

June,2016



# K-beauty season 2.

화장품/생활소비재  
이승욱 | 3773-9015



## 화장품/생활소비재

# K-Beauty, Season 2

### 비중확대(유지)

#### Analyst

이승욱

sulee@sk.com

02-3773-9015

#### SK Coverage

종목	투자 의견	목표가	Top Picks
아모레퍼시픽	매수	490,000 원	0
LG 생활건강	매수	1,250,000 원	
코스맥스	매수	240,000 원	0
한국콜마	매수	130,000 원	

올해 위안화 절하, 중국 정부의 화장품 통관 규제 강화 및 이미 높은 주가 수준을 감안할 때 화장품 업종은 과거와 같은 주가 상승폭을 기대하기는 어렵다. 하지만 K-Beauty 의 열풍은 생각보다 강력하고, 2016년에도 화장품 업종은 중국 화장품 시장 성장에 따른 강한 실적 모멘텀이 기대된다. 이에 따라 현 시점에서는 중국발 실적 모멘텀 강화 가시성이 높은 기업 위주의 투자전략이 계속 유효하다. 당사 커버리지 내 중국에서 강한 실적 모멘텀이 예상되는 아모레퍼시픽과 코스맥스를 추천한다.

#### K-Beauty 는 지속된다

대한민국 화장품 산업의 중국 내 비중이 점차 확대되고 있다. 지난 해 한국 화장품 수출의 절반 이상이 중국에서 발생하였다 해도 과언이 아니다. 한국 무역협회에 따르면 2015년 한국 화장품의 대 중국 수출액은 전년동기대비 250.6% 증가해 세계 2위를 차지했다. 이는 상위 브랜드 업체뿐만 아니라, OEM/ODM 업체 등 대다수 화장품 업체가 중국 시장에 주력하고 있기 때문이다. 이러한 선전의 중심에는 K-Beauty 가 있다.

#### 계속 성장하는 중국 화장품 시장, 그리고 한국화장품 수요

전세계적으로 한국 화장품 산업은 꾸준한 성장을 나타내고 있다. 무역협회에 따르면 2014년 대한민국의 화장품 수출은 1,593 백만불에서 2015년 2,439 백만불로 53.1% 증가했다. 지역별로는 중국에서의 성장이 가장 빠르다. 2000년 불과 10조원 수준이었던 중국 화장품 시장은 2014년 말 기준 약 55조원 수준까지 성장하며 전세계 화장품 시장의 10%를 상회하는 시장으로 성장하였다. 2012년을 정점으로 다소 둔화되는 모습을 나타내고 있지만 여전히 글로벌 화장품 시장에서 중국은 유일하게 높은 성장을 나타내고 있는 시장이다. 특히 한류를 바탕으로한 K-Beauty 가 중국 시장에서 단연 돋보이고 있는 가운데, 같은 아시아 문화를 공유하고 있으며, 최신 감각을 자랑하는 독창적인 아이템을 바탕으로 한 한국 화장품에 대한 중국인들의 사랑은 지속될 것이다.

#### 여전히 매력적인 화장품 업종

일각에서는 K-Beauty 의 지속여부, 중국 로컬 업체들의 빠른 성장에 대해 우려하고 있다. 하지만 이러한 우려는 시기 상조다. K-Beauty 의 열풍은 생각보다 강력하고, 2016년에도 화장품 업종은 중국 화장품 시장 성장에 따른 강한 실적 모멘텀이 기대된다. 물론 올해 하반기 위안화 절하, 중국 정부의 화장품 통관 규제 강화 및 이미 높은 주가 수준을 감안할 때 과거와 같은 주가 상승폭을 기대하기는 어렵다. 하지만 실적 모멘텀 강화 및 추가적인 주가 Level-up 가시성이 높은 기업 위주의 투자전략은 계속 유효하다. 당사 커버리지 내 중국에서 강한 실적 모멘텀이 예상되는 아모레퍼시픽과 코스맥스를 추천한다.

# Contents

1. 여전히 매력적인 화장품 업종	3
2. K-Beauty 는 지속된다	4
3. 계속 성장하는 중국 화장품 시장, 그리고 한국화장품 수요	9
4. 화장품 업종에 대한 Argument	18
<b>기업분석</b>	<b>23</b>
(1) 아모레퍼시픽	
(2) LG 생활건강	
(3) 코스맥스	
(4) 한국콜마	

## Compliance Notice

- 작성자(이승욱)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2016년 6월 2일 기준)

매수	95.92%	중립	4.08%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

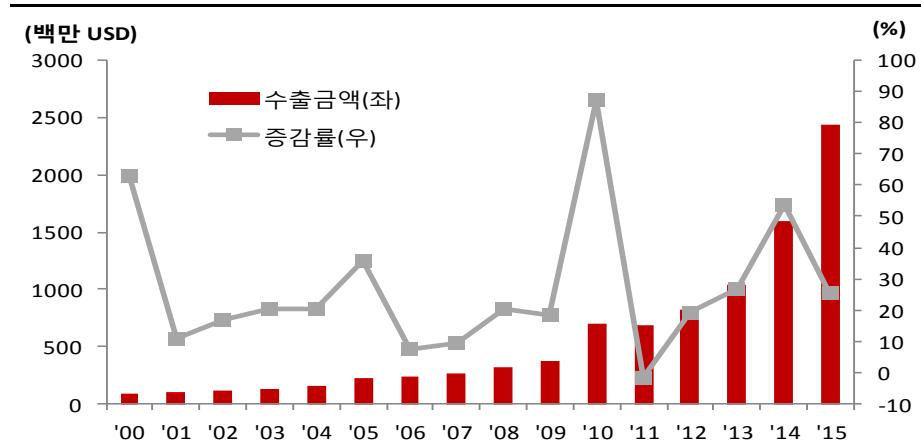
## 1. 여전히 매력적인 화장품 업종

그동안 국내 주식시장을 이끌어 왔던 화장품 업종은 올해 초 조정양상을 나타냈지만, 이후 다시 견조한 흐름을 이어가고 있다. 이미 알려진 바와 같이 화장품주의 상승 배경에는 ‘K-Beauty(Korean Beauty)’의 선풍적인 인기와, 중국 및 아시아 지역을 중심으로 한 소득 증가가 있다. 이에 따라 국내 업체들은 공격적인 투자를 단행하고 있다. 한국 화장품 업계의 호황은 ‘한류’라는 문화산업을 배경으로 하고 있지만, 우수한 품질과 선진국 제품 대 저렴한 가격을 경쟁력으로 한 한국 화장품에 대한 수요는 한류 붐과 무관하게 지속될 것으로 예상된다.

물론 일각에서는 K-Beauty의 지속 여부, 중국 로컬 업체들의 빠른 성장 등에 대해 우려하고 있다. 하지만 이러한 우려는 시기 상조다. 지난 5월 17일~19일 5일간 중국 상해 코스맥스 탐방, 주요 유통상(백화점, 쇼핑몰) 방문, 중국 로컬 증권사 간담회를 실시하였으며, 2016 상해 뷰티 엑스포를 참관했다. 결론은 K-Beauty의 열풍이 생각보다 강력했고, 2016년에도 한국 화장품 업종이 중국 화장품 시장 성장에 따라 강한 실적 모멘텀이 나타날 것이라 점이다. 물론 올해 하반기 위안화 절하, 중국 정부의 화장품 통관 규제 강화 및 이미 높은 주가 수준을 감안할 때 과거와 같은 주가 상승폭을 기대하기는 어렵다. 하지만 실적 모멘텀 강화 및 추가적인 주가 Level-up 가능성이 높은 기업 위주의 투자 전략은 계속 유효하다. 당사 커버리지 내 중국에서 강한 실적 모멘텀이 예상되는 아모레퍼시픽과 코스맥스를 추천한다.

