

전략공감 2.0

Strategy Idea

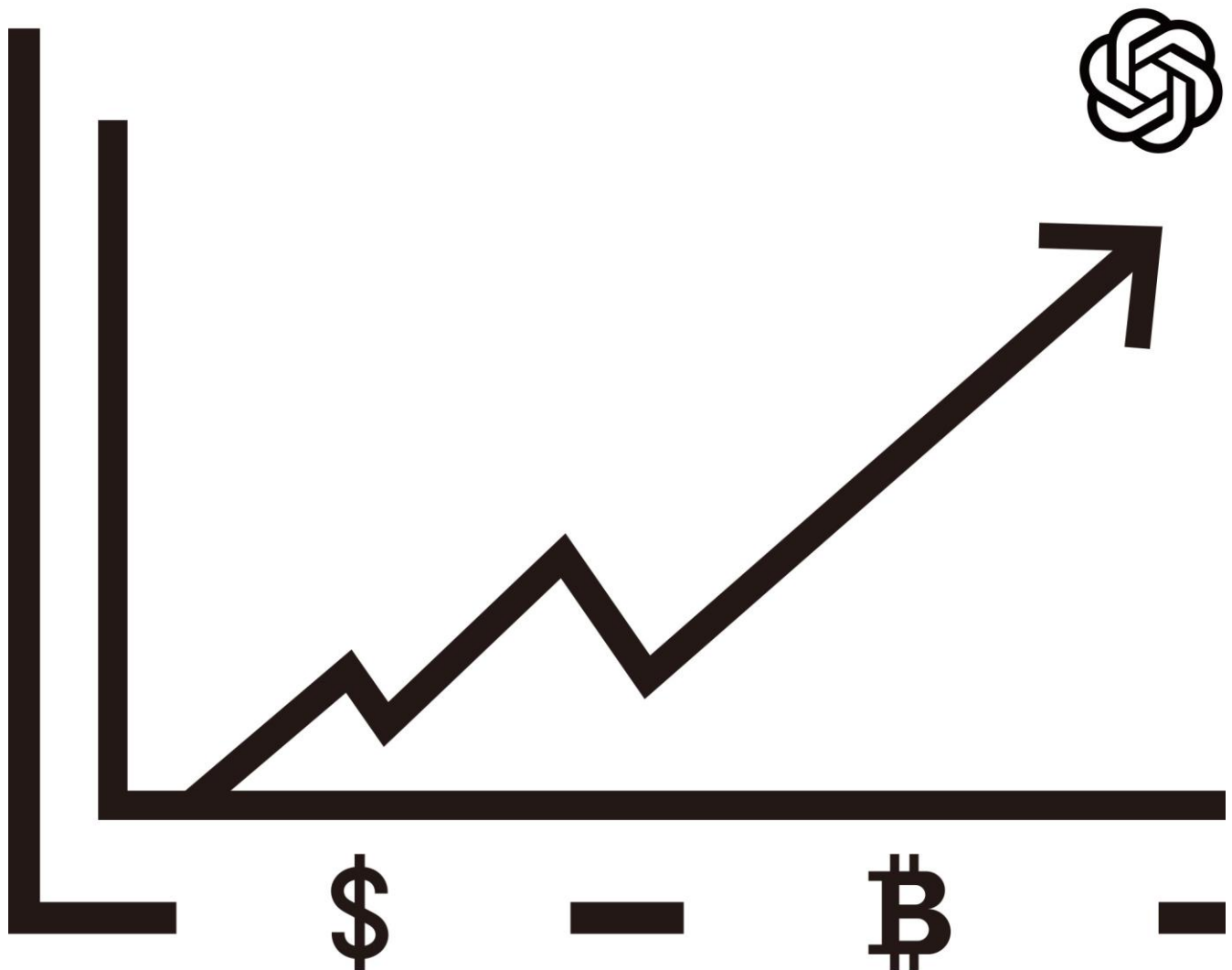
한국 증시 Revision

오늘의 차트

금리인하에 따른 IPO 시장 점검

칼럼의 재해석

중국 최대의 화장품 기업이 전 세계 소비자들의 마음을 사로잡을 수 있을까?



본 조사분석자료는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.

본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

Strategy Idea



투자전략

Analyst 이수정
02. 6454-4893
sj_lee@meritz.co.kr

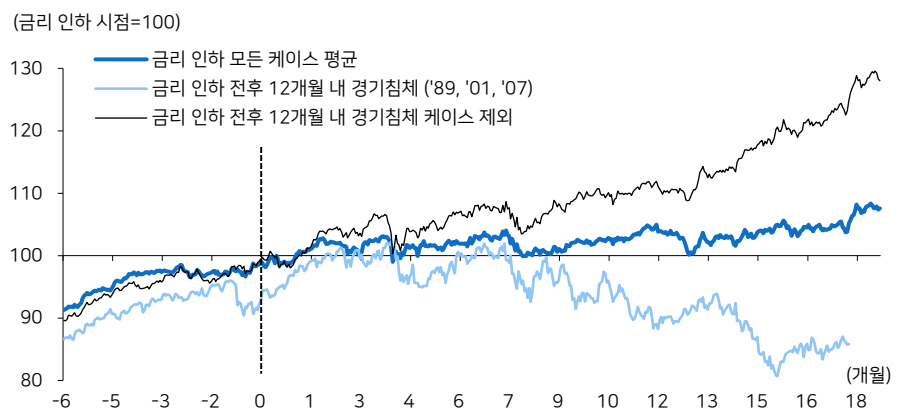
한국 증시 Revision

- ✓ 물가 상승이 없다면 골디락스 장세
- ✓ 한국 반도체 이익 추정치 상향 조정: 유동성 장세 → 실적 장세
- ✓ 텔레그램과 수주 산업: 멀티플 리레이팅

반도체 Super Cycle

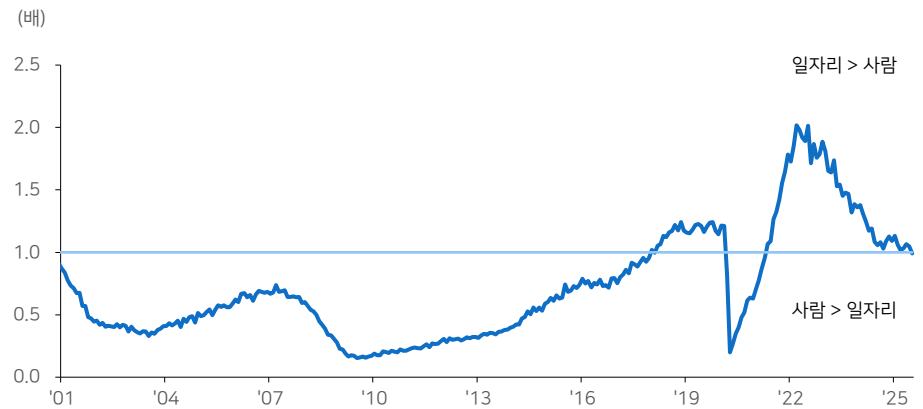
9월 FOMC는 이중 책무(Dual Mandate) 중 인플레이션 억제보다 고용시장 안정화에 무게를 두며 정책금리 인하를 단행했다. "기준금리 인하 국면에서 경기침체가 아니라면 주가는 빠지지 않는다". 이러한 불패 신화가 현재 주식시장의 주류 패러다임이다.

그림1 연준 첫 금리 인하 이후 S&P 500 평균 궤적 (1983년~2020년)



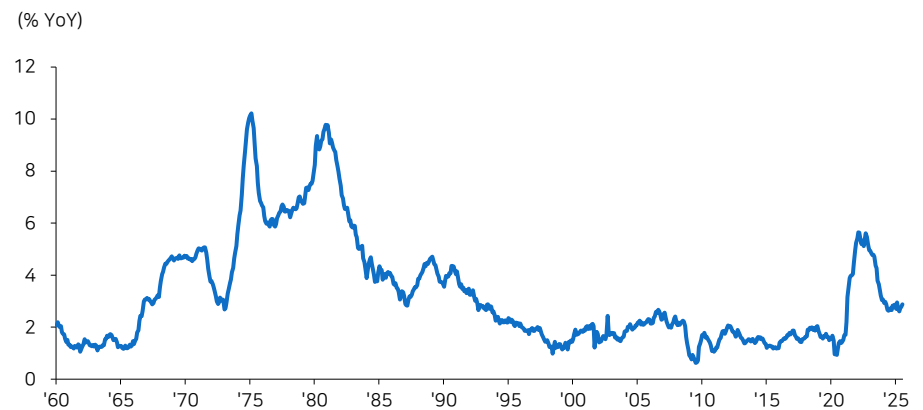
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림2 미국 구인배수(= 신규 구인 인원 / 신규 구직 건수)



