

- OECD 경기선행지수 확산비율은 76.5%로 높은 수준을 나타내고 있어 G20 기준 경기선행지수 추가 개선도 가능

- 글로벌 제조업 경기는 부진한 모습이지만, ISM 제조업 지수와 중국 제조업 PMI에서 회복 신호가 나타나고 있다는 점은 긍정적

- 견조한 소비심리에 제조업 경기 회복이 더해진다면 당분간 글로벌 경기는 양호한 흐름 지속 예상

물가 관련: ISM 제조업 가격지수 반등하며 회복(1국면)으로 전환. 시장금리 변동성 확대 요인

- ISM 제조업 가격지수는 아직 기준선을 하회하고 있지만, 최근 반등하면서 물가지표는 수축(4국면)에서 회복(1국면)으로 전환

- 중국의 대규모 경기부양책에 대한 기대감이 제조업 경기를 자극하고 있고, 주요 PMI 가격 관련 지표 상승으로 연결

- 과거 ISM 제조업 가격지수가 개선되는 국면에서 장기국채 성과 저조. 당분간 시장금리의 변동성 확대 대비 필요

- 중국 Credit Impulse 국채발행 제외 부문의 부진이 지속되고 있다는 점은 중국 제조업 경기에 부정적인 신호. 불확실성 여전히 높은 상황

글로벌 유동성 관련: 주요국 M2/GDP는 2개월 연속 확장(2국면) 진입. 위험자산 가격에 긍정적 환경. 달러 약세와 금 가격 강세도 기대

- 주요국 중앙은행의 통화완화 정책이 시행되는 가운데 M2 증가율(YoY)이 빠르게 개선되면서 글로벌 유동성은 2개월 연속 확장(2국면) 진입

- 과거 확장 국면에서는 신흥국 중심의 주식시장 강세와 달러 약세, 금 가격 상승 흐름이 나타났지만, 현재 국면에서는 미국 증시와 달러가 강세

- 최근 미국 시장의 독주 흐름은 과거와 다른 모습. 글로벌 경기가 양호한 만큼 달러 약세와 비미국 시장의 키맛추기 장세 기대

대덕전자 (353200)

박강호

kangho.park@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

25,000

유지

현재주가

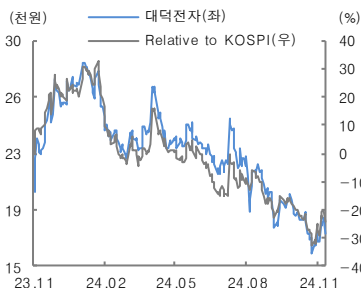
17,110

(24.11.11)

가전 및 전자부품업종

KOSPI	2531.66
시가총액	8633억원
시가총액비중	0.04%
자본금(보통주)	2531억원
52주 최고/최저	28,600원 / 15,820원
120일 평균거래대금	82억원
외국인지분율	0.00%
주요주주	대덕 외 5 인 32.76% 국민연금공단 8.45%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-5.1	-19.5	-25.6	-24.8
상대수익률	-2.7	-17.7	-19.9	-28.4



시향 MLB 매출 확대로 밸류에이션 상황 전망

- 시향 MLB 매출 신규 예상, 2025년 MLB 매출은 47.2%(yoy) 증가 기대
- 2025년 상반기 MLB / 하반기에 FC BGA(반도체 PCB)가 성장 주도
- 2025년 밸류에이션 상황 기대, MLB(시향, 우주사업)과 전장향 매출 확대

투자의견 매수(BUY) 및 목표주가 25,000원 유지

투자의견은 매수(BUY) 및 목표주가 25,000원 유지. 2025년 상반기에 최선호주 제시. 2024년 3Q 실적 발표 이후, 국내 NDR(Non-deal Roadshow), 4일간 진행, 미팅 이후에 2024년 4Q 및 2025년 투자포인트는

① 삼성전자, SK하이닉스 등 메모리 업체의 디램, 낸드의 재고조정으로 메모리향 패키지(반도체 기판) 매출 감소, 부진이 4Q24 및 1Q25까지 지속 전망. 시향 HBM 수요 증가로 범용 디램의 생산능력이 HBM으로 전환되면서 범용 디램의 출하량이 감소. IT기기 수요 약화로 낸드에서 공급조정(재고조정)이 예상을 상회한 수준에서 진행 중으로 판단 ② 차세대 성장 분야인 FC BGA 가동률 개선이 2025년 2Q까지 제한적으로 전망. 전기자동차의 수요 둔화, 가전, TV 및 IT기기의 수요 둔화로 FC BGA 매출 부진을 예상. 위에서 언급된 ①, ②을 종합하면 2025년 1Q까지 실적 개선의 기대감은 높지 않다고 판단

