

이제는
더 이상
물러날
곳이
없다.

중국 · 소비재 · 엔터

중국 백은비 02)368-6157_ ebbaek@

유통/화장품/패션 이해니 02)368-6155_ hnlee@

엔터/미디어 이현지 02)368-6199_ hjlee1@

CONTENTS

01/	중국: 이번엔 진짜 내수 부양	03
02/	소비재 산업	25
03/	화장품/의류 기업	39
04/	엔터/미디어 산업	53

이제는 더 이상 물러날 곳이 없다

트럼프의 귀환으로 중국의 수출은 큰 불확실성에 직면했다. 2024년 5%의 경제 성장 목표는 수출을 통해 달성했는데 2025년에는 내수를 통해 성장을 도모해야한다. 현재 중국 내수가 부진한 이유는 1) 소비 능력 저하, 2) 청년 소비 감소, 3) 자산 효과 소멸 등이 있다. 2025년 중국은 내수 촉진을 위해 강한 경기 부양정책을 활용할 계획이며 내구재 소비 뿐 아니라 서비스업 활성화와 자산(부동산) 가격 안정을 통해 소비 능력(소득)과 소비 심리를 회복시킬 전망이다.

중국의 소비재는 저가/온라인 위주로 회복할 것으로 판단한다. 소폭의 턴어라운드라도 화장품/의류 주가에는 모멘텀으로 작용할 것이다. 다만 기대감과 실적 간 시차가 존재하므로 실적 반영을 확인할 필요가 있다. 또한, 여전히 중국의 국가 리스크는 존재하므로 기타 국가에서의 매출 발생 역시 중요하다. 화장품 대형사 25년 중국 매출 비중: 코스맥스 24.9%, LG생활건강 21.4%, 한국콜마 10.3%, 아모레 9.6%. 의류 대형사 2025년 중국 매출 비중: F&F 43.9%, 휠라(별도) 21.7%, 브랜드엑스코퍼레이션 3.1%.

Top Pick은 중국 비중이 높고 저가/온라인 수주처를 JV로 보유한 코스맥스이다. 성장하는 중국 애슬레저 시장 진출 기대감이 존재한 브랜드엑스코퍼레이션을 차선후주 추천한다.

경기 부양 효과가 가장 크고 직접적으로 드러날 것으로 예상되는 산업은 엔터 산업으로 전망한다. 특히 중국 소비 개선에 따른 영향이 가장 클 것으로 예상되는 부문은 MD인데, 중국 무비자 입국이 허용된 11월 이후부터 K-Pop 아티스트의 중국 팝업 스토어가 활발하게 진행되며 중국의 굿즈 경제 성장 효과를 누릴 것으로 전망한다. 더불어 앨범 공구 회복 및 콘서트 재개 가정 시, 성장 업사이드 가장 뚜렷하게 나타날 것으로 전망한다.

Top Pick은 중국에서 규모의 콘서트 개최가 가능하고, 팝업 스토어를 통한 노출도 높이고 있는 하이브를 추천한다.

Executive Summary

by 백은비, 이해니, 이현지

01

이번엔 진짜 내수 부양

트럼프의 귀환, 이제 진짜 내수를 부양해야 할 때

내수 진작이 핵심이 될 2025년

무역전쟁 리스크 상승

- 트럼프 2기 출범으로 관세를 활용한 미국의 중국 견제가 더 강화될 예정. 트럼프는 대중 관세 60%를 강조한 바 있음
- 작년 11월 트럼프는 펜타닐을 명분으로 중국산 제품에 10%, 멕시코와 캐나다 제품에 25%의 관세를 부과하겠다고 밝힘
- 조사가 필요하지 않은 IEEPA를 제외하고 무역법은 사전조사가 필요함
- 따라서 트럼프가 취임하더라도 즉각적으로 대중 관세를 인상하기는 어려울 것으로 예상
- 다만 관세를 활용한 위협과 협상은 반복되면서 수출 불확실성을 키울 것

미국 행정부 관세 부과 관련 근거법

구분	발동 요건	대통령 권한	사전조사	기한	상한	주요 관세 조치
무역법 301조	교역국의 불공정 관행	무역협정상 양허 혜택 정지/철회/제한, 관세 및 수입 제한 등	O (USTR)	X	X	'18~'19년 대중국 관세 '24년 대중국 관세
슈퍼 301조	교역국의 불공정 관행	무역협정상 양허 혜택 정지/철회/제한, 관세 및 수입 제한 등	X	X	X	직접적인 관세 조치는 X, 대상국과 협상을 통해 합의 도출
관세법 338조	미국 상거래에 대한 차별 행위	관세 부과 및 수입 금지	X	X	O (50%)	-
무역확장법 232조	특정 수입의 국가안보 위협	수입 물량 조절 조치	O (상무부)	X	X	'18년 철강/알루미늄 관세
무역법 122조	국제무역수지 적자, 달러 가치 하락 등	관세, 수입 쿼터, 두 조치 병행	X	O (150일)	O (15%)	-
무역법 402조	비시장경제국의 자국민 이민의 자유 억압 등	비시장경제국의 정상무역관계 지위 유예/철회	X	X	X	'22년 러시아에 정상무역관계 철회 및 제2열의 관세를 적용
TWEA	전쟁 시	외환거래, 금 또는 은 주화, 통화의 수출 등을 조사, 규제 및 금지 등	X	X	X	1971년 수입품 10% 보편관세
IEEPA	대통령의 비상사태 선언 시	광범위한 경제거래 규제	X	X	X	-

자료: KIEP, 유진투자증권

2025: 부양 강화 + 내수 진작

최우선 과제는 대대적인 내수 촉진

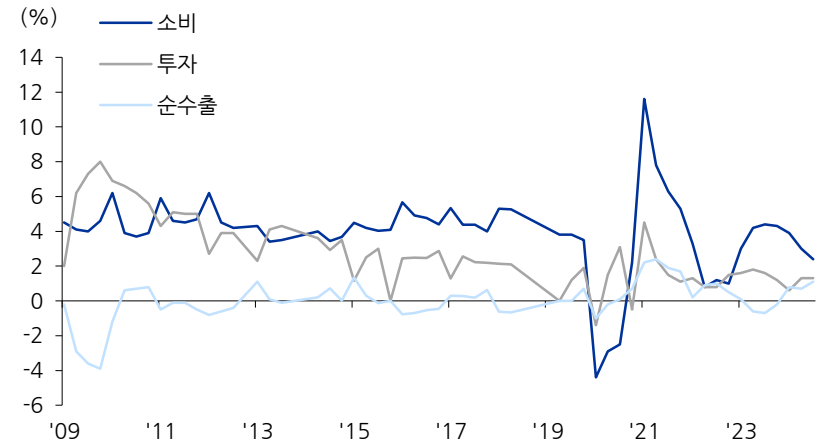
- 3Q24까지 중국의 명목GDP 성장률은 실질 GDP 성장률을 6개 분기 연속 하회하며 1998년 7개 분기 이후 최장 기간 디플레 압력에 직면
- 트럼프 2기 행정부가 시작되는 만큼 그동안 중국 경기를 지지해주던 수출의 불확실성이 확대, 만약 60%의 대중 관세가 적용될 경우 중국 GDP에 약 -2.3%p의 영향을 예상
- '24년 9월을 기점으로 중국은 경기 부양 강도를 더 강화하기 시작, 이후 지속적으로 부양을 확대할 것을 언급
- 2025년 중국은 '강력한' 경기부양책을 '강화'하고 '더욱' 적극적인 재정정책과 통화정책의 '적절한 완화'를 통해 대대적이고 전방위적으로 내수를 촉진할 계획

1998년 이후 최장기간 디플레 압력



자료: Choice, 유진투자증권

GDP 중 소비 기여도 하락, 순수출 기여도 상승



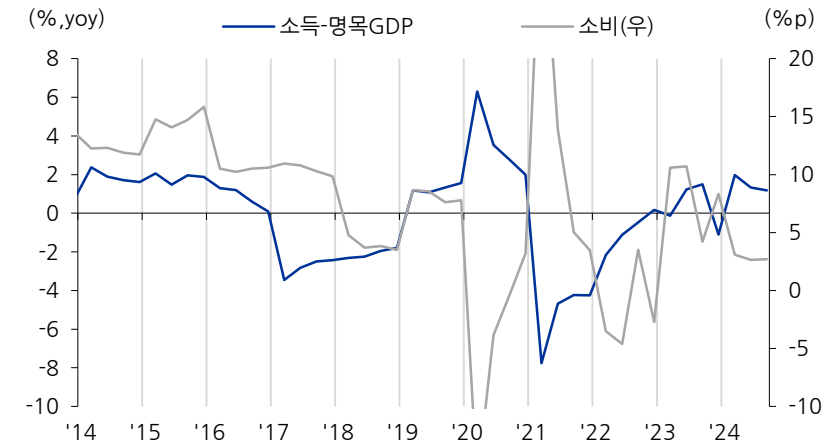
자료: Choice, CEIC, 유진투자증권

중국 소비가 부진한 이유①

떨어진 소비 능력

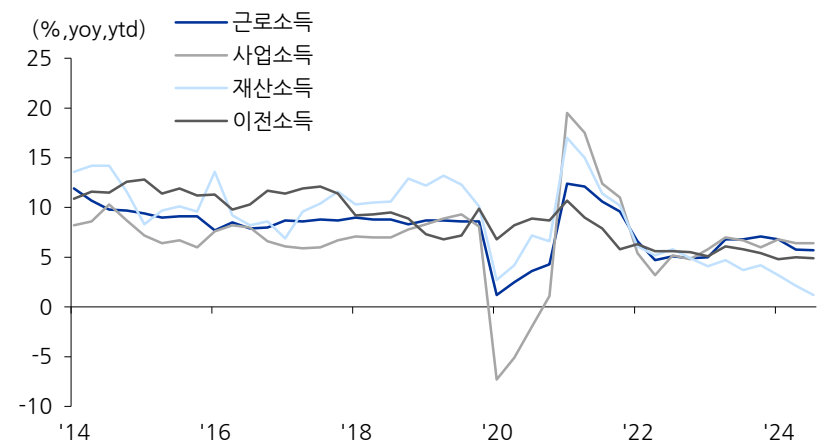
- 소비를 결정하는 요인에는 GDP 성장률, 소비 성향 뿐만 아니라 부의 분배도 중요하게 작용함
- 코로나19 기간('20~'21년)을 제외하면 임금 상승률이 명목 GDP 성장률을 크게 웃돌면 소비 증가율도 가파르게 상승함.
- '21년 이후 소득-명목GDP가 상승했으나 '23년 이후 둔화, '24년 들어 소비 증가율도 크게 둔화함
- 3Q24 기준 1인당 평균 근로소득 증가율은 5.7%yoy, 사업소득은 6.4%yoy, 재산소득은 1.2%yoy, 이전소득은 4.9%yoy로 모두 코로나19 이전 평균 수준인 8.9%yoy, 7.5%yoy, 10.9%yoy, 10.5%yoy를 크게 하회하고 있음

소득-명목GDP와 소비 증가율



자료: Choice, CEIC, 유진투자증권

코로나19 대비 크게 부진한 중국의 소득 증가율



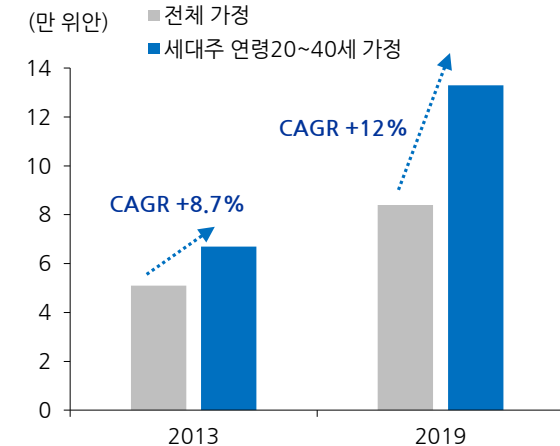
자료: Choice, CEIC, 유진투자증권

중국 소비가 부진한 이유②

청년 소비 감소

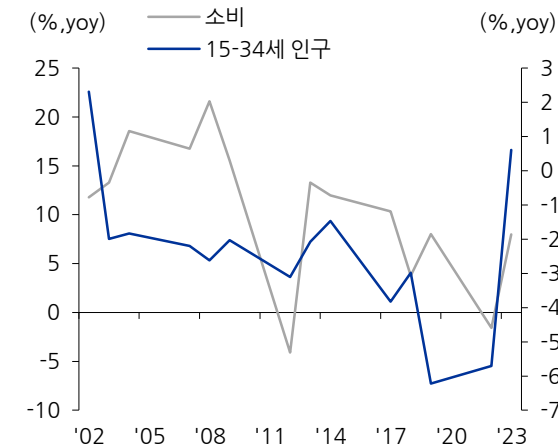
- 2020년 전까지 중국 소비 성장의 주도층은 20~29세의 청년층이었음, 전체 소비의 55%를 기여함
- 15-34세 인구 성장률과 소비 증가율은 유사한 흐름을 보임, 지역별로도 청년층 인구 증가율이 높으면 소비 증가율도 높은 경향을 보임
- 하지만 2021년 이후 청년층의 소비가 눈에 띄게 줄어들음, 코로나19 이후 빅테크 기업 규제 등으로 청년 실업률이 높아졌기 때문
- '24년 8월 졸업시즌 이후 청년실업률이 하락하기 시작했지만 '23년 대비 높은 수준을 유지하고 있음

코로나19 이전 청년층 소비 증가가 가팔라



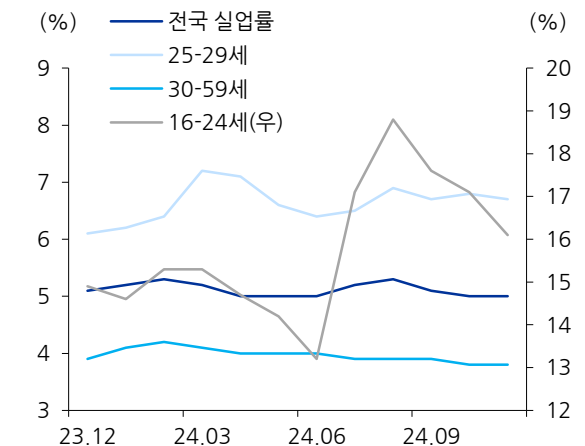
자료: <중국 가정 자산 변동 추이>, 유진투자증권

청년 인구와 소비의 관계성도 높아



자료: CEIC, 유진투자증권

아직 높은 청년 실업률



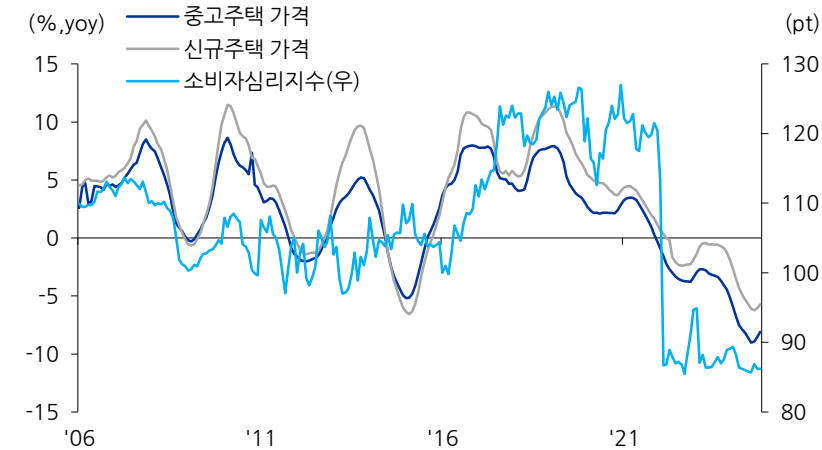
자료: CEIC, 유진투자증권

중국 소비가 부진한 이유③

자산 가격의 하락

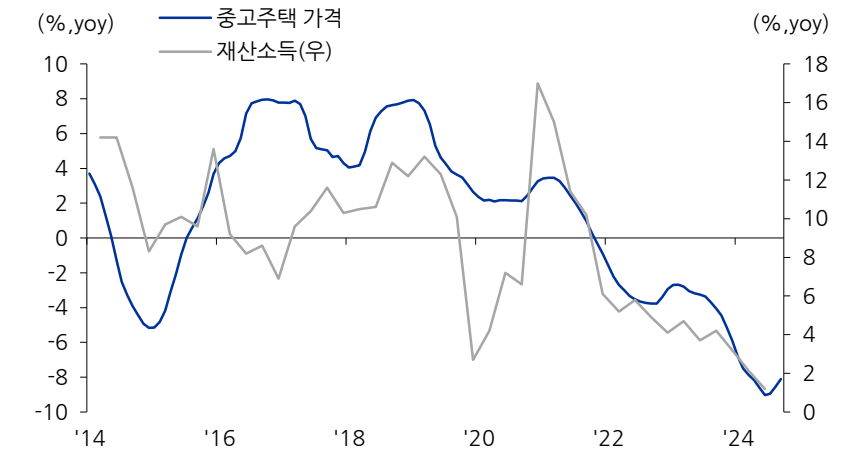
- 소비력에 영향을 주는 요인은 소득 외에도 자산 가치가 있음, '22년 기준 중국 가계 자산 중 부동산이 47.4%를 차지하기 때문에 특히 부동산 가격에 민감하게 반응함
- 부동산 가격 하락이 소비에 영향을 주는 루트는 총 세가지임. 1) 부동산 가치의 하락으로 총 자산 위축, 재산 소득 하락 2) 가전, 가구, 전자재 등 부동산 후행 소비 심리 위축, 3) 자산 부채비율 상승으로 대출 중도 상환 증가, 여유 소비 자금 감소
- '21년 8월 부터 '24년 11월까지 중국 70개 주요 도시 신규 주택 가격은 -9.6% 중고주택 가격은 -16.1% 하락, 평균수준인 -12.9%를 적용 시 가계 총 자산은 -6.1% 감소

주택가격과 유사한 소비자심리지수



자료: Choice, CEIC, 유진투자증권

부동산 가격은 가계 재산소득과 동행



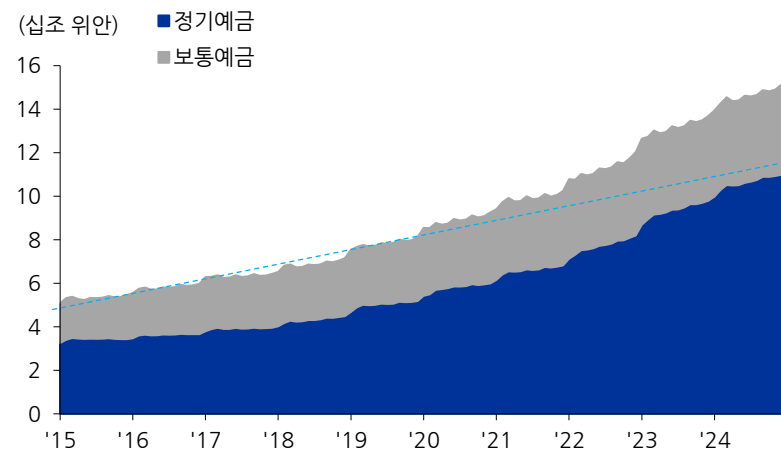
자료: Choice, CEIC, 유진투자증권

중국 소비가 부진한 이유③

자산 증가 속도 둔화

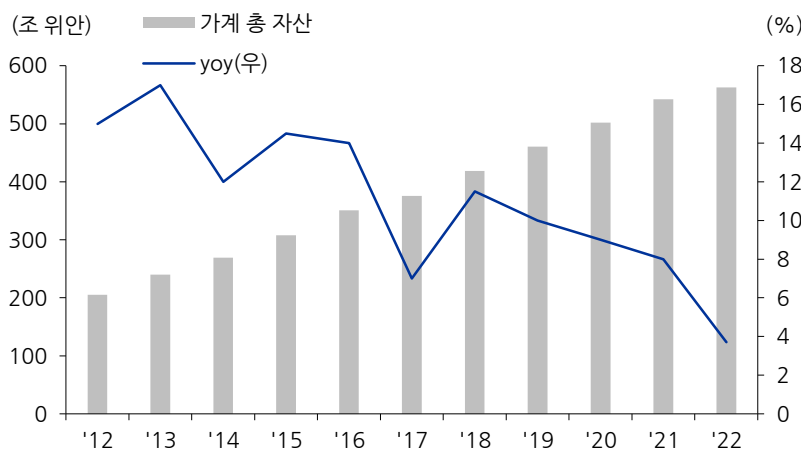
- '24년 11월 기준 중국 가계 총 예금은 150조 위안에 달함, 이는 기존 추세 대비 약 46조 위안 많은 수준임
- 초과저축이 시장으로 나오면 소비, 주식시장, 부동산 모두에 긍정적인 영향을 줄 수 있음
- 다만 최근 중국 총 자산 증가율이 둔화하고 있어 초과저축이 시장에 풀리지 않은 결과로 이어짐
- 초과저축이 없던 '19년 중국 가계 자산 증가율은 9.9%에 달했으나 초과저축이 늘어난 '22년 중국 가계 총 자산 증가율은 3.7%로 둔화함

초과저축은 많지만...



자료: Choice, CEIC, 유진투자증권

중국 가계 총자산 증가율 둔화



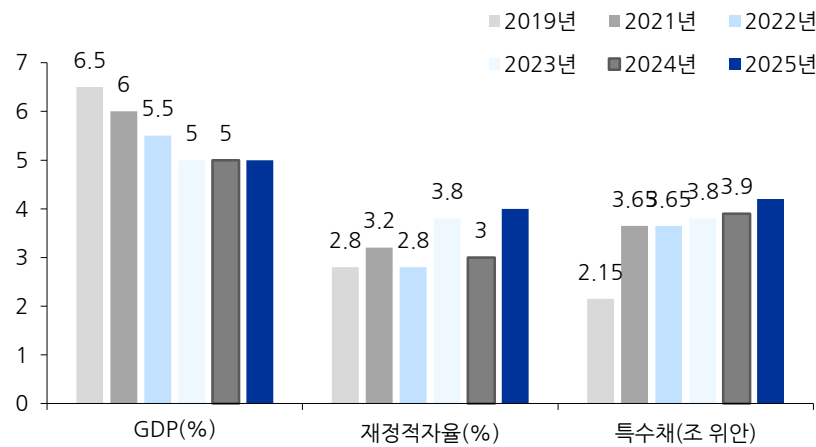
자료: 중국사회과학원, 유진투자증권

소비 진작, 어떻게?