화장품 수출 금액 및 증감률 추이

(단위: 백만 USD, %)



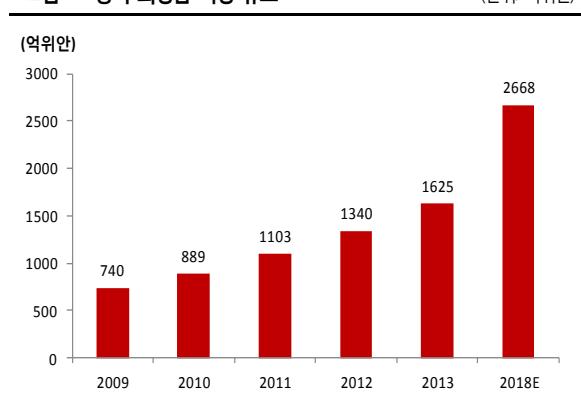
자료: 무역협회 SK증권

## 2. K-Beauty 는 지속된다

### 중국 경제 성장과 동반 성장하는 대한민국 화장품 산업

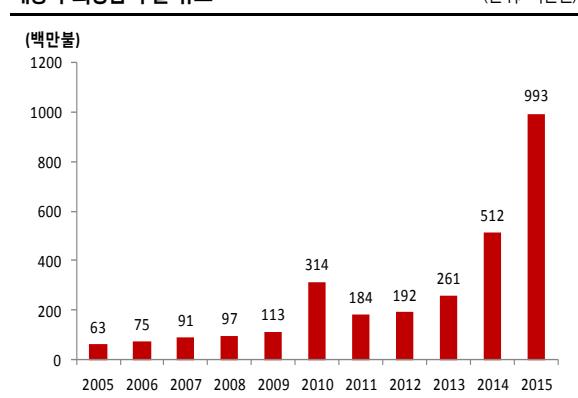
세계 최대 인구를 자랑하는 중국은 개혁개방 이후 전세계의 이목을 집중시키며 놀라운 속도의 성장을 기록했다. 2007년 14%의 GDP 성장을 달성 하였고, 2008년 베이징 올림픽을 성공적으로 개최함에 따라 ‘Super China’라는 별명을 얻었다. 한국은 중국 경제의 가장 큰 영향권에 속한 국가 중 하나다. 특히 화장품 산업의 경우 중국 경제 성장과 함께 중국시장에서 차지하는 비중도 점차 확대되고 있다. 지난 해 한국 화장품 수출의 절반 이상이 중국에서 발생하였다 해도 과언은 아니다. 한국 무역협회에 따르면 2015년 한국 화장품의 대 중국 수출액은 전년동기대비 250.6% 증가해 세계 2위를 차지했다. 이는 상위 브랜드 업체뿐만 아니라, OEM/ODM 업체 등 대다수 화장품 업체가 중국 시장에 주력하고 있기 때문이다. 그리고 이러한 선전에는 K-Beauty 가 크게 기여하고 있는 것으로 판단된다.

&lt;그림 2&gt; 중국 화장품 시장 규모



자료: 중국 산업연구망, SK 증권

대중국 화장품 수출 규모



자료: 무역협회, SK 증권

## 1. K-Beauty 를 이끄는 한류열풍\_이제는 문화로 자리잡다

### K-Beauty 단순 유행이 아닌 새로운 문화로 자리매김

2014년 한국을 넘어 중국과 아시아 지역을 강타한 ‘별에서 온 그대’ 이후 한류 열풍은 더욱 뜨거워 졌다. 한국 드라마와 K-POP 열풍을 통해 중국인들의 마음을 사로잡은 한국 연예인들의 인기는 단순 유행이 아닌 하나의 새로운 문화로 자리잡고 있다. 이에 따라 한국 연예인들을 전속 모델로 내세운 한국 화장품 산업의 경쟁도 점차 치열해지고 있으며, 이들을 활용한 마케팅은 중국 및 아시아 지역에서 폭발적인 성과를 내고 있다. 2009년부터 이니스프리의 모델활동을 하고 있는 소녀시대의 윤아를 비롯해 에뛰드하우스의 크리스탈, 더 페이스샵의 수지 등 아이돌 스타들의 활약은 눈부시다. 이렇듯 원브랜드의 아이돌 모델 선정의 배경은 주요 고객층이 10~20대 초반이라는 점이다. 중국 내 K-POP 문화를 선도하는 아이돌 스타의 활용은 브랜드 이미지 제고 및 중국 내 팬덤문화를 비롯한 중국인 요구를 공략하기 위한 것이다.

### K-PoP 아이돌 스타를 이용한 화장품 브랜드



### 중국을 강타한 런닝맨



### 한국의 뷰티 방송 프로그램, 예능프로에 이어 높은 시청률 나타내

K-Beauty 가 중국 여심을 잡을 수 있었던 또다른 원동력은 ‘예능 프로그램’이다. 한국 리얼리티 예능 프로그램이 중국에서 받고 있는 뜨거운 관심과 사랑은 익히 알려져 있다. 최근 요우쿠(Youku)나 소후(Sohu) 등 중국 동영상 스트리밍 사이트를 통해 국내 인기 있는 프로그램을 실시간으로 볼 수 있게 되었다. 또한 각종 오디션 프로그램과 ‘런닝맨’ 같은 인기 예능 프로그램의 포맷이 정식 수출 및 방영되기 시작하면서 본격적인 한류 콘텐츠의 중국 시장 진출이 확대되었다. 예능 프로그램을 통해 스타들의 평소 취향이나 사고방식, 라이프스타일, 애장품 등 다소 사적인 영역에 속하는 요소들을 함께 파악할 수 있다는 점은 중국 시청자들의 흥미를 자극한 요인 중 하나다.

이에 따라 서바이벌, 오락 등의 성격이 대두되는 ‘런닝맨’이나 ‘무한도전’등의 리얼 버라이어티 프로그램들뿐 아니라 ‘뷰티 방송 프로그램’ 또한 중국 여성 시청자들 사이에서 높은 시청률을 올리고 있다. 중국인들로부터 동경과 선망의 대상이던 워너비 한류 스타들이 직접 뷰티 멘토로 나서 각종 뷰티팁과 리얼한 사용 후기, 블라인드 테스트 등 다양한 방법으로 미용관련 궁금증을 해소시켜 준다는 점은 중국 여성들의 구미를 사로잡았다. 이러한 방송 상에서 노출된 제품들은 방송 직후 중국의 포털 사이트 인기 검색어 상위권을 기록하는 동시에 품절 대란을 일으키기도 했다.