현 시점에서 핵심 투자포인트는 초다층PCB(MLB) 사업 확대, 추가적인 매출 예상과 설비투자로 반도체 패키지(메모리, 비메모리) 부문의 매출 부진을 만회할 수 있는 시점, 기회에 초점. 기대한 배경은

2025년 상반기 시향 MLB, 하반기 FC BGA 정상화에 초점

① 2025년 시향 MLB 신규 매출은 약 400~500억원으로 예상, 2024년 12월 중으로 글로벌 AI 기업에서 양산 승인, 수주를 받을 것으로 추정. 2024년 MLB 매출은 1,222억원으로 예상, 대부분 북미향 통신 사업자(네트워크, 반도체 검사장비용 MLB)향 매출 구조, 신규로 12월에 시향 MLB 수주를 받고 2025년 신규 매출이 반영되면 약 1,800억원 이상으로 MLB 전체 매출은 증가 전망. 현재 실적 추정에 미반영, 최종적으로 승인/양산이 결정되면 추가적으로 실적 상황 가능성을 고려

② 글로벌 AI 기업향 MLB 매출이 반영되면 추가 공급 확대도 예상. 또한 새로운 고객을 확보하면 MLB의 생산능력 확대(설비투자)도 필요. 2025년 추가적인 설비 투자를 가정하면 2026년 MLB 매출은 3천억원을 상회 가능성도 높음. 그러면 반도체 패키지향 매출 정체를 MLB가 상쇄, 신성장원으로 부각. 기존의 네트워크 중심의 매출 구조에서 시향 그리고 우주, 군사까지 MLB 사업이 확대, 2025년 높은 성장을 기대

③ 시향 MLB 수요 증가는 인공지능(AI) 분야에 글로벌 기업의 투자 확대가 지속된 가운데 미국 고객이 중국 경쟁업체에서 공급물량을 축소 분위기, 대덕전자에게 새로운 진입 기회를 제공. 트럼프 2기에서 중국의 견제를 고려하면 2025년 MLB 사업 확대, 투자 진행(추정) 가능성은 높으며 긍정적인 의사결정으로 평가

④ 4Q24 및 2025년 반도체 PCB 업종에서 대덕전자로 수급 이동을 예상. 메모리향 패키지의 매출 둔화를 초다층PCB (MLB) 확대로 상쇄, 성장 전환으로 기회를 확보. 상대적으로 투자 매력도가 높아질 것으로 판단. 국내 AI 및 서버향 MLB 관련주에 추가 편입되면서 매수 관점이 확대. 2025년 하반기에 메모리 및 비메모리 업황이 회복 전망, 반도체 패키지 부문에서 가동률 확대가 본격화되면 반도체향 패키지와 MLB 부문에서 동시 성장(매출 확대)으로 2025년 실적 개선의 속도가 빨라질 것으로 전망

셀트리온 (068270)

이희영

heeyoung.lee@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

240,000

유지

현재주가

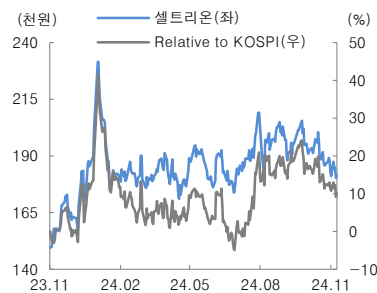
181,500

(24.11.08)

제약업종

KOSPI	2561.15
시가총액	39,389십억원
시가총액비중	1.84%
자본금(보통주)	225십억원
52주 최고/최저	231,500원 / 156,800원
120일 평균거래대금	1,346억원
외국인보유율	22.93%
주요주주	셀트리온홀딩스 외 88 인 28.29% 국민연금공단 6.24%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-5.1	-7.3	-6.7	15.2
상대수익률	-3.8	-7.4	0.0	9.0



더 큰 도약을 위한 숨 고르기

- 3Q24 연결 매출 8,819억원(+0.8qoq), 영업이익 2,077억원(+186.5%qoq)
- 짐펜트라 시장기대치 대폭 하회했으나, 후속제품 고성장으로 컨센서스 부합
- 2025년 짐펜트라 처방 확대, 이익 개선, 신제품 매출 성장에 주목