더 적극적인 재정정책을 통해

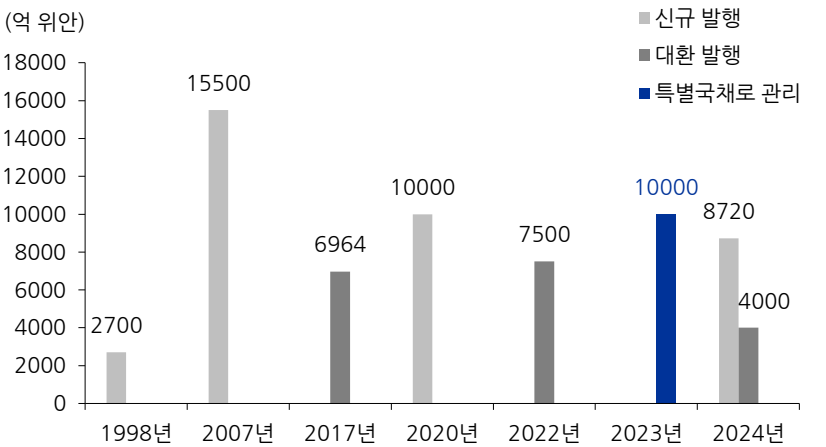
- 9월 정치국회의에서 확인했듯 2025년 중국당국은 ‘안정 속에서 발전하기’에서 ‘나서야할 땐 확실하게’로 정책 기조가 전환됨
- 12월 경제공작회의에서도 재정적자율 상향, 특수채, 특별국채 확대 등을 직접적으로 언급
- 구체적인 목표치는 3월 초 열리는 야회에서 공개될 예정이지만 재정적자율은 4%, 특수채는 4조 위안 이상을 예상함
- 특별국채 발행향도 과거에 대체로 1조 위안을 넘기지 않았지만 2-3조 위안으로 확대될 가능성이 있음

역대 정부 목표치



자료: Choice, CEIC, 유진투자증권

특별국채 발행 규모



자료: Choice, CEIC, 유진투자증권

재정 확대 수혜는

부동산과 신형 인프라

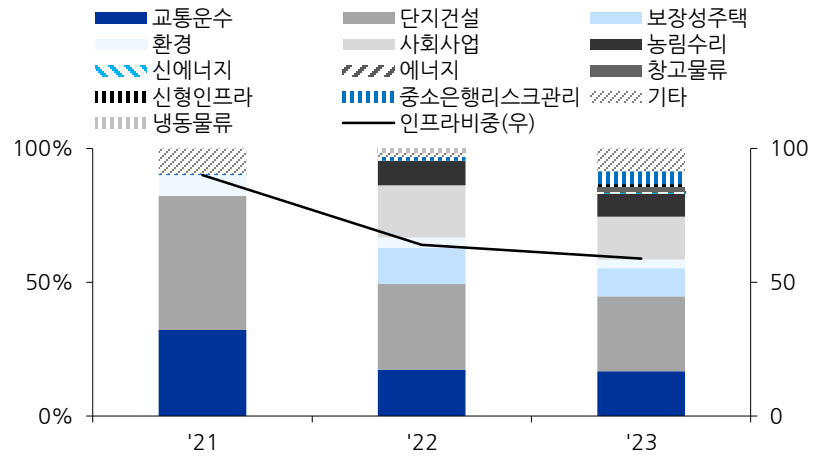
- 정부성기금지출인 특수채는 지방정부 부채 차환, 신/구형 인프라에 사용되고 있음, 최근 특수채와 특별국채의 사용범위가 확대되었다는 점이 긍정적.
- 2025년부터 특수채 사용 범위에는 유희토지 매입, 부동산 악성 재고 매입 등이 포함되며 특별국채는 고등학교 건설, 병원 개조 등이 추가됨
- 특수채 자금에서 전통 인프라 투자 비중은 2021년 90%에서 2022년 64%, 2023년 59%로 감소하는 추세
- 따라서 기존 재정 확대 수혜는 전통 인프라가 누렸지만 앞으로는 부동산, 신형 인프라가 누릴 것으로 예상

특수채 사용분야



자료: 재정부, 유진투자증권

인프라 투자 비중 하락



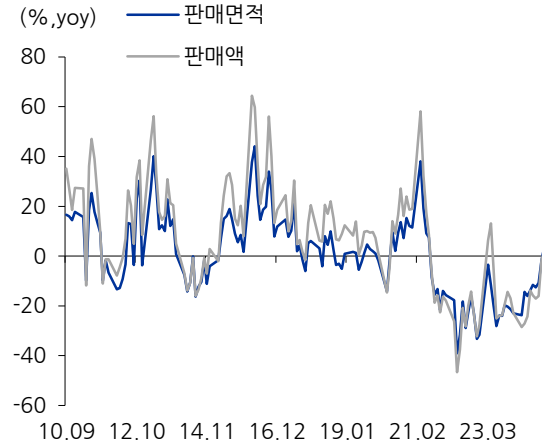
자료: Choice, CEIC, 유진투자증권

부동산 경기는 조금 진정

가격 하락폭 축소

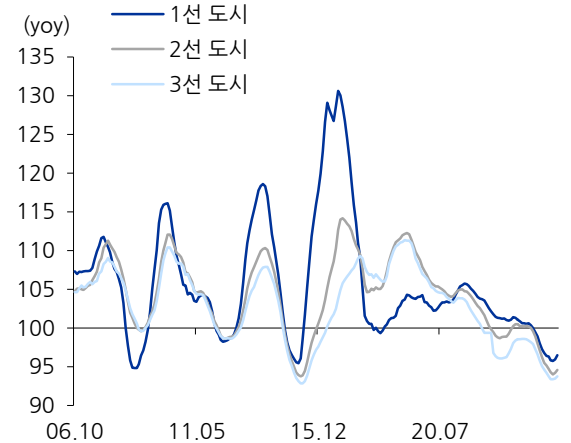
- '24년 9월 부동산에 대한 구매제한정책이 대체로 폐지되고 금리 인하, 계약금 비율 하향 조정 등 다양한 부동산 부양 정책이 발표된 이후 다행히 부동산 관련 지표의 하락세는 진정되는 모습
- 11월 부동산 판매 면적과 판매액 증가율은 플러스 전환에 성공하였으며, 12월 증가세를 유지
- 1선, 2선, 3선 도시 가격 하락세도 11월 들어 감소폭을 축소하기 시작함
- '24년 11월 이후 주간 부동산 거래량도 '23년 같은 시기 수준을 넘어섬.
- 다만 아직 부동산 재고가 많이 쌓여있는 상황이며 시공, 착공 면적 감소세가 지속되고 있기 때문에 부동산 경기의 완전한 반전은 시간이 좀 더 필요할 것으로 전망

11월 부동산 판매면적, 판매액 증가 전환



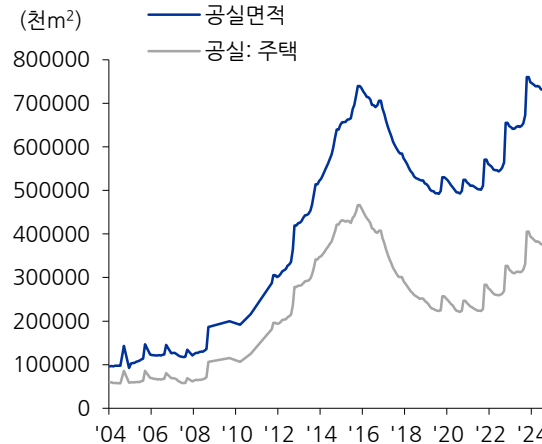
자료: Choice, CEIC, 유진투자증권

부동산 가격 하락폭 축소 시작



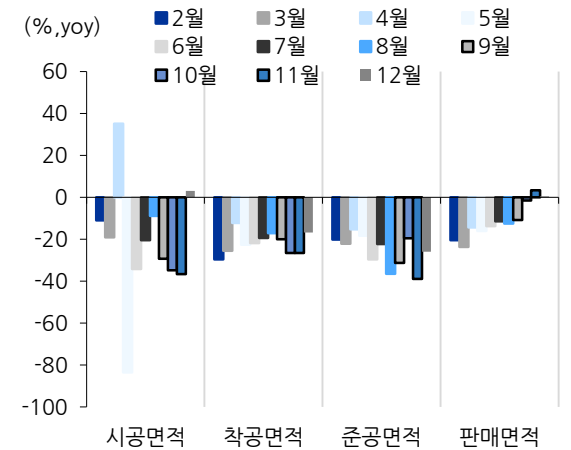
자료: Choice, CEIC, 유진투자증권

여전히 높은 재고 부담



자료: Choice, CEIC, 유진투자증권

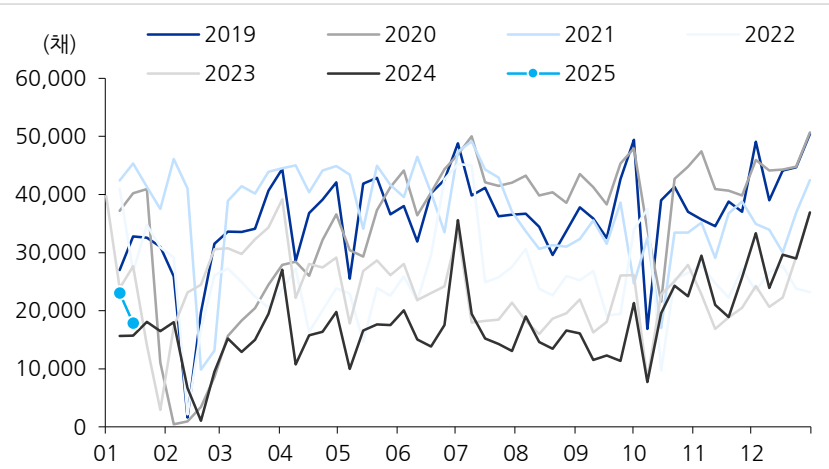
판매 외 지표는 아직 부진



자료: Choice, CEIC, 유진투자증권

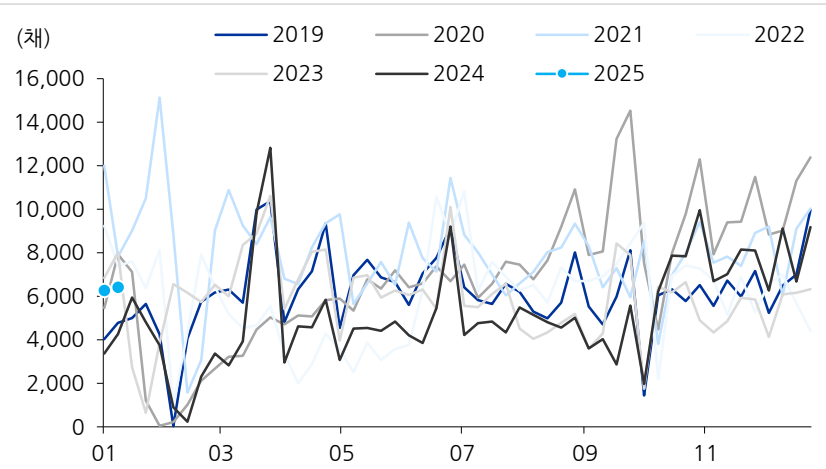
부동산 주간 거래량 '24년 대비 증가

30개 주요 도시



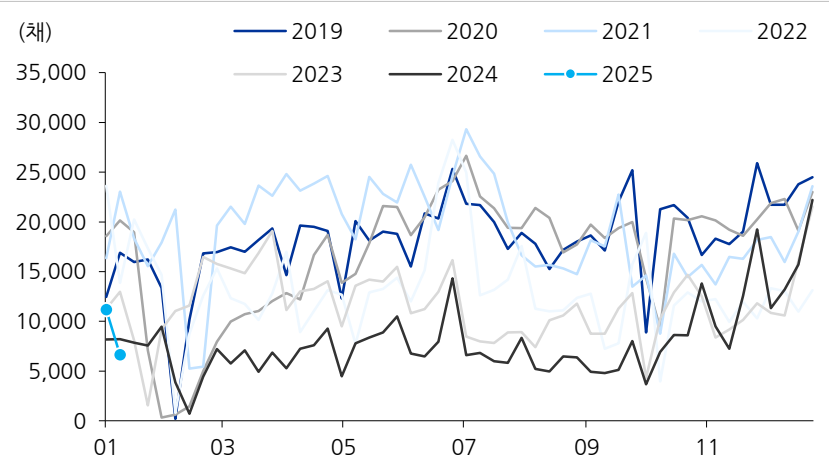
자료: Choice, CEIC, 유진투자증권

1선 도시



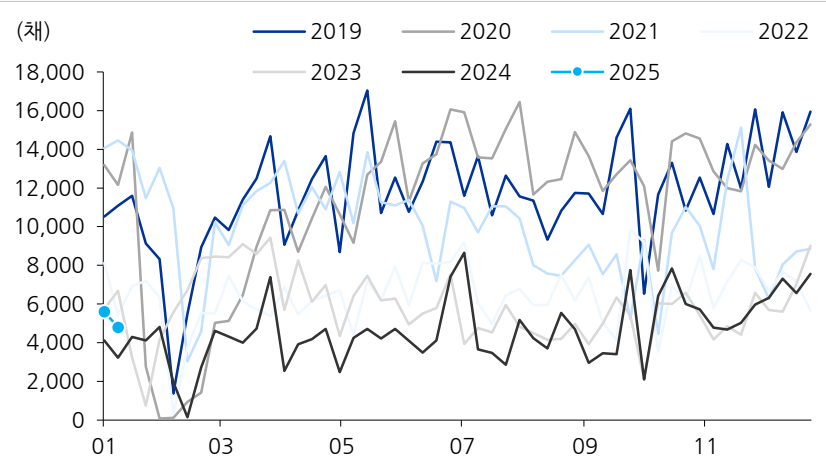
자료: Choice, CEIC, 유진투자증권

2선 도시



자료: Choice, CEIC, 유진투자증권

3선 도시



자료: Choice, CEIC, 유진투자증권

대규모 설비 교체 및 소비재 이구환신 범위 확대

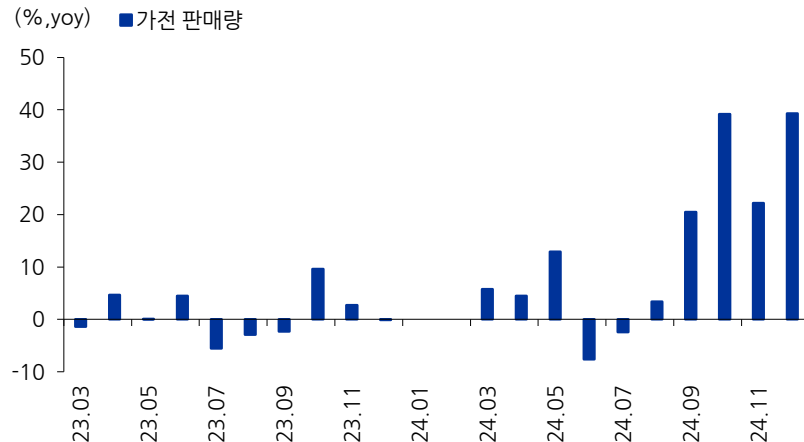
	2024년	2025년
자동차	조건: 배출기준 국3 이하 내연 승용차 또는 2018년 4월 30일(당일 포함) 전 등록된 신에너지 승용차 폐차	조건: 배출기준 국4 이하 내연 승용차 포함 2012년 6월 30일 전 등록된 내연차, 2014년 6월 30일 전 등록된 디젤차, 2018년 12월 31일 전 등록된 신에너지 차
	보조금: 신에너지 차 1만 위안/대 → 2만 위안/대 내연차 7,000위안/대 → 1.5만 위안/대	보조금: 신에너지 차 2만 위안 2L 이하 배출 내연차 1.5만 위안/대
가전	조건: 2급 이상 에너지 효율의 냉장고, 세탁기, TV, 에어컨, 컴퓨터, 온수기, 가정용 조리도구, 주방 후드 등 8종 가전	조건: 기존 8종 가전에 전자레인지, 정수기, 식기세척기, 전기밥솥 등 4종 가전 추가
	보조금: 판매가의 15%, 에너지 효율 1급 이상 시 5% 추가 지급, 1인당 1건, 최대 2,000위안까지	보조금: 2급 이상 판매가의 15%, 1급 이상 판매가의 20%, 1인당 품목별로 1건 씩(에어컨은 3건까지), 건당 2,000위안까지, 2024년에 보조금을 받았더라도 2025년에 또 받을 수 있음
소비전자	X	조건: 스마트폰, 태블릿, 스마트 워치/팔찌 등 3종 전자제품
		보조금: 판매가 6,000위안 이하, 판매가의 15% 보조금 지급, 1인당 품목별로 1건씩, 건당 최대 500위안까지 지급

이구환신의 효과

가전, 자동차, 전자기기 판매 증가 기대

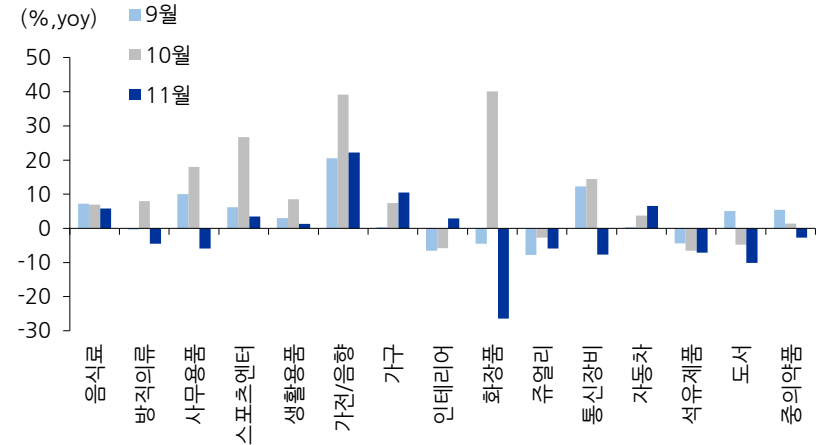
- '24년 4월 이구환신 정책이 발표된 이후 가전 판매량은 소폭 반등하였으나 자동차 판매량은 감소세를 지속함
- 7월 보조금 규모와 범위를 확대한 이후 정책 효과가 점차 나타나기 시작
- 이구환신 정책 확대 이후 가전 판매량은 두 자릿수 증가율을 기록하였으며, 자동차 판매량도 9월부터 증가 전환에 성공함
- 올해 초 이구환신 정책 범위가 더 확대된 만큼 가전, 자동차, 전자기기 등의 판매 개선이 기대됨

7월 이구환신 정책 확대 이후 가전 판매량 급증



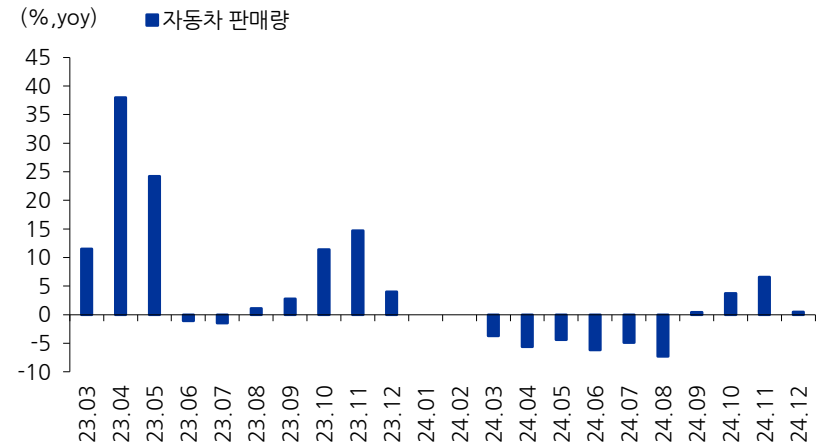
자료: Choice, CEIC, 유진투자증권

이구환신 정책 확대 이후 가전, 자동차 소비 증가



자료: Choice, CEIC, 유진투자증권

7월 이구환신 정책 확대 이후 자동차 판매량 증가 전환



자료: Choice, CEIC, 유진투자증권

사람들의 소비 능력을 키우려면?

서비스업의 부양이 필요

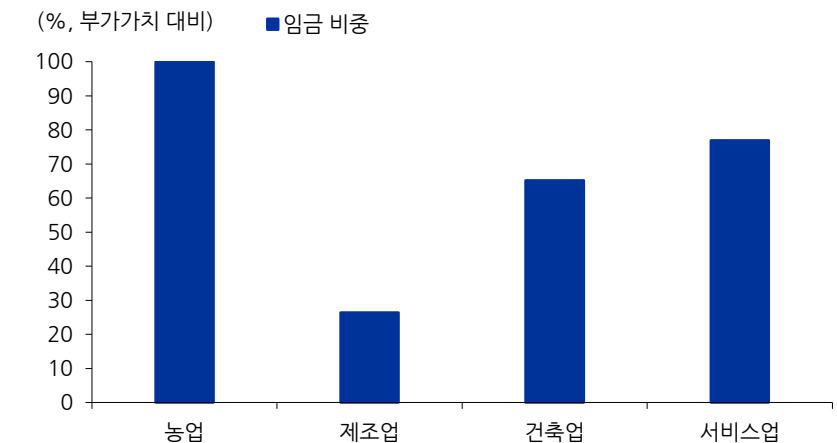
- 소득-명목GDP 성장률은 3차 산업-2차 산업 성장률과 유사한 흐름을 보임. 즉, 소득이 명목성장률을 크게 상회하려면 3차 산업의 성장률이 2차 산업의 성장률을 크게 상회해야 한다는 의미
- 이는 전체 부가가치에서 임금이 차지하는 비중이 26%인 제조업보다 노동집약적인 서비스업의 임금 비중이 77%로 높기 때문
- 만약 전체 GDP에서 2차 산업이 하락하고 3차 산업 비중이 상승하면 임금이 GDP에서 차지하는 비중이 더 높아지고, 그렇게 되면 정부, 기업, 가계 3대 경제 주체 중에서 가계에 분배되는 자금이 더 많다는 것을 의미함
- 따라서 사람들의 소득 증가율을 높이려면 서비스업의 활성화가 필요

3차 산업의 성장이 소득 증가를 견인



자료: Choice, CEIC, 유진투자증권

농업 제외 서비스업의 임금 비중이 높기 때문



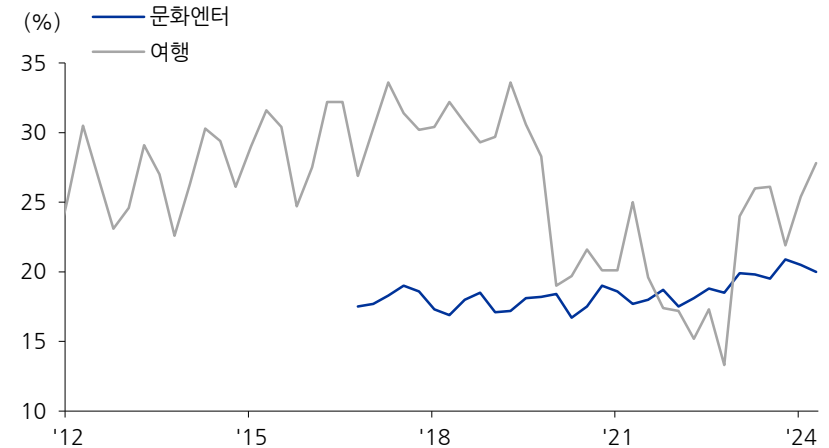
자료: Choice, CEIC, 유진투자증권

즐기는 소비를 할 의향은 있는데

여행, 문화엔터, 내구재

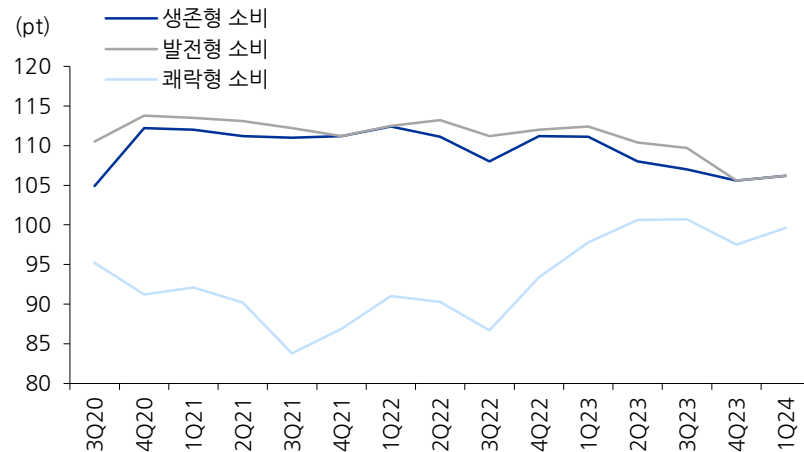
- 전체적인 소비 심리는 아직 위축되어있지만 그래도 지출 확대 의향이 꾸준히 상승하는 분야는 문화엔터와 여행 분야
- 소비 분야를 생존형 소비(외식, 생활용품, 생활서비스), 발전형 소비(교통/통신, 교육, 의료), 쾌락형 소비(여행, 문화엔터, 내구재 소비)로 나누면 생존형 소비, 발전형 소비 보다는 쾌락형 소비 수요가 증가하고 있음
- 여행, 문화엔터, 내구재 소비 수요 모두 증가하고 있지만 특히 여행 수요가 가파르게 증가

지출 확대 의향이 있는 분야



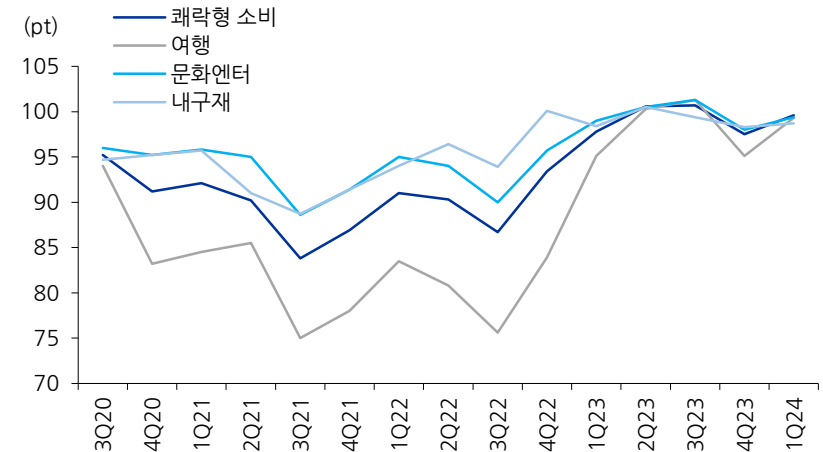
자료: Choice, CEIC, 유진투자증권

쾌락형 소비 수요 증가



자료: <1Q24 중국 가정 자산 변동 트렌드>, 유진투자증권

쾌락형 소비 중 여행, 문화 엔터 소비 수요 증가



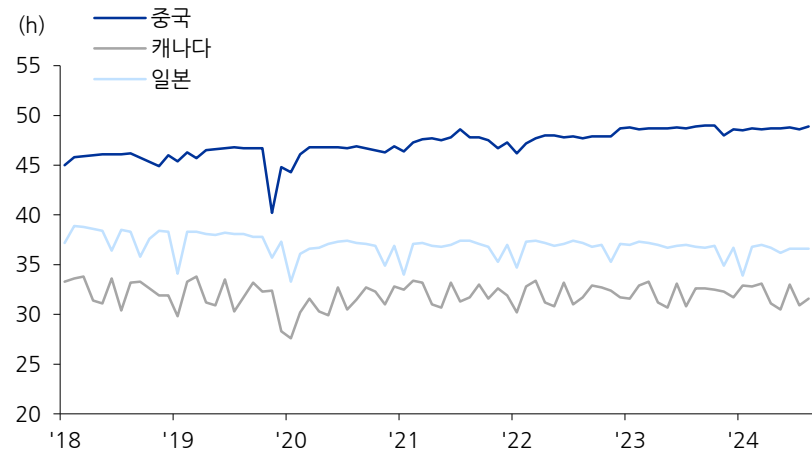
자료: <1Q24 중국 가정 자산 변동 트렌드>, 유진투자증권

소비할 시간이 없다면 시간을 늘려 줄게

법정공휴일 2일 추가 확대

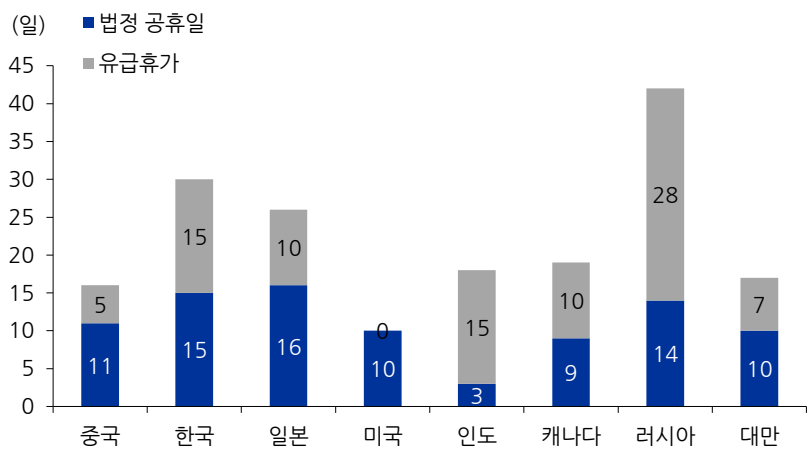
- 중국 노동자의 주간 평균 노동시간은 48.9시간으로 캐나다, 일본 대비 높고 지속 증가하는 추세
- 중국의 법정공휴일은 11일, 유급휴가는 5일로 앞뒤 주말을 포함한 연휴를 제외하면 실 수 있는 날은 16일로 적은 편
- 올해부터 중국 당국은 법정공휴일을 2일 늘린 13일로 지정, 춘절과 노동절에 각각 1일씩 추가함
- 연휴 기간을 확대해 여행 및 소비를 늘리려는 계획