## 중국판 갯잇뷰티-Get K beauty



자료: 언론보도, SK 증권

## 메이크업 아티스트, K-Beauty의 전도사로 떠올라

드라마, 리얼리티 예능 이후 최근 주목해야 할 새로운 K-Beauty 전도사로 ‘뷰티 아티스트’들이 떠오르고 있다. 최근 유명 메이크업 아티스트들이 자신만의 노하우, 뷰티 철학을 담은 메이크업 브랜드를 잇따라 론칭하기 시작한 동시에 해외 시장 진출까지 본격화하고 있다. 이는 한류 스타들의 메이크업을 책임지고 있는 그들이 중국 내 한국 연예인들의 인기가 높아질수록 자신들이 지닌 브랜드 가치 또한 함께 향상될 것이라는 예측에 힘입은 행보라고 할 수 있다. 이에 더해 중국의 색조화장품 시장은 3조 4,000 억원 정도의 규모를 지닌 만큼 메이크업 아티스트들은 개개인의 개성을 내세울 수 있는 ‘메이크업 브랜드’ 출시를 통해 하루 빨리 중국 여심을 사로잡기에 나서야 했다. 국내 메이크업 아티스트 브랜드들이 중국 시장을 밟 빠르게 겨냥한 또 다른 이유는 바로 현지여성들의 ‘뷰티 멘토’에 대한 수요이다.

## 스타일난다 화장품브랜드-3ce



자료: 스타일난다, SK 증권

## 뷰티 방송프로그램 방영이후 인기를 끌고 있는 ‘게리쏭 9 마우크림’



자료: 언론보도, SK 증권

## VERYVERY 코스메틱



자료: 블리블리, SK 증권

## 2. SNS, 새로운 마케팅 채널로 등극

### 위챗을 통한 마케팅 활동 강화되고 있어

K-Beauty 가 중국 여심을 사로잡는데 일조한 경로로 소셜네트워크서비스(SNS)를 빼놓을 수 없다. 특히 세계 3 대 메신저이자 중국 국민 메신저 ‘위챗’은 2015년 9 월 기준 일 평균 사용자 수가 무려 5 억 7 천만 명에 달하였고, K-Beauty 를 중국 내 침투시키는 데 매우 중요한 역할을 했다. 위챗은 중국 텐센트가 2011년 내놓은 모바일 기반 SNS로서 중국어 발음 표기로는 웨이신이다. 공식 출범 후 보이스 대화기능과 공중계정 플랫폼을 선보이며 4년만에 중국 내 SNS 시장 점유율의 정상을 차지했다. 특히 위챗 공중계정 플랫폼은 중국은 물론 한국 등 해외 기업들이 공식 계정 개설을 통해 중국 소비자에게 직접 다가갈 수 있다는 장점이 있다. 이미 베버리, 임생로랑, 몽블랑, 마이클 코어스 등 다양한 명품 브랜드들이 앞다퉈 위챗을 통해 적극적인 마케팅을 펼치고 있다.

중국판 카카오톡 ‘wechat’



자료: 언론보도, SK 증권

메이크업 아티스트 조성아의 초초스팩토리



자료: 언론보도, SK 증권

누구나 한번쯤 블로그 및 각종 SNS 리뷰를 보고 물건을 구매했던 경험이 있다. 하지만 범람하는 정보 속에서 내용 조작, 과장된 광고 사례 등 리뷰에 대한 신뢰도가 무너지며 피해가 속출하기도 했다. 이에 소비자들이 믿을 수 없는 리뷰를 멀리하고 가까운 지인들로 구성된 소규모 SNS로 눈을 돌리기 시작하며 위챗이 대안으로 떠올랐다. 위챗은 실제 사용자끼리 친구를 맺어야 상대방의 게시물을 볼 수 있으며 가까운 지인들끼리 구성돼 리뷰에 대한 신뢰도가 굉장히 높은 편이다. 더욱이 불특정 다수를 위한 콘텐츠가 아닌 뚜렷한 타깃이 존재한다는 차별성을 가지고 있어 믿을 만하다.

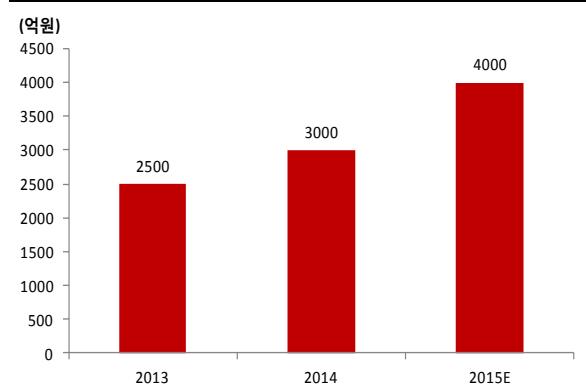
### 3. 혁신적인 제품을 바탕으로 확대되는 K-Beauty

**이너뷰티 제품, 새로운  
블루오션으로 떠올라**

K-Beauty 가 중국 여심을 사로잡은 또 다른 비결은 차원 높은 발상과 기술력에 기반한 ‘혁신적’ 제품 생산이다. 주목할 만한 점은 이러한 현상이 화장품뿐만 아니라 식품, 디바이스 등 Beauty 와 연관된 모든 영역에 걸쳐 전방위적으로 이뤄지고 있다는 것이다. 최근에는 바르는 화장품보다 높은 피부 흡수 및 침투 기능으로 보다 깊숙한 곳까지 이로운 영양분과 수분을 공급해 주는 먹는 화장품, 즉 ‘이너뷰티’관련 제품이 인기를 끌고 있다. 또한 그 소비 영역이 더욱 폭넓게 확대되어 국내뿐 아니라 세계 각국 뷰티 업계의 새로운 블루오션으로 떠오르고 있다. 이는 알약, 과립 타입, 드링크제, 젤리 타입 등 소비자 각각이 지닌 취향 및 개성을 충분히 고려한 맞춤식 이너뷰티 제품들이 연이어 시장에 모습을 드러내는 추세를 보면 쉽게 알 수 있다. 이러한 현상은 중국 내에서도 동일하게 나타나고 있다. 그러나 단 한 가지 특이점을 꼽자면, 유수의 중국 소비자들 의식 속에 자국시장보다 한 발 앞선 제품력을 지닌 것으로 판단되는 한국의 이너뷰티 제품이 그 수혜를 누리고 있다는 점이다.

국내 이너뷰티 시장 규모

(단위: 억원)



자료: 각사, SK증권

라네즈 콜라겐 드링크제



자료: 언론보도, SK증권

### 3. 계속 성장하는 중국 화장품 시장, 그리고 한국화장품 수요

전세계적으로 한국 화장품 산업은 꾸준한 성장을 나타내고 있다. 무역협회에 따르면 2014년 대한민국의 화장품 수출은 1,593 백만불에서 2015년 2,439 백만불로 53.1% 증가했다. 그리고 지역별로는 중국 내 성장이 가장 빠르다.