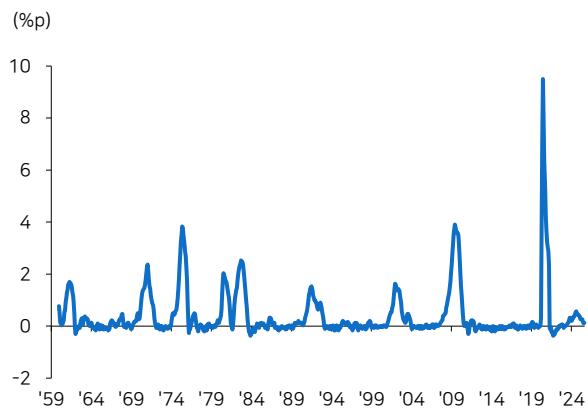
자료: U.S. Bureau of Labor Statistics, 메리츠증권 리서치센터

그림3 미국 근원 PCE 물가



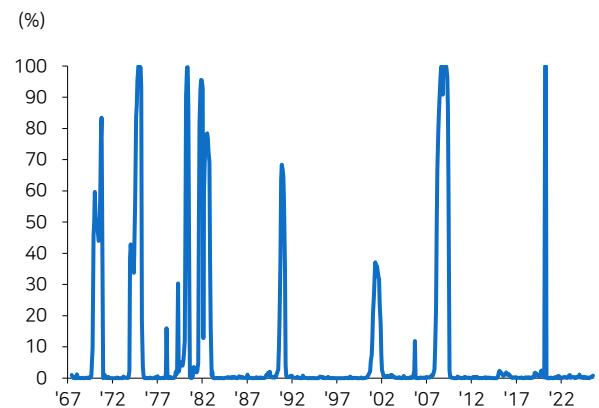
자료: U.S. Bureau of Labor Statistics, 메리츠증권 리서치센터

그림4 Sahm Rule 경기침체 지표



자료: Sahm, Claudia, 메리츠증권 리서치센터

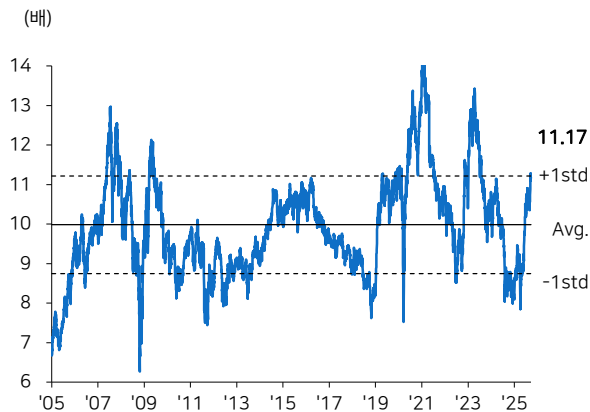
그림5 미국 경기 침체 확률



자료: Chauvet, Marcelle; Piger, Jeremy Max, 메리츠증권 리서치센터

KOSPI 밸류에이션은 통상적 강세장의 상단 수준인 12MF PER 11.2배, 12MT PBR 1.16배에 도달했다.

그림6 KOSPI 12개월 선행 PER



자료: FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

그림7 KOSPI 12개월 후행 PBR

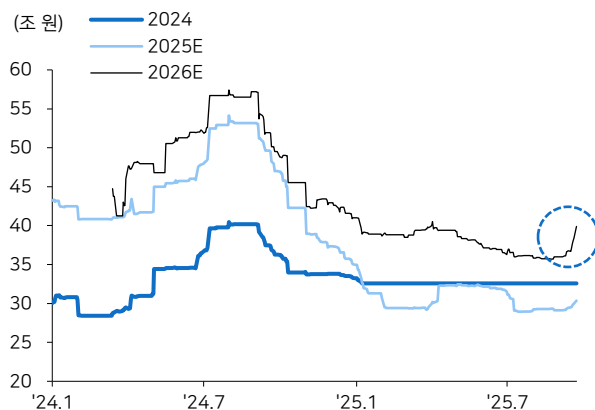


자료: FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

고무적인 것은 이익 추정치의 반등이다. 9월 들어 KOSPI 2026년 지배 기준 순이익 전망 값은 5.1조 원 상향 조정됐다. 이는 대부분 반도체 업종의 기여로, 내년 순이익 컨센서스는 삼성전자가 3.9조 원, SK하이닉스는 3.1조 원 높아졌다.

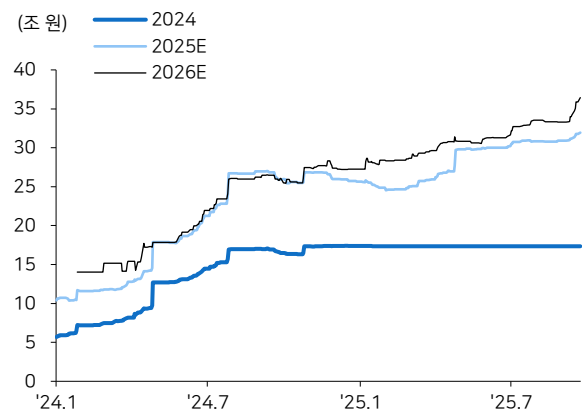
현재 KOSPI 연간 순이익 예상치는 2025년 203.5조 원, 2026년 242.3조 원으로 YoY 19% 성장한다. 밸류에이션 리레이팅이 멈추고 유지만 되더라도 지수가 4000pt에 진입할 수 있다는 뜻이다.

그림8 삼성전자 순이익 추정치 변화



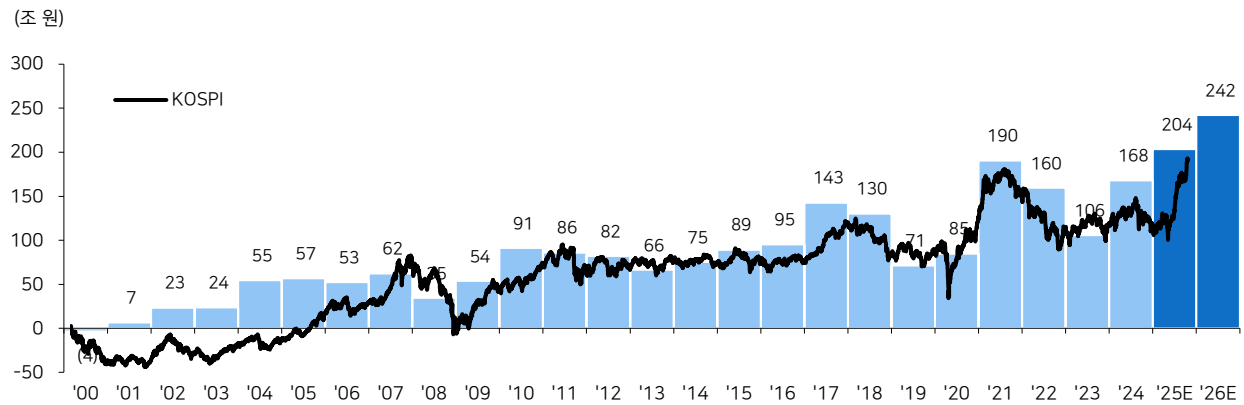
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림9 SK하이닉스 순이익 추정치 변화



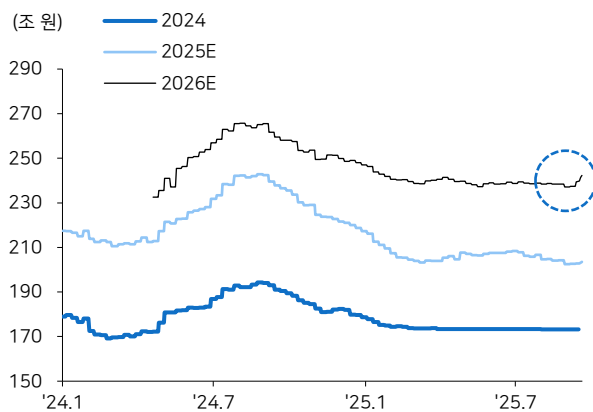
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림10 KOSPI 순이익 추이



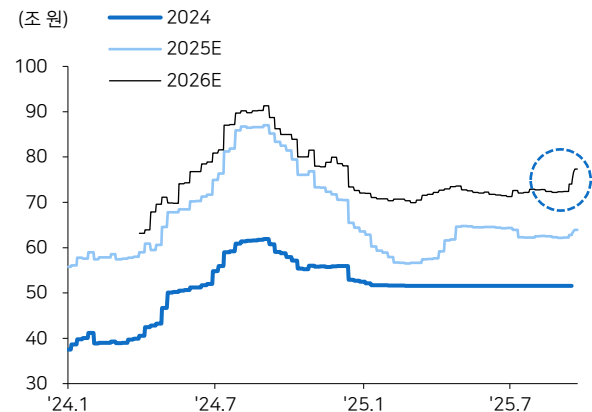
자료: FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