증가하는 중국의 주간 평균 근무 시간



자료: Choice, CEIC, 유진투자증권

주요 국가 법정공휴일+유급휴가



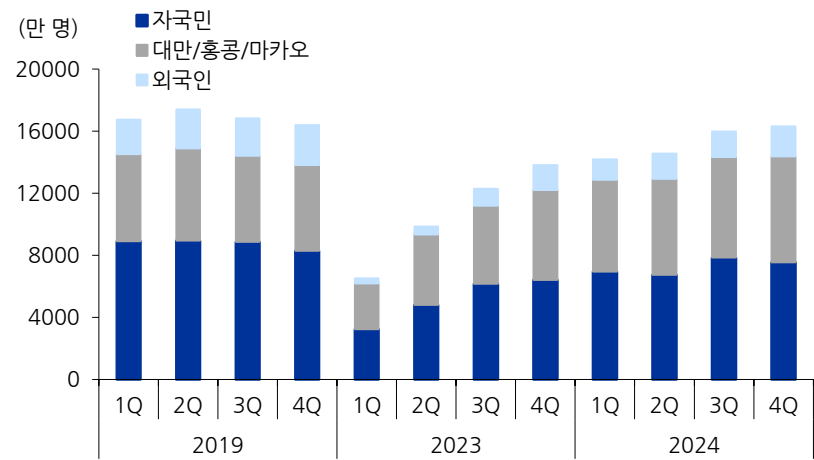
자료: NeoMm Studios, 유진투자증권

국경 개방 확대

'24년 출입국자 '19년의 83% 회복

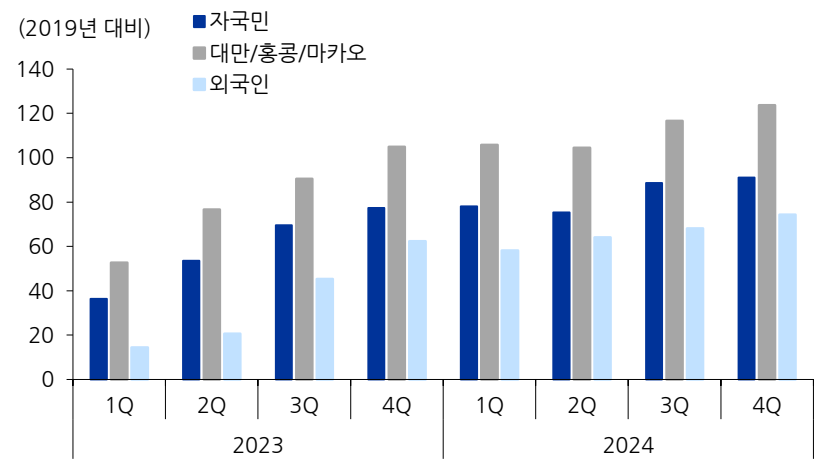
- '24년 중국 출입국자 수는 '23년대비 크게 증가했지만 아직 '19년의 83% 회복에 그침
- '19년 대비 '24년 자국민 출입국 회복률은 91%, 대만/홍콩/마카오는 124%, 외국인은 74% 수준
- 중국은 외국인 출입국 회복률을 높이기 위해 비자 면제 국가 범위를 확대하고 있음

2024년 중국 출입국자 수 2019년 대비 83% 회복



자료: Choice, CEIC, 유진투자증권

2019년 대비 자국민, 외국인 회복률 91%, 74%



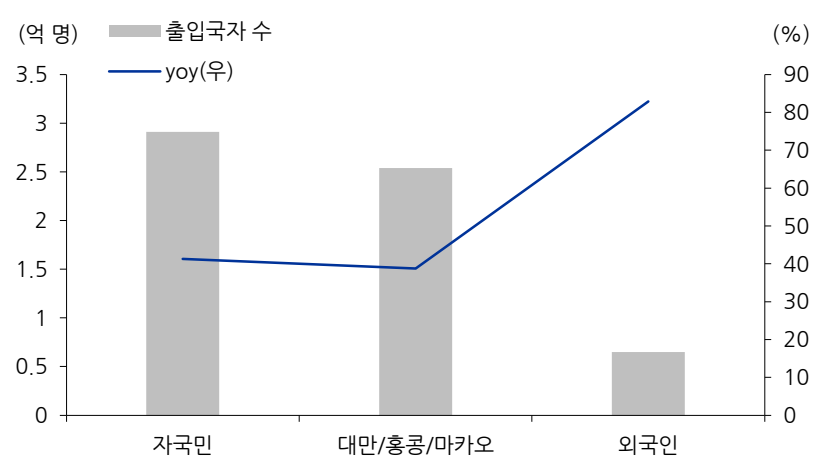
자료: Choice, CEIC, 유진투자증권

중국으로 여행 오세요!

일방향 비자 면제 국가 확대

- '24년 자국민 출입국자 수는 2.91억 명, 대만/홍콩/마카오는 2.54억 명, 외국인은 6,488만 명으로 '23년 대비 41/3%, 38.8%, 82.9% 증가
- 외국인 출입국자 수가 급격하게 늘어난 이유는 중국이 '24년 비자 면제 국가를 확대했기 때문
- 본래 비자 면제는 양방향으로 협의하는데 최근 중국은 양방향 뿐 아니라 일방적으로 중국 입국 비자를 면제하는 일방향 면제 국가를 대폭 확대
- 최근 한국과 일본이 중국의 일방향 면제 국가에 포함. 체류기간이 30일 이내라면 관광, 비즈니스 상관없이 비자가 면제됨
- 외국인 관광객이 늘어나면 중국의 내수 시장에도 활력을 불어넣어 줄 것으로 예상

2024년 중국 출입국자 수



자료: Choice, CEIC, 유진투자증권

비자 면제 국가

양방향 면제(25곳)	일방향 면제 국가(38곳)
솔로몬제도, 그루지야, 태국, 싱가포르, 몰디브, 카자흐스탄, 앤티가바부다, 알바니아, UAE, 바베이도스, 바하마, 백러시아, 보스니아헤르체고비나, 도미니카 연방, 에콰도르, 피지, 그라나다, 카타르, 모리셔스, 세르비아, 세이셸, 산마리노, 수리남, 통가, 아르메니아	브루나이, 프랑스, 독일, 이탈리아, 스페인, 네덜란드, 말레이시아, 스위스, 아일랜드, 헝가리, 오스트리아, 벨기에, 룩셈부르크, 뉴질랜드, 오스트레일리아, 폴란드, 포르투갈, 그리스, 키프로스, 슬로베니아, 슬로바키아, 노르웨이, 핀란드, 덴마크, 아이슬란드, 안도라, 모나코, 리히텐슈타인, 한국 , 불가리아, 루마니아, 크로아티아, 몬테네그로, 북마케도니아, 몰타, 에스토니아, 라트비아, 일본

자료: Choice, CEIC, 유진투자증권

해외 아티스트 초청에도 적극적

콘서트를 통한 소비 진작

- 해외 아티스트 콘서트 유치에도 적극적으로 나서고 있음. 콘서트를 통한 소비 진작 효과를 기대할 수 있기 때문
- 2024년 9월 28일 하이커우에서 미국 래퍼 카니예 위스트가 콘서트를 진행하면서 당시 하이커우 관광 수입이 3.7억 위안 창출되었으며, 호텔 예약률도 83% 이상으로 급증함
- 14일 상하이시 정부는 테일러 스위프트 공연팀과 소통한 바 있으며, 올해 개최될 수 있길 희망한다고 언급함.

‘24년 9월 28일 하이커우에서 진행한 래퍼 카니예 위스트 콘서트



자료: Baidu, 유진투자증권

‘23년 개봉한 스위프트 디 에라스 투어 콘서트 영화



자료: Baidu, 유진투자증권

편집상의 공백페이지입니다

02

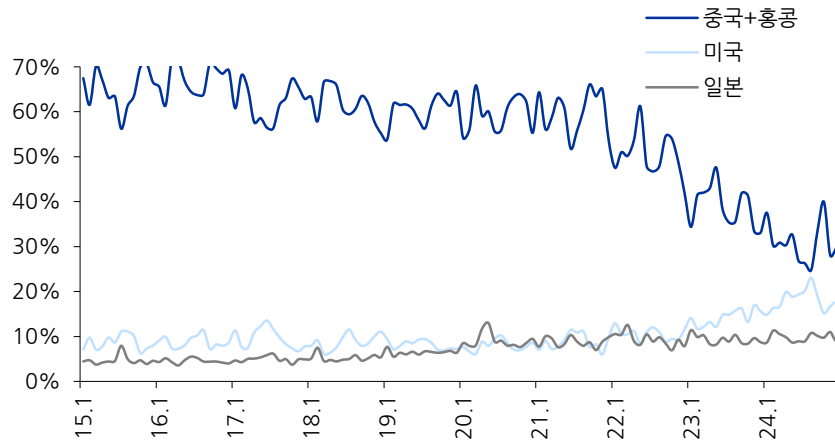
소비재 산업

한한령, 이전과 이후 1) 화장품

화장품 중화권(중국+홍콩) 수출 비중: 2016년 68% → 2017년 62% → 2024년 31%

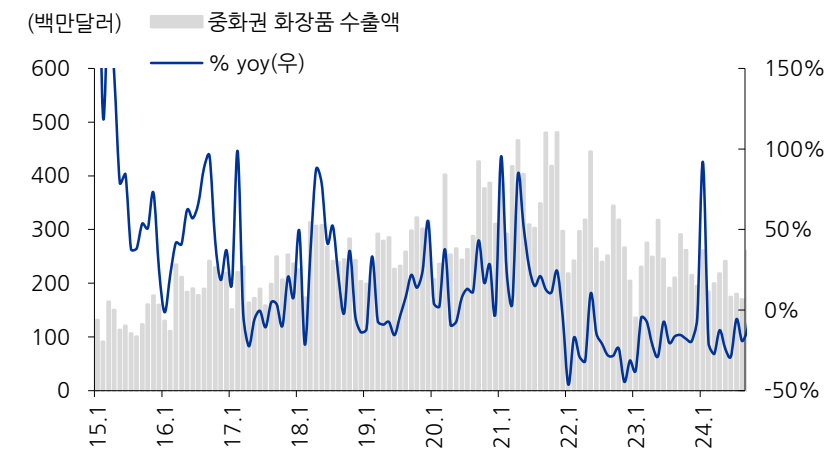
- 한한령 이전, 화장품 산업에서 중국은 가장 중요한 시장으로 대중국 매출 비중은 68%로 압도적 수준이었음
- 양국 관계 악화되며 중국 정부에서 방한 단체 관광을 중단시켰고, 점차 중국인들에게 한국에 대한 부정적인 인식이 생겨남
- 화장품은 이미지와 인지에 영향을 많이 받는 산업이므로 반한 감정 발생과 함께 한국 화장품 소비 감소 시작
- 더불어 중국의 화장품 굴기로 로컬 브랜드 육성과 그 이후 애국주의(자국 화장품 소비) 영향도 존재
- 현재 한국 화장품의 중화권 수출 비중은 31%. 대형 브랜드는 중국 매출 비중은 10~20%, 대형 OEM 중국 매출 비중은 20%대

화장품 국가별 수출액 비중 추이



자료: Trass, 유진투자증권

화장품 대중국 수출액 및 증감율 추이



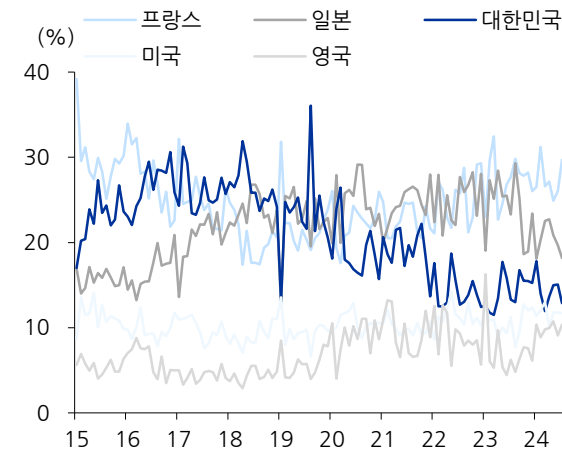
자료: Trass, 유진투자증권

한한령, 이전과 이후 1) 화장품

중국의 한국 화장품 수입 비중: 2016년 26.9% → 2019년 23.3% → 2024년 14.9%

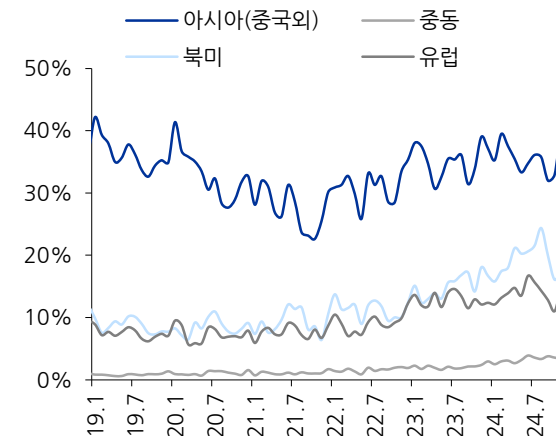
- 중국의 한국 화장품 수입 비중은 한한령을 기점으로 점차 낮아졌음
- 화장품 산업은 한-중 정치 관계에 따른 리스크를 겪은 후, 중국 ONLY에서 벗어나 매출 권역을 다각화함
- 한국 화장품의 대중화권 수출 비중은 31%까지 낮아졌고, 비중화권 비중 69%까지 높아짐
- 각각 아시아(중국외) 30%, 북미 19%, 유럽 14%, 중동 3%, 오세아니아 1%, 중남미 1%
- 기초 화장품 위주에서 색조 화장품까지 두 카테고리 모두 꾸준히 성장. 기초 화장품 수출 비중은 49%, 색조 화장품 비중 8%

중국의 한국 화장품 수입액 추이



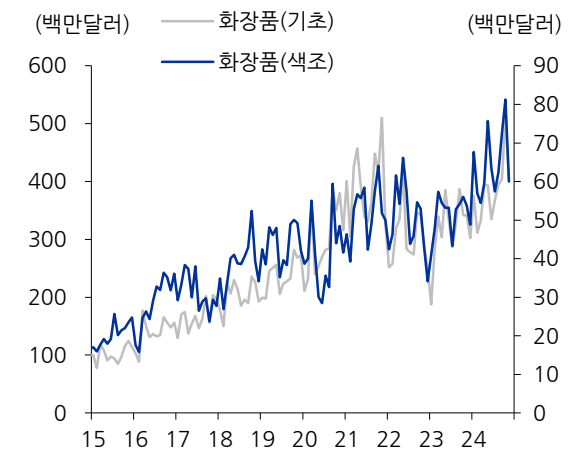
자료: Bloomberg, 유진투자증권

한국 화장품의 중국/비중국 수출 추이



자료: Trass, 유진투자증권

한국 기초/색조 화장품 수출 추이



자료: Trass, 유진투자증권

한한령, 이전과 이후 2) 의류

의류 중국 진출 History: 베이직하우스 → 휠라 → F&F → Who's next?

- 한한령과는 큰 관계 없이 명확한 브랜드 이미지와 제품력 갖추고 있다면 시장 침투 가능
- 2008년~2009년 베이직하우스: 빠른 점포수 확장과 매출 성장으로 멀티플 30배까지 받았지만 중국 성장 둔화, 국내 사업 적자 심화 및 외부 요소 (코로나) 악화 영향으로 침체 지속. 2021년 상표권 중국 기업에 매각 후 2022년 사업 종료
- 2018년~2019년 휠라: ANTA와 JV 형태로 진출했기에 한한령에도 불구하고 2018년 대비 2023년까지 매출 2.3배 성장하며 중국 대표 프리미엄 스포츠 브랜드 안착. 한국의 휠라홀딩스에는 DSF(Design Service Fee) 형태로 로열티만 수취되는 구조. 중국 안타는 멀티플 22배(2개년 평균)
- 2021년~2023년 F&F(MLB): 면세 매장에서 다이공들이 직구해가는 인기에 힘입어 중국 본격 진출. 중국 오프라인 매장 확대와 온라인 마케팅 적극 전개하며 멀티플 20배까지 확장. 최근 매장 조정과 중국 경기 둔화로 멀티플은 다소 낮아짐

베이직하우스 MLB 중국 진출 사례 비교

베이직하우스(TBH홀딩스)	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
중국 매출액	3.5	12.1	32.2	78	121.1	152.8	216.1	269.2	311.7	335.6	404	467
% yoy		245.7	166.1	142.2	55.3	26.2	41.4	24.6	15.8	7.7	20.4	15.6
중국 매장수	45	78	228	381	467	713	1,001	1,083	1,202	1,480	1,768	1,840
매장 순증	0	33	150	153	86	246	288	82	119	278	288	72
점당 매출	0.08	0.16	0.14	0.20	0.26	0.21	0.22	0.25	0.26	0.23	0.23	0.25

MLB(F&F)	2019	2020	2021	2022	2023	2024
중국 매출액(온라인 제외)	11.5	74.5	382.3	581.1	813.3	856.6
% yoy		545.3	412.9	52.0	40.0	5.3
중국 매장수	1	75	500	865	1,100	1,100
매장 순증	1	74	425	365	235	-
점당 매출	1.15	0.49	0.64	0.57	0.65	0.69

자료: 회사자료, 유진투자증권

한한령, 이전과 이후 2) 의류

들어갑니다~ 중국에 진출하는 한국 의류 기업들

- MLB(F&F), FILA(힐라홀딩스), 코오롱스포츠(코오롱인더), 해지스(LF) 등 중국에서 안정적인 실적 발생시키고 있음
- 다만 코오롱스포츠(코오롱인더), 해지스(LF)의 경우 큰 규모의 매출 발생하고 있으나 의류 외 사업 부문의 영향으로 중국 진출주로 평가받지 못 함
- 다양한 방식으로 중국 시장 침투 노력중. 브랜드엑스코퍼레이션, 감성코퍼레이션, 더네이처홀딩스, 마리떼프랑소와, 마르디메크르디, 마뽕킴
- 직진출: 브랜드엑스코퍼레이션, 감성코퍼레이션, 더네이처홀딩스
- 간접진출: 힐라(마리떼프랑소와, 마르디메크르디, 마뽕킴), 코오롱스포츠(안타), 헤지스(빠오시냐오)

중국 진출 의류 브랜드 기업 정리

기업명	브랜드명	진출 형태	진출 시기	1H24 매출액(억원)	24년 매장수(개)	25년 매장수 추정(개)
F&F	MLB	도매	2019	3,935	1,110	1,120
	디스커버리	도매	2024/11	-	1	100
힐라홀딩스	FILA	JV(ANTA)	2009	378	1,981	1,981
	마르디메크르디, 마리떼프랑소와, 마뽕킴	미발표	2024	-	마르디 9	미정
브랜드엑스코퍼레이션	젝시믹스	도매(YY Sports)	2024/7	22	8	100
더네이처홀딩스	내셔널지오그래픽	도매	2023/7	-	4	50
감성코퍼레이션	스노우피크	미정	2023/12	-	1	미정
LF	해지스빠오시냐오	라이선스	2007	5,200억원 추정(23년)	500	530
코오롱인더	코오롱스포츠 차이나	JV(ANTA)	2017	7,405억원 추정(24년)	164	190~200

자료: 언론종합, 유진투자증권

한한령, 이전과 이후 2) 의류

어서오세요~ 한국 의류 기업에 투자하는 중국 기업들

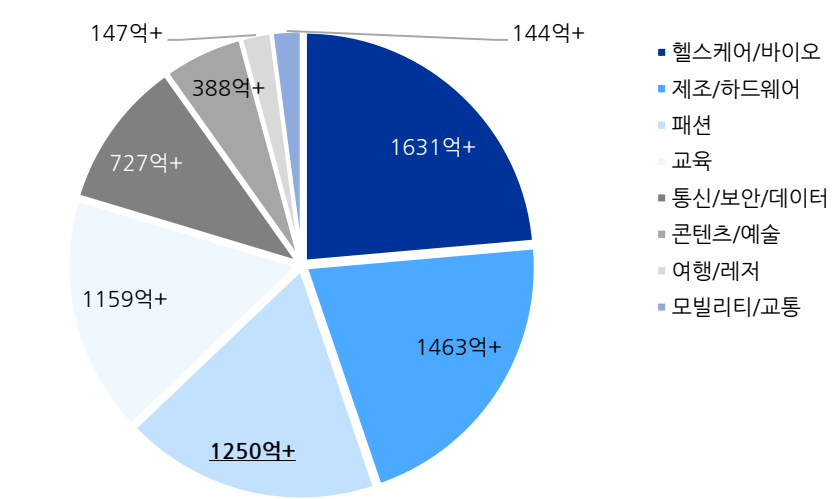
- 중국 기업 입장에서 한국은 인구는 적으나 고단가 고객 포진 시장. 중국 생산 의류 유통할 수 있는 경로(중국 직구 의류액 23년 1.9조원)라고 판단
- 2024년 12월 에이블리는 알리바바로부터 1,000억원 규모(5.0%)의 지분 투자를 받았음
- 에이블리는 23년 연간 흑자전환에 성공했으며 의류 버티컬 카테고리에서는 상위권에 해당
- 2025년 1월 무신사는 안타스포츠로부터 500억원 규모(1.7%)의 지분 투자를 받았음
- 무신사는 국내 의류 버티컬 카테고리 압도적 1위 기업

의류 카테고리 주요 투자 내역

브랜드	형태	지분투자 기업	시기	투자규모	최근실적		
					(십억원)	매출	영업이익
무신사	지분 투자	안타 스포츠	25.01	500억 (지분 1.7%)			
					21년	402	67
					22년	645	62
					23년	883	37
에이 블리	지분 투자	알리바바	24.12	1,000억 (지분 5%)	(십억원)	매출	영업이익
					21년	93	-69
					22년	178	-74
					23년	259	3

자료: 언론종합, 유진투자증권

2024년 투자 유치액 중 의류 카테고리 비중



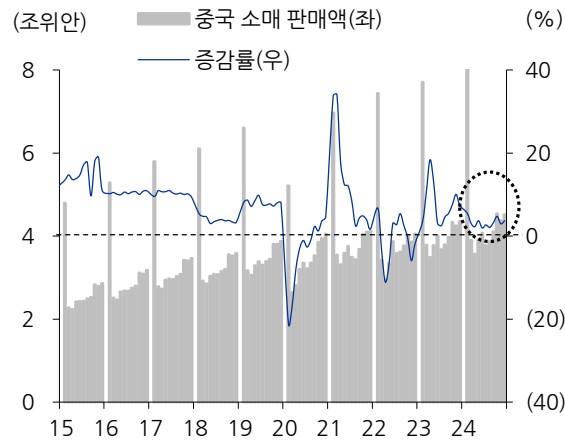
자료: 언론종합, 유진투자증권

중국 소비 부양책 효과는? 소비재

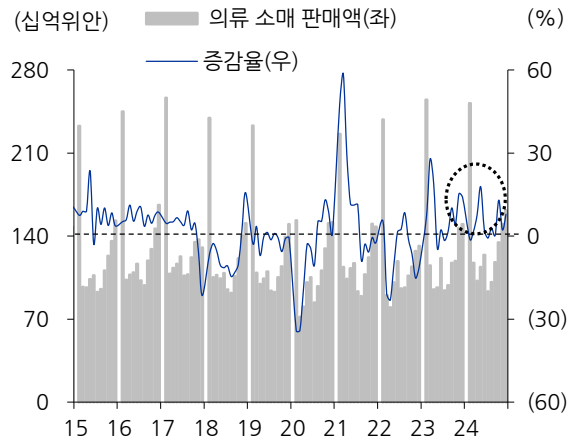
중국 소비 바닥에서 올라와야만 한다

- 소비 바닥에서부터 천천히 상승한다는 전제. 고가보다는 저가 위주로 소비재 실적 회복할 듯
- 소비재는 낮은 기저 효과로 소폭의 턴어라운드에도 주가 반응 가능성 높음
- 오프라인 성장률(+3.5% yoy)보다 온라인 (+0.6% yoy) 의 기저가 낮은 상황
- 온라인에서는 저가 소비재, 오프라인에서는 서비스재 위주 성장 기대