Segment 별 화장품 시장 규모 추이

(단위: Mil USD)

		2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Beauty and Personal Care	World	317,693.00	333,077.90	350,964.10	369,901.00	388,183.20	406,747.80	425,947.90
	China	29,557.30	32,843.40	36,970.10	40,569.40	44,250.80	47,543.20	50,683.00
	South Korea	7,708.20	8,299.70	9,146.50	9,858.60	10,440.90	11,006.50	11,637.20
Colour Cosmetics	World	41,422.50	43,341.80	45,590.20	48,053.40	50,552.00	53,139.50	56,565.50
	China	2,164.80	2,369.60	2,669.80	2,912.20	3,297.20	3,635.20	4,030.70
	South Korea	1,067.50	1,117.00	1,280.50	1,418.70	1,594.10	1,750.90	1,886.40
Skin Care	World	82,088.10	86,274.60	90,924.70	95,877.20	100,649.20	105,577.10	110,433.50
	China	14,280.50	16,145.10	18,464.60	20,380.20	22,321.10	24,196.10	25,823.70
	South Korea	3,700.40	4,076.00	4,533.00	4,875.00	5,088.90	5,339.30	5,644.80

자료: Euromonitor, SK증권

#### 1. 전세계에서 유일하게 고성장 하는 중국 화장품 시장

소득의 증가로 인해 소비재에 대한 needs 높아져

중국의 1인당 GDP 규모가 5만 위안에 육박하고 있는 가운데, GDP 향상에 따른 가처분 소득 증가, 도시화로 인한 자동차, 음식료, 화장품 등 소비재에 대한 needs 가 높아지고 있다. 앞서 언급한 바와 같이 중국의 다양한 화장품 유통경로 역시 K-Beauty 를 이끄는 중요한 요인중 하나이다. 온라인 쇼핑의 성장이 빨라지면 모바일 쇼핑의 성장도 빨리진다. 특히 스마트폰 보급 확대로 언제 어디서나 접속과 결제가 가능하게 되면서, 모바일 쇼핑과 더불어 소셜커머스 사업 역시 더불어 성장하고 있다. 중국 역시 인터넷 시장 유통의 패러다임 변화가 나타나고 있는 가운데 국내 화장품 업계의 또 다른 판매 채널로 부각되고 있다. 중국 최대 쇼핑몰인 타오바오와 티몰 등을 운영하고 있는 알리바바는 지난 해 인터넷 결제 시스템을 간소화해 접근성을 높였다. 11월 11일 광군절 알리바바 쇼핑몰 하루 매출은 16조 5,000억원에 달했다. 이러한 알리바바의 성과는 향후 중국 인터넷 유통 업계의 변화로 이어질 것으로 판단된다. 실제로 지난 11월 광군절 당시에도 화장품, 의류, 가방, 전기밥솥 등 중국인의 한국 제품 직구 방식이 변화되며 관련 업체들의 매출이 큰 폭 증가한바 있다.

중국 화장품 시장 품목별 성장률 추이

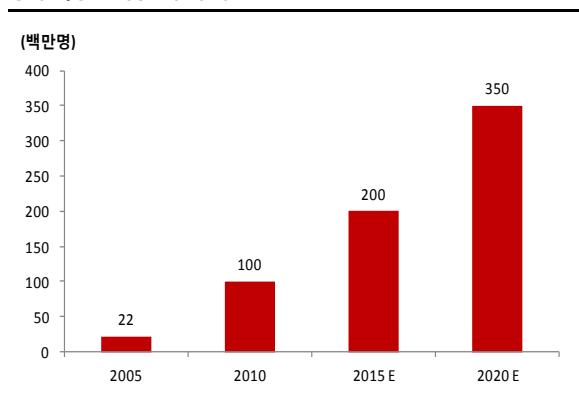
(단위: %)

	2008	2009	2010	2011	2012
전체	10.7	10.9	11.9	14.1	12.8
Skin Care	10.7	9.6	11.9	12.1	11
Make-up	21.3	25.2	22.9	17.1	15
Hair care	9.1	7.1	13.1	16.6	18
Fragrance	9.1	7.1	13.1	16.6	18

자료: KOTRA, SK 증권

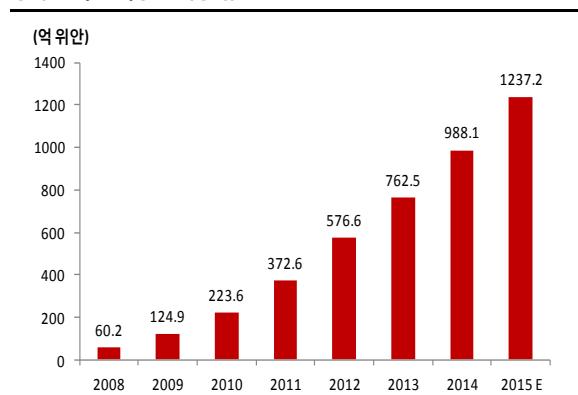
2000년 불과 10조원 수준이었던 중국의 화장품 시장은 2014년 기준 약 55조 원 수준까지 성장하며 전세계 화장품 시장의 10%를 차지하고 있다. 또한 2012년을 정점으로 다소 둔화되는 모습을 나타내고 있지만 여전히 글로벌 화장품 시장에서 유일하게 높은 성장을 나타내고 있다.

중국 화장품 사용인구 추이



자료: Shiseido, SK 증권

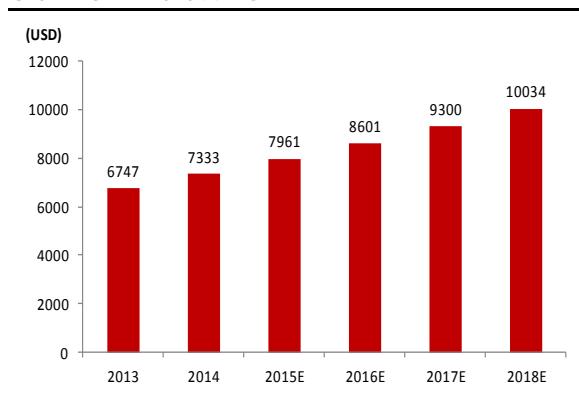
중국 온라인 화장품 시장 규모



자료: 무역협회, SK 증권

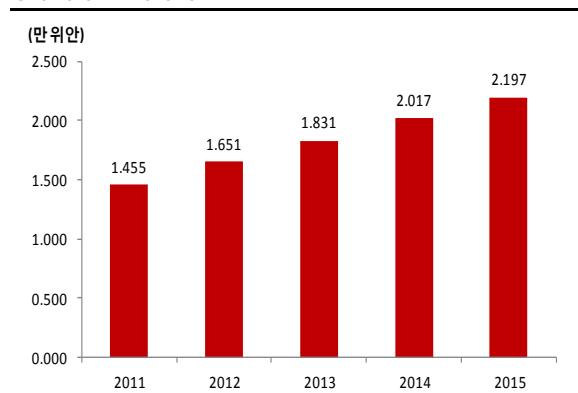
중국 화장품 시장의 성장의 가장 큰 배경으로는 개인 소득의 증가를 꼽을 수 있다. 2001년 중국 1인당 GDP는 1,000달러 수준이었으나 2014년 7,572달러로 CAGR 기준 16.5% 성장했다. 소득 수준이 빠르게 증가함에 따라 파생되는 삶의 여유가 화장품과 같은 재화의 소비를 촉진시킨 것으로 판단된다. 과거 중국은 사회주의체제 아래 정부가 제조에서부터 유통 등 소비의 모든 영역을 국영기업에 의해 운영함에 따라 소매업자가 이익을 취할 수 없는 구조였다. 하지만 1978년 개혁개방 이후 소비에 대한 인프라가 형성되기 시작했고, 이제는 이러한 현상이 소비재 선택에 본격적인 영향을 미치고 있을 것이다. 1990년대 민영기업과 고용의 증가에 힘입어 개인의 소득과 소비가 빠르게 증가했다.