그림11 KOSPI 순이익 추정치 변화



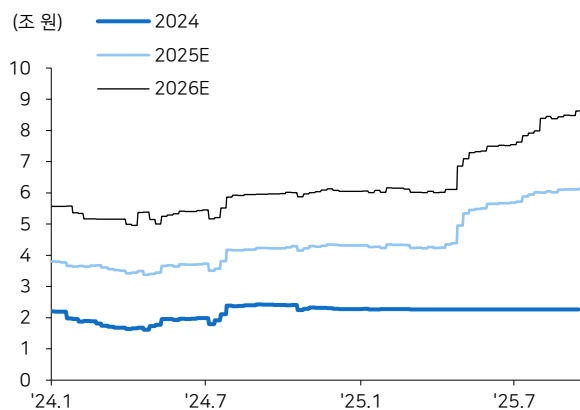
자료: FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

그림12 반도체와 반도체 장비 순이익 추정치 변화



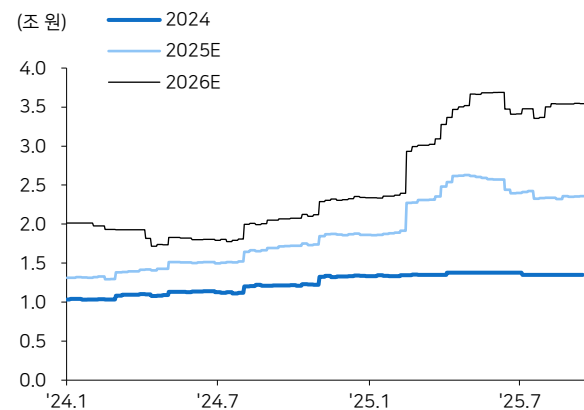
자료: FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

그림13 조선 순이익 추정치 변화



자료: FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

그림14 우주항공과 국방 순이익 추정치 변화



자료: FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

ETF를 제외한 KOSPI 현재 시가총액은 2,777조원, 종목별 평균 적정주가에 기반한 목표 시가총액은 3,268조 원이다. 이를 지수로 환산하면 4,082pt, 괴리율은 17.7%다.

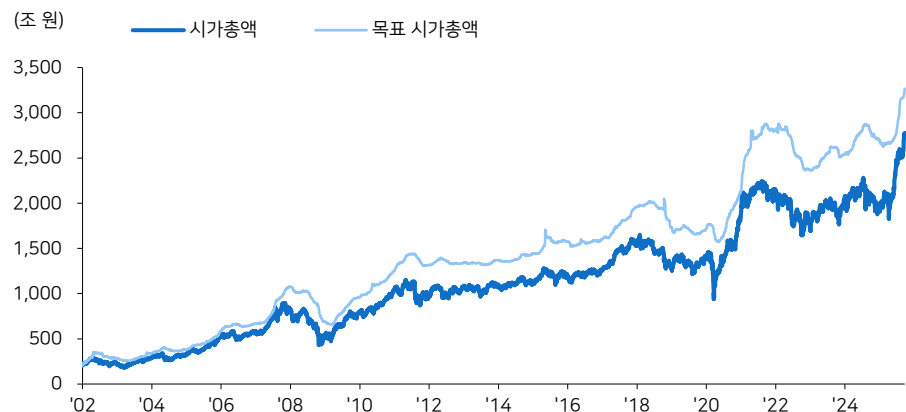
집단적 낙관 편향으로 인해 목표주가는 대부분의 기간 동안(93.6%) 실제 주가를 상회한다. 2000년 이후 괴리율의 평균은 24.5%, 중앙값은 25.7%다. 애널리스트들의 목표주가는 항상 25% 가량 높다는 뜻이다. 17.7%라는 값은 역사적으로 낮은 편이다.

괴리율과 향후 1, 3, 6개월 수익률을 계산해보면, 괴리율이 클수록 향후 수익률이 낮아지는 완만한 음의 관계가 관찰된다(Pearson 상관분석 결과 각각 -0.016 , -0.073 , -0.086 / Spearman 상관분석 결과 각각 -0.054 , -0.12 , -0.125). 강력하진 않지만 일관적이다.

괴리율을 5분위로 나눠(Q1=낮음, Q5=높음) 평균 수익률을 계산해보면, 낮은 괴리율 구간(Q1)이 중·장기(+3~6개월)에서 더 우월한 조건부 평균 수익률을 보였다(+1M $\approx +1.47\%$, +3M $\approx +4.42\%$, +6M $\approx +9.47\%$).

다시 말해 지금처럼 목표 시가총액과 실제 시가총액의 괴리율이 좁혀졌을 때, 이후 상승장이 전개된 경우가 많았다. 또한 목표주가 수정 및 확산의 강도가 클 때 반응도 강했다.

그림15 KOSPI 목표 시가총액(Bottom-up)

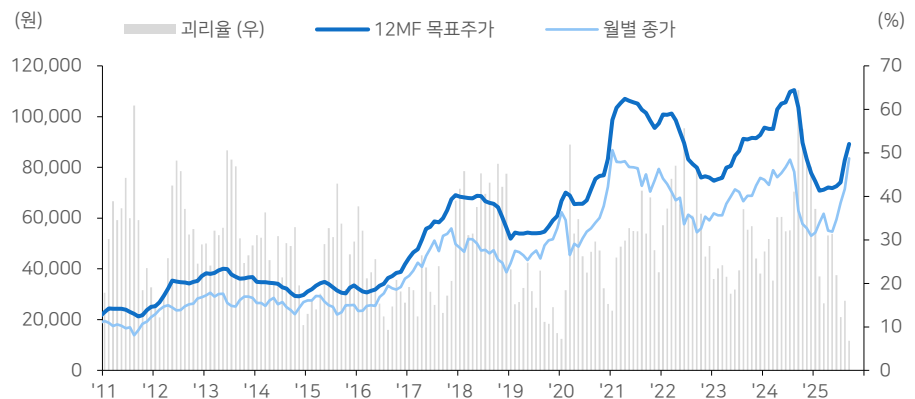


자료: FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

결국 삼성전자와 SK하이닉스에 대한 눈높이가 지수를 결정한다. Bloomberg 기준 산술평균 12MF 목표주가는 삼성전자 89,182원, SK하이닉스 354,196원이다. 9/22 종가와의 괴리율은 각각 6.8%, 0.9%에 불과하다.

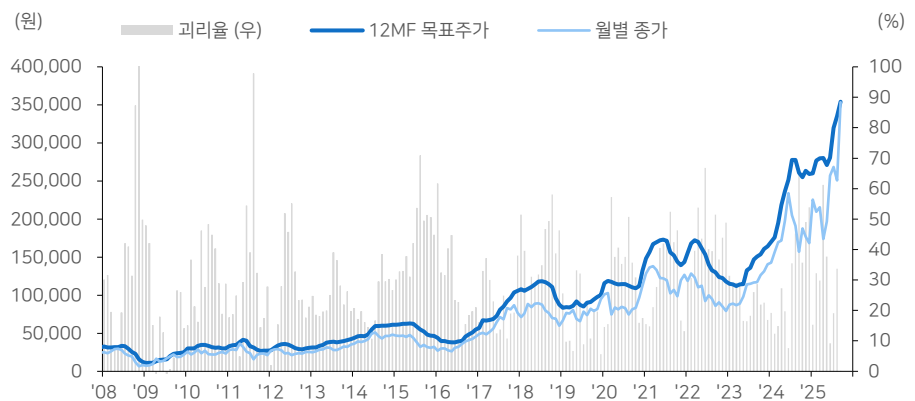
2018년, 2021년 당시에는 좁혀진 상승여력을 다시 넓히기 위해 목표주가가 크게 높아진 이후 주가가 흘러내리기 시작했다. DRAM 가격이 정점을 기록했기 때문이다.

그림16 삼성전자 목표주가 괴리율



자료: FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

그림17 SK하이닉스 목표주가 괴리율



자료: FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

DRAM 시장은 PC 교체(2006년), 스마트폰/모바일(2013~14년), 서버/클라우드(2016~18년, 2021년, 2024년~)와 같은 대형 수요원이 사이클을 견인해왔다. 이때 플레이어 축소(2008~12년 사이 급격한 통합), CAPEX 및 비트 증가율 절제, 돌발 공급차질(우시 화재) 등의 공급 요인은 업사이클을 증폭시킨다.