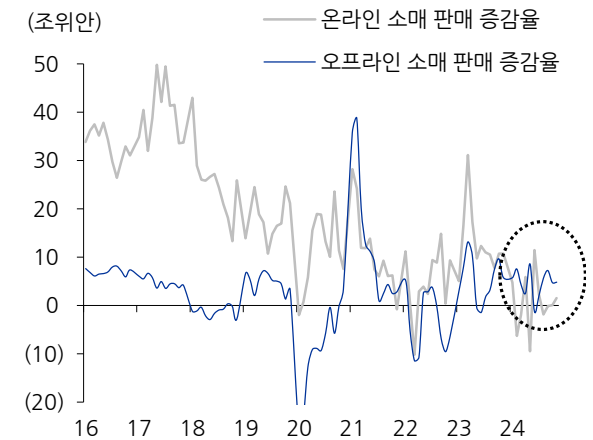
중국 소매 판매액



중국 의류 소매 판매액



중국 온라인 소매 판매액

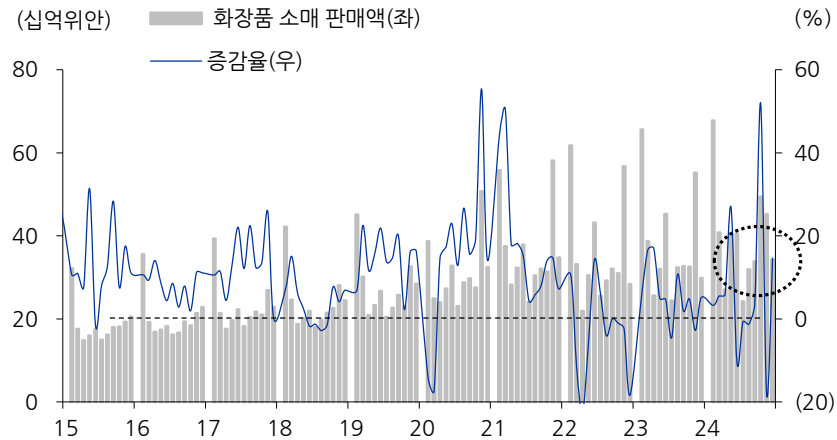


중국 소비 부양책 효과는? 1) 화장품

미국/일본 중성장 유지 + 중국 턴어라운드 기대감

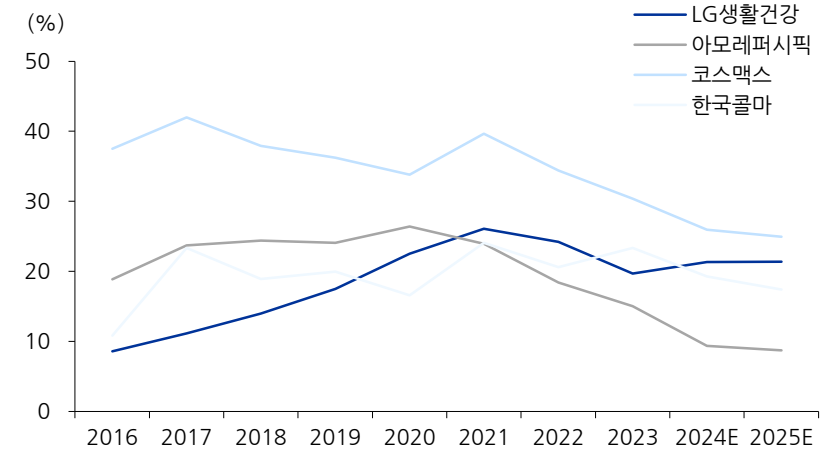
- 중국의 소비 턴어라운드에서 한국 화장품 주가 모멘텀이 존재. 다만 기대감으로 주가가 움직이는 시점이 실적에 반영되는 시점보다 빠를 것
- 그러므로 미국, 일본에서의 중성장 유지 및 기타 국가에서의 매출 역시 중요. 여전히 중국의 국가 리스크는 존재
- 아직 중국 화장품은 자체 생산을 하거나 현지 비상장 OEM에서 생산하는 경우가 많음
- 그럼에도 규모 있는 브랜드(화시즈, 잇센 그룹 산하 브랜드인 퍼펙트다이어리, 닥터우, 리틀온딘 등)의 수주 증가는 한국 대형 OEM에서 확인되기 때문에 관망 필요
- 화장품 대형사 2025년 중국 매출 비중: 코스맥스 24.9%, LG생활건강 21.4%, 한국콜마 10.3%, 아모레 9.6%

중국 화장품 소매 판매액 및 증감율 추이



자료: Bloomberg, 유진투자증권

화장품 대형사 중국 매출 비중 추이



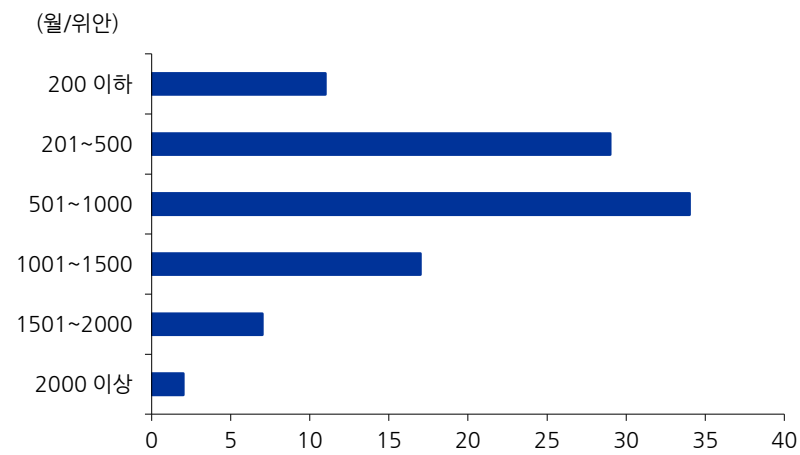
자료: 회사 자료, 유진투자증권

중국 소비 부양책 효과는? 1) 화장품

로컬이 대체한 해외 화장품 왜? 저렴한데 필요한 기능만 딱

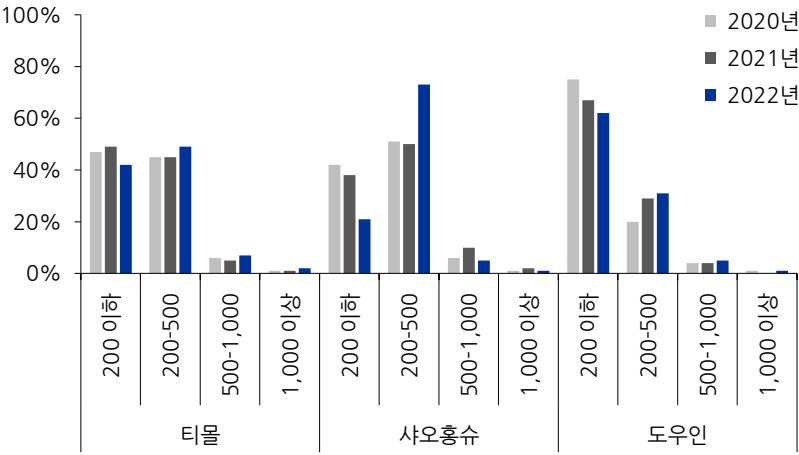
- 낮은 가격: 가성비 로컬 브랜드의 성장으로 월평균 201위안~1000위안까지의 구매액이 전체의 63% 차지
- 저렴한 가격이 중국 로컬 브랜드가 해외 브랜드 대체하는 가장 큰 이유라고 판단
- 중저가 로컬 화장품(주디돌, 인투유, 플로라시스, 퍼펙트다이어리 등)이 고가의 해외 화장품 비중 일부 대체. 특히 중국은 이커머스의 발달로 플랫폼 별 화장품 브랜드 매출 차별화 발생. 온라인에서 구매하는 화장품의 금액대는 소폭 상승 추세
- 한가지 성능: 중요하거나 유행하는 성분 하나에만 집중하는 추세. 그 중에서도 탄력 관련된 재조합 콜라겐 성분이 인기를 끌었음

화장품 월평균 구매액



자료: 언론종합, 유진투자증권

플랫폼별 구매 화장품 가격대 차트



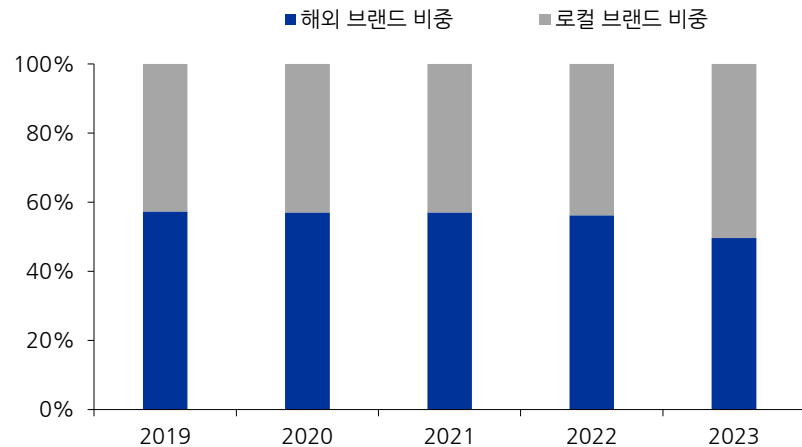
자료: 언론종합, 유진투자증권

중국 소비 부양책 효과는? 1) 화장품

애국주의 소비 잔재로 로컬 화장품 선호도 높아진 상태지만 한국 화장품 왜 못 해

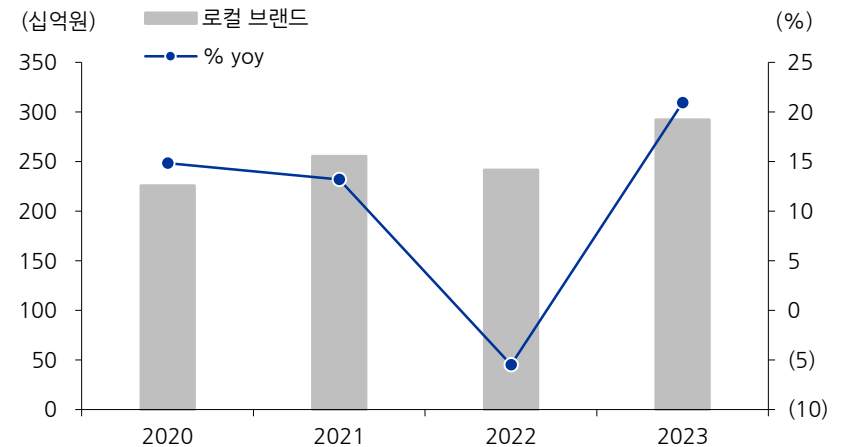
- 중국 소비자의 로컬 화장품 브랜드 선호도 높아짐. 로컬 화장품 브랜드 비중 2019년 43%에서 2023년 50%까지 상승
- 코로나 초반 맹목적인 애국주의 소비에서는 벗어났지만 그 기간 로컬 브랜드는 인지도, 자금력 확보 성공
- 최근에는 중국 문화, 취향, 감성 담은 제품 트렌드 지속. 중국 전통 문양 음각 립스틱, 중국 전통 의약 성분 화장품인 TCM(Traditional Chinese Medicine: 장미수, 생강 뿌리, 자스민) 등
- 그럼에도 한국 화장품은 글로벌 트렌드를 만들거나 빠르게 팔로우하는 능력 보유. 가격대도 중국 로컬 화장품과 비교했을 때 감내 가능한 수준

로컬 화장품 브랜드 비중 추이



자료: 언론종합, 유진투자증권

로컬 화장품 브랜드 매출액 및 증감율 추이



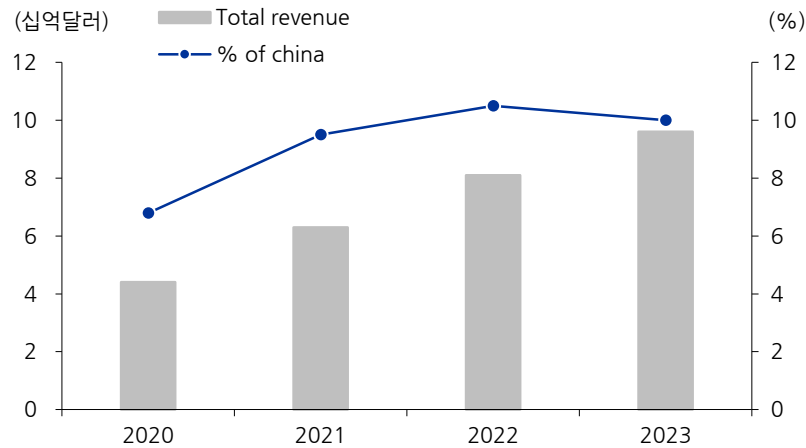
자료: 언론종합, 유진투자증권

중국 소비 부양책 효과는? 2) 의류

K-Fashion Begins

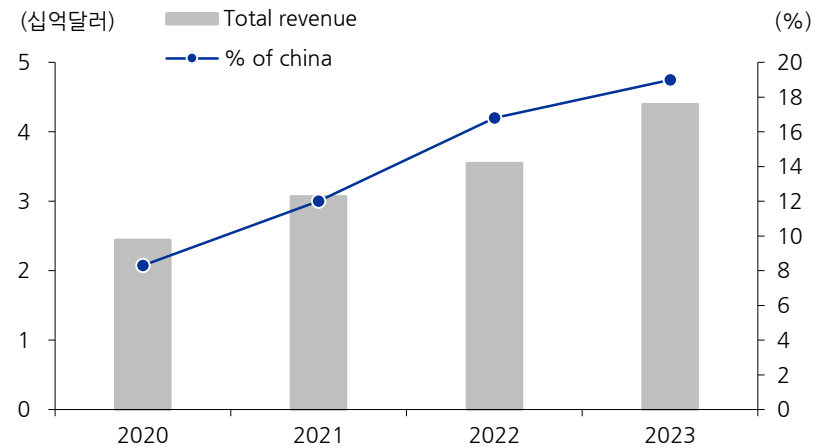
- 한국 의류 브랜드의 중국 진출이 가시화되는 기간임과 동시에 실적도 보여줘야 하는 기간
- 의류는 화장품 보다 고가이고 브랜드 저항력 존재하기 때문에 화장품의 전파 속도보다는 느릴 수 있음
- 화장품의 유행 트렌드는 전세계가 점점 싱크되고 있는 것과 달리 중국 전반적인 패션 트렌드 한국보다 한 발 느림
- 룰루레몬 중국 고성장 시현 중. 아머스포츠(아크테릭스, 살로몬 등) 중국 매출 고성장
- 과거의 해외 진출과 다른 점은 직진출보다는 도매, JV, 투자와 같은 비교적 가벼운 구조로 변화
- 의류 상장사 2025년 중국 매출 비중: F&F 43.9%, 휠라(별도) 21.7%, 브랜드엑스코퍼레이션 3.1%

룰루레몬 매출액 및 중국 비중 추이



자료: 언론종합, 유진투자증권

아머스포츠(아크테릭스, 살로몬) 매출액 및 중국 비중 추이



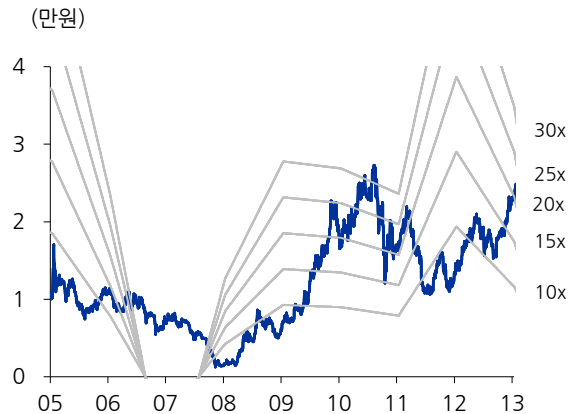
자료: Dart, 유진투자증권

중국 소비 부양책 효과는? 2) 의류

한국 의류 중국 진출 멀티플 히스토리: 상단 30배 ~ 하단 15배

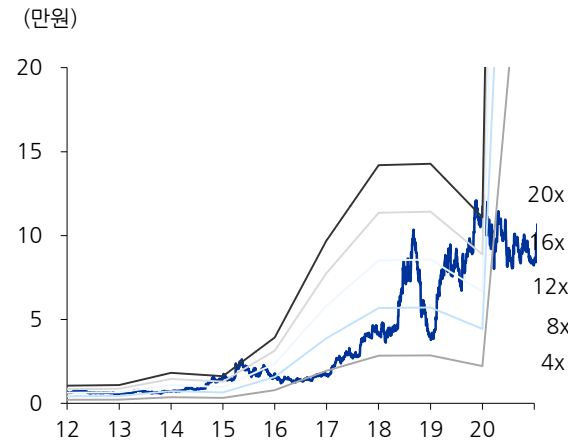
- 베이직하우스 → 힐라 → F&F 중국 고성장 시기 밸류에이션 상단 30배 ~ 하단 15배
- 베이직하우스, F&F 매장 50개부터 규모있는 매출 발생, 매장 100개 넘어가면 이익률 상승 시작
- 다만 매장 출점 및 실적 고성장 둔화 시기 밸류에이션 조정 발생

베이직하우스 PER BAND



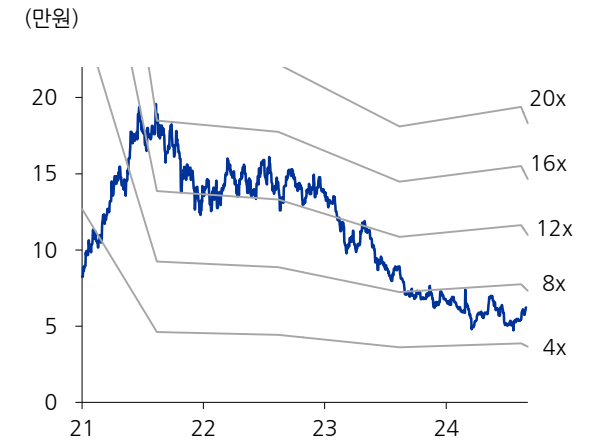
자료: Quantiwise, 유진투자증권

F&F홀딩스 PER BAND



자료: Quantiwise, 유진투자증권

F&F PER BAND



자료: Quantiwise, 유진투자증권

중국 소비 부양책 효과는? 2) 의류

중국 진출 온오프라인 수륙양용 필요

- 내수 기업의 해외 진출 방법은 1) 오프라인(현지 매장 출점), 2) 면세(국내 채널), 3) 온라인 채널을 통해서 이루어짐
- 1) 오프라인(현지 매장): 리스크 크지만 규모있는 매출 발생시킴. 현지 법인, 합작법인(JV), 도매 등 다양한 방식 존재. 중국 진출 초기 단계에는 브랜드 이미지 구축 잘 해놓으면 매장수와 매출 대부분 동행
- 2) 면세(국내 채널): 과거 화장품 기업들이 타이공(보따리상)/관광객으로부터 막대한 매출 수취했음. 장점은 B2B이기에 대량/선구매 이루어지며 매출, 이익에 높게 기여. F&F도 면세를 시작으로 중국에 알려지게 된 케이스. 모자 위주의 면세 대량 구매로 브랜드가 알려졌음
- 3) 온라인 매출: 중국의 Tmall, Douyin 같은 온라인 플랫폼에서 브랜드 제품을 판매하며 매출 발생함. 오프라인이 이미지 수립과 인지도 확보에 교두보라면, 온라인은 확산에 있어 중요한 창구

F&F 중국 온/오프라인 실적 추이

(십억원)	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
A. 온라인	10.4	37.6	62.5	85.4	93.6	94.5	98.4
yoy			66.3	36.7	9.6	0.9	4.1
비중(%)	90.0	50.4	16.3	14.7	11.5	11.0	11.2
일평균 매출액	0.03	0.10	0.17	0.23	0.26	0.26	0.27
B. 오프라인 전체	1.2	37.0	319.8	495.7	719.7	762.1	782.9
yoy			765.3	55.0	45.2	5.9	2.7
비중(%)	10.0	49.6	83.7	85.3	88.5	89.0	88.8
매장수	1	75	500	865	1,100	1,100	1,110
점당 매출액	1.155	0.493	0.640	0.573	0.654	0.693	0.705
일평균 매출액		0.1	0.9	1.4	2.0	2.1	2.1

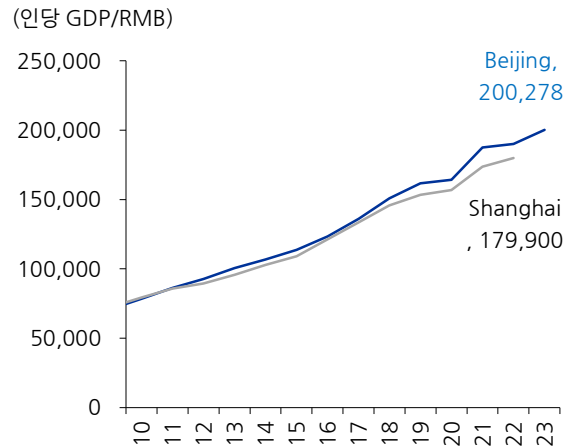
자료: 언론종합, 유진투자증권

중국 소비 부양책 효과는? 2) 의류

중국 의류 트렌드: 애슬레저

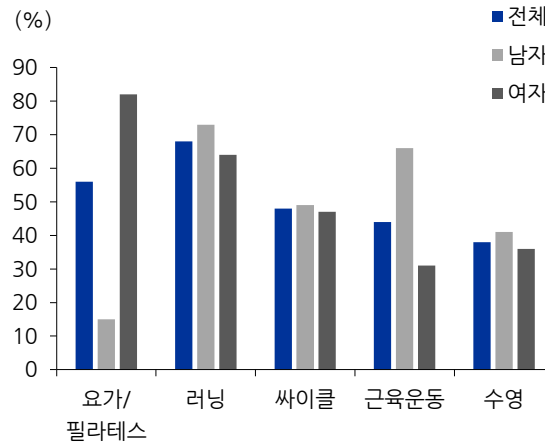
- 중국 2019년 스포츠 강국 건설 요강 발표 후, 2024년 신형소비의 일환으로 빙설경제(겨울스포츠), 야외 운동 인프라 수립 및 발전 계획 보고서 발표. 스포츠 산업 육성이라는 큰 맥락에서 이해. 아웃도어 스포츠 소비액 연평균 2000~5000위안. 이 중 러닝 2110위안 수준
- 상해와 북경의 GDP는 각각 18만위안, 20만위안으로 필라테스/요가 같은 고비용 운동이 유행 할만한 경제적, 사회적 여건 일부 충족
- 야외 운동 인구 중 1선/신1선 도시 참여 비중 37%로 압도적, 2선 도시 19%, 3선 도시 17%로 아직 성장 여력 존재
- 중국 여성이 헬스장에서 즐겨하는 운동에는 요가/필라테스가 포함. 일반 의류에서 레깅스 및 애슬레저 의류 입고 운동하는 초입

인당 GDP 추이(북경, 상해)



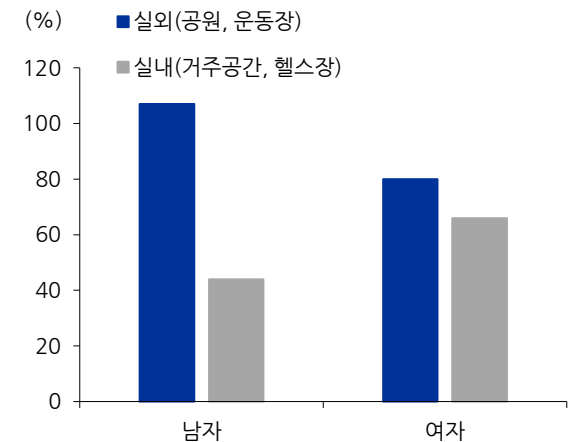
자료: CEIC, 유진투자증권

중국인 남녀 운동 공간 선호도



자료: 중국인 운동행태 보고서, 유진투자증권
주: 복수선택 가능

남자 대비 높은 여자의 실내 운동 선호도



자료: 중국인 운동행태 보고서, 유진투자증권
주: 복수선택 가능

03

화장품/의류 기업

소비재 기업 정리

	(십억원)	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
LG생활건강	전체 매출	3,155.6	3,279.9	3,905.4	4,745.8	4,458.1	4,441.4	3,211.9	2,815.7	2,822.7	3,027.2
목표주가	중국 매출	270.9	365.2	546.0	830.0	1,004.8	1,159.5	778.0	555.0	602.0	647.2
450,000원 하향	중국 비중	8.6	11.1	14.0	17.5	22.5	26.1	24.2	19.7	21.3	21.4
	매장당 매출	-	1.7	1.6	2.5	3.0	3.4	2.3	1.9	2.7	2.9
	전체 매출 yoy	28.8	3.9	19.1	21.5	(6.1)	(0.4)	(27.7)	(12.3)	0.2	7.2
	중국 매출 yoy	34.2	34.8	49.5	52.0	21.1	15.4	(32.9)	(28.7)	8.5	7.5
	매장당 매출 yoy	-	-	50.9	1.1	1.0	(0.6)	(0.9)	(14.6)	(21.2)	0.0
아모레퍼시픽	전체 매출	5,093.6	4,606.6	4,765.0	5,059.4	3,936.1	4,380.7	3,709.9	3,287.6	3,447.3	3,824.8
목표주가	중국 매출	1,066.4	1,215.3	1,287.7	1,344.9	1,169.7	1,163.8	761.8	553.2	358.7	367.2
200,000원 유지	중국 비중	20.9	26.4	27.0	26.6	29.7	26.6	20.5	16.8	10.4	9.6
	매장당 매출	0.6	0.6	0.7	0.7	0.7	0.9	1.3	1.7	2.6	2.6
	전체 매출 yoy	20.3	(9.6)	3.4	6.2	(22.2)	11.3	(15.3)	(11.4)	4.9	10.9
	중국 매출 yoy	42.2	14.0	6.0	4.4	(13.0)	(0.5)	(34.5)	(27.4)	(35.2)	2.4
	매장당 매출 yoy	-	-	4.2	7.2	2.8	19.0	50.0	24.6	55.2	2.4
코스맥스	전체 매출	757.0	884.0	1,259.7	1,330.7	1,382.9	1,591.5	1,600.1	1,777.5	2,126.8	2,333.3
목표주가	중국 매출	283.9	371.2	477.6	481.8	467.7	631.5	550.4	540.3	552.2	581.9
240,000원 상향	중국 비중	37.5	42.0	37.9	36.2	33.8	39.7	34.4	30.4	26.0	24.9
	전체 매출 yoy	41.9	16.8	42.5	5.6	3.9	15.1	0.5	11.1	19.6	9.7
	중국 매출 yoy	31.9	30.8	28.7	0.9	(2.9)	35.0	(12.8)	(1.8)	2.2	5.4
한국콜마	전체 매출	606.3	652.7	861.6	821.8	810.6	835.7	984.5	1,113.3	1,331.3	1,535.7
목표주가	중국 매출	52.1	57.6	75.0	77.0	71.6	136.7	128.8	176.6	159.6	157.9
100,000원 하향	중국 비중	8.6	8.8	8.7	9.4	8.8	16.4	13.1	15.9	12.0	10.3
	전체 매출 yoy	37.7	7.7	32.0	(4.6)	(1.4)	3.1	17.8	13.1	19.6	15.4
	중국 매출 yoy	40.4	10.7	30.1	2.6	(7.0)	90.9	(5.8)	37.1	(9.6)	(1.0)
F&F	전체 매출	-	-	-	910.3	837.6	1,482.1	1,808.9	1,978.5	1,906.3	2,008.7
목표주가	중국 매출	-	-	-	11.5	74.5	382.3	581.1	813.3	856.6	881.3
82,000원 상향	중국 비중	-	-	-	1.3	8.9	25.8	32.1	41.1	44.9	43.9
	중국 매장수	-	-	-	1	75	500	865	1,100	1,100	1,110
	매장당 매출	-	-	-	11.5	1.0	0.8	0.7	0.7	0.8	0.8
	전체 매출 yoy	-	-	-	-	(8.0)	76.9	22.1	9.4	(3.6)	5.4
	중국 매출 yoy	-	-	-	-	545.3	412.9	52.0	40.0	5.3	2.9
	매장당 매출 yoy	-	-	-	-	(91.4)	(23.1)	(12.1)	10.1	5.3	2.0
브랜드엑스	전체 매출	-	-	-	64.1	139.1	165.9	206.9	230.4	268.9	290.9
목표주가	중국 매출	-	-	-	-	-	-	-	-	4.9	8.9
10,000원 유지	중국 비중	-	-	-	-	-	-	-	-	1.8	3.1
	중국 매장수	-	-	-	-	-	-	-	-	10	10
	매장당 매출	-	-	-	-	-	-	-	-	0.5	0.9
	전체 매출 yoy	-	-	-	-	-	19.3	24.7	11.4	16.7	8.2