중국 1인당 GDP 추이 및 전망



자료: IMF, SK 증권

중국 가처분 소득 추이



자료: 중국 통계국, SK 증권

### 중국 위생허가 여전히 걸림돌로 작용

한편 지난 해 한중 FTA가 체결되며 현재 6~10%의 높은 관세가 면제될 것으로 예상되는 가운데, 최근 수입절차 과정 중 동물실험 폐지, CFDA에서 허가되는 화장품 원료 추가 발표 등은 국내 화장품 업체에 긍정적으로 평가된다. 하지만 중국 화장품 시장에 진출하기 위한 첫 관문인 ‘위생허가’는 여전히 큰 장벽으로 남아있다. 중국 위생허가는 중국 CFDA에서 감독하고 있으며, 수입 통관시 위생허가 승인서 제출이 필수이다. 특히 최근 위생허가와 승인 관련 중국 정부기관이 과거와는 달리 투명해지고 전산화 되고 있어 위생허가 승인까지 보다 많은 노력이 필요하다.

### 중국 위생허가 소요기간

구분	비특수	특수
준비기간		1~2개월
검사기간	3개월	5개월
CFDA심사기간	2개월	5개월
허가대기 및 증명서발급	1개월	1개월
총 소요기간	약 7개월	약 11개월

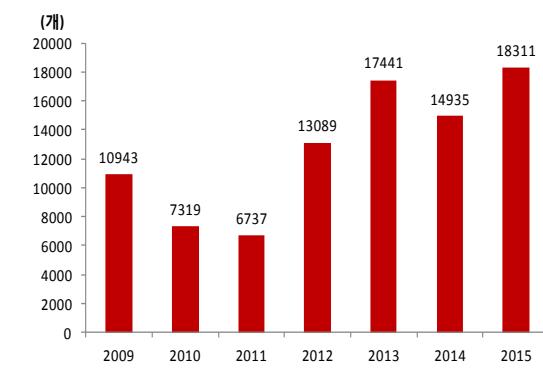
자료: KTR, SK 증권

주: 1)소요기간은 제품의 종류 등에 따라 상이할 수 있음

2) 특수화장품: 염색, 모발, 체형, 미백, 자외선차단제 등 기능성 화장품

### 중국 위생허가 현황

(단위: 개)



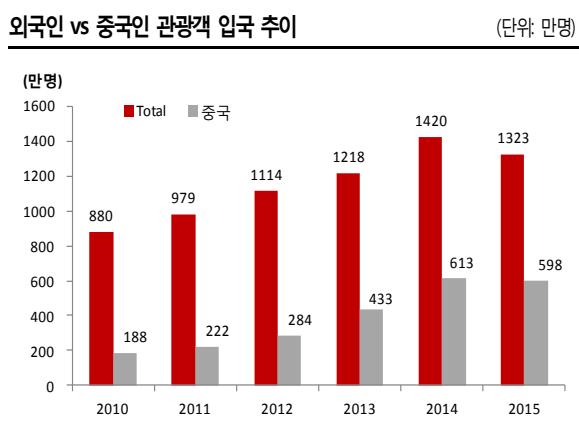
자료: KTR, SK 증권

## 2. 한국 제품에 대한 신뢰도 높은 중국인

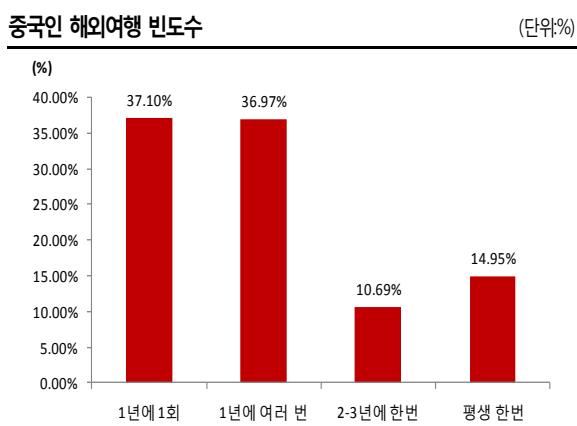
### 유커, 한국 방문시 향수와 화장품 구매 가장 많아

무역협회에 따르면 지난 해 중국인의 사치품 소비액은 1,060 억 달러로 전세계에서 차지하는 비중이 46%인 것으로 나타났다. 특히 자국 내에서 사치품 구매는 전체의 4/1에 불과했으며 대다수가 해외에서 구매한 것으로 나타났다. 이 가운데에서도 한류를 바탕으로 한 K-Beauty 가 중국 시장에서 단연 돋보이고 있는데, 같은 아시아 문화를 공유하고 있으며, 최신 감각을 자랑하는 독창적인 아이템을 바탕으로 한 한국 화장품에 대한 중국인들의 사랑은 지속될 것이다.

최근 해외 소비에 대한 중국 정부의 완화정책에 힘입어 중국인들의 해외 여행은 점차 확대되고 있으며, 그 중심에 한국을 방문하는 ‘유커’들이 있다. 한국을 방문하는 유커 중 20~40 대의 비중은 약 40%를 상회하며, 이들이 한국에서 가장 많은 시간을 할애하는 부분은 쇼핑이다. 이들의 쇼핑목록을 살펴보면 향수와 화장품이 73.1%로 가장 많으며, 의료 40.8%, 식료품 32.7% 순이다. 즉 중국인들에게 접근성이 좋은 한국은 아시아 국가 중 최적의 해외 여행지로 꼽히고 있으며, 패션 뷰티 분야에서 최신 유행을 체험할 수 있는 곳으로 여성들의 선호도가 매우 높다는 점을 알 수 있다. 특히 한국의 드라마와 영화, 대중가요가 인기를 끌며 시작된 한류는 2014년 ‘별에서 온 그대’로 다시 한번 성장하고 있다. 전지현과 김수현은 중화권 내 톱스타 자리에 올랐고 그들이 먹고 마시며 바르고 입는 모든 것이 중국인 시청자들의 관심사가 되었다.



자료: 한국관광공사, SK증권



자료: WTCF, SK증권

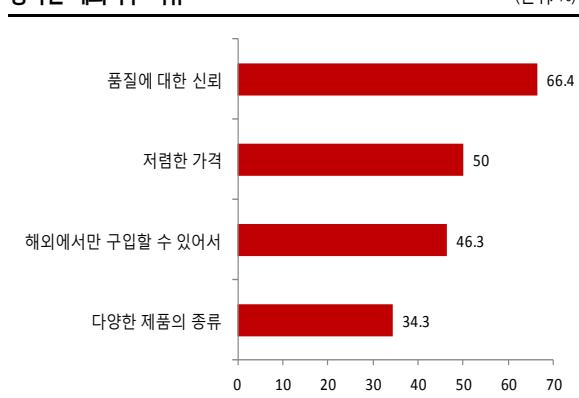
초기 한국형 아이돌 가수를 동경하던 청소년 한류 팬들은 현재 중국의 소비시장을 쥐락펴락하는 소황제 세대, 바링허우(八零後 1980년 이후 태어난 세대)로 그 존재감을 과시하고 있다. 또한 중국이 개혁과 개방으로 경제적 부를 이룬 1990년 이후 태어난 세대인 주링허우(九零后 1990년 이후 태어난 세대)가 합세하며 소비 시장이 완전히 재편성 됐다. 이들은 앞선 세대보다 더욱 적극적으

로 한류 문화 콘텐츠를 체득했고 온라인을 통한 소비로 강력한 영향력을 행사하고 있다.