투자의견 매수, 목표주가 240,000원 유지

3Q24 짐펜트라 매출은 시장 기대치를 대폭 하회하였으나, 미국 처방량 및 출하량이 가파르게 증가하는 점은 긍정적임. 합병 효과로 유럽 시장 성장 견조, 원가율 하락에 따른 이익 개선 본격화, 2025년 다수의 바이오시밀러 신제품 출시가 기대되어, 연간 매출 추정치를 유지. 이에 따라 동사에 대한 투자의견 매수, 목표주가 240,000원 유지

목표주가는 SOTP 방식으로 산출. 영업가치는 합병 후 원가율 정상화 및 미국 출시 신제품 매출 비중이 높아진 26년 EBITDA를 할인하고, 19년 램시마SC 유럽 출시 당시 Fwd 12m 멀티플을 22% 할인한 26배를 적용하여 49.3조원으로 추정. 순차입금을 반영하여 총 기업가치 49.3조원으로 산정.

3Q24 Review: 후속 제품 성장과 원가율 하락으로 컨센서스 부합

[연결] 매출 8,819억원(+0.8% QoQ), 영업이익 2,077억원(+186.5% QoQ), OPM 23.6% 기록. 짐펜트라 매출 64억원으로 시장기대치 및 당사 추정치(506억원)을 대폭 하회하였으나, 후속제품(+46.7% QoQ)의 견조한 성장과 원가율 개선으로 컨센서스 부합하는 실적 달성. 연간 매출 가이드선스 3.5조원 달성은 가능할 전망

[기존 제품] 매출 4,675억원(-13.5% QoQ)로 전분기 대비 감소하였으나, 이는 2분기에 화이자항 램시마V 공급이 일회성으로 증가한 것에 대한 기저효과 때문임. 최근 유럽 입찰시장에서 공급 안전성이 중요한 요소로 작용하며, 가격이 낮은 업체들 대비 공급 안전성이 우위에 있는 동사가 선정되는 사례 발생. 여전히 기존제품은 유럽 시장에서 견조한 성장을 보일 것으로 예상

[후속 제품] 매출 3,425억원(+46.7% QoQ)로 유럽 시장에서 점유율 지속 상승하며 호실적 기록. 램시마SC 1,709억원(+53.6% QoQ), 유플라이마 944억원(+18.0% QoQ), 베그젤마 692억원(+73.0% QoQ), 짐펜트라 64억원(+190.9% QoQ), 스테키마 16억원(신규) 달성. 유럽 IBD 분야에서 램시마와 유플라이마가 자기면역질환 포트폴리오 영업 시너지를 내며 크게 성장중. 베그젤마는 다소 늦게 유럽 시장에 출시했음에도 불구하고, 합병에 따른 원가 경쟁력, 우수한 공급 안전성, 높은 인지도를 바탕으로 빠르게 성장. 앞으로도 후속 제품은 기존 제품으로 쌓아온 브랜드 인지도 바탕으로 유럽에서 견조한 성장이 기대됨.

3Q24 매출 원가율은 47.5%로 2Q24 57.9% 대비 감소하며 이익 개선에 기여. 앞으로도 원가율이 낮은 신규 재고가 늘어나면서 매출 원가율 하락 지속될 예정이며, 수익성이 높은 후속 제품 성장으로 본격적인 이익 개선 기대

(단위: 십억원 %)

구분	3Q23	2Q24	3Q24				4Q24			
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	672	875	923	882	31.2	0.8	935	1,033	170.1	17.2
영업이익	268	72	197	208	-22.4	186.5	219	249	1,251.1	19.9
순이익	222	78	178	84	-38.0	7.2	169	189	17,807.6	15.0

자료: 셀트리온 FnGuide, 대신증권 Research Center

메디톡스 (086900)

한승협

songhyeop.han@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

260,000

하향

현재주가

138,200

(24.11.11)

의료 장비 및 서비스 업종

성장 엔진이 고장난 건 아니다

- 3분기 실적은 공장 섀다운과 간접 수출 감소로 컨센서스를 하회
- 그러나 향후 특신 수출 증대와 3공장 가동률 상승으로 실적 개선이 기대
- 목표주가는 13% 하향 조정했으나 장기적인 성장 그림은 유지