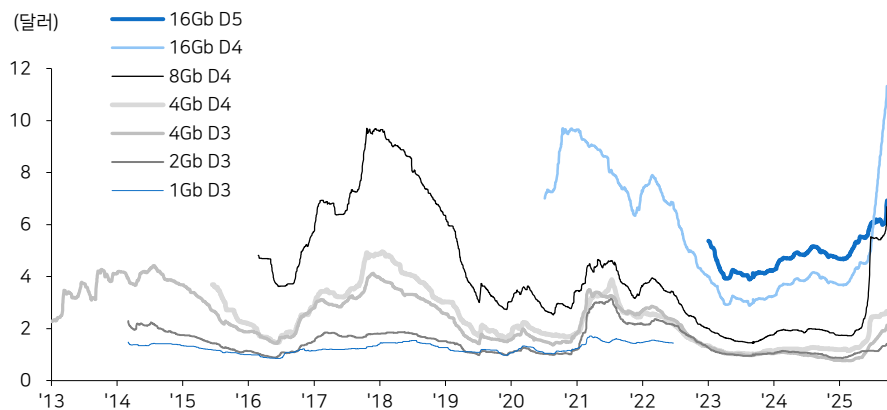
또한 세대 및 제품 믹스 전환기마다 상승 탄력은 확대된다. DDR → DDR2(2006년), DDR3(2009~10년), 모바일 DRAM(2013~14년)에 이어 2024년부터는 DDR5와 HBM의 시간이다.

과거 DRAM은 소수 업체의 '동태적 과점' 속 "CAPEX 증설 → 공급 과잉 → 가격 하락 → 감산 → 가격 반등" 사이클이 지배적이었다. 반면 HBM은 스택 높이(8-Hi/12-Hi 등), 속도 그레이드, 전력/열 특성, 인터포저(CoWoS 등)의 설계를 고객의 플랫폼에 맞춰 공동 최적화한다. 수요자 중심의 맞춤형 시장으로 변모한 것이다.

HBM이 주요 업체에서 사전 완판되는 등 타이트한 공급 이슈가 반복된 결과 일부 공급자는 전통적인 가격 수용자에서 벗어나 가격교섭력을 갖게 되었다. 게다가 레거시(Legacy) 수요의 둔화 역시 AI가 상쇄하기 시작했다. HBM 생산이 패키징의 복잡도, 대면적 다이로 인해 산업 전반 비트 성장률을 낮춘 결과다. 공급 과잉이었던 NAND 역시 데이터센터 저장장치 HDD → eSSD 전환 수요에 가격 인상이 시작됐다.

반도체 주가는 AI 수요, HBM 전환, 과거 감산의 누적효과로 상승 국면이 더 길고 구조적일 가능성을 이제 반영하고 있다.

그림18 DRAM 스팟 가격



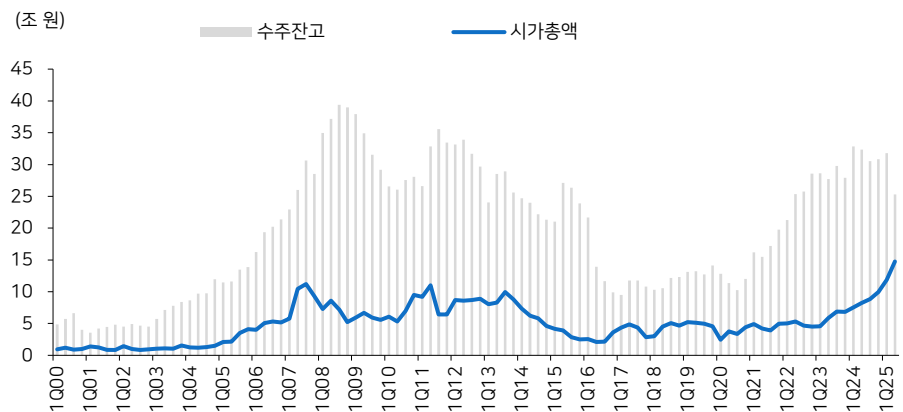
자료: DRAMeXchange, 메리츠증권 리서치센터

텔레그램과 수주 산업

가계 소비 여력 둔화로 B2C가 아닌 B2G(조선, 방산, 원전)와 B2B(반도체, 전력기기, 헬스케어(기술수출)) 산업이 주도주의 지위를 유지하고 있다.

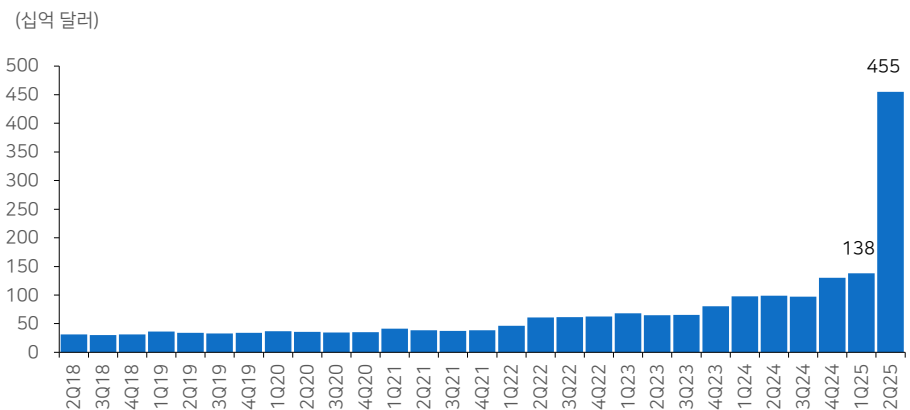
이들은 주가가 수주잔고에 강하게 연동되는 특징이 있다. 정부 정책 또는 기업 투자에 의해 장기 프로젝트형 수요가 선행적으로 확정되면서, 늘어나는 수주잔고가 향후 매출 인식의 증가를 예고하는 신호로 해석되기 때문이다.

그림19 삼성중공업 조선해양 수주잔고(매출 기준) vs 시가총액



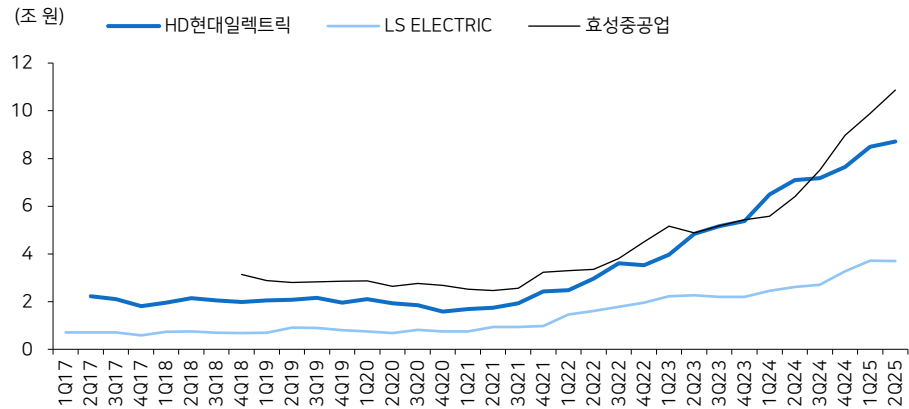
자료: DART, 메리츠증권 리서치센터

그림20 Oracle Remaining Performance Obligation (RPO)



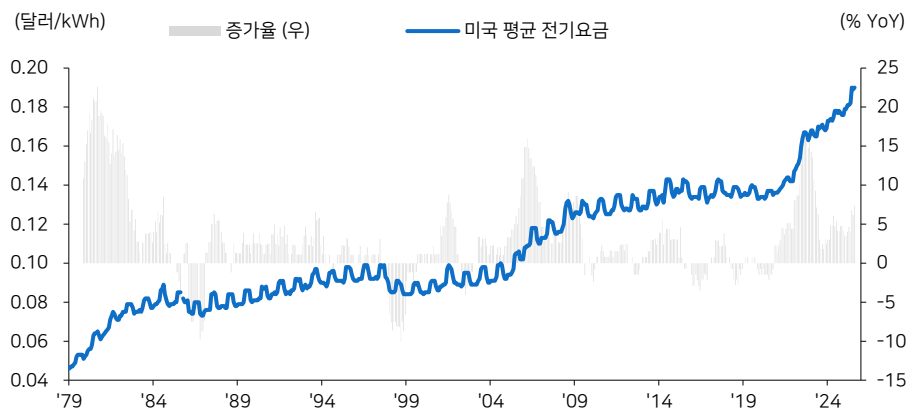
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림21 전력기기 3사 수주잔고 추이