### 점차 커져가는 중국의 해외 직구시장

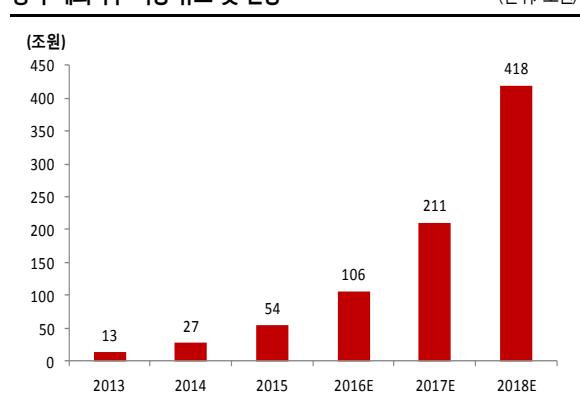
한국을 방문했던 유커와 중국 내 바링허우-주링허우 세대는 ‘하이타오족(海淘族)’으로 다시 한번 진화를 거듭하고 있다. ‘바다’를 의미하는 ‘하이(海)’와 ‘소비하다’라는 뜻의 ‘타오(淘)’의 합성어로, 이들은 PC 와 스마트폰을 결합해 온라인으로 해외 상품을 구매하는 중국인을 일컫는다. 중국인이 해외 직구를 선호하는 이유는 뛰어난 품질과 국내 소비 가격과의 차이, 해외 브랜드에 대한 선호 때문인 것으로 조사된다. 특히 하이타오족이 해외 직구로 가장 많이 구매한 물품은 단연 화장품이다. 여성 하이타오족의 66.7%가 화장품을 구입한 적이 있으며 이 비율은 기타 품목에 비해 월등히 높은 수준이다. 또한 중국 하이타오족이 해외 직구를 위해 가장 많이 찾은 국가로 미국에 이어 한국이 두 번째 순위에 올랐다.

중국인 해외직구 이유



자료: CNNIC, SK 증권

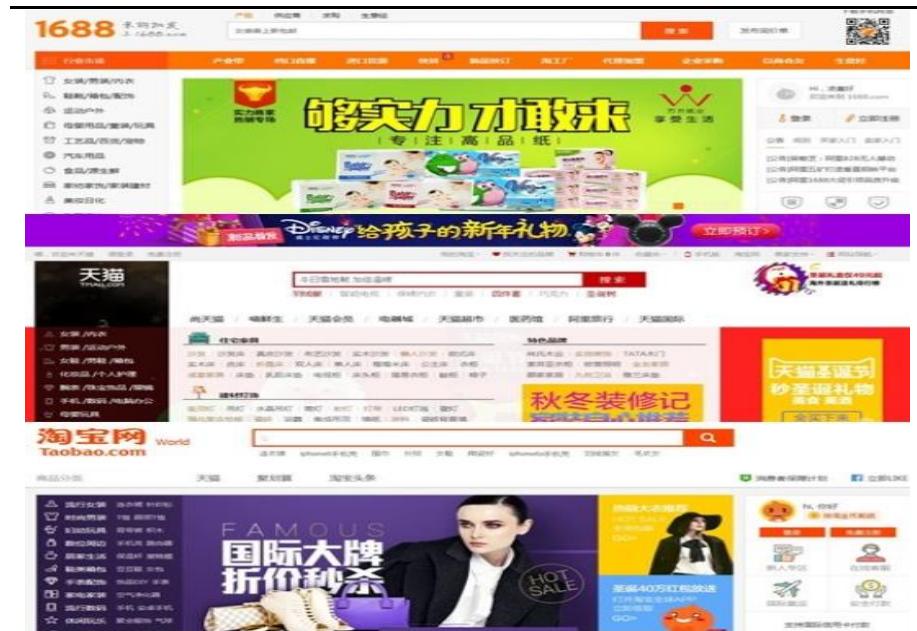
중국 해외직구 시장 규모 및 전망



자료: 중국전자상거래연구센터, SK 증권

중국의 짹퉁 제품 문제 역시 중국 소비자가 직구로 몰릴 수 밖에 없는 원인을 제공했다. 중국의 인터넷 쇼핑 시장은 타오바오(淘宝网)를 대표로 하는 C2C 시장 중심에서 B2C로 무게중심이 옮겨가는 중이다. 개인과 영세 판매업자가 많아 소비자들이 판매되는 제품의 정품 여부를 확인하기 어렵다는 이유로 타오바오와 소비자간의 신뢰에 금이 가기 시작했다. 알리페이(Alipay)와 같은 지불 수단에 힘입어 온라인 채널의 안정성에 대한 신뢰도가 높아진 것도 하이타오족의 세를 불리는 요인이다. 중국 외곽지역 소비자들의 시간적 공간적 비용을 줄여 유통채널을 대신 해주고 있다는 점도 온라인 쇼핑 선호의 이유다. 물류 네트워크의 발전으로 낙후 지역의 소비자들도 대도시 소비자가 선호하는 제품을 같이 쇼핑할 수 있게 된 것이다.

## 중국 온라인 쇼핑몰



자료: 주요 언론

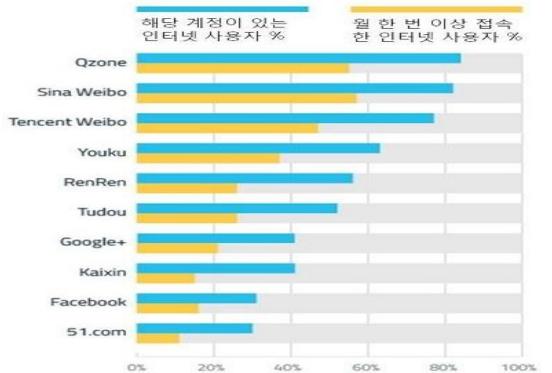
또한 징동닷컴(京东商城) 등 B2C 사이트는 브랜드 제품을 주로 취급하며 정품 판매를 보장하는 다양한 조치로 소비자의 신뢰를 얻고 있다. 알리바바가 다수의 기업과 개별 소비자를 연결하는 오픈 마켓의 성격인 반면 징동닷컴은 엄격한 관리로 자체 쇼핑몰의 경쟁력을 확보하고 있다. 알리바바의 기세가 여전하지만 징동닷컴의 약진이 해를 거듭할수록 눈에 띈다. 이렇듯 온라인 쇼핑몰의 모조품에 시달리던 직구족이 한국으로 대거 시선을 돌리면서 한국의 전체 전자상거래 수출액에서 중국 수출액이 차지하는 비중은 지난해 27%에서 올해 42%로 뛰어 올랐다.