투자의견 매수 유지, 목표주가 260,000원으로 13% 하향(Upside +88%)

목표주가는 12개월 선행 EPS 6,917원에 타겟 멀티플 29.9x를 적용한 영업가치 1조 5,103억원과 MT10109L의 가치 4,089억원을 합산한 SOTP 방식으로 산출

비록 3분기 실적은 아쉬웠으나, 올해와 내년 100%의 영업이익의 성장이 가능한 회사라는 사실은 변하지 않음. 수출 비중 확대, 영업 레버리지 효과, 공장 가동률 상승, 제품 믹스 개선, 비용 구조 개선 등 다양한 요인들로 인해 메디톡스의 향후 매출 성장과 수익성 개선 기대

3분기 실적 부진: 공장 섀다운과 간접 수출 감소가 발목

3Q24 매출액 539억원(YoY-8%), 영업이익 60억원(YoY+67%, OPM 11%)으로 컨센서스(매출액 693억원, 영업이익 169억원)를 하회하는 아쉬운 실적 기록

매출 부진은 두 가지 요인에 기인: 1) 1공장 노후화로 8월 한 달 동안 공장 가동이 거의 중단되면서 수출 물량이 감소하는 병목 현상 발생 2) 국내 특신 매출 중 도매상을 통해 나가는 간접 수출 물량 감소

판관비에선 특이 사항이 없었으나, 소송 관련 비용이 점진적으로 감소하는 모습은 긍정적 (지급수수료 1Q 175억원 → 2Q 97억원 → 3Q 74억원)

영업이익 24년 353억원, 25년 751억원: 수출 증대와 규모의 경제 효과

동사의 24년 영업이익 353억원(YoY+104%, OPM 15%), 25년 영업이익 751억원(YoY+113%, OPM 27%) 전망. 2024년 2분기부터 3공장에서 생산된 뉴릭스의 수출 매출이 본격화되면서 해외 특신 매출이 크게 증가할 것으로 예상

수출 단가가 국내 대비 훨씬 높은 수준이기에 향후 성장성은 해외 시장 공략에 달려 있음. 여기에 최근 가동을 시작한 3공장의 본격적인 양산으로 인한 규모의 경제 효과와 주력 제품인 뉴릭스와 코어톡스의 판매 호조까지 더해진다면 실적 성장세는 가속화될 것으로 전망

(단위: 십억원 %)

구분	3Q23	2Q24	3Q24		4Q24					
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	59	65	66	54	-8.2	-17.1	69	68	-0.5	25.6
영업이익	4	14	15	6	67.0	-58.3	17	16	554.8	166.5
순이익	-2	11	13	1	흑전	-89.2	15	11	흑전	819.7

자료: 메디톡스, FrnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

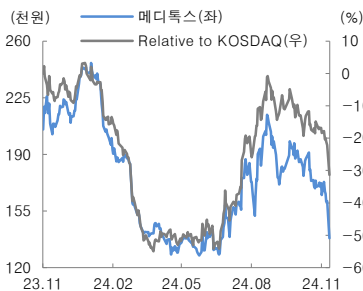
(단위: 십억원 원, %)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	195	221	241	280	351
영업이익	47	17	35	75	108
세전순이익	50	16	30	72	105
총당기순이익	37	10	23	56	82
지배지분순이익	37	10	23	56	82
EPS	4,973	1,270	2,915	7,281	10,657
PER	25.7	189.7	55.3	22.1	15.1
BPS	57,510	61,139	62,488	68,814	78,516
PBR	2.2	3.9	2.2	2.0	1.8
ROE	8.9	2.2	4.7	11.1	14.5

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

KOSDAQ	728.84
시가총액	1,009십억원
시가총액비중	0.27%
자본금(보통주)	4십억원
52주 최고/최저	246,500원 / 127,500원
120일 평균거래대금	172억원
외국인지분율	15.16%
주요주주	정현호 외 8 인 18.45%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-26.2	-27.3	0.9	-33.9
상대수익률	-21.9	-23.8	19.6	-28.4



와이지엔터테인먼트 인먼트 (122870)

임수진

soojin.lim@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월

목표주가

60,000

상향

현재주가

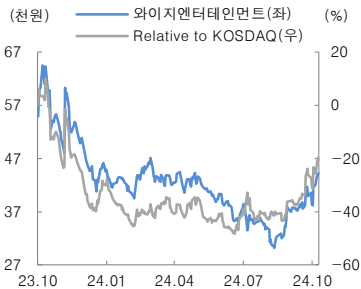
(24.11.11)

43,300

엔터테인먼트업종

KOSDAQ	743.38
시가총액	826십억원
시가총액비중	0.22%
지분금(보통주)	9십억원
52주 최고/최저	64,300원 / 30,200원
120일 평균거래대금	63억원
외국인지분율	8.34%
주요주주	양현석 외 5인 22.98% 네이버 8.89%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	17.2	21.4	1.3	-28.6
상대수익률	22.7	21.7	18.8	-22.1



25년 YG 어셈블!