자료: 회사자료, 유진투자증권

F&F TP: 82,000원(상향)

- 4Q24E 매출액 5,568억원(-4.5%, 이하 yoy), 영업이익 1,175억원(-18.4%) 전망
- 2024E 매출액 1.91조원(-3.6%, 이하 yoy), 영업이익 4,478억원(-18.8%) 예상
- 중국: 고효율 점포 위주로 점포 순증 속도는 다소 낮아짐. 디스커버리 매장 연내 5개 출점 완료, 25년 100개 출점 목표
- 부문별 성장률: MLB 전체 -23.5%, MLB KIDS -13.5%, 중국 +4%, 홍콩 -7.1%, 디스커버리 -7.0%

(십억원, %)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	2021	2022	2023	2024E	2025E
매출액	278	312	329	563	437	371	442	559	497	405	493	583	507	391	451	557	1,482	1,809	1,978	1,906	2,009
MLB 전체	110	146	117	154	138	126	114	138	111	109	87	111	89	92	71	85	528	515	418	337	343
면세	65	93	67	73	67	58	51	62	42	40	31	45	34	33	25	32	299	238	157	124	125
비면세	45	53	50	81	71	68	63	76	68	70	56	66	55	59	46	53	229	277	260	213	218
MLB KIDS	20	16	15	26	23	20	15	27	22	19	15	25	21	16	14	21	78	85	82	72	74
면세	-	-	-	-	3	1	2	4	6	3	3	4	3	2	2	3	-	10	15	10	10
비면세	-	-	-	-	20	19	13	24	18	16	13	21	18	14	12	19	-	76	68	62	63
MLB 중국	50	61	122	150	151	107	202	121	208	140	261	205	239	155	250	213	382	581	813	857	881
MLB 홍콩	10	10	9	14	10	12	11	17	19	19	18	21	22	17	16	20	42	51	77	75	80
디스커버리	95	76	61	209	111	96	79	205	111	88	70	195	107	87	63	181	441	492	465	438	473
영업이익	69	75	96	184	135	95	138	157	149	110	149	144	130	92	108	118	424	525	552	448	467
%	24.9	24.1	29.1	32.6	30.8	25.6	31.3	28.1	29.9	27.2	30.1	24.7	25.7	23.5	24.0	21.1	28.6	29.0	27.9	23.5	23.2
지배순이익	57	56	71	123	96	70	110	166	119	86	119	102	96	74	84	93	307	442	425	346	368
%	20.3	18.0	21.6	21.8	22.1	18.7	24.9	29.7	23.9	21.1	24.2	17.4	18.9	19.0	18.5	16.6	20.7	24.4	21.5	18.2	18.3
<% yoy>																					
매출액	67.3	87.3	106.0	63.1	57.4	18.9	34.3	(0.8)	13.8	9.2	11.6	4.3	1.9	(3.5)	(8.5)	(4.5)	76.9	22.1	9.4	(3.6)	5.4
MLB 전체	45.1	99.9	44.0	55.3	25.0	(14.0)	(3.2)	(10.5)	(19.4)	(13.0)	(23.5)	(19.8)	(19.9)	(15.8)	(18.0)	(23.5)	60.0	(2.4)	(18.9)	(19.4)	2.0
면세	92.4	158.3	60.0	44.0	2.4	(38.0)	(24.1)	(15.1)	(36.7)	(31.3)	(39.4)	(28.2)	(21.0)	(16.4)	(19.1)	(28.1)	83.5	(20.4)	(33.8)	(21.5)	1.2
비면세	6.7	43.1	26.9	67.1	58.1	28.1	25.0	(6.4)	(3.0)	2.5	(10.6)	(12.9)	(19.2)	(15.5)	(17.4)	(20.4)	37.1	21.0	(6.1)	(18.1)	2.4
MLB KIDS	25.6	10.8	16.0	35.4	12.9	23.2	1.6	3.4	(1.8)	(5.0)	0.0	(9.2)	(7.2)	(16.1)	(8.6)	(13.5)	23.2	9.7	(4.6)	(11.5)	2.0
MLB 중국	684.6	598.4	647.4	247.7	204.8	77.2	65.7	(19.5)	37.8	30.7	29.0	69.2	15.0	10.3	(4.0)	4.0	412.9	52.0	40.0	5.3	2.9
MLB 홍콩	124.4	118.9	87.2	43.1	1.3	23.2	25.6	28.1	87.4	62.4	54.9	23.1	15.0	(10.5)	(10.9)	(7.1)	82.5	20.0	52.4	(3.3)	7.4
디스커버리	45.9	16.5	17.7	16.9	17.3	26.6	29.3	(2.1)	0.2	(8.0)	(11.7)	(5.0)	(4.2)	(1.0)	(10.6)	(7.0)	22.2	11.4	(5.5)	(5.7)	8.1
영업이익	299.7	268.1	658.7	154.7	94.4	25.9	44.5	(14.6)	10.6	16.3	7.3	(8.2)	(12.5)	(16.9)	(27.1)	(18.4)	246.0	23.8	5.1	(18.8)	4.2
순이익	1,108.4	245.7	1,260.2	396.4	70.7	23.8	54.6	34.9	23.0	23.3	8.3	(38.7)	(19.3)	(13.5)	(29.8)	(8.9)	502.4	44.0	(3.8)	(18.6)	6.4

자료: 회사 자료, 유진투자증권

주: 2021.05.27 분할상장. 2020년 수치는 F&F 홀딩스

F&F(383220.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
자산총계	1,570	2,005	2,280	2,578	2,899
유동자산	601	746	866	932	1,025
현금성자산	124	242	291	342	409
매출채권	161	148	156	160	168
재고자산	297	341	404	415	433
비유동자산	969	1,259	1,414	1,646	1,874
투자자산	759	947	923	960	999
유형자산	77	135	231	219	212
기타	133	178	260	466	663
부채총계	627	687	702	711	723
유동부채	576	487	514	522	533
매입채무	192	248	219	224	234
유동성이자부채	234	86	142	142	142
기타	150	152	154	155	157
비유동부채	51	201	188	189	190
비유동이자부채	27	173	159	159	159
기타	24	28	29	30	31
자본총계	943	1,318	1,578	1,867	2,176
자배지분	921	1,291	1,550	1,840	2,148
자본금	4	4	4	4	4
자본잉여금	314	318	318	318	318
이익잉여금	625	988	1,269	1,559	1,867
기타	(22)	(19)	(40)	(40)	(40)
비자배지분	22	27	27	27	27
자본총계	943	1,318	1,578	1,867	2,176
총차입금	261	259	301	301	301
순차입금	137	18	10	(42)	(108)

현금흐름표

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업현금	369	477	398	332	352
당기순이익	443	425	339	359	381
자산상각비	80	74	84	28	32
기타비현금성손익	90	132	31	(143)	(143)
운전자본증감	(114)	(13)	7	(8)	(14)
매출채권감소(증가)	(23)	14	(12)	(4)	(7)
재고자산감소(증가)	(57)	(19)	(61)	(11)	(19)
매입채무증가(감소)	(20)	(22)	22	6	10
기타	(14)	13	58	1	1
투자현금	(171)	(100)	(257)	(212)	(213)
단기투자자산감소	(10)	(6)	16	(0)	(0)
장기투자증권감소	(13)	0	8	21	20
설비투자	18	23	164	0	0
유형자산처분	0	0	0	0	0
무형자산처분	(36)	(51)	(119)	(222)	(222)
재무현금	(109)	(261)	(72)	(69)	(73)
차입금증가	(51)	(212)	14	0	0
자본증가	(58)	(61)	(86)	(69)	(73)
배당금지급	42	61	65	69	73
현금 증감	87	118	65	51	66
기초현금	15	102	220	285	336
기말현금	102	220	285	336	402
Gross Cash flow	613	630	502	339	366
Gross Investment	275	108	265	219	227
Free Cash Flow	338	523	237	120	139

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	1,809	1,978	1,906	2,009	2,107
증가율(%)	66.1	9.4	(3.7)	5.4	4.9
매출원가	533	632	657	694	726
매출총이익	1,276	1,346	1,249	1,315	1,381
판매 및 일반관리비	751	794	802	848	885
기타영업손익	59	6	1	6	4
영업이익	525	552	448	467	496
증가율(%)	62.7	5.1	(18.8)	4.2	6.3
EBITDA	605	626	531	494	528
증가율(%)	72.4	3.4	(15.1)	(7.0)	6.9
영업외손익	80	3	5	5	5
이자수익	3	6	11	8	8
이자비용	10	12	12	13	13
지분법손익	89	8	22	48	48
기타영업외손익	(1)	1	(16)	(38)	(38)
세전순이익	605	555	453	472	501
증가율(%)	92.5	(8.3)	(18.4)	4.2	6.2
법인세비용	163	130	114	113	120
당기순이익	443	425	339	359	381
증가율(%)	96.1	(4.0)	(20.3)	6.0	6.2
지배주주지분	442	425	346	359	381
증가율(%)	95.7	(3.8)	(18.6)	3.7	6.2
비지배지분	1	(0)	(7)	0	0
EPS(원)	11,532	11,096	9,032	9,366	9,948
증가율(%)	95.7	(3.8)	(18.6)	3.7	6.2
수정EPS(원)	11,532	11,096	9,032	9,366	9,948
증가율(%)	95.7	(3.8)	(18.6)	3.7	6.2

주요투자지표

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	11,532	11,096	9,032	9,366	9,948
BPS	24,055	33,689	40,470	48,036	56,085
DPS	1,600	1,700	1,800	1,900	2,000
밸류에이션(배,%)					
PER	12.5	8.0	6.9	6.7	6.3
PBR	6.0	2.6	1.5	1.3	1.1
EV/ EBITDA	9.4	5.5	4.5	4.8	4.3
배당수익률	1.1	1.9	2.9	3.0	3.2
PCR	9.0	5.4	4.8	7.1	6.5
수익성(%)					
영업이익률	29.0	27.9	23.5	23.2	23.5
EBITDA이익률	33.5	31.6	27.9	24.6	25.1
순이익률	24.5	21.5	17.8	17.9	18.1
ROE	60.4	38.4	24.4	21.2	19.1
ROIC	115.5	75.6	41.4	34.1	30.1
안정성 (배,%)					
순차입금/자기자본	14.5	1.3	0.6	(2.2)	(5.0)
유동비율	104.4	153.2	168.4	178.7	192.1
이자보상배율	50.1	47.8	38.3	36.8	39.1
활동성 (회)					
총자산회전율	1.3	1.1	0.9	0.8	0.8
매출채권회전율	13.0	12.8	12.5	12.7	12.8
재고자산회전율	6.7	6.2	5.1	4.9	5.0
매입채무회전율	9.5	9.0	8.2	9.1	9.2

브랜드엑스코퍼레이션 TP: 10,000원(유지)

- 4Q24E 매출액 712억원(+10.3%, 이하 yoy), 영업이익 49억원(+16.8%) 전망
- 2024E 매출액 2,689억원(+16.7%, 이하 yoy), 영업이익 255억원(+38.7%) 예상
- 국내: 불경기과 높은 기온에도 불구하고 매출액 13% 성장 시현. 11월 블랙프라이데이 효과 발생과 더불어 맨즈, 헤비 아우터, 스웜웨어 등 카테고리 다각화 영향
- 중국: 24년 매장 10개 출점 완료. 중국 소비 위축 여파로 25년 출점 가이드스 100개에서 50개로 하향. 다만 온라인 채널 본격 마케팅 및 판매 촉진 노력

(십억원, %)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	2021	2022	2023	2024E	2025E
매출액	38.5	47.5	43.1	36.7	41.4	55.9	53.9	55.7	48.2	58.8	58.9	64.5	53.2	76.4	68.2	71.2	165.9	206.9	230.4	268.9	290.9
적시믹스	29.8	39.3	36.7	36.9	36.6	51.1	48.7	54.8	46.1	56.1	55.3	63.8	50.6	74.0	65.6	69.3	142.7	191.2	221.3	259.5	280.7
국내	28.9	38.4	35.6	35.9	35.3	49.5	47.3	53.1	44.3	54.1	53.6	60.0	46.2	66.8	59.0	63.6	138.7	185.3	212.0	235.6	247.7
중국	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	2.2	1.8	0.9	-	-	-	4.9	8.9
일본	0.9	0.9	1.1	1.0	1.3	1.6	1.4	1.7	1.8	2.0	1.7	2.3	2.2	3.0	2.7	2.9	3.9	6.0	7.8	10.9	13.0
대만	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1.4	2.2	2.1	2.0	1.8	0.0	-	1.4	8.1	11.0
중속회사	1.2	1.6	1.7	2.0	1.4	1.3	1.8	5.9	2.2	2.9	3.7	3.7	2.7	2.4	2.6	1.9	6.5	10.4	12.4	9.5	10.2
영업이익	1.7	2.4	5.6	4.0	3.1	5.2	4.8	6.1	3.7	6.6	4.0	4.2	3.4	12.4	4.8	4.9	13.8	19.3	18.4	25.5	34.9
%	4.5	5.1	13.0	11.0	7.6	9.2	9.0	11.0	7.6	11.2	6.7	6.5	6.4	16.2	7.1	6.9	8.3	9.3	8.0	9.5	12.0
지배순이익	1.4	1.0	4.0	1.4	1.5	1.9	4.2	2.5	2.7	5.2	2.1	1.2	2.7	9.2	4.5	11.9	7.7	10.1	11.2	28.1	28.2
%	3.6	2.0	9.2	3.8	3.7	3.4	7.8	4.5	5.6	8.9	3.5	1.9	5.1	12.0	6.5	16.8	4.7	4.9	4.9	10.4	9.7
<% yoy>																					
매출액	50.2	35.2	8.0	(4.1)	7.3	17.6	24.9	51.7	16.6	5.2	9.3	15.7	10.2	29.9	15.8	10.3	19.3	24.7	11.4	16.7	8.2
적시믹스	41.1	51.2	17.6	25.1	23.0	30.0	32.8	48.5	25.9	9.8	13.5	16.4	9.8	31.9	18.6	8.6	32.4	34.0	15.7	17.2	8.2
국내	36.7	47.5	14.1	21.8	22.4	29.2	32.9	47.8	25.5	9.2	13.3	13.0	4.2	23.4	10.2	6.0	-	33.5	14.4	11.1	5.1
중국	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	83.5
일본	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	23.8	50.4	58.1	25.0	-	51.8	30.9	38.5	20.0
대만	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	26.5	-	-	-	464.0	35.0
중속회사	-	-	-	-	-	-	-	-	59.0	117.1	106.7	(37.9)	25.0	(18.9)	(29.3)	(48.7)	(64.8)	60.6	19.4	(23.2)	7.3
영업이익	(47.6)	(26.1)	84.7	흑전	80.2	111.8	(13.8)	52.1	17.0	27.1	(18.2)	(31.2)	(7.5)	88.6	22.0	16.8	68.5	39.4	(4.5)	38.7	36.7
순이익	(30.4)	(71.0)	38.3	흑전	8.7	92.5	5.8	77.8	78.6	178.2	(50.1)	(50.7)	0.4	76.3	113.6	873.1	10.1	30.3	11.7	150.0	0.4

자료: 회사 자료, 유진투자증권

브랜드엑스코퍼레이션(337930.KQ) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
자산총계	114	133	185	212	242
유동자산	81	96	154	180	208
현금성자산	14	16	52	73	96
매출채권	13	14	22	23	24
재고자산	52	64	78	82	86
비유동자산	33	37	31	32	33
투자자산	25	30	25	26	27
유형자산	4	4	4	3	2
기타	4	4	3	4	4
부채총계	33	40	61	62	63
유동부채	31	35	36	38	39
매입채무	20	27	27	28	29
유동성이자부채	5	5	6	6	6
기타	6	3	3	3	3
비유동부채	2	6	24	24	24
비유동이자부채	2	5	24	24	24
기타	0	1	1	1	1
자본총계	81	93	125	150	178
자배지분	78	89	120	145	174
자본금	15	15	15	15	15
자본잉여금	35	37	42	42	42
이익잉여금	25	34	59	84	113
기타	3	3	5	5	5
비자배지분	3	4	4	4	4
자본총계	81	93	125	150	178
총차입금	6	10	30	30	30
순차입금	(8)	(7)	(22)	(43)	(66)

현금흐름표

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업현금	7	13	28	26	29
당기순이익	10	12	28	29	32
자산상각비	7	8	7	1	1
기타비현금성손익	10	6	6	(0)	(0)
운전자본증감	(20)	(9)	(13)	(3)	(4)
매출채권감소(증가)	(6)	(1)	(4)	(1)	(1)
재고자산감소(증가)	(23)	(11)	(15)	(4)	(4)
매입채무증가(감소)	9	4	(4)	1	1
기타	(0)	(1)	11	0	0
투자현금	0	4	(3)	(2)	(2)
단기투자자산감소	(3)	0	(1)	(0)	(0)
장기투자증권감소	30	19	(0)	(0)	(0)
설비투자	2	2	1	0	0
유형자산처분	0	0	0	0	0
무형자산처분	(2)	(0)	(1)	(1)	(1)
재무현금	(12)	(8)	12	(3)	(4)
차입금증가	(8)	(6)	15	0	0
자본증가	(4)	(2)	(2)	(3)	(4)
배당금지급	4	2	2	3	4
현금증감	(5)	9	38	21	23
기초현금	10	5	14	52	73
기말현금	5	14	52	73	96
Gross Cash flow	27	26	42	30	33
Gross Investment	17	4	14	6	6
Free Cash Flow	10	21	28	24	27

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	207	233	269	291	321
증가율(%)	24.7	12.4	15.6	8.2	10.4
매출원가	82	93	107	114	125
매출총이익	125	140	162	177	196
판매 및 일반관리비	106	121	137	142	157
기타영업손익	23	15	13	4	10
영업이익	19	18	26	35	39
증가율(%)	39.4	(5.5)	40.3	36.8	13.2
EBITDA	26	26	33	36	41
증가율(%)	40.2	(0.9)	25.1	11.3	12.2
영업외손익	(1)	(3)	10	1	1
이자수익	0	1	1	1	1
이자비용	0	0	2	2	2
자본법손익	(0)	0	0	0	0
기타영업외손익	(1)	(3)	10	1	1
세전순이익	18	16	35	36	40
증가율(%)	47.5	(15.3)	126.7	0.5	13.0
법인세비용	4	3	7	7	8
당기순이익	10	12	28	29	32
증가율(%)	30.5	20.7	133.0	0.5	13.0
지배주주지분	10	11	28	28	32
증가율(%)	30.3	11.7	150.1	0.5	13.0
비지배지분	0	1	0	0	0
EPS(원)	344	384	959	963	1,088
증가율(%)	31.7	11.7	149.7	0.5	13.0
수정EPS(원)	344	384	959	963	1,088
증가율(%)	31.7	11.7	149.7	0.5	13.0

주요투자지표

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	344	384	959	963	1,088
BPS	2,675	3,029	4,101	4,964	5,932
DPS	120	80	100	120	150
밸류에이션(배, %)					
PER	13.9	16.5	7.1	7.1	6.2
PBR	1.8	2.1	1.7	1.4	1.1
EV/ EBITDA	5.0	6.9	5.5	4.3	3.3
배당수익률	2.5	1.3	1.5	1.8	2.2
PCR	5.1	7.2	4.7	6.7	6.0
수익성(%)					
영업이익률	9.3	7.8	9.5	12.0	12.3
EBITDA이익률	12.7	11.2	12.1	12.5	12.7
순이익률	4.9	5.3	10.6	9.8	10.1
ROE	13.7	13.5	26.9	21.2	20.0
ROIC	25.6	22.4	24.0	27.8	30.2
안정성 (배, %)					
순차입금/자기자본	(9.3)	(7.2)	(17.4)	(28.4)	(37.0)
유동비율	261.3	277.0	423.0	476.5	532.1
이자보상배율	95.5	50.0	16.5	21.4	24.2
활동성 (회)					
총자산회전율	1.8	1.9	1.7	1.5	1.4
매출채권회전율	21.3	17.7	15.3	13.1	13.8
재고자산회전율	4.8	4.0	3.8	3.6	3.8
매입채무회전율	12.4	10.0	10.1	10.7	11.2

LG생활건강 TP: 450,000원(하향)

- 4Q24E 매출액 1.55조원(-1.1%, 이하 yoy), 영업이익 513억원(-6.3%), OPM 3.3% 전망
- 2024E 매출액 6.75조원(-0.8%, 이하 yoy), 영업이익 4,669억원(-4.1%), OPM 6.2% 예상
- 부문별 성장률: 화장품 +1.2%, 생활용품 -2.4%, 음료 -3.2%
- 중국 화장품은 신흥 이커머스(도우인) 위주의 매출 발생하였으나 이후 마케팅 비용 집행으로 적자 지속 전망. 내수 경기 위축으로 전반적인 매출 역신장 예상

(십억원, %)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	2023	2024E	2025E
매출액	1,684	1,808	1,746	1,567	1,729	1,760	1,714	1,550	6,805	6,752	7,056
화장품	702	781	670	664	741	760	651	672	2,816	2,823	3,027
생활용품	563	546	570	503	553	521	563	491	2,182	2,128	2,173
음료	419	481	506	401	434	479	500	388	1,807	1,802	1,856
영업이익	146	158	128	55	151	159	106	51	487	467	476
%	8.7	8.7	7.4	3.5	8.7	9.0	6.2	3.3	7.2	6.9	6.8
화장품	61	70	8	7	63	73	11	15	147	163	163
%	8.7	9.0	1.2	1.1	8.5	9.6	1.8	2.3	5.2	5.8	5.4
생활용품	33	28	47	18	35	34	41	15	125	126	131
%	5.8	5.1	8.2	3.6	6.4	6.5	7.3	3.1	5.7	5.9	6.0
음료	52	60	74	29	53	52	54	20	215	178	182
%	12.4	12.5	14.6	7.3	12.1	10.8	10.7	5.3	11.9	9.9	9.8
지배순이익	91	89	84	-122	107	100	68	22	143	297	304
%	5.4	4.9	4.8	-7.8	6.2	5.7	4.0	1.4	2.1	4.4	4.3
yoy											
매출액	2.4	-3.0	-6.6	-13.3	2.7	-2.7	-1.9	-1.1	-5.3	-0.8	4.5
화장품	0.3	-8.5	-15.1	-23.7	5.6	-2.7	-2.9	1.2	-12.3	0.2	7.2
생활용품	1.9	0.5	-2.9	-4.5	-1.7	-4.6	-1.3	-2.4	-1.3	-2.5	2.1
음료	6.7	3.2	2.4	-2.6	3.6	-0.5	-1.1	-3.2	2.4	-0.3	3.0
영업이익	-16.9	-27.1	-32.4	-57.6	3.5	0.4	-17.4	-6.3	-31.5	-4.1	2.0
화장품	-11.3	-25.0	-88.2	-90.8	3.1	4.0	42.5	111.9	-52.6	11.1	0.4
생활용품	-40.8	-53.7	-16.8	-3.7	8.3	23.2	-11.8	-15.9	-34.0	0.6	3.9
음료	1.2	-5.5	11.3	-5.3	1.0	-13.8	-27.5	-29.8	1.4	-17.1	2.1
지배순이익	-16.6	-25.2	-30.1	-8.2	16.6	12.5	-19.5	흑전	-39.7	107.7	2.4