주: *HD현대일렉트릭 수주잔고는 주요 중속회사를 포함한 연결기준 수치이며, 동사가 추정하고 있는 예상 환율로 환산한 금액. *LS ELECTRIC 수주잔고는 전력사업 중 T&D(송배전) 사업부문의 수주잔고임. *효성중공업 수주잔고는 중공업 사업부문(변압기, 차단기 등 전력기기)의 주요 중속회사를 포함한 연결기준 수치, 공시서류작성기준일 환율 적용 환산금액
 자료: DART, 메리츠증권 리서치센터

그림22 미국 전기 요금



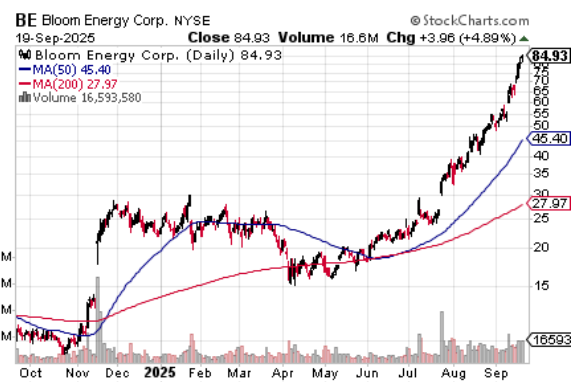
자료: U.S. Bureau of Labor Statistics, 메리츠증권 리서치센터

그림23 Oklo 주가



자료: StockCharts

그림24 Bloom Energy 주가

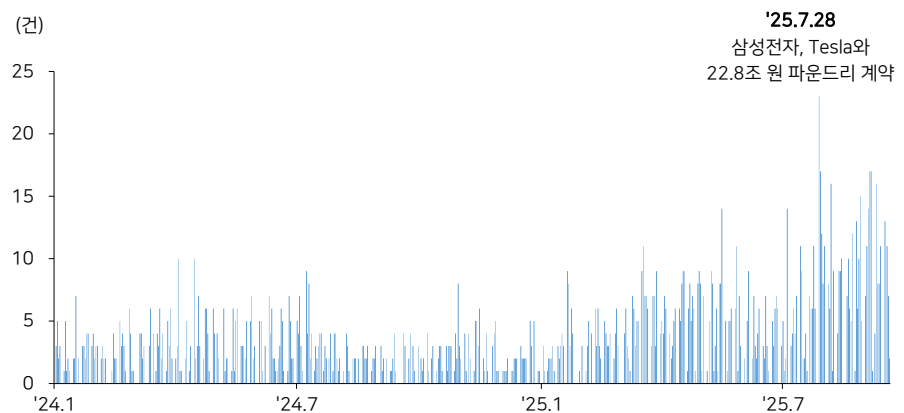


자료: StockCharts

계약 기반으로 미래 매출 및 현금흐름의 가시성이 커지면 리스크 프리미엄이 낮아져 멀티플 리레이팅이 유지된다. 잔고 대비 매출 비율, 잔고 커버리지(몇 개월치 매출 커버), 전환율 등의 지표가 우상향하면 12-24개월 실적 안정성이 높아지기 때문이다.

투자 정보 취득 채널의 확대가 이러한 경향을 뒷받침한다. 텔레그램·X(트위터) 등 대체 채널의 부상으로 실적 발표 이전 단계에서 핵심 정보가 빠르게 시장에 반영되고 있다. 해당 종목의 불확실성 및 할인율이 낮아지고 멀티플 리레이팅이 빈번하게 지속되는 이유다.

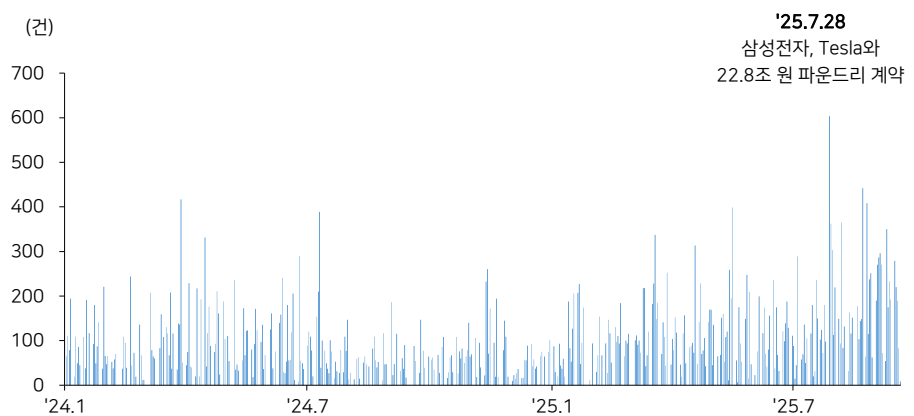
그림25 텔레그램 주식 채널 '수주' 메시지 언급 횟수



주: 주식 관련 텔레그램 구독자 Top 3 채널 합산

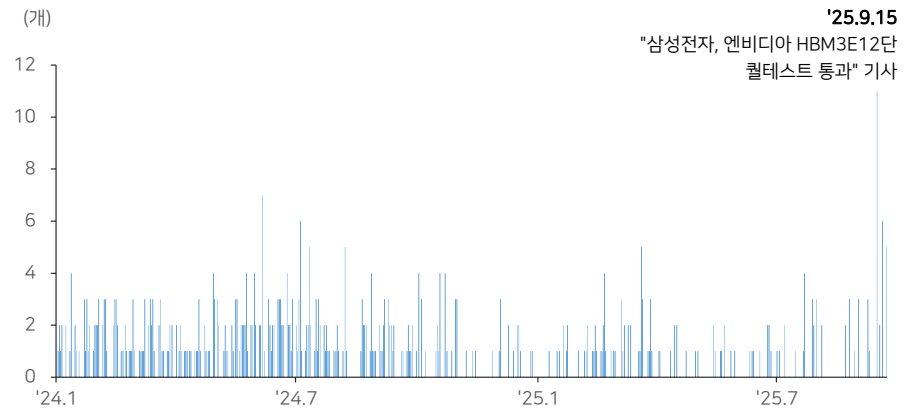
자료: Telegram, 메리츠증권 리서치센터

그림26 텔레그램 주식 채널 '수주' 메시지 포워드(forwards) 횟수



주: 주식 관련 텔레그램 구독자 Top 3 채널 합산

자료: Telegram, 메리츠증권 리서치센터

그림27 텔레그램 주식 채널 '퀄' 메시지 언급 횟수

주: 주식 관련 텔레그램 구독자 Top 3 채널 합산
자료: Telegram, 메리츠증권 리서치센터

그림28 텔레그램 주식 채널 '퀄' 메시지 포워드(forwards) 횟수

주: 주식 관련 텔레그램 구독자 Top 3 채널 합산
자료: Telegram, 메리츠증권 리서치센터

그림29 테더 국내 거래소 시세 vs 달러/원 환율

자료: Upbit, 메리츠증권 리서치센터

Appendix: 텔레그램 데이터 수집 파이썬 코드

그림30 텔레그램 데이터 수집 파이썬 코드 - 텔레그램 세션 문자열 발급

```
# --- 1회 실행: 세션 문자열 발급 ---
# %pip install -U telethon
from telethon import TelegramClient
from telethon.sessions import StringSession

api_id = # 본인 값
api_hash = # 본인 값
# api_id, api_hash 는 https://my.telegram.org/apps 에서 발급

# 빈 StringSession 으로 로그인 → 세션 문자열 저장
client = TelegramClient(StringSession(), api_id, api_hash)
await client.start() # 텔레그램 앱으로 전송된 코드/2FA 입력
SESSION_STRING = client.session.save()
print("SESSION_STRING =", SESSION_STRING) # 안전한 곳(.env/비밀관리)에 복사 보관
await client.disconnect()

import pandas as pd
from datetime import datetime, timedelta
import unicodedata as ud
import zoneinfo, os, re

# ===== 0) 환경설정 =====
SESSION_STRING = # 위에서 발급받은 세션 문자열 입력
KST = zoneinfo.ZoneInfo("Asia/Seoul")

# ▶ 키워드: {대표키워드: [변형들]} (부분일치 매칭)
KEYWORD_ALIASES = {
    "수주": ["수주", "수주 공시", "대규모 수주", "계약 수주", "수주 확정", "수주 잔고", "수주 임박"],
    # 필요 시 추가:
    # "원전": ["원전", "SMR", "소형모듈원전", "오클로", "oklo", "뉴스케일", "nuscale"]}

# ▶ 채널/그룹 식별자(핸들/링크/내부 ID 모두 OK)
TARGETS = [ # 채널 링크 ]

# ▶ 기간
date_to = datetime.now(KST)
date_from = date_to - timedelta(days=365) # 최근 1년

# ▶ 출력 폴더(없으면 현재 폴더)
OUTPUT_DIR = "."
```