- 3Q 영업손실폭 축소하며 컨센 상회. 4Q 트레저 컴백 시 흑전 전망
- 베문 기대 이상의 성장세로 2025년 추정치 및 목표주가 상향 조정
- 2025년 상반기에는 베문과 트레저, 하반기에는 블랙핑크 월드투어 시작

투자의견 매수 유지 및 목표주가 60,000원으로 +9% 상향

목표주가는 2025E EPS 3,228원에 Target PER 17.4배를 적용하여 산출. 3분기를 끝으로 올해 공백기가 종료. 4분기 베문의 첫 정규앨범을 발매했는데 주문량이 일주일만에 82만장을 상회. 기대치를 크게 상회하는 성장세로 2025년 추정치 상향조정하며 TP 상향. 내년 예상 PER 14.7배 수준으로 여전히 저점 매수 구간으로 평가하며 투자의견 매수 유지

YG 대부분 아티스트 완전체 컴백으로 다시 성장궤도 진입할 2025년

연결 매출액 6,166억원(YoY +70%), 영업이익 591억원(YoY 흑전)으로 실적 턴어라운드 기대됨. 올해 베이비몬스터의 음반 2회 및 팬미팅, 트레저의 콘서트로 활동이 적었으나 내년에는 다채로운 활동이 예정되어 있음. 내년 상반기에는 베이비몬스터, 트레저의 월드투어가 시작될 것으로 예상되며 하반기에는 블랙핑크의 완전체 컴백 및 대규모 월드투어가 본격화될 전망

3Q24 Review: 드디어 공백기 마무리

매출액 835억원(YoY -42%, QoQ -7.2%), 영업이익 -36억원(YoY 적전, QoQ 적지)으로 컨센서스 소폭 상회. 3분기 활동 공백에 따른 분업 실적 감소 및 자회사 투자상품 평가손실 영향으로 영업이익 적자 지속. 다만, 3분기 선반영될 것으로 예상했던 베문 음반 제작비 4분기 반영되며 컨센서스 상회. 4분기에는 베문 음반이 약 100만장 반영될 것으로 예상되며 팝업스토어, 응원봉 출시로 MD 매출도 호조를 기록할 것으로 전망. 트레저 컴백일정 미정이나 12월 내 컴백 시 흑전도 가능할 것으로 기대

(단위: 십억원, %)

구분	3Q23	2Q24	직전추정	잠정치	3Q24P			4Q24		
					YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	144	90	91	84	-42.0	-7.2	87	102	-6.7	22.1
영업이익	21	-11	-6	-2	적전	적지	-8	0	적전	적지
순이익	11	-2	-14	-11	적전	적지	-3	-2	적전	적지

자료: 와이지엔터테인먼트, FrGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	391	569	363	617	674
영업이익	47	87	-20	59	72
세전순이익	56	93	-16	64	76
총당기순이익	47	77	-15	57	68
지배지분순이익	34	61	-15	56	68
EPS	1,813	3,285	-781	3,228	3,631
PER	24.2	15.5	NA	14.7	12.2
BPS	22,042	24,993	24,115	27,255	30,185
PBR	2.0	2.0	1.8	1.6	1.5
ROE	8.6	14.0	-3.2	11.7	12.6

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

코스맥스 (192820)

정한솔

hansol.jung@daishin.com

투자 의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

180,000

유지

현재주가

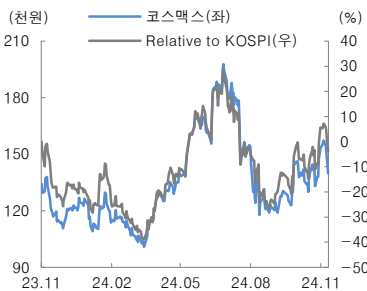
139,800

(24.11.11)