자료: 회사 자료, 유진투자증권

LG생활건강(051900.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
자산총계	7,303	7,220	7,621	7,903	8,184
유동자산	2,284	2,430	2,941	3,300	3,649
현금성자산	678	928	1,390	1,688	1,976
매출채권	604	571	672	699	727
재고자산	955	885	833	866	900
비유동자산	5,019	4,791	4,680	4,603	4,535
투자자산	534	476	432	450	468
유형자산	2,384	2,307	2,236	2,161	2,094
기타	2,101	2,008	2,012	1,992	1,973
부채총계	1,834	1,671	1,728	1,769	1,810
유동부채	1,163	1,090	1,169	1,199	1,230
매입채무	693	749	729	758	787
유동성이자부채	282	222	320	320	320
기타	188	119	120	121	122
비유동부채	671	582	560	570	580
비유동이자부채	389	319	310	310	310
기타	282	263	250	260	270
자본총계	5,469	5,549	5,893	6,134	6,375
자배지분	5,339	5,433	5,766	6,007	6,248
자본금	89	89	89	89	89
자본잉여금	97	97	97	97	97
이익잉여금	5,542	5,604	5,841	6,083	6,323
기타	(389)	(357)	(261)	(261)	(261)
비자배지분	130	115	127	127	127
자본총계	5,469	5,549	5,893	6,134	6,375
총차입금	671	541	630	630	630
순차입금	(7)	(387)	(760)	(1,058)	(1,346)

현금흐름표

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업현금	497	659	594	394	387
당기순이익	258	164	313	320	321
자산상각비	288	270	222	112	104
기타비현금성손익	391	266	192	(11)	(11)
운전자본증감	(200)	113	(87)	(30)	(31)
매출채권감소(증가)	13	24	(100)	(27)	(27)
재고자산감소(증가)	62	75	60	(33)	(34)
매입채무증가(감소)	(65)	39	(53)	29	30
기타	(209)	(25)	6	1	1
투자현금	(197)	(141)	(509)	(51)	(52)
단기투자자산감소	76	4	(390)	(16)	(17)
장기투자증권감소	0	4	(3)	(4)	(4)
설비투자	157	152	99	0	0
유형자산처분	34	22	1	0	0
무형자산처분	(5)	(10)	(16)	(18)	(18)
재무현금	(374)	(268)	(20)	(62)	(64)
차입금증가	(161)	(171)	40	0	0
자본증가	(201)	(97)	(59)	(62)	(64)
배당금지급	201	97	59	62	64
현금 증감	(79)	255	74	281	271
기초현금	735	655	910	985	1,266
기말현금	655	910	985	1,266	1,537
Gross Cash flow	937	700	742	424	418
Gross Investment	473	32	205	64	66
Free Cash Flow	464	668	537	360	352

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	7,186	6,805	6,752	7,056	7,314
증가율(%)	(11.2)	(5.3)	(0.8)	4.5	3.7
매출원가	3,169	3,178	3,188	3,296	3,394
매출총이익	4,017	3,627	3,565	3,761	3,920
판매 및 일반관리비	3,306	3,140	3,098	3,284	3,443
기타영업손익	(12)	(5)	(1)	6	5
영업이익	711	487	467	476	477
증가율(%)	(44.9)	(31.5)	(4.1)	2.0	0.1
EBITDA	999	757	689	589	581
증가율(%)	(36.1)	(24.2)	(9.0)	(14.5)	(1.3)
영업외손익	(293)	(211)	(36)	(35)	(34)
이자수익	11	27	32	32	33
이자비용	15	19	18	19	19
지분법손익	7	10	5	1	1
기타영업외손익	(297)	(228)	(54)	(49)	(49)
세전순이익	418	276	431	442	443
증가율(%)	(64.8)	(33.8)	56.0	2.4	0.2
법인세비용	159	113	118	121	122
당기순이익	258	164	313	320	321
증가율(%)	(70.0)	(36.7)	91.2	2.4	0.2
지배주주지분	237	143	297	304	304
증가율(%)	(72.0)	(39.7)	107.7	2.4	0.2
비지배지분	22	21	16	17	17
EPS(원)	15,147	9,140	18,985	19,440	19,488
증가율(%)	(72.0)	(39.7)	107.7	2.4	0.2
수정EPS(원)	15,147	9,140	18,508	18,949	18,984
증가율(%)	(72.0)	(39.7)	102.5	2.4	0.2

주요투자지표

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	15,147	9,140	18,985	19,440	19,488
BPS	301,350	306,665	325,419	339,049	352,622
DPS	4,000	3,500	3,510	3,610	3,710
밸류에이션(배, %)					
PER	47.7	38.8	15.6	15.2	15.2
PBR	2.4	1.2	0.9	0.9	0.8
EV/ EBITDA	11.9	7.3	6.0	6.5	6.1
배당수익률	0.6	1.0	1.2	1.2	1.3
PCR	13.7	9.0	7.1	12.4	12.6
수익성(%)					
영업이익률	9.9	7.2	6.9	6.8	6.5
EBITDA이익률	13.9	11.1	10.2	8.3	7.9
순이익률	3.6	2.4	4.6	4.5	4.4
ROE	4.4	2.7	5.3	5.2	5.0
ROIC	8.3	5.6	6.8	7.0	7.0
안정성 (배, %)					
순차입금/자기자본	(0.1)	(7.0)	(12.9)	(17.2)	(21.1)
유동비율	196.5	223.0	251.7	275.2	296.8
이자보상배율	47.9	25.1	26.3	24.9	24.9
활동성 (회)					
총자산회전율	1.0	0.9	0.9	0.9	0.9
매출채권회전율	12.0	11.6	10.9	10.3	10.3
재고자산회전율	7.3	7.4	7.9	8.3	8.3
매입채무회전율	9.2	9.4	9.1	9.5	9.5

아모레퍼시픽 : 200,000원(유지)

- 4Q24E 매출액 1.03조원(+11.7%, 이하 yoy), 영업이익 782억원(+278.1%), OPM 7.6% 전망
- 2024E 매출액 3.83조원(4.2%, 이하 yoy), 영업이익 2,202억원(103.6%), OPM 5.8% 예상
- 부문별 성장률: 국내 화장품 -2.2%, 생활용품 +3.0%, 해외 +31.4%
- 국내 화장품은 뉴커머스(H&B스토어, 저가형매장) 위주의 매출 큰 폭 성장 예상. 해외 화장품 성장률 폭은 다소 둔화되었으나 여전히 높은 성장을 유지

(십억원,%)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	2023	2024E	2025E
매출액	914	945	889	926	911	905	977	1,034	3,674	3,828	4,209
국내	552	555	543	560	564	512	534	553	2,211	2,163	2,233
화장품	455	459	446	465	469	423	436	455	1,824	1,783	1,848
생활용품	97	96	98	96	95	89	98	99	386	380	385
해외	345	372	318	357	337	382	431	469	1,392	1,619	1,926
코스알엑스	-	-	-	-	-	94	169	151	-	414	729
영업이익	64	6	17	21	73	4	65	78	108	220	393
%	7.0	0.6	1.9	2.2	8.0	0.5	6.7	7.6	2.9	5.8	9.3
국내	38	37	19	52	49	15	29	54	146	147	214
화장품	35	31	22	48	47	21	25	50	136	142	201
생활용품	4	5	-3	4	2	-5	4	5	10	5	13
해외	32	-33	-8	-34	32	5	4	33	-43	74	213
코스알엑스	-	-	-	-	-	28	49	41	-	118	211
지배순이익	87	22	28	43	79	531	38	51	180	698	328
%	9.6	2.3	3.2	4.6	8.6	58.7	3.9	4.9	4.9	18.2	7.8
yoy											
매출액	-21.6	0.0	-5.1	-14.9	-0.2	-4.3	9.9	11.7	-11.1	4.2	10.0
국내	-24.6	-11.6	-7.5	-11.6	2.1	-7.8	-1.6	-1.3	-14.4	-2.2	3.2
화장품	-25.0	-13.6	-8.9	-12.2	2.9	-7.8	-2.1	-2.2	-15.4	-2.3	3.7
생활용품	-22.9	-0.4	-0.6	-8.4	-2.0	-7.7	0.4	3.0	-9.1	-1.6	1.1
해외	-17.9	27.5	-3.6	-18.4	-2.3	2.5	35.8	31.4	-5.9	16.3	19.0
코스알엑스	-	-	-	-	-	-	29.0	26.9	0.0	28.4	29.0
영업이익	-59.3	흑전	-8.2	-63.7	12.9	-29.5	277.7	278.1	-49.5	103.6	78.6
국내	-65.7	0.3	-34.6	16.6	27.9	-58.7	51.0	4.4	-34.2	0.8	45.3
해외	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	79.3
코스알엑스	-24.9	적지	적지	적전	0.0	흑전	흑전	흑전	적전	흑전	186.8
지배순이익	-0.3	흑전	0.2	80.8	-9.9	23.0	0.3	18.6	33.9	287.8	-53.0

자료: 회사 자료, 유진투자증권

아모레퍼시픽(090430.KS) 재무제표

대차대조표 (단위:십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
자산총계	5,802	5,887	6,668	6,965	7,261
유동자산	1,735	1,952	1,522	1,989	2,235
현금성자산	557	681	122	535	787
매출채권	317	324	383	407	404
재고자산	409	394	465	494	491
비유동자산	4,067	3,934	5,146	4,976	5,026
투자자산	1,234	1,152	904	941	979
유형자산	2,475	2,442	2,384	2,377	2,385
기타	358	341	1,858	1,658	1,662
부채총계	1,023	1,014	1,240	1,278	1,289
유동부채	831	813	878	904	902
매입채무	395	374	385	410	407
유동성이자부채	292	299	351	351	351
기타	144	140	141	143	144
비유동부채	191	201	362	374	387
비유동이자부채	65	51	63	63	63
기타	127	150	299	311	324
자본총계	4,779	4,873	5,428	5,687	5,972
자배지분	4,799	4,898	5,376	5,635	5,919
자본금	35	35	35	35	35
자본잉여금	792	794	626	626	626
이익잉여금	4,010	4,101	4,737	4,997	5,281
기타	(38)	(32)	(22)	(22)	(22)
비자배지분	(19)	(25)	53	53	53
자본총계	4,779	4,873	5,428	5,687	5,972
총차입금	357	350	414	414	414
순차입금	(200)	(330)	293	(121)	(373)

현금흐름표 (단위:십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업현금	151	348	(125)	322	373
당기순이익	129	174	674	317	348
자산상각비	289	252	193	7	(7)
기타비현금성손익	208	16	(1,302)	26	28
운전자본증감	(345)	(36)	(538)	(28)	5
매출채권감소(증가)	2	(13)	(48)	(24)	3
재고자산감소(증가)	55	(11)	(6)	(30)	4
매입채무증가(감소)	(53)	7	8	25	(3)
기타	(349)	(19)	(492)	1	1
투자현금	(69)	(186)	(246)	159	(47)
단기투자자산감소	212	(82)	335	(2)	(2)
장기투자증권감소	0	0	(3)	(5)	(5)
설비투자	99	134	60	0	0
유형자산처분	4	27	2	0	0
무형자산처분	(36)	(39)	(20)	200	(4)
재무현금	(155)	(99)	(71)	(69)	(76)
차입금증가	(83)	(49)	(0)	0	0
자본증가	(71)	(47)	(74)	(69)	(76)
배당금지급	68	47	63	69	76
현금 증감	(88)	57	(440)	411	250
기초현금	538	450	506	66	477
기말현금	450	506	66	477	727
Gross Cash flow	626	441	446	350	368
Gross Investment	625	140	1,119	(133)	40
Free Cash Flow	1	301	(673)	483	328

자료: 유진투자증권

손익계산서 (단위:십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	4,135	3,674	3,828	4,209	4,469
증가율(%)	(15.0)	(11.1)	4.2	10.0	6.2
매출원가	1,338	1,155	1,149	1,220	1,290
매출총이익	2,797	2,519	2,679	2,989	3,179
판매 및 일반관리비	2,583	2,411	2,458	2,596	2,755
기타영업손익	(18)	(7)	2	6	6
영업이익	214	108	220	393	424
증가율(%)	(37.6)	(49.5)	103.6	78.6	7.9
EBITDA	503	360	413	400	417
증가율(%)	(28.7)	(28.4)	14.8	(3.2)	4.2
영업외손익	10	172	537	3	11
이자수익	9	12	4	15	16
이자비용	12	16	0	0	0
지분법손익	9	39	17	(3)	(3)
기타영업외손익	5	138	517	(9)	(3)
세전순이익	224	281	758	396	435
증가율(%)	(24.6)	25.0	170.0	(47.7)	9.8
법인세비용	95	107	83	79	87
당기순이익	129	174	674	317	348
증가율(%)	(28.5)	34.5	287.8	(53.0)	9.8
지배주주지분	134	180	698	328	360
증가율(%)	(30.6)	33.9	287.8	(53.0)	9.8
비지배지분	(5)	(6)	(24)	(11)	(12)
EPS(원)	2,299	3,079	11,940	5,612	6,162
증가율(%)	(30.6)	33.9	287.8	(53.0)	9.8
수정EPS(원)	2,299	3,079	11,758	5,413	5,944
증가율(%)	(30.6)	33.9	281.9	(54.0)	9.8

주요투자지표	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	2,299	3,079	11,940	5,612	6,162
BPS	69,494	70,933	77,852	81,606	85,725
DPS	680	910	1,000	1,100	1,200
밸류에이션(배, %)					
PER	59.8	47.1	10.3	22.0	20.0
PBR	2.0	2.0	1.6	1.5	1.4
EV/ EBITDA	16.6	23.7	19.1	18.7	17.3
배당수익률	0.5	0.6	0.8	0.9	1.0
PCR	15.2	22.7	19.1	24.3	23.1
수익성(%)					
영업이익률	5.2	2.9	5.8	9.3	9.5
EBITDA이익률	12.2	9.8	10.8	9.5	9.3
순이익률	3.1	4.7	17.6	7.5	7.8
ROE	2.8	3.7	13.6	6.0	6.2
ROIC	2.9	1.6	4.0	5.6	6.2
안정성 (배, %)					
순차입금/자기자본	(4.2)	(6.8)	5.4	(2.1)	(6.2)
유동비율	208.8	240.0	173.3	220.1	247.7
이자보상배율	17.5	6.6	n/a	n/a	n/a
활동성 (회)					
총자산회전율	0.7	0.6	0.6	0.6	0.6
매출채권회전율	12.7	11.5	10.8	10.7	11.0
재고자산회전율	9.2	9.1	8.9	8.8	9.1
매입채무회전율	7.5	9.6	10.1	10.6	10.9

코스맥스 TP: 240,000원(상향)

- 4Q24E 매출액 5,187억원(+18.8%, 이하 yoy), 영업이익 375억원(+66.6%), OPM 7.2% 전망
- 2024E 매출액 2.13조원(+19.6%, 이하 yoy), 영업이익 1,731억원(+49.6%), OPM 8.1% 예상
- 부문별 성장률: 국내 +29.3%, 중국 -3.7%, 미국 -13% , 동남아 +32%
- 국내 화장품은 비수기에도 +29% 성장, 동남아는 확장 구간으로 +32% 예상. 중국은 소비 위축 영향으로 -4%, 미국은 수주 지연 지속되며 -13% 역신장 예상

(십억원, %)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	2023A	2024E	2025E
매출액	403	479	458	437	527	551	530	519	1,777	2,127	2,333
국내	243	278	288	248	315	348	348	320	1,058	1,332	1,459
중국	121	152	122	145	154	147	112	139	540	552	582
상해	92	112	85	111	108	98	72	92	400	369	391
광저우	30	40	37	34	46	50	40	48	141	183	191
미국	27	38	37	38	39	36	33	33	140	140	162
동남아	24	27	30	29	33	35	43	39	111	151	171
인도네시아	19	21	23	22	24	25	32	28	85	109	123
태국	5	7	7	7	9	10	11	11	26	41	48
영업이익	14	46	33	23	45	47	43	38	116	173	209
국내	13	30	26	18	30	35	39	32	87	136	159
국내제외	1	16	7	5	15	12	4	6	29	37	50
%	3.4	9.6	7.3	5.2	8.6	8.5	8.2	7.2	6.5	8.1	9.0
국내	5.4	10.9	9.0	7.1	9.5	9.9	11.3	9.9	8.2	10.2	10.9
해외	0.5	7.8	4.4	2.7	7.3	6.0	2.2	2.9	4.0	4.7	5.7
지배순이익	7	30	15	5	19	34	21	19	57	93	108
%	1.7	6.4	3.3	1.1	3.7	6.1	4.0	3.7	3.2	4.4	4.6
국내	23	9	7	-20	29	30	17	22	18	98	70
중국	4	1	5	3	6	-1	-7	5	13	2	31
미국	-13	-10	-12	-14	-3	-10	-9	-4	-50	-26	-14
동남아	3	1	0	-1	1	2	11	7	2	22	26
yoy											
매출액	1.4	18.3	15.5	9.0	30.6	15.1	15.6	18.8	11.1	19.6	9.7
국내	18.6	23.4	39.3	14.4	29.6	25.1	20.8	29.3	23.8	25.9	9.5
중국	-16.5	5.8	-8.9	13.7	26.8	-3.2	-8.6	-3.7	-1.8	2.2	5.4
미국	-40.1	0.1	-19.4	-6.7	43.2	-5.6	-11.8	-13.0	-17.5	0.2	15.4
동남아	44.2	51.7	18.9	12.2	38.0	29.4	44.5	32.1	28.7	36.1	13.6
영업이익	0.5	167.3	68.7	842.0	229.1	1.4	30.4	66.6	118.1	49.6	20.8
국내	35.0	63.3	121.5	499.2	130.7	13.6	52.7	82.0	102.5	56.6	16.9
국내제외	-81.0	흑전	-7.6	흑전	1,877.7	-22.2	-47.2	13.0	182.1	28.6	35.1
지배순이익	-56.1	165.0	34.7	흑전	187.0	10.5	38.2	299.7	174.1	62.6	15.8
국내	119.2	-63.0	-69.0	적지	27.6	247.7	153.9	적지	흑전	440.2	-28.6
중국	-66.4	0.9	-37.8	흑전	61.1	적전	적전	37.5	흑전	-84.4	1,480.2
미국	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지
동남아	9,787.9	흑전	적지	적전	-48.2	224.7	흑전	흑전	흑전	1,051.3	18.4

자료: 회사 자료, 유진투자증권

코스맥스(192820.KS) 재무제표

대차대조표 (단위:십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
자산총계	1,396	1,557	1,841	1,993	2,153
유동자산	737	822	943	1,110	1,289
현금성자산	179	271	296	391	505
매출채권	318	283	355	398	436
재고자산	202	218	241	270	296
비유동자산	659	735	898	883	864
투자자산	119	134	137	143	149
유형자산	491	547	704	688	668
기타	50	54	57	52	47
부채총계	952	1,199	1,374	1,425	1,470
유동부채	812	874	1,090	1,137	1,180
매입채무	257	365	393	440	482
유동성이자부채	517	454	641	641	641
기타	38	56	56	57	57
비유동부채	140	325	284	287	290
비유동이자부채	91	259	210	210	210
기타	49	66	74	77	80
자본총계	444	359	467	569	683
자배지분	581	363	434	536	650
자본금	6	6	6	6	6
자본잉여금	287	29	28	28	28
이익잉여금	268	313	400	502	616
기타	21	15	(0)	(0)	(0)
비자배지분	(137)	(4)	33	33	33
자본총계	444	359	467	569	683
총차입금	608	713	851	851	851
순차입금	429	442	555	460	345

현금흐름표 (단위:십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업현금	103	231	63	118	132
당기순이익	(16)	38	94	112	129
자산상각비	59	59	59	32	31
기타비현금성손익	91	102	33	(2)	(6)
운전자본증감	28	79	(84)	(24)	(22)
매출채권감소(증가)	40	8	(95)	(43)	(38)
재고자산감소(증가)	23	(15)	(14)	(29)	(26)
매입채무증가(감소)	(11)	60	25	47	42
기타	(23)	25	0	0	0
투자현금	(31)	(104)	(111)	(17)	(12)
단기투자자산감소	78	(22)	(3)	(0)	(0)
장기투자증권감소	(20)	4	(0)	(1)	(1)
설비투자	84	86	108	12	7
유형자산처분	2	5	3	0	0
무형자산처분	(0)	(4)	(2)	1	1
재무현금	3	(39)	72	(6)	(6)
차입금증가	10	(39)	78	0	0
자본증가	(6)	(115)	(6)	(6)	(6)
배당금지급	6	0	6	6	6
현금 증감	70	88	29	95	114
기초현금	100	169	257	286	381
기말현금	169	257	286	381	495
Gross Cash flow	134	199	211	142	154
Gross Investment	81	4	192	41	33
Free Cash Flow	53	196	20	101	121

자료: 유진투자증권

손익계산서 (단위:십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	1,600	1,777	2,127	2,333	2,539
증가율(%)	0.5	11.1	19.6	9.7	8.8
매출원가	1,395	1,484	1,729	1,892	2,054
매출총이익	205	294	398	441	485
판매 및 일반관리비	152	178	225	232	252
기타영업손익	(2)	17	26	3	8
영업이익	53	116	173	209	233
증가율(%)	(56.7)	117.9	49.6	20.8	11.6
EBITDA	112	175	232	241	264
증가율(%)	(35.8)	56.5	32.7	3.6	9.7
영업외손익	(47)	(31)	(35)	(49)	(49)
이자수익	2	7	8	10	11
이자비용	21	32	46	48	48
자본비용	0	(2)	(0)	(0)	(0)
기타영업손익	(28)	(4)	3	(11)	(13)
세전순이익	6	84	138	161	184
증가율(%)	(92.1)	1,265.1	63.8	16.4	14.6
법인세비용	23	46	44	48	55
당기순이익	(16)	38	94	112	129
증가율(%)	적전	흑전	148.1	19.8	14.6
지배주주지분	21	57	93	108	120
증가율(%)	(72.0)	174.1	62.6	15.8	11.8
비지배지분	(37)	(19)	1	5	9
EPS(원)	1,837	5,034	8,186	9,477	10,592
증가율(%)	(72.0)	174.1	62.6	15.8	11.8
수정EPS(원)	1,837	5,034	8,186	9,477	10,592
증가율(%)	(72.0)	174.1	62.6	15.8	11.8

주요투자지표	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	1,837	5,034	8,186	9,477	10,592
BPS	51,203	31,941	38,231	47,209	57,251
DPS	0	500	500	550	600
밸류에이션(배, %)					
PER	40.3	25.1	20.5	17.7	15.9
PBR	1.4	4.0	4.4	3.6	2.9
EV/ EBITDA	11.3	10.7	10.6	9.8	8.5
배당수익률	0.0	0.4	0.3	0.3	0.4
PCR	6.3	7.2	9.0	13.4	12.4
수익성(%)					
영업이익률	3.3	6.5	8.1	9.0	9.2
EBITDA이익률	7.0	9.9	10.9	10.3	10.4
순이익률	(1.0)	2.1	4.4	4.8	5.1
ROE	3.6	12.1	23.3	22.2	20.3
ROIC	(16.5)	6.6	13.3	14.5	16.1
안정성 (배, %)					
순차입금/자기자본	96.6	123.2	118.9	80.8	50.6
유동비율	90.8	94.0	86.5	97.6	109.2
이자보상배율	2.5	3.6	3.7	4.4	4.9
활동성 (회)					
총자산회전율	1.1	1.2	1.3	1.2	1.2
매출채권회전율	4.7	5.9	6.7	6.2	6.1
재고자산회전율	7.5	8.5	9.3	9.1	9.0
매입채무회전율	5.9	5.7	5.6	5.6	5.5

한국콜마 TP: 100,000원(하향)

- 4Q24E 매출액 6,116억원(10.8%, 이하 yoy), 영업이익 520억원(39.1%), OPM 8.5% 전망
- 2024E 매출액 2.47조원(14.7%, 이하 yoy), 영업이익 2,107억원(54.8%), OPM 8.5% 전망
- 부문별 성장률: 국내 +14.5%, 중국 -15.2%, 북미 +32.1%
- 국내 화장품은 비수기에도 인디브랜드 선방하며 +15% 성장, 북미는 기존 고객사 수주와 더불어 신규 고객사 증가로 +32%, 중국은 경기 위축 여파로 +15%

(십억원)	1Q23A	2Q23A	3Q23A	4Q23A	1Q24A	2Q24A	3Q24A	4Q24E	2023A	2024E	2025E
매출액	488	600	516	552	575	660	627	612	2,156	2,473	2,770
국내	202	254	186	215	248	297	273	246	857	1,064	1,256
중국	36	64	40	36	39	53	37	31	177	160	158
북미	18	23	21	21	16	26	27	28	83	97	110
미국	6	8	10	12	7	13	18	19	37	57	69
캐나다	12	14	11	9	9	13	9	9	46	40	41
연우	51	63	61	62	67	74	73	71	236	285	302
이노엔	185	204	216	224	213	219	230	249	829	910	1,001
영업이익	12	56	31	37	32	72	55	52	136	211	255
%	2.5	9.3	6.0	6.8	5.6	10.9	8.7	8.5	6.3	8.5	9.2
국내	14	35	13	18	23	44	37	24	80	128	157
중국	0	9	0	1	2	7	1	1	10	10	5
북미	-4	-2	-3	-3	-5	-2	-5	0	-11	-12	-3
연우	-3	1	2	0	0	1	1	1	0	3	5
이노엔	6	15	22	23	17	24	22	25	66	89	111
순이익	6	35	11	-47	6	35	15	18	5	74	114
%	1.2	5.8	2.2	-8.5	1.1	5.3	2.5	2.9	0.2	3.0	4.1
yoy											
매출액	18.8	19.3	9.1	15.2	17.9	10.1	21.3	10.8	15.5	14.7	12.0
국내	12.4	23.6	6.0	30.9	22.8	16.7	46.7	14.5	18.2	24.1	18.1
중국	0.8	91.7	43.0	15.8	6.4	-16.0	-9.1	-15.2	37.1	-9.6	-1.0
북미	4.9	34.8	-1.5	15.2	-13.6	15.2	28.5	32.1	12.4	16.5	13.2
미국	20.9	46.5	21.5	99.2	7.7	61.3	70.6	55.0	45.6	52.5	21.0
캐나다	-2.1	28.8	-16.9	-26.7	-25.1	-11.5	-12.5	1.0	-5.2	-12.8	2.0
연우	-25.1	3.0	12.5	19.4	33.1	17.1	19.8	14.0	0.7	20.4	6.0
이노엔	2.6	-18.9	8.8	3.6	15.0	7.3	6.5	11.0	-2.1	9.8	10.0
영업이익	-6.6	65.5	71.5	332.8	168.9	28.9	75.7	39.1	85.8	54.8	21.2
국내	-5.9	51.4	25.7	-14.1	68.6	27.6	185.5	29.6	15.3	60.9	22.6
중국	적지	흑전	흑전	흑전	흑전	-23.3	107.5	53.4	흑전	7.0	흑전
북미	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	흑전	적지	적지	적지
연우	0.0	0.0	흑전	적지	적지	-2.5	-26.9	흑전	적전	흑전	55.6
이노엔	33.3	-13.2	0.7	169.0	206.0	58.9	-1.0	11.4	25.5	34.9	24.5
순이익	-41.8	134.3	1,348.1	1.5	8.7	0.2	33.8	흑전	흑전	1,332.9	53.8