자료: 메리츠증권 리서치센터

그림31 텔레그램 데이터 수집 파이썬 코드 - 유틸 (1)

```

# ===== 1) 유틸 =====
def norm(s: str) -> str:
    return ud.normalize("NFKC", s).casefold() if s else ""

NORM_ALIASES = {k: [norm(x) for x in v] for k, v in KEYWORD_ALIASES.items()}

def keywords_hit(text: str):
    """텍스트에서 어떤 '대표키워드'가 히트했는지 set 로 반환 (부분일치)"""
    t = norm(text)
    if not t:
        return set()
    hits = set()
    for rep, forms in NORM_ALIASES.items():
        if any(f in t for f in forms):
            hits.add(rep)
    return hits

def safe_slug(s: str, maxlen=40):
    s = re.sub(r"[\^\w\~]+", "_", s, flags=re.UNICODE)
    return s[:maxlen].strip("_") or "na"

def timestamp_kst():
    return datetime.now(KST).strftime("%Y%m%d_%H%M%S")

async def get_channel_and_linked_discussion(client: TelegramClient, entity_like):
    """채널과 연결 디스커션(있으면) 엔티티 반환"""
    ch = await client.get_entity(entity_like)
    out = [("channel", ch)]
    try:
        full = await client(functions.channels.GetFullChannelRequest(ch))
        linked_id = getattr(full.full_chat, "linked_chat_id", None)
        if linked_id:
            disc = await client.get_entity(types.PeerChannel(linked_id))
            out.append(("discussion", disc))
    except Exception:
        pass
    return out

```

자료: 메리츠증권 리서치센터

그림32 텔레그램 데이터 수집 파이썬 코드 - 유틸 (2)

```

async def scan_entity(client: TelegramClient, role_name: str, entity, date_from, date_to,
max_messages=None):
    """
    지정 엔티티(채널/디스커션)에서 기간 내 키워드별 행 생성.
    반환 컬럼: date, channel, keyword, mention(1), forwards
    """
    name = getattr(entity, "username", None) or getattr(entity, "title", None) or str(entity.id)
    rows = []
    async for msg in client.iter_messages(entity, reverse=False, limit=max_messages): # 최신→과거
        dt = getattr(msg, "date", None)
        if not dt:
            continue
        dt_kst = dt.astimezone(KST)

        if date_to and dt_kst > date_to:
            continue
        if date_from and dt_kst < date_from:
            break

        text = getattr(msg, "raw_text", "") or ""
        if not text:
            continue

        reps = keywords_hit(text)
        if not reps:
            continue

        fwd = getattr(msg, "forwards", 0) or 0
        for rep in reps:
            rows.append((dt_kst.date(), f"{name}({role_name})", rep, 1, fwd))

    return pd.DataFrame(rows, columns=["date", "channel", "keyword", "mention", "forwards"]) if rows
\
    else pd.DataFrame(columns=["date", "channel", "keyword", "mention", "forwards"])

```

자료: 메리츠증권 리서치센터

그림33 텔레그램 데이터 수집 파이썬 코드 - 실행

```

# ===== 2) 실행 =====
client = TelegramClient(StringSession(SESSION_STRING), api_id, api_hash)
await client.start() # 세션 유효하면 추가 입력 없이 바로 연결

dfs = []
for t in TARGETS:
    for role, ent in await get_channel_and_linked_discussion(client, t):
        df_part = await scan_entity(client, role, ent, date_from, date_to, max_messages=None)
        dfs.append(df_part)

await client.disconnect()

raw = pd.concat(dfs, ignore_index=True) if dfs else
pd.DataFrame(columns=["date", "channel", "keyword", "mention", "forwards"])

# ===== 3) 집계 & 피벗 =====
# (a) date × keyword × channel 단위 집계
g = (raw.groupby(["date", "keyword", "channel"])
      .agg(mentions=("mention", "sum"), total_forwards=("forwards", "sum"))
      .reset_index())

# (b) 피벗: mentions / forwards
counts_by_kw_ch = g.pivot_table(index="date", columns=["keyword", "channel"],
                                values="mentions", fill_value=0)
forwards_by_kw_ch = g.pivot_table(index="date", columns=["keyword", "channel"],
                                  values="total_forwards", fill_value=0)

# (c) 보조 요약
daily_total_by_kw =
(g.groupby(["date", "keyword"])["mentions"].sum().unstack("keyword").fillna(0))
daily_total_by_channel =
(g.groupby(["date", "channel"])["mentions"].sum().unstack("channel").fillna(0))

print("== shapes ==")
print("raw:", raw.shape, "| g:", g.shape)
print("counts_by_kw_ch:", counts_by_kw_ch.shape, "| forwards_by_kw_ch:", forwards_by_kw_ch.shape)

```

자료: 메리츠증권 리서치센터

그림34 텔레그램 데이터 수집 파이썬 코드 - 저장

```
# ===== 4) 엑셀 저장: 타임스탬프 + 키워드 슬러그로 파일명 매번 다르게 =====
kw_slug = "-".join(safe_slug(k) for k in list(KEYWORD_ALIASES.keys())[:3]) # 대표키워드 상위 3개
if len(KEYWORD_ALIASES) > 3:
    kw_slug += "-etc"
ts = timestamp_kst()
fname = f"telegram_kwxch_{kw_slug}_{ts}.xlsx"
out_path = os.path.join(OUTPUT_DIR, fname)

with pd.ExcelWriter(out_path, engine="xlsxwriter", datetime_format="yyyy-mm-dd") as xw:
    raw.to_excel(xw, sheet_name="raw", index=False)
    g.to_excel(xw, sheet_name="agg_triplet", index=False)
    counts_by_kw_ch.to_excel(xw, sheet_name="mentions_kwxch")
    forwards_by_kw_ch.to_excel(xw, sheet_name="forwards_kwxch")
    daily_total_by_kw.to_excel(xw, sheet_name="mentions_by_kw")
    daily_total_by_channel.to_excel(xw, sheet_name="mentions_by_ch")

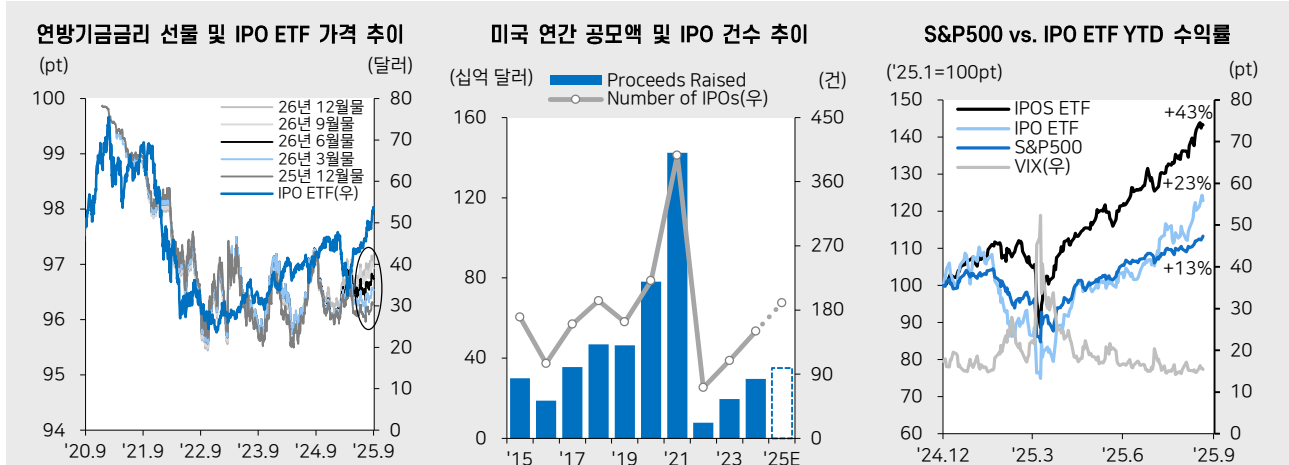
print(f"Saved: {out_path}")
```

자료: 메리츠증권 리서치센터

오늘의 차트

이수정 연구위원

금리인하에 따른 IPO 시장 점검



주1: 연방기금금리 선물 가격 = 100 - 예상 월평균 금리(%), IMM(International Monetary Market) 지수 방식

주2: 공모액 및 IPO 건수 집계 대상은 시가총액 5천만 달러 이상 기업

자료: Bloomberg, Renaissance Capital, 메리츠증권 리서치센터

연준 9월 FOMC를 통해 금리인하 재개

연준은 9월 FOMC를 통해 정책금리를 25bp 인하(4.00~4.25%)하여 24년 12월 이후 9개월만에 금리인하를 재개했다. 또한 점도표를 통해 연내 추가 인하 전망을 제시했는데, 연방기금금리 선물시장 역시 이러한 금리인하 기대감을 반영하고 있다. 원월물일수록 선물 가격이 더 높게 형성돼 있어 더 먼 미래의 금리가 현재와 가까운 시점보다 더 낮아질 것으로 시장은 전망하고 있다..