## 중국 웨이보와 웨이신



자료: 각사, SK 증권

## 중국 인터넷 사용자 중 SNS 사용 현황(2014년 1분기 기준)



자료: 글로벌웹인덱스

### 3. 중국 SNS 마케팅에 주목해야

#### SNS를 통한 뷰티제품의 노출과 홍보 점차 확대

예나 지금이나 입소문은 소비자들의 구매 심리에 가장 큰 영향을 미친다. 블로그와 SNS를 통한 바이럴 마케팅은 홍보를 위한 가장 드넓은 장이며 13억 중국 소비자를 최전선에서 들여다 보고 소통할 수 있는 무궁무진한 기회의 공간이다.

웨이보(微博)는 중국 최대 소셜네트워크서비스(SNS)로 중국판 페이스북, 혹은 트위터로 볼 수 있다. 가입 회원수만 해도 2억 5천만명에 육박하며 중국 인터넷 이용자의 73%가 웨이보를 이용하고 있다. 이들은 웨이보를 가장 중요한 정보 수집 수단으로 여기는 것으로 조사됐다. 이 가운데 수 많은 팔로워를 거느린 파워웨이보리안의 영향력은 상당하다. 뷰티 관련 제품 리뷰를 통해 자연스럽게 불특정 다수를 대상으로 제품 노출과 홍보가 이루어진다.

중국판 카카오톡인 웨이신(微信)은 6억명의 가입 회원수를 자랑하는 최대 모바일 인스턴트 메신저다. 웨이신은 개방형 SNS인 웨이보와 달리 지인들끼리 양방향 수락과 동시에 친구를 맺는 폐쇄형 SNS로 가까운 지인을 통한 정보라는 높은 신뢰성을 기반으로 새로운 마케팅의 장으로 떠오르고 있다. 중국 내 관계를 중시하는 판시(關係)문화가 소비에도 중요하게 작용하고 있는 것이다.

중국 segment 별 시장 규모 추이

(단위: Mill USD)

Categories	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Beauty and Personal Care	29,557.30	32,843.40	36,970.10	40,569.40	44,250.80	47,543.20	50,683.00
Baby and Child-specific Products	871.30	1,039.90	1,219.50	1,425.40	1,662.60	1,945.90	2,269.70
Bath and Shower	2,302.30	2,439.00	2,619.30	2,784.00	2,963.50	3,124.70	3,259.00
Colour Cosmetics	2,164.80	2,369.60	2,669.80	2,912.20	3,297.20	3,635.20	4,030.70
Deodorants	70.50	77.70	85.70	92.60	98.60	104.10	109.40
Depilatories	42.20	45.50	50.50	54.50	59.20	64.70	70.30
Fragrances	561.40	605.60	680.00	740.20	792.70	844.60	901.90
Hair Care	5,235.30	5,696.70	6,236.20	6,779.20	7,231.40	7,460.30	7,650.30
Men's Grooming	860.40	1,029.70	1,248.50	1,478.60	1,668.70	1,811.60	1,949.90
Oral Care	2,994.20	3,276.80	3,644.20	3,996.40	4,354.20	4,591.10	4,883.50
Skin Care	14,280.50	16,145.10	18,464.60	20,380.20	22,321.10	24,196.10	25,823.70
Sun Care	451.00	513.60	595.20	651.30	690.80	748.50	807.40
Sets/Kits	1,100.20	1,256.50	1,458.70	1,662.90	1,872.70	2,148.70	2,500.30

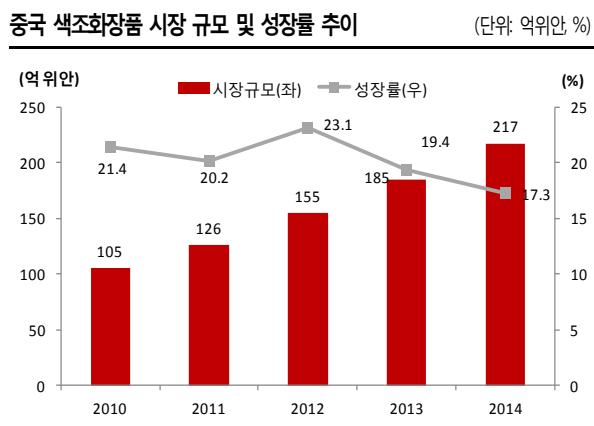
자료 Euromonitor, SK 증권

## 4. 색조화장품, 헤어케어 새로운 성장 동력

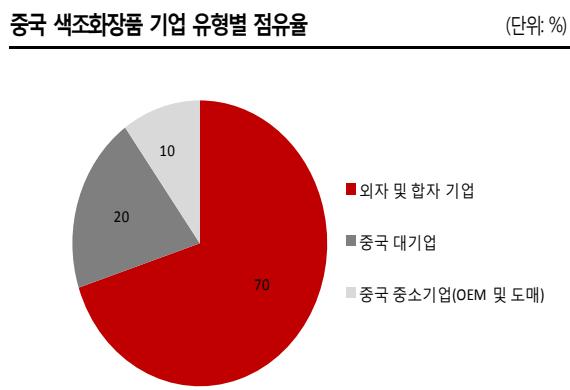
### 빠르게 성장하는 중국 색조화장품 시장

메이크업 제품 시장은 K-Beauty 의 또 다른 성장 동력이다. 기존 스킨 케어 중심의 중국의 화장품 소비 시장 구조는 이제 강렬하고 화려하게 반짝이는 색조 메이크업 시장으로 확대되고 있다. 과거 매장의 5~10% 정도 자리를 점유하던 메이크업 제품은 현재 30% 이상을 차지한다. 중국의 화장품 품목별 수입 현황을 살펴보면 립 케어 화장품과 샴푸의 약진이 유난히 두드러짐을 알 수 있다. 매년 수입 증가율이 각각 35.3%, 38.3%에 이른다.

중국 전체 화장품시장은 2014년 기준으로 478 억 달러였는데 그 중 스킨 케어 제품이 231 억 달러로 28% 차지하고 색조화장품은 30 억 달러인 6%를 차지했다. 유로모니터(Euromonitor)에 따르면 2014년 중국 색조화장품 시장은 스킨 케어나 향수에 비해 가장 빠른 증가세를 보였으며, 이중 립스틱의 증가율이 가장 높은 것으로 나타났다. 또한 2019년 중국 색조화장품 시장규모는 적어도 59 억 달러로 2014년에 비해 74% 증가할 것이라고 전망했다.