출처: 회사 자료, 유진투자증권

한국콜마(161890.KS) 재무제표

대차대조표 (단위:십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
자산총계	2,933	3,009	3,077	3,232	3,381
유동자산	816	898	925	1,099	1,297
현금성자산	298	269	231	326	455
매출채권	261	324	335	374	409
재고자산	239	281	334	373	407
비유동자산	2,117	2,111	2,152	2,133	2,084
투자자산	206	180	170	176	184
유형자산	609	660	723	712	670
기타	1,302	1,271	1,259	1,245	1,231
부채총계	1,464	1,591	1,586	1,641	1,680
유동부채	868	1,284	1,327	1,370	1,407
매입채무	298	390	359	401	438
유동성이자부채	533	854	928	928	928
기타	37	40	41	41	41
비유동부채	596	307	259	271	273
비유동이자부채	535	249	204	214	214
기타	61	58	55	57	59
자본총계	1,469	1,419	1,490	1,591	1,701
자배지분	664	649	785	885	995
자본금	11	11	12	12	12
자본잉여금	264	262	294	294	294
이익잉여금	384	368	479	579	689
기타	4	7	0	0	0
비자배지분	805	770	706	706	706
자본총계	1,469	1,419	1,490	1,591	1,701
총차입금	1,068	1,103	1,132	1,142	1,142
순차입금	770	835	901	817	687

현금흐름표 (단위:십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업현금	91	112	147	112	114
당기순이익	(4)	25	99	149	163
자산상각비	75	94	93	77	63
기타비현금성손익	110	126	43	(168)	(171)
운전자본증감	(32)	(76)	(87)	(36)	(32)
매출채권감소(증가)	(4)	(60)	(6)	(39)	(34)
재고자산감소(증가)	(10)	(41)	(59)	(39)	(34)
매입채무증가(감소)	(7)	26	19	42	37
기타	(12)	(2)	(41)	0	0
투자현금	(145)	(156)	(93)	(16)	29
단기투자자산감소	75	(25)	48	(2)	(2)
장기투자증권감소	(1)	1	25	43	43
설비투자	38	107	159	45	0
유형자산처분	5	1	1	0	0
무형자산처분	(17)	(16)	(12)	(7)	(7)
재무현금	82	(8)	(47)	(4)	(15)
차입금증가	121	8	21	10	0
자본증가	(39)	(17)	(14)	(14)	(15)
배당금지급	15	17	14	14	15
현금 증감	29	(49)	7	92	127
기초현금	191	220	171	178	270
기말현금	220	171	178	270	398
Gross Cash flow	181	245	289	149	145
Gross Investment	252	206	228	50	0
Free Cash Flow	(72)	38	61	99	145

자료: 유진투자증권

손익계산서 (단위:십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	1,866	2,156	2,473	2,770	3,023
증가율(%)	17.6	15.5	14.7	12.0	9.2
매출원가	1,397	1,578	1,763	1,966	2,140
매출총이익	469	578	710	804	883
판매 및 일반관리비	396	442	499	548	596
기타영업손익	15	12	13	10	9
영업이익	73	136	211	255	287
증가율(%)	(13.0)	85.8	54.8	21.2	12.5
EBITDA	149	230	304	332	350
증가율(%)	4.3	54.6	32.0	9.5	5.3
영업외손익	(56)	(102)	(68)	(39)	(50)
이자수익	7	9	8	11	12
이자비용	33	45	50	58	58
지분법손익	(1)	2	24	45	45
기타영업외손익	(30)	(68)	(50)	(36)	(49)
세전순이익	17	34	143	217	237
증가율(%)	(74.5)	102.3	317.0	51.2	9.4
법인세비용	21	9	44	67	73
당기순이익	(4)	25	99	149	163
증가율(%)	적전	흑전	293.0	51.2	9.4
지배주주지분	(22)	5	74	114	125
증가율(%)	적전	흑전	1,332.9	53.8	9.7
비지배지분	18	20	24	35	38
EPS(원)	(961)	227	3,152	4,846	5,315
증가율(%)	적전	흑전	1,289.0	53.8	9.7
수정EPS(원)	(961)	227	3,152	4,846	5,315
증가율(%)	적전	흑전	1,289.0	53.8	9.7

주요투자지표	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	(961)	227	3,152	4,846	5,315
BPS	29,024	28,347	33,241	37,488	42,152
DPS	500	600	600	650	700
밸류에이션(배, %)					
PER	n/a	236.2	19.3	12.5	11.4
PBR	1.5	1.9	1.8	1.6	1.4
EV/ EBITDA	11.7	9.0	7.7	6.8	6.1
배당수익률	1.2	1.1	1.0	1.1	1.2
PCR	5.4	5.0	5.0	9.6	9.9
수익성(%)					
영업이익률	3.9	6.3	8.5	9.2	9.5
EBITDA이익률	8.0	10.7	12.3	12.0	11.6
순이익률	(0.2)	1.2	4.0	5.4	5.4
ROE	(3.3)	0.8	10.4	13.7	13.3
ROIC	(0.9)	4.5	6.4	7.5	8.4
안정성 (배, %)					
순차입금/자기자본	52.4	58.8	60.5	51.4	40.4
유동비율	94.0	70.0	69.7	80.2	92.2
이자보상배율	2.2	3.0	4.2	4.4	4.9
활동성 (회)					
총자산회전율	0.7	0.7	0.8	0.9	0.9
매출채권회전율	7.6	7.4	7.5	7.8	7.7
재고자산회전율	8.3	8.3	8.0	7.8	7.7
매입채무회전율	6.7	6.3	6.6	7.3	7.2

04

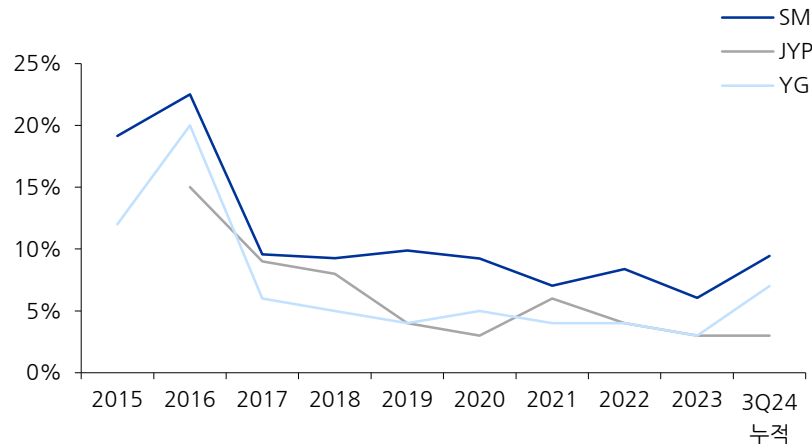
엔터/미디어 산업

한한령, 이전과 이후 1) 엔터

2017년부터 막혀버린 중국길

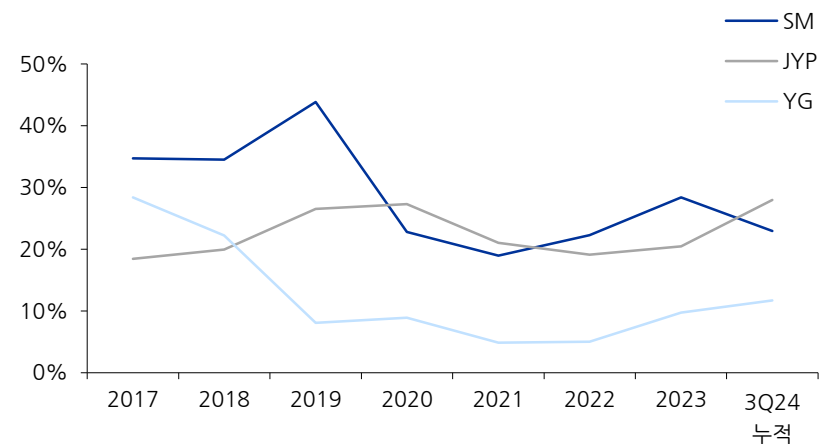
- 한한령 이전까지만 하더라도 엔터사들의 중국 매출 비중은 20% 내외로, 해외 중에서 중국은 일본 다음으로 규모 있는 유의미한 시장이었음
- 2017년부터 중국에서 K-Pop 아티스트들의 활동이 공식적으로 금지되기 시작하면서 중국 매출 비중은 8%대로 축소되었고, 팬데믹 이후부터는 4% 수준까지 하락. 주요 시장이 미국, 동남아시아로 확대된 영향도 있지만, 일본 시장의 매출 비중이 계속 늘어나는 점과 비교해보면 한 때 큰 시장 중 하나였던 중국이 위축된 점은 안타까움

주요 엔터 3사 중국 매출 비중 추이



자료: SM, JYP, YG, 유진투자증권

주요 엔터 3사 일본 매출 비중 추이



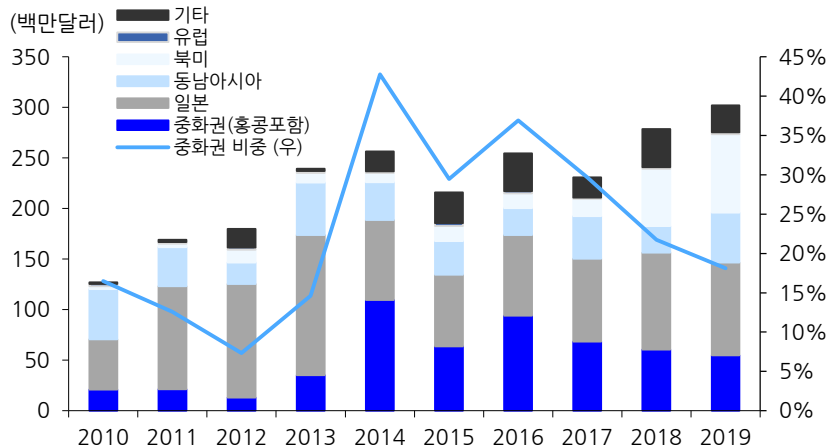
자료: SM, JYP, YG, 유진투자증권

한한령, 이전과 이후 2) 미디어

2017년부터 막혀버린 중국길

- 2013년 중국 OTT 유쿠에 판매된 '상속자들', 아이치이에 판매된 '별에서 온 그대'가 연이어 대성공을 거두기 시작하자 중국 OTT들의 한국 드라마 수급 경쟁이 치열해졌고, 이는 3년 만에 판가가 6배나 높아지는 결과를 낳게 됨
- 중국에서의 한국 드라마 인기는 판권 가격을 높여 한국 제작사들이 해외에서 협상력을 가지게 되는 계기를 마련해주었는데, 한한령 이후로 한국 드라마의 중국향 수출이 공식적으로 불가능해지면서 주요 매출원인 중국은 다시 기대감의 영역으로 남게 됨

방송산업 지역별 수출액 현황: 2014년부터 높아진 중화권 비중



자료: 한국콘텐츠진흥원, 유진투자증권

주요 한국 드라마의 중국 내 판권 가격 추이

연도	제목	출연진	작가	회당 가격(천달러)	판매된 중국 OTT
2013	상속자들	이민호, 박신혜	김은숙	30	Youku
2013	별에서 온 그대	김수현, 전지현	박지은	40	iQIYI
2014	괜찮아, 사랑이야	조인성, 공효진	노희경	120	Youku
2015	피노키오	이종석, 박신혜	박혜련	280	iQIYI
2015	프로듀사	김수현, 이지은	박지은, 김지선	200	Sohu.com
2016	태양의 후예	송중기, 송혜교	김은숙, 김원석	250	iQIYI
2016	함부로 애틋하게	김우빈, 수지	이경희	300	Youku
2016	보보경심:려	이준기, 이지은	조윤영	400	Youku

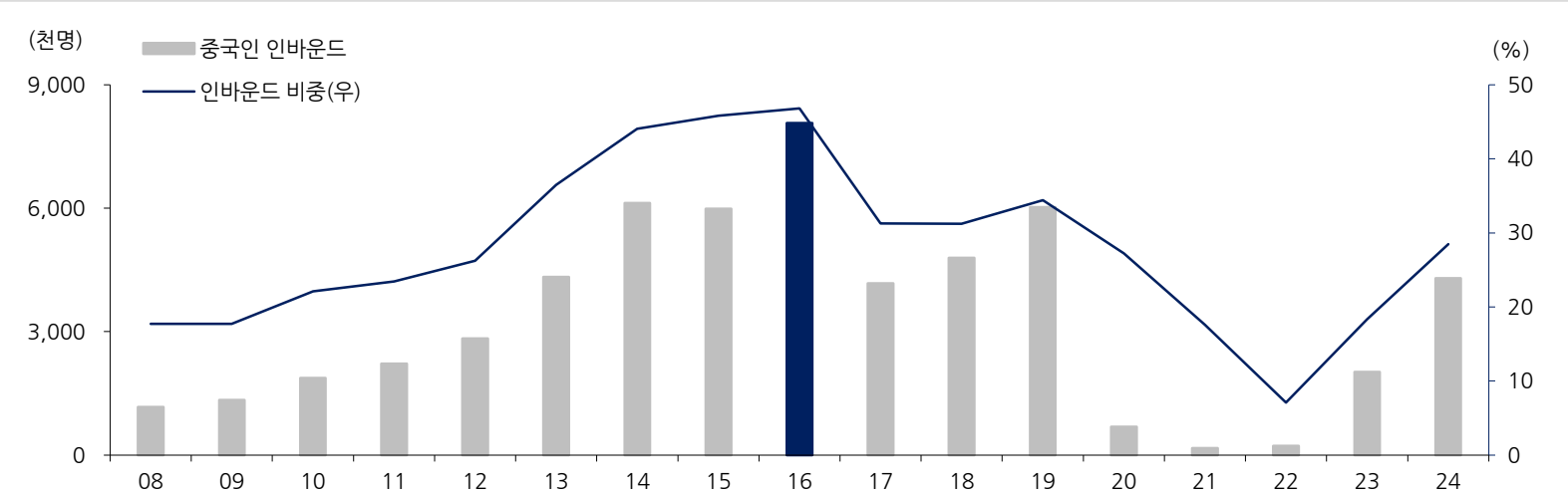
자료: 언론종합, 유진투자증권

한한령, 이전과 이후 3) 레저

2017년부터 막혀버린 중국길

- 한한령 이전 중국의 한국 방문객 수는 연간 600만명을 상회, 특히 2016년은 807만명으로 전체 인바운드의 47%를 차지하며 견조한 성장 기록
- 사드 사태 여파로 2017년 이후 중국인의 한국 단체관광 금지되며 방한 중국 관광객 수가 반토막 났고, 2019년 하반기부터 중국 전 지역에서 단체관광 재개되며 2016년의 75%까지 회복했으나 팬데믹 이후 다시 침체기에 빠지며 여전히 연간 500만명 수준에 머물러 있는 상황

중국 연간 인바운드 추이



자료: 한국관광공사, 유진투자증권
참고: 2024년은 11월 누적

중국 경기 부양책 효과는? 1) 엔터

그 시절 빅뱅에서 찾아보는 공연 업사이드

- 중국길이 막히기 전인 2015년, 빅뱅 두 번째 월드투어에서 중국 본토 공연은 약 15회, 20만 명을 모객 했는데, 전체 150만 명 모객 중 중국이 차지하는 비중은 약 13%. 인접 중화권 국가(홍콩, 대만, 마카오) 포함 시 25회, 약 30만 명으로 전체의 20% 차지
- 이듬해인 2016년 3월, 팬미팅 투어만으로 중국 본토에서 29회, 약 55만 명 모객 성공. 이후 중국 본토 지역 K-Pop 아티스트 콘서트 사실상 중단
- 빅뱅 사례를 바탕으로 단순 계산해보면 1) 중국 공연 평균 회당 모객은 약 15,000명, 2) 평균 티켓 단가는 75,000원, 3) MG는 평균 6억~9억 추정. 현재 시세로 환산해 K-Pop 아티스트로 확대 적용할 경우 10만 명 투어 모객 가정 시 약 50억원의 매출 발생 추정

빅뱅 2015년 중국 투어 일정

공연 지역	공연 일정	공연 횟수
광저우	5/30~31	2
베이징	6/6~7	2
홍콩	6/12~14	3
상하이	6/19~21	3
다롄	6/26~26	1
우한	6/28~28	1
선전	8/7~7	1
난징	8/9~9	1
청두	8/14~14	1
항저우	8/25~25	1
창사	8/28~28	1
충칭	8/30~30	1
마카오	10/23~25	3

자료: 언론종합, 유진투자증권

빅뱅 2016년 중국 투어(팬미팅) 일정

공연 지역	공연 일정	공연 지역	공연 일정
상하이	3/11~12	다롄	6/26
선전	3/13	충칭	6/30~7/2
정저우	3/17	청두	7/3
난징	3/19	광저우	7/7~9
허페이	3/20	쉬저우	7/10
항저우	3/24	시안	7/12
난징	3/25	뤄양	7/13
창사	3/26	베이징	7/15~17
톈진	6/5	중산	7/21
포산	6/10	홍콩	7/22~24
난닝	6/12	마카오	9/3~4
하얼빈	6/24		

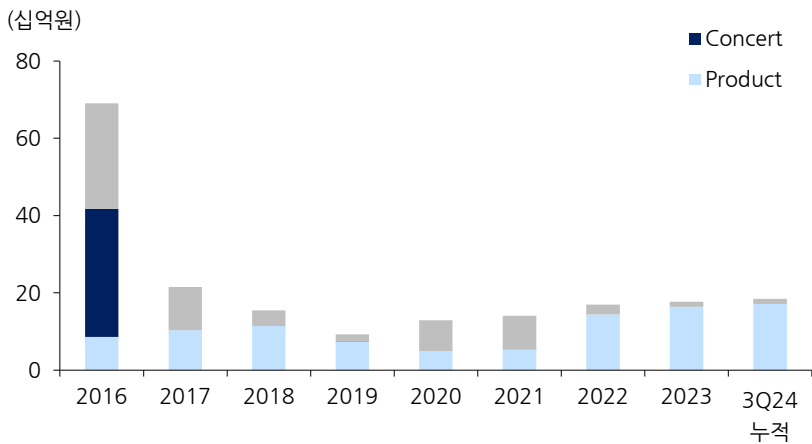
자료: 언론종합, 유진투자증권

중국 경기 부양책 효과는? 1) 엔터

그 시절 빅뱅에서 찾아보는 공연 업사이드

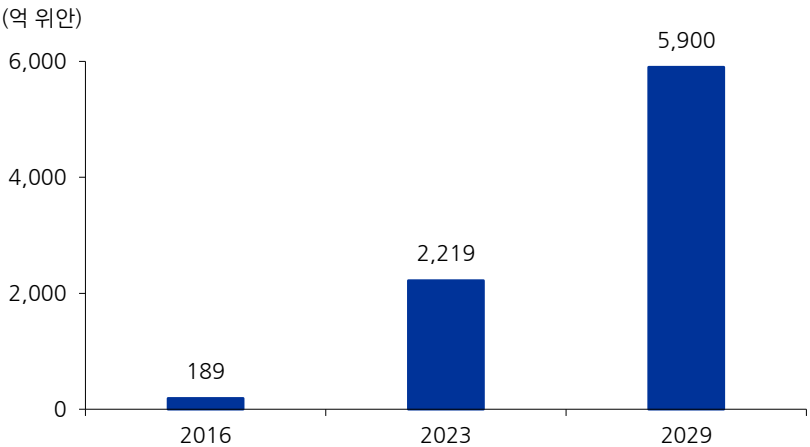
- 콘서트와 함께 기대 가능한 MD 매출을 추산해보면 10만 명 투어 모객 가정 시, 보수적으로 약 20억원 내외의 매출 예상. 콘서트와 합산하면 10만 명 투어 모객 가정 시 약 70억원 내외의 매출 전망하며, 빅뱅의 2016년 중국 콘서트(35회)로 벌어들인 콘서트 및 MD 합산 매출은 약 360억원으로 추정함에 따라 중국 공연 업사이드는 여전히 유효함. 중국은 실적 성장 뿐 아니라 엔터 업종 리레이팅으로 작용할 수 있는 요소
- 공연이 많아지면 자연스레 MD 판매도 높아지는 경향이 있는데, 중국 소비 개선에 따른 영향이 가장 클 것으로 예상되는 부문은 MD. 산업자료에 따르면 이미 2023년 중국 ‘굿즈 경제’ 시장 규모는 2,219억 위안(약 44조원)을 넘어서며 2029년에는 5,900억 위안(약 115조원) 돌파할 것으로 전망. 굿즈 시장 소비자 규모도 2021년 4.6억 명에서 2026년 5.2억 명으로 증가할 것으로 전망. 경기 침체 속에서도 Gen Z들의 굿즈 소비 지속 확대 중

YG 중국 매출 추이



자료: YG, 유진투자증권

중국 굿즈경제 산업 규모 추이 및 전망



자료: 치엔잔산업연구원, 유진투자증권

중국 경기 부양책 효과는? 1) 엔터

그렇다면, 누가 중국에서 인기가 많을까?