YTD 수익률 각각 +23%, +43%

IPO ETF는 미국 거래소 상장일로부터 3년이 지나지 않은 종목 중 시가총액(규모), 유동성, 유동주식수 기준을 충족하는 종목을 포함하도록 설계되었다. 매 분기 리밸런싱을 통해 신규 IPO 종목을 편입하고, 자격 기준에 미달하는 종목은 제외한다. IPOS ETF는 미국 거래소를 제외한 중국, 일본, 인도네시아 등 미국 이외 거래소 상장 종목을 포함한다는 차이점이 있다. YTD 수익률은 각각 +23%, +43%로 시장수익률을 아웃퍼폼하고 있다.

연말까지 30~40건의 추가적인 IPO가 있을 것으로 전망

9월 22일 기준 156개 기업이 IPO를 통해 298억 달러의 자금을 조달하면서 이미 2024년 전체 조달액(296억 달러)을 넘어섰다. 과거 시장동향 및 공개된 상장 신청서류를 감안했을 때 연말까지 30~40건의 추가적인 IPO가 있을 것으로 전망된다. 투자심리 회복이 가시화되는 만큼 하반기 남은 IPO 건에 대해서도 주목할 필요가 있다.

칼럼의 재해석

박종대 연구위원

중국 최대의 화장품 기업이 전 세계 소비자들의 마음을 사로잡을 수 있을까? (Business of Fashion)

중국 최대의 화장품 기업인 프로야 코스메틱스(Proya Cosmetics)는 아시아 바이어들이 글로벌 브랜드에 더 많은 인수합병(M&A) 기회를 제공함에 따라 자국 시장을 넘어 해외 시장을 모색하고 있다. 지난해 중국 화장품 기업 최초로 연 매출 100억 위안(약 14억 달러)을 돌파한 프로야 코스메틱스는, 약 48억 달러 규모의 시가총액을 기반으로 세계 최대의 뷰티 기업 중 하나가 되겠다는 목표 아래 국제 인수합병(M&A)에 본격적으로 나서고 있다. 창립 20년을 맞은 항저우 소재의 이 회사는 최근 8월 실적 발표에서 상하이에 이어 홍콩 증시에도 2차 상장을 추진하겠다는 이사회 승인을 발표하며, 해외 사업 확장의 속도를 높이고 있다.

프로야는 자사 대표 스킨케어 라인 'Proya'를 포함해, 급성장 중인 메이크업 브랜드 'Timage'와 함께 헤어, 스킨케어, 색조 등 7개 브랜드를 포트폴리오에 보유하고 있다. 최고경영자 후진청은 향후 10년 안에 연 매출 500억 위안(약 70억 달러)을 달성하겠다는 목표 아래 유럽 및 미국의 뷰티 브랜드 인수를 추진하고 있다고 밝혔다. 미국과 유럽 시장에서는 뷰티 브랜드가 과잉 공급된 상황에서 현지 인수자를 찾기 어려워지고 있으며, 이 틈을 타 프로야는 새로운 인수 기회를 제시하는 아시아의 유망 뷰티 대기업 중 하나로 부상하고 있다. 프로야는 서구 시장으로 눈을 돌리고 있다. 지금까지 중국 브랜드들은 주로 외국 브랜드를 인수해 자국 내에서 키우는 전략을 써 왔지만, 프로야는 해외 시장에서의 확장을 실현하기 위해 자사와 잘 맞는 브랜드를 찾아야 할 것이다.

중국 최대의 뷰티 대기업 프로야

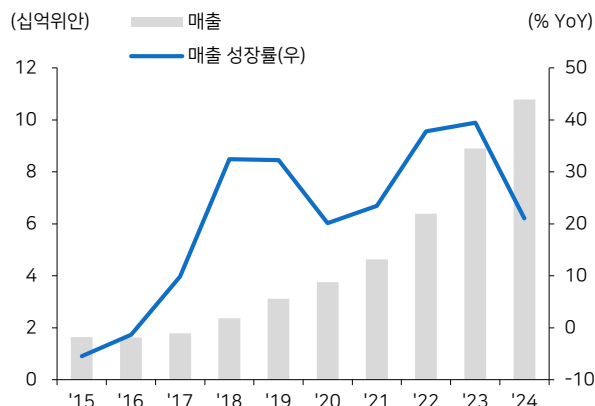
중국 최대 화장품 기업 프로야

중국 최대 화장품 기업인 프로야 코스메틱스(Proya Cosmetics)는 지난해 중국 화장품 기업 최초로 연매출 100억 위안을 돌파했다. 프로야는 대표 스킨케어 브랜드 'Proya'를 포함, Timage, Uzero, Anya 등 헤어케어/스킨케어/메이크업 전반에 걸친 브랜드 포트폴리오를 보유하고 있다. 최근 프로야는 글로벌 뷰티 브랜드로 도약하기 위해 홍콩 증시 상장을 추진하는 한편, 유럽과 미국의 현지 브랜드 인수를 통한 해외 사업 확장을 노리고 있다.

신속한 트렌드 대응력

프로야는 현지 생산과 빠른 제품 출시 주기를 바탕으로 소셜 플랫폼에서 유행하는 제품 트렌드에 신속히 대응하는 제품, 마케팅 전략과 함께 자사몰과 할인 통제에 기반한 철저한 유통 전략을 바탕으로 고성장을 해왔다. 그 결과 중국 로컬 브랜드 최초로 연매출 100억 위안을 돌파했으며, 티몰/더우인/징동 등 중국 내 주요 이커머스 플랫폼에서 랑콤/로레알/에스티로더 등 글로벌 럭셔리 브랜드와 함께 높은 순위를 차지하고 있다.

그림1 프로야 연간 매출 및 매출 성장률 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

표1 중국 온라인 플랫폼 화장품 매출 Top 10

순위	기업명	GMV(백만 위안)
1	L'Oreal	12.2
2	Proya	11.0
3	Estee Lauder	8.4
4	Lancome	9.4
5	Kans	8.0
6	Whoo	7.8
7	La Mer	5.4
8	Olay	5.3
9	SK-II	5.3
10	HR	4.6

자료: Iqinyan, 메리츠증권 리서치센터

중국 시장 침체, 새로운 성장 동력 필요성

브랜드+가격+채널
전략의 조화

프로야의 강점은 영리한 시장 포지셔닝에 있다. 이들은 글로벌 럭셔리 브랜드보다는 저렴하지만 저가 로컬 브랜드와는 차별화되는 가격대에 위치해 있다. 제품의 성분과 효능에 집중함과 동시에 소셜 마케팅을 적극적으로 활용해 소비자 신뢰를 얻으며 가격 프리미엄을 구축했다. 또한 정교한 유통 및 할인 통제 전략으로 수익성 또한 높은 수준을 유지하고 있다. 이러한 브랜드+가격+채널 전략의 조화를 통해 프로야는 프리미엄 저가 브랜드로서 입지를 단단히 하며 지난 몇 년간 YoY 20% 이상의 고성장을 지속해왔다.

중국 뷰티 시장의
'다운그레이드'

한때 고가의 글로벌 럭셔리 브랜드에 집중되었던 중국 뷰티 시장은 점차 '다운그레이드' 되는 추세이다. 중국 경기 침체로 인한 소비 부진으로 에스티로더의 FY 2025 APAC 지역 매출은 7% 하락, 로레알의 '25년 상반기 북아시아 지역 매출은 1% 하락했다. 가격 경쟁력과 현지 트렌드와 소비자에 대한 이해로 무장한 로컬 브랜드들로 소비자 수요가 이동한 것이다.

프로야 중국 매출
성장 둔화세 포착

그러나 최근 몇 년 간 프로야의 중국 내 성장률은 둔화세에 접어들었다. '23년 무려 39%에 달했던 매출 성장률은 '24년 21%로 하락하였으며, 올해 상반기에는 7%까지 감소하며 급격한 성장 둔화와 함께 부진한 실적을 기록했다. 중국 시장 내에서 로컬 브랜드들에 대한 선호도가 높아지고 브랜드 간 경쟁이 치열해 지면서 프로야와 같은 대형 브랜드가 더 이상 중국 시장에서의 선전만으로 이전과 같은 고성장을 영위하기 어려워졌다.