자료: Datamonitor, SK증권



자료: 바이두, SK증권

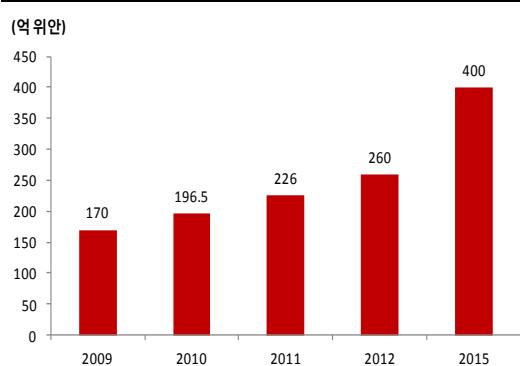
### 헤어케어와 바디케어 시장성장 두드러져

한편 중국의 헤어케어 제품 시장규모는 2013년 기준 약 5 억 달러로 전년 대비 15.4% 성장했다. 소득 향상에 따라 헤어케어와 바디케어 등 생활용품 시장 성장세가 유난히 두드러진다. 경제 성장으로 인한 중간 소득층의 확대와 미용에 대한 관심 증대는 스킨케어 뿐 아니라 헤어와 보디케어에 대한 니즈로 이어지고 있다. 그러나 높은 구매력을 갖춘 시장이 형성되고 있음에도 불구하고 현재 헤어케어 시장은 변화하고 있는 중국 소비자들의 요구를 반영하지 못할 뿐 아니라 브랜드 체계조차 잡혀있지 않다.

이렇듯 중국의 헤어케어 시장은 지속 성장형 시장이므로 장기적인 전략을 통해 제품을 개발하고 품질을 향상시킨다면 유망한 시장이 될 것으로 예상된다. 또한 헤어케어 제품을 생활용품으로 인식하던 단계를 지나 피부 타입에 맞춰 신중하게 고르는 화장품으로 분류하기 시작함에 따라 프리미엄 샴푸 시장이 활기를 떨 것으로 기대된다. 헤어케어 시장 역시 지역별 특성의 영향을 받는 편이다. 특히 상해를 중심으로 활발한 경제 발전을 이루고 있는 화동지역은 경제력을 바탕으로 하여 특화 제품이나 고품질 제품을 선호하는 경향을 보이기 때문에 다기능성 샴푸에 대한 니즈가 높다. 이렇듯 중국인들의 헤어 관리에 대한 관심이 증대되면서 샴푸 시장은 K-코스메틱의 새로운 동력으로 떠오르고 있다. 관세청에 따르면 올해 1 월부터 11 월 샴푸 수출액은 9004 만달러를 기록해 연말 까지 총 1 억달러에 육박할 전망이다. 이미 지난해 전체 수출액(6221 만달러)보다 45% 많고 2013년(4042 만달러)에 비해선 두 배 넘게 뛰었다.

중국 헤어케어 시장

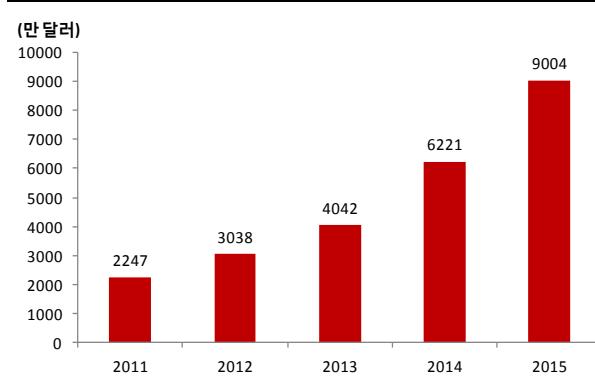
(단위: 억 위안)



자료: Datamonitor, SK증권

샴푸 수출 규모 추이

(단위: 만 달러)



자료: 관세청, SK증권

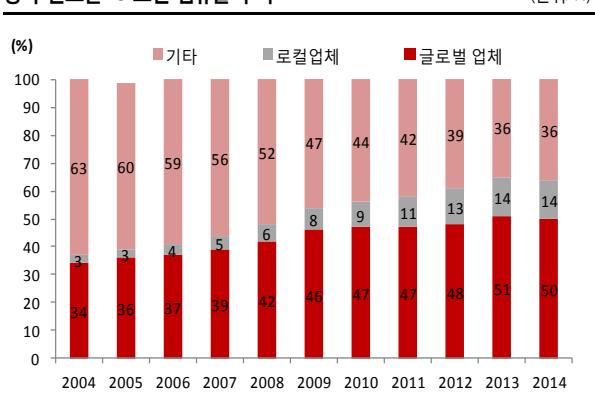
### 한방을 활용한 생활용품 관심 높아져

차이나컨설팅에 따르면 2012년 중국 헤어케어시장에서 중국 한방 약재를 사용한 샴푸의 시장규모가 약 45 억위안으로 최근 3년간 연평균 20%씩 성장하고 있다. 중국 소비자들은 한방 약재에 대한 관심이 높고 한방 약재를 이용한 기능성 제품이 화장품뿐만 아니라 생활용품에서도 인기를 끌고 있다. 샴푸 한류의 중심은 중국으로, 전체 수출액의 60% 이상을 차지하고 있다. 아모레퍼시픽은 고가의 탈모 예방 샴푸인 '려 자양윤모'로 백화점에 진출했다. 동시에 한류 스타 박신혜를 브랜드의 얼굴로 내세우며 중화권 소비자들의 마음을 사로잡았다. 11월 11일 광군제 때는 하루 동안 샴푸 5만통을 판매해 약 11억 8000만원의 매출을 올렸다. 한방 샴푸는 온라인 쇼핑몰인 티몰은 물론이고 면세점 채널에서도 중국 소비자들의 뜨거운 반응을 얻고 있다.

## 4. 화장품 업종에 대한 Argument

### 1. 중국 로컬업체 시장점유율을 가파르게 상승, 걱정해야 하나?

중국 글로벌 vs 로컬 점유율 추이



자료: Euromonitor, SK 증권

#### 2014년 중국 로컬 브랜드 시장점유율 14% 기록

대한화장품산업연구원에 따르면 중국 로컬업체 가운데 상하이쟈화(上海家化)와 자란그룹(伽藍集團)의 시장점유율은 2%가 채 되지 않는다. 하지만 주목할 점은 시장점유율이 가파르게 상승하고 있다는 점이다. 중국 로컬 업체 상위 8개사의 합산 점유율은 2010년 9%였지만 5년만인 2014년에 14%까지 증가했다. 중국 화장품 시장의 폭발적인 성장 추세를 본다면 한국 화장품 업계도 미래를 낙관할 수 만은 없다. 낮은 가격과 향상된 품질로 한국 화장품을 맹추격하고 있는 동시에 상하이쟈화, 자란그룹 외에도 보라이야(珀萊雅), 바이췌링(百雀羚) 등 중국의 화장품 브랜드들이 새로운 유통 채널을 통한 시장 선점과 자체 브랜드 확보 등으로 경쟁력을 갖추고 있다.

하지만 아직은 중국 로컬 브랜드를 견제해야 하는 수준은 아닌 것으로 판단된다. 한국은 같은 아시아권 문화로 동질감을 형성하고 있다는 점, 한국 화장품은 아시아 여성의 피부에 더 잘 맞는다는 인식, 자연친화적인 브랜드 이미지로 쌓은 신뢰도와 식지 않은 K-Beauty 열기로 인해 중국 소비자들의 충성도가 높기 때문이다. 따라서 중국 내 한국 화장품 브랜드에 대한 인기는 지속될 것으로 판단된다.

중국 로컬 화장품 브랜드



자료: SK 증권

## 2. 화장품 Valuation 에 대한 논란은 아직 시기상조

2013년 이후 높은 주가 상승을 보여주었던 화장품 업종에 대한 Valuation 논란은 아직도 지속되고 있다. 현