- 작년 한 해 동안 중국 본토에서 진행된 K-Pop 아티스트들의 팝업 스토어를 살펴보면, 중국에서의 인지도와 팬덤을 간접적으로 체감할 수 있음
- (여자)아이들은 작년 상반기 동안 중국 본토에서만 세 번의 팝업을 진행하며 중국에서 활발하게 활동하고 있고, 세븐틴은 작년 6월부터 9월까지 3개월 동안 베이징에서 처음으로 팝업 스토어를 개최했고, 이후 11월에는 상하이에서, 올해 1월부터는 베이징에서 팝업 스토어를 운영하고 있음
- TXT 역시 작년 6월 베이징에서 데뷔 이래 첫 팝업 스토어를 개최했고 10월에는 공식 캐릭터인 ‘뿔바투’ 팝업을 상하이/선전에서 진행했으며, 르세라핌은 공식 캐릭터인 ‘핼즈클럽’을 론칭하면서 11월 중국에서 팝업 스토어를 진행, 엔하이픈은 11월 베이징 팝업스토어 개최 이후 올해 1월 상하이에서 팝업을 운영 중이며 에스파는 12월 상하이에서 처음으로 팝업 스토어 진행
- 중국 무비자 입국이 허용된 11월 이후부터 K-Pop 아티스트의 중국 내 팝업 스토어 행사들이 활발하게 진행되고 있는 모습 확인 가능

중국 본토에서 진행된 K-Pop 아티스트 팝업 스토어

기간	지역	소속사	아티스트	내역
24.02.08	상하이	큐브엔터	(여자)아이들	(G)I-DLE SUPER LADY POP-UP LINE FRIENDS SQUARE
24.03.01	상하이	큐브엔터	(여자)아이들	(G)I-DLE SUPER LADY LINE FRIENDS POP-UP STORE @ apm
24.06.27~24.09.30	베이징	하이브	세븐틴	SEVENTEEN POP-UP in BEIJING
24.06.28~24.07.02	베이징	하이브	투모로우바이투게더	미니 6집 'minisode 3 : TOMORROW' 발매 기념 팝업스토어
24.07.19~24.08.08	상하이, 난징, 광저우	큐브엔터	(여자)아이들	(G)I-DLE KLAXON POP-UP
24.09.29~24.10.27	상하이	YG	블랙핑크	블랙핑크 공식 모바일게임 'BLACKPINK THE GAME' 팝업스토어
24.10.17~24.10.31	상하이, 선전	하이브	투모로우바이투게더	<PPULBATU WARI WARI> TXT Official Character POP-UP in SHANGHAI, SHENZHEN
24.11.01~24.12.31	상하이	하이브	세븐틴	SEVENTEEN POP-UP in SHANGHAI
24.11.25~24.12.31	베이징	하이브	엔하이픈	정규 2집 리패키지 앨범 'ROMANCE : UNTOLD -daydream-' 발매 기념 팝업스토어
24.11.30~25.01.19	중국	하이브	르세라핌	LE SSERAFIM X FIM'S CLUB SPECIAL POP UP <JOIN FIM'S CLUB>
25.01.15~25.02.28	베이징	하이브	세븐틴	Artist-Made Collection by SEVENTEEN POP-UP in Beijing
25.01.17~25.02.09	상하이	하이브	엔하이픈	ENHYPHEN POP-UP in SHANGHAI

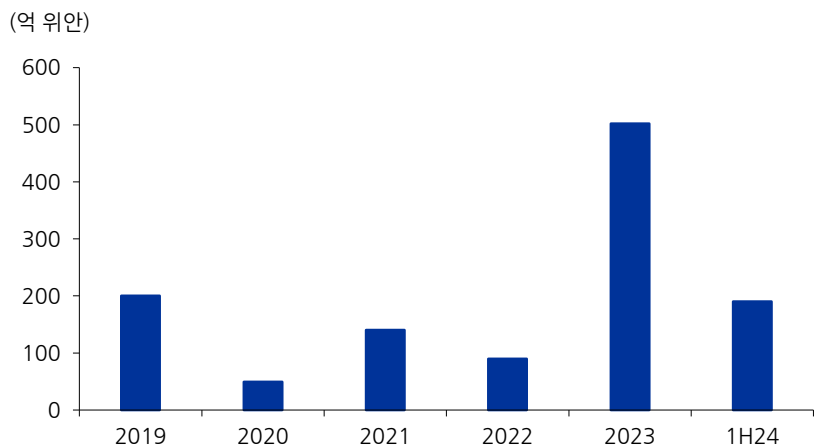
자료: 언론종합, 유진투자증권

중국 경기 부양책 효과는? 1) 엔터

살아나고 있는 중국 콘서트 경기

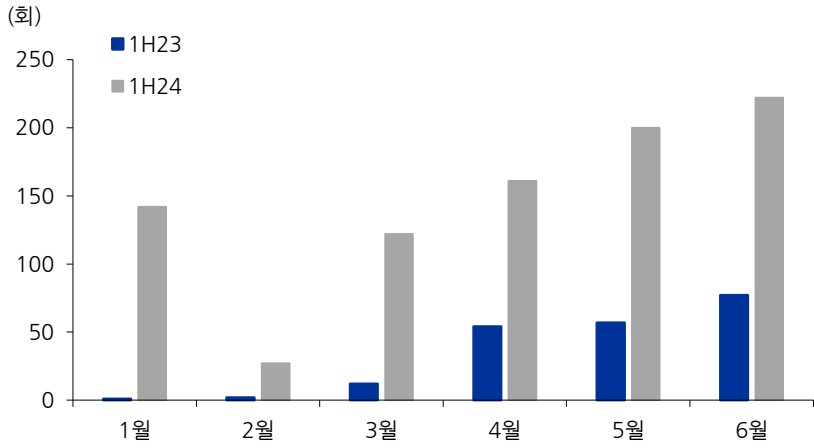
- 2016년 중국에서 개최된 콘서트 횟수는 2,100회, 티켓판매액은 35만 위안에 불과했지만 2022년 말부터 중국 오프라인 문화시설 운영 정상화되면서 2023년 중국 공연시장 폭발적인 성장세 기록. 2024년 상반기 중국에서 총 1,182회의 콘서트가 열렸는데 그 중 3천석 이상의 콘서트는 874회 (+330.5%yoy) 개최, 총 티켓판매액 101억 4,000만 위안 중 3천석 이상 콘서트 티켓판매액은 100억 8,000만 위안 기록. 3천석 이상 콘서트 횟수는 전체의 73.9%를 차지하지만, 티켓판매액은 99% 이상을 차지하며 압도적 비중 차지. 누적 관객 수 1,192만명, 3천석 이상 1,168만 6,000명. 단순 계산 시 2016년 콘서트 평균 티켓 가격은 약 9만원, 2024년 평균 티켓 가격 17만원, 회당 평균 모객 약 14,000명
- 주로 상하이, 베이징, 광저우, 항저우, 선전, 청두 지역에서 콘서트가 많았고, 그 중 상하이는 중국 및 해외 가수 순회공연의 첫 공연지로 자리매김
- 2024년 7월부터 홍콩, 마카오에 이어 난징, 우한, 광저우, 청두에 외국가수 콘서트 지역심사 권한 부여하며 심사 기간이 기존 20일에서 8일로 단축, 중국 내 외국 가수 콘서트 활발해질 것으로 전망

중국 상업 공연 티켓판매액: 2023년 약 9조원의 시장까지 성장



자료: 한국콘텐츠진흥원, 유진투자증권

2023년, 2024년 상반기 중국 3천석 이상 규모 콘서트 공연 회차



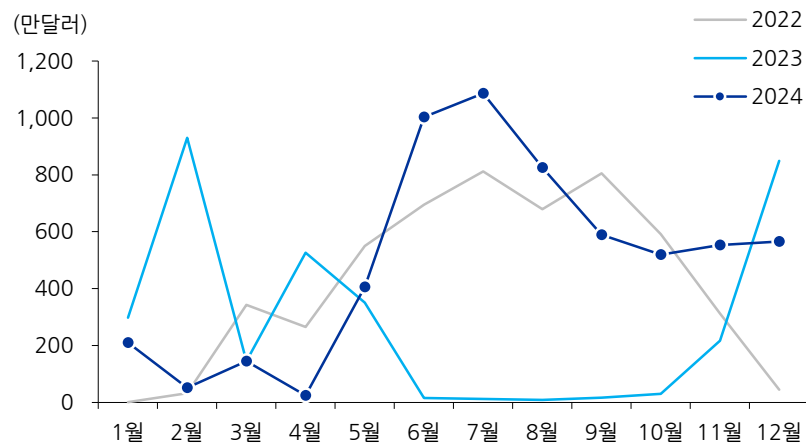
자료: 한국콘텐츠진흥원, 유진투자증권

중국 경기 부양책 효과는? 1) 엔터

엔터, 중국 경기 부양책 효과가 가장 크게 나타날 산업

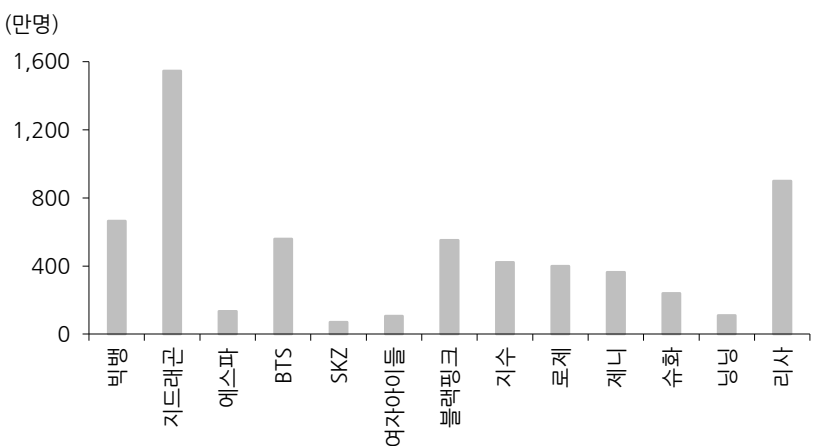
- 아쉽게도 중국 콘서트 시장 성장과 무관하게 여전히 K-Pop 아티스트의 중국 본토 지역 공연은 제한적으로 가능한 상황이지만, 중국 내 소규모 팬사인회 개최 확대되고 있고 11월 이후 중국에서 K-Pop 아티스트들의 팝업 스토어 행사 확대되는 등 중국 시장 개방 기대감은 여전히 유효한 상황. 특히 하이브의 경우 소속 아티스트들의 중국 팝업 스토어를 활발하게 개최하며 중국 시장 인지도 높이고 있는 점 주목할 만함. 추후 공연 재개되었을 때, 가장 먼저 실적 가시화될 수 있을 것으로 기대
- 엔터 산업은 중국 경기 부양책 효과가 가장 크고 직접적으로 드러날 수 있는 산업으로 판단, 특히 중국에서의 MD 시장 성장과 함께 무비자 입국이 허용된 점을 계기로 앨범 공구 회복 및 콘서트 재개가 가능하게 된다면, 성장 업사이드가 가장 뚜렷하게 나타날 것으로 전망

중국 피지컬 앨범 수출 월별 비교



자료: TRASS, 유진투자증권

주요 K-pop 아티스트 웨이보 팔로워 추이(2024년 하반기 기준)



자료: 언론종합, 유진투자증권

중국 경기 부양책 효과는? 2) 미디어

콘텐츠는 아직 갈 길이 멀구나, 하지만!

- 유명 한류 배우 출연 작품이 중국 시장에 구작으로 판매되기도 하며, 주요 글로벌 OTT들이 중국에서 서비스를 제공하지 않음에 따라 콘텐츠 판매 시 추가 수익을 기대할 수 있다는 측면에서 중국 시장 개방에 따른 시장 확대 기대감 유효하기는 하나, 경기 부양에 따른 수혜는 크지 않을 것으로 전망
- 드라마는 다소 제한적일 수 있지만, 한한령 이후에도 중국에서 한국 작품이 원작인 리메이크 영화가 일부 개봉되고 있는 점을 바탕으로 중국에 진출한 국내 기업의 영화관 체인 혹은 영화 제작사들은 소비쿠폰 발행에 따른 수혜 일부 누릴 수 있을 것으로 전망

한국 영화 중국 본토지역 개봉 내역

기간	중국 개봉일	제목	한국 배급사	중국 배급사	누적 흥행수익	비고
2015	2015-03-13	두근두근 내 인생 (2014)	CJ ENM	China Film Group Corporation	559만 위안	*중국 전역 5,000여 개 극장에서 개봉 *누적 흥행수익 559만 위안 (역대 중국 개봉 한국영화 흥행 9위)
	2015-09-17	암살 (2015)	쇼박스	Huaxia Film Distribution	4,698만 위안	*누적 흥행수익 4,698만 위안 (역대 중국 개봉 한국영화 흥행 2위) *2015.9.14-9.20 중국 박스오피스 순위 4위, 주간성적 2,500만 위안 *2015.9.21-9.27 중국 박스오피스 순위 7위, 주간성적 1,800만 위안 (누적 4,300만 위안)
2016						
2017~2019						
2020~	2021-12-03	오! 문희 (2020)	CGV 아트하우스		289만 위안	*'암살' 상영 이후 6년여 만에 한국 영화의 중국 본토 정식 개봉 *2021.12.23 기준 누적 흥행수익 289.3만 위안, 관객 8.6만 명
	2024-09-15	사랑의 하츠평 (2024)	쇼박스		825만 위안	*2024.10.1 기준 극장매출 누적 825만 위안, 박스오피스 16위 *2024.9.16-9.22 중국 박스오피스 순위 15위, 주간성적 652만 위안 (누적 746만 위안), 관객수 176,949명

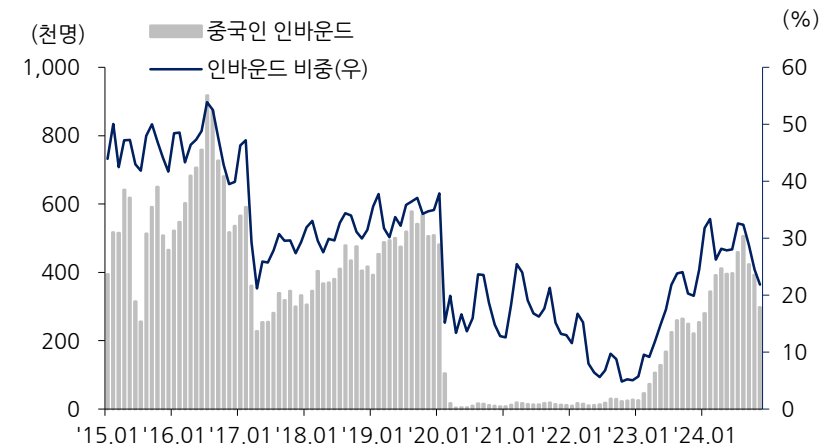
자료: 영화진흥위원회, 유진투자증권

중국 경기 부양책 효과는? 3) 레저

오히려 좋아, 카지노

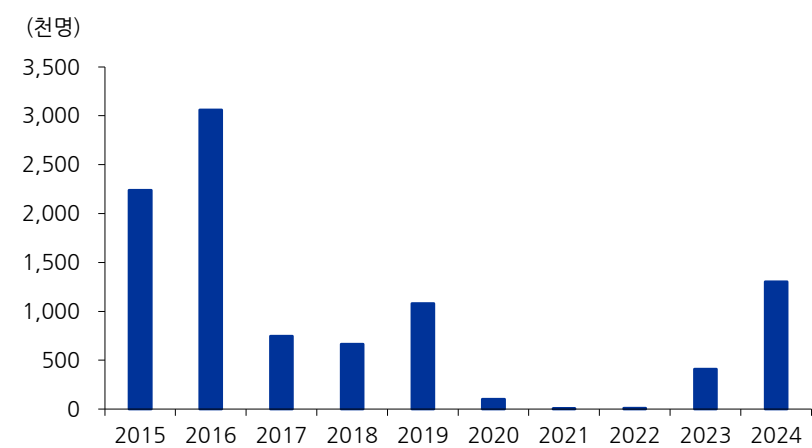
- 국내 외인카지노 3사의 가장 큰 고민은 한한령 이전 수준만큼 중국 VIP를 회복하는 것으로 중국 내 소비 진작에 따른 한국 여행 확대는 국내 카지노 업체에 직접적인 수혜 전망
- 이미 제주도는 중국인의 무비자 입국이 가능하기 때문에 방한 중국인 증가 시 제주도 입도객 확대 기대되며, 특히 중국 정부의 마카오 카지노 규제 강화되고 있는 상황에서 중국이 한국인의 무비자 입국을 허용한 이후 추후 중국인의 한국 입국 규정 완화 가능성 고려할 경우 국내 외인카지노 반사 수혜 누릴 수 있을 것으로 기대

중국 월별 인바운드 추이



자료: 한국관광공사, 유진투자증권
참고: 2024년 11월 누적

제주 입도 중국인 연간 추이



자료: 제주관광공사, 유진투자증권
참고: 2024년 11월 누적

하이프(352820.KS) BUY / TP 270,000원

- Investment Point: 1) 소속 아티스트 IP의 높은 성장성, 2) 현지화 전략(미국, 일본, 중국, 남미 시장 성과), 3) 위버스 구독 서비스 본격화
- 1) 소속 아티스트들의 높은 성장세 이어지며 본업 고성장 지속. 특히 올해는 방탄소년단 컴백에 따른 성장 기대되며 이외에도 세븐틴, 엔하이픈, TXT 공연 성과 기대
- 2) 세븐틴, 엔하이픈, TXT, 르세라핌 등 소속 아티스트 미국 시장 인지도 높아지고 있으며, 미국에 이어 남미 현지화 아티스트 데뷔 및 중국 개방 시 수혜 기대
- 3) 위버스 DM을 포함한 멤버십 서비스 시작되며 구독 및 광고 수익 기대

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	2023	2024E	2025E
매출액	411	621	538	609	361	640	528	659	2,178	2,188	2,526
YoY(%)	44.1%	21.2%	20.7%	13.7%	-12.1%	3.1%	-1.9%	8.2%	22.5%	0.4%	15.4%
앨범	184	246	264	276	145	250	214	255	970	864	933
공연	25	158	87	89	44	144	74	141	359	403	519
광고, 출연료	25	33	31	52	28	30	34	44	142	137	151
MD/라이선싱	69	112	86	59	61	109	99	109	326	378	468
콘텐츠	87	51	49	103	61	84	80	81	290	306	349
팬클럽 등	20	22	21	28	22	24	26	28	91	100	107
영업이익	53	81	73	89	14	51	54	81	296	200	320
YoY(%)	41.7%	-7.9%	19.8%	72.9%	-72.6%	-37.4%	-25.4%	-9.4%	24.5%	-32.3%	59.8%
OPM(%)	12.8%	13.1%	13.5%	14.7%	4.0%	7.9%	10.3%	12.3%	13.6%	9.2%	12.7%
당기순이익	23	117	100	-57	11	10	1	26	183	49	240
지배주주순이익	24	117	103	-57	17	15	6	26	187	64	238

자료: 유진투자증권

하이브(352820.KS) 재무제표

대차대조표 (단위:십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
자산총계	4,870	5,346	5,470	5,839	6,283
유동자산	2,116	1,889	1,940	2,342	2,799
현금성자산	1,687	1,403	1,251	1,477	1,754
매출채권	270	275	399	514	633
재고자산	79	126	204	264	324
비유동자산	2,755	3,457	3,530	3,498	3,484
투자자산	1,186	1,190	1,267	1,318	1,372
유형자산	99	101	95	73	66
기타	1,470	2,165	2,168	2,106	2,046
부채총계	1,942	2,236	2,108	2,268	2,433
유동부채	849	1,772	1,341	1,498	1,658
매입채무	343	591	533	687	845
유동성이자부채	254	914	539	539	539
기타	252	266	269	272	274
비유동부채	1,092	464	768	771	774
비유동이자부채	903	249	611	611	611
기타	189	215	157	160	164
자본총계	2,929	3,110	3,362	3,571	3,851
자배지분	2,770	2,919	3,071	3,280	3,560
자본금	21	21	21	21	21
자본잉여금	2,650	1,570	1,567	1,567	1,567
이익잉여금	233	1,420	1,455	1,664	1,944
기타	(134)	(91)	27	27	27
비자배지분	158	191	291	291	291
자본총계	2,929	3,110	3,362	3,571	3,851
총차입금	1,157	1,163	1,149	1,149	1,149
순차입금	(529)	(240)	(102)	(328)	(605)

현금흐름표 (단위:십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업현금	347	311	216	366	427
당기순이익	48	183	49	240	312
자산상각비	119	127	142	122	112
기타비현금성손익	223	109	204	2	2
운전자본증감	(11)	(40)	(137)	(19)	(19)
매출채권감소(증가)	(63)	3	(120)	(116)	(118)
재고자산감소(증가)	(5)	(51)	(62)	(59)	(61)
매입채무증가(감소)	7	(17)	119	154	158
기타	51	25	(74)	2	2
투자현금	(285)	(471)	40	(142)	(152)
단기투자자산감소	0	0	293	(31)	(32)
장기투자증권감소	(65)	(32)	(14)	(45)	(46)
설비투자	17	23	33	26	34
유형자산처분	0	0	1	0	0
무형자산처분	(9)	(68)	(23)	(11)	(11)
재무현금	(188)	(11)	(117)	(29)	(29)
차입금증가	(189)	(79)	(104)	0	0
자본증가	0	64	(55)	(29)	(29)
배당금지급	0	0	29	29	29
현금 증감	(146)	(174)	140	195	246
기초현금	678	532	358	497	693
기말현금	532	358	497	693	939
Gross Cash flow	390	420	411	385	446
Gross Investment	296	511	390	130	139
Free Cash Flow	94	(91)	21	255	307

자료: 유진투자증권

손익계산서 (단위:십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	1,776	2,178	2,188	2,526	3,229
증가율(%)	41.4	22.6	0.4	15.4	27.9
매출원가	934	1,169	1,221	1,389	1,778
매출총이익	843	1,009	967	1,137	1,452
판매 및 일반관리비	606	713	766	816	1,039
기타영업손익	40	18	7	7	27
영업이익	237	296	200	320	413
증가율(%)	24.5	24.8	(32.2)	59.8	28.8
EBITDA	356	423	343	442	525
증가율(%)	30.1	18.9	(19.0)	29.1	18.7
영업외손익	(140)	(46)	(118)	39	53
이자수익	43	48	50	47	61
이자비용	35	47	48	51	51
지분법손익	(18)	99	(20)	(22)	(22)
기타영업외손익	(130)	(146)	(100)	64	65
세전순이익	96	250	82	359	466
증가율(%)	(54.2)	159.2	(67.2)	337.2	29.8
법인세비용	48	67	33	118	154
당기순이익	48	183	49	240	312
증가율(%)	(65.9)	281.9	(73.4)	392.6	29.8
지배주주지분	52	187	64	238	309
증가율(%)	(61.8)	257.9	(65.8)	271.3	29.8
비지배지분	(4)	(4)	(15)	2	3
EPS(원)	1,265	4,496	1,539	5,715	7,419
증가율(%)	(61.8)	255.3	(65.8)	271.3	29.8
수정EPS(원)	1,265	4,496	1,539	5,715	7,419
증가율(%)	(61.8)	255.3	(65.8)	271.3	29.8

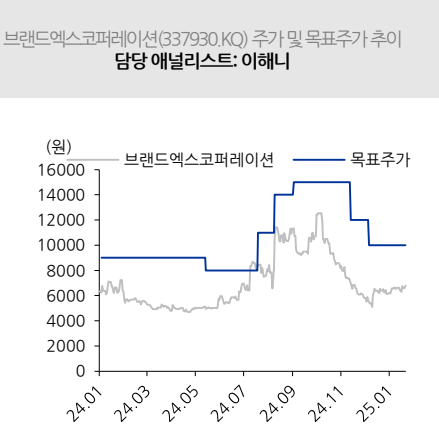
주요투자지표	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	1,265	4,496	1,539	5,715	7,419
BPS	66,995	70,090	73,731	78,745	85,464
DPS	0	700	700	700	700
밸류에이션(배, %)					
PER	137.1	51.9	143.3	38.6	29.7
PBR	2.6	3.3	3.0	2.8	2.6
EV/ EBITDA	18.7	22.4	26.5	20.0	16.3
배당수익률	0.0	0.3	0.3	0.3	0.3
PCR	18.4	23.2	22.3	23.9	20.6
수익성(%)					
영업이익률	13.3	13.6	9.2	12.7	12.8
EBITDA이익률	20.0	19.4	15.7	17.5	16.3
순이익률	2.7	8.4	2.2	9.5	9.7
ROE	1.9	6.6	2.1	7.5	9.0
ROIC	5.7	10.6	4.8	8.1	10.5
안정성 (배, %)					
순차입금/자기자본	(18.1)	(7.7)	(3.0)	(9.2)	(15.7)
유동비율	249.1	106.6	144.7	156.4	168.8
이자보상배율	6.8	6.3	4.2	6.3	8.1
활동성 (회)					
총자산회전율	0.4	0.4	0.4	0.4	0.5
매출채권회전율	7.8	8.0	6.5	5.5	5.6
재고자산회전율	21.9	21.2	13.2	10.8	11.0
매입채무회전율	6.2	4.7	3.9	4.1	4.2

Compliance Notice

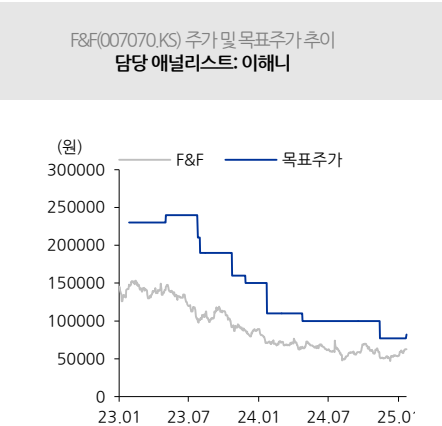
당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다. 당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 조사 분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. 동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다. 동 자료는 당사의 동의없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

투자기간 및 투자등급/투자의견 비율		
종목추천 및 업종추천 투자기간: 12개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)		당사 투자의견 비율 (%)
· STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	1%
· BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	96%
· HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	4%
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	0%
(2024.12.31 기준)		

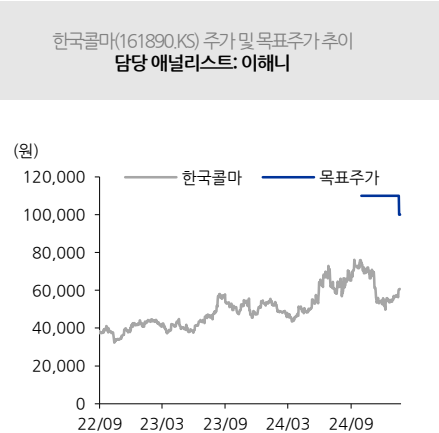
과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역					
추천일자	투자의견	목표가(원)	목표가격 대상시점	과리율(%)	
				평균 추가대비	최고(최저) 추가대비
2024-01-03	Buy	9,000	1년	-39.4	-19.7
2024-01-04	Buy	9,000	1년	-39.5	-19.7
2024-01-26	Buy	9,000	1년	-42.3	-28.8
2024-05-14	Buy	8,000	1년	-21.4	8.8
2024-07-19	Buy	11,000	1년	-27.3	-3.4
2024-08-09	Buy	14,000	1년	-23.2	-19.1
2024-09-02	Buy	15,000	1년	-36.8	-16.4
2024-10-04	Buy	15,000	1년	-41	-20.8
2024-11-13	Buy	12,000	1년	-49.1	-42.8
2024-12-06	Buy	10,000	1년	-36.3	-32.5
2025-01-21	Buy	10,000	1년		



과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역					
추천일자	투자의견	목표가(원)	목표가격 대상시점	과리율(%)	
				평균 추가대비	최고(최저) 추가대비
2023-01-26	Buy	230,000	1년	-38.3	-33.5
2023-02-02	Buy	230,000	1년	-38.6	-33.5
2023-04-17	Buy	230,000	1년	-38.8	-35
2023-05-03	Buy	240,000	1년	-47	-38.4
2023-07-25	Buy	210,000	1년	-52.2	-51.2
2023-07-31	Buy	190,000	1년	-43.7	-37.4
2023-10-23	Buy	160,000	1년	-42.8	-40.2
2023-11-27	Buy	150,000	1년	-44.9	-40.5
2024-01-22	Buy	110,000	1년	-36.6	-30.5
2024-04-24	Buy	100,000	1년	-38.2	-26
2024-05-02	Buy	100,000	1년	-38.4	-26
2024-05-21	Buy	100,000	1년	-39.1	-26
2024-11-13	Buy	77,000	1년	-29.3	-18.3
2025-01-21	Buy	82,000	1년		



과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역					
추천일자	투자의견	목표가(원)	목표가격 대상시점	과리율(%)	
				평균 추가대비	최고(최저) 추가대비
2024-09-30	Buy	110,000	1년	-45.3	-33.3
2025-01-21	Buy	100,000	1년		



과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역					
추천일자	투자의견	목표가(원)	목표가격 대상시점	과리율(%)	
				평균 추가대비	최고(최저) 추가대비
2024-09-30	Buy	200,000	1년	-42.3	-31.4
2025-01-21	Buy	200,000	1년		