소비경기 또한 여전히
부진한 상황

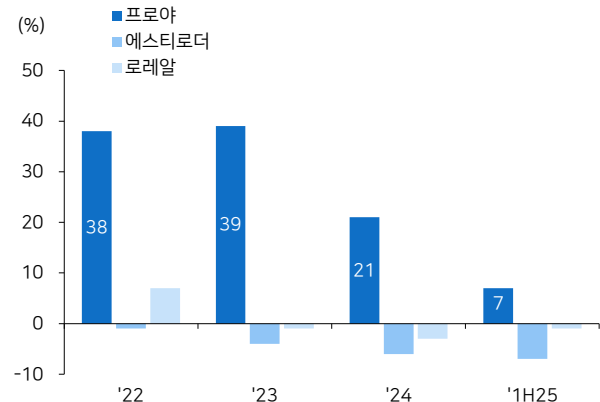
중국의 소비 부진 또한 이어지고 있다. 중국의 전체 소매판매액은 상반기 회복세를 보이는가 하더니 하반기에 접어들어 성장률이 다시 낮은 한자릿수 수준으로 내려갔으며, 화장품 소매판매액 또한 큰 폭 반등을 보이지는 못하고 있는 상황이다. 하반기 불확실한 대외 환경과 투자 부문의 급격한 둔화세를 고려 시 당분간 중국 내수 소비경기가 추세적인 회복세로 전환되기는 쉽지 않을 것으로 예상된다.

그림2 프로야 라이브커머스



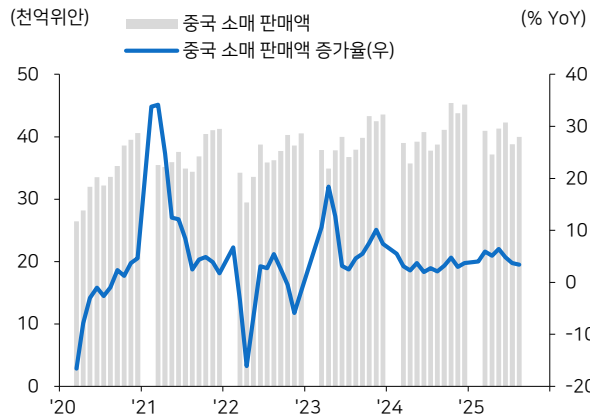
자료: 프로야

그림3 프로야, 에스티로더, 로레알 중국 매출 성장률



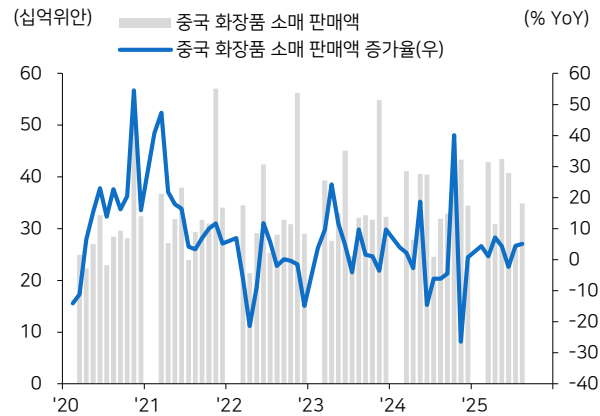
자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림4 중국 소매판매액



자료: 중국 국가통계국, 메리츠증권 리서치센터

그림5 중국 화장품 소매판매액



자료: 중국 국가통계국, 메리츠증권 리서치센터

글로벌 시장에서도 성공할 수 있을까?

지난해 프랑스 지사 설립
유럽 브랜드 인수 예고

이에 대한 타개책으로 프로야는 해외 시장 공략에 박차를 가하고 있으며 2024년 10월 프랑스 파리에 R&D센터를 설립, 글로벌 진출의 교두보로 삼았다. 프로야는 프랑스 지사를 통해 역사와 기술력을 갖춘 유럽 브랜드를 인수하고, 아동/향수/남성 제품군 등 비어있는 카테고리를 보완해 새로운 성장 동력을 마련하고자 한다.

글로벌 진출을 위해서
M&A는 필수

현재 프로야 전사 매출의 98.7%가 중국 본토에서 발생하며, 해외 매출 비중은 1.3%에 불과하다. 브랜드별로는 메인 브랜드인 '프로야'가 전체 매출의 80%를 차지한다. 그렇기에 중국 시장의 성장이 둔화된 상황에서 글로벌 브랜드에 대한 M&A는 사업 권역 확대와 브랜드 포트폴리오 다변화를 위해 필수적인 전략이다.

기존 브랜드
글로벌 확장 어려움

프로야가 기보유한 브랜드를 통해 글로벌 확장을 시도할 수 있겠으나, 이것이 M&A보다 우선순위는 아닐 가능성이 크다. 우선 매출 규모는 크지만 사업 권역이 중국 본토에 국한되어 있다는 점에 비추어 볼 때, 글로벌 유통망을 갖추지 못하고 있을뿐더러, 미국의 대 중국 고율 관세는 대부분의 생산이 중국에서 이루어지는 로컬 브랜드들로 하여금 세계 최대 화장품 시장인 미국 시장에서의 가격 경쟁력을 크게 훼손시킨다.

문화적인 요소 또한 중요

나아가 브랜드 경쟁력 또한 아직 부족하다. 프로야와 같은 C뷰티 브랜드들도 가격 경쟁력, 트렌디함 등에서 분명 장점이 있으나, 글로벌 확산을 위한 문화적인 배경을 갖추지 못했기 때문에 글로벌 시장에서의 선전 가능성에는 물음표가 붙는다. 일례로 K뷰티와 비교하자면, K뷰티의 글로벌 모멘텀의 기저에는 K팝, K컨텐츠 등 문화적인 확산과 그로부터 파생된 한국에 대한 우호적인 이미지가 있다는 것을 부정할 수 없다.

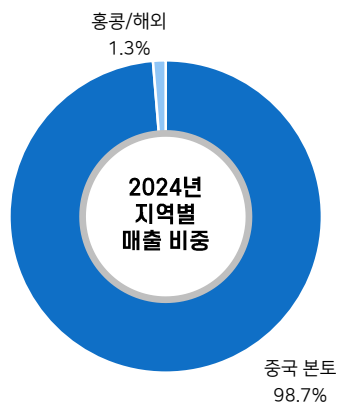
크로스보더 M&A는 더욱 까다로운 과제

해외 브랜드를 인수하는 것은 현지 유통 채널, R&D, 브랜드 구축에 있어 축적된 전문성을 활용할 수 있기에 전술한 리스크를 크게 줄여주지만, 모든 M&A가 성공하는 것은 아니다. 수많은 기업들이 검증된 브랜드를 인수함에도 불구하고, 새로이 합류한 브랜드가 기존의 성공 요인을 유지하도록 만드는 일은 대단히 어려운 작업이기 때문이다. 특히 크로스보더 M&A는 인력 이탈, 조직 문화/공급망 통합, 규제 등의 요소를 더욱 면밀히 고려해야 하기 때문에 더욱 까다로운 과제가 된다.

브랜드 네임밸류 뿐 아닌 종합적인 고려 필요

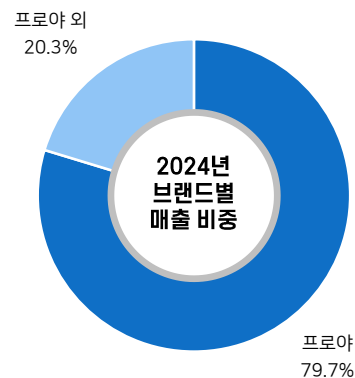
유니레버는 올해 10년 전 인수한 Ren Skincare의 사업 중단을 결정했으며, 로레알은 Sanoflore와 Decl or의 사업을 철수한 후 재매각했다. 글로벌 브랜드 대기업들의 이러한 사례들은 프로야가 글로벌 브랜드 인수를 추진하면서 단순히 브랜드의 네임밸류 또는 단기적인 모멘텀에 의존하기 보다는, 시장성, 운영 효율성, 카테고리 적합성 등을 종합적으로 고려해야함을 시사한다. 만일 프로야가 성공적인 M&A를 통해 글로벌 시장에서 입지를 넓혀나간다면, 중국 뷰티 산업의 글로벌 확장에 있어 중요한 변곡점으로 작용할 수 있을 것이다.

그림6 프로야 지역별 매출 비중



자료: 프로야, 메리츠증권 리서치센터

그림7 프로야 브랜드별 매출 비중



자료: 프로야, 메리츠증권 리서치센터

원문: Chinese Can China's Biggest Beauty Company Win Over the World?