확장품업종

KOSPI	2531.66
시가총액	1,587십억원
시가총액비중	0.07%
자본금(보통주)	6십억원
52주 최고/최저	197,800원 / 100,800원
120일 평균거래대금	253억원
외국인지분율	32.71%
주요주주	코스맥스비티아이 외 12 인 27.53% 국민연금공단 11.08%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	3.1	6.0	-6.7	5.3
상대수익률	5.8	8.4	0.5	0.2



예상했던바 그대로

- 영업이익 434억원 기록하며 컨센서스 부합
- 3Q24 한국/동남아법인 실적 호조 지속, 중국/미국 법인 부진
- 25년 동남아 성장 지속과 미국 신규 고객사 유입 기대

투자 의견 BUY, 목표주가 180,000원 유지

중국과 미국 부진은 아쉽지만 인디브랜드 인기가 지속되면서 한국법인 외형 성장이 지속. 25년에도 유사한 흐름 예상하나 해외 영업환경 개선의 여지가 더 크다고 판단. 중국 경기 부진이 지속되고 있으나 중국 내수 경기 회복 속도에 따라 실적 개선의 여지가 남아있고, 3Q24 미국 서부 영업사무소 오픈을 통해 미국 신규 고객사 확보 노력 지속. 현재 10곳 이상의 고객사와 신규 프로젝트 진행 중으로 리드 타임 감안 시 내년 하반기 신규 고객사향 매출 발생 예상. 25년 미국 매출 확대에 따라 영업적자 축소 전망. 아직 매출 규모는 작지만 동남아 법인 고성장이 고무적. 현재 가동률은 60% 수준으로 아직 추가 생산 여력이 남아있고 상대적으로 시장 경쟁 강도가 낮아 신규 성장 동력으로 자리 잡을 것으로 기대

3Q24 Review: 예상했던바 그대로

3Q24 매출액 5,298억원(YoY 16%), 영업이익 434억원(YoY 30%, OPM 8.2%) 기록하며 컨센서스에 부합. 다만 미국법인향 달러 대여금에 대한 환차손과 이자비용 증가로 지배주주순이익은 211억원 기록하며 컨센서스를 하회

[국내] 전년 높은 기저부담에도 견조한 수주가 지속되며 매출액 3,478억원(YoY 21%) 기록. 상위고객사의 신제품 대량 발주 및 견조한 수출 물량이 이어졌고, 신규 고객사도 빠르게 증가하며 외형성장 지속. 특히 상위10개 고객사 비중이 50% 수준으로 하락(YoY -5%p) 하면서 신규 고객사 유입이 가속화. 직수출은 전년 러시아 역기저효과로 일시적으로 둔화되었으나, 주요 고객사와의 안정적인 거래가 이어지고 있는 것으로 파악. 원부자재 비용 절감 노력과 대손충당금 환입 영향으로 대손상각비가 YoY 47억원 감소하며 영업이익 395억원(YoY 53%, OPM 11.3%) 기록

[해외법인] 중국 경기 부진 영향으로 중국법인 매출 1,144억원(YoY -8%), 순이익 -75억원(YoY 적자전환) 기록. 상해는 상위 고객사 부진으로 매출 YoY -16% 감소하면서 순이익 적자전환. 광저우는 JV제외 광저우 법인 매출은 YoY -20% 역성장 추정되나, 이넷JV 물량 이관으로 전체 광저우 매출 성장(YoY 8%) 지속. 다만, JV공장이 아직 BEP에 도달하지 못하며 손익 부담이 이어지며 순이익 YoY -24% 감소한 31억원 기록. 미국은 신규 고객사 유입이 지연되고 일부 고객사 인하우스 생산 전환으로 매출 YoY -12% 역성장. 고정비 절감 노력으로 YoY 적자축소. 인도네시아/태국은 스킨케어, 메이크업, 남성라인 등 전카테고리 판매 호조로 각각 YoY 35%/70% 성장하며 고성장이 지속하며 높은 수익성 유지

(단위: 십억원, %)

구분	3Q23	2Q24	3Q24		4Q24					
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	458	551	511	530	15.6	-3.9	524	513	17.4	-3.2
영업이익	33	47	40	43	30.4	-7.0	43	37	64.5	-14.7
순이익	15	34	22	21	38.2	-37.4	26	21	332.9	-2.4

자료: 코스맥스, FnGuide, 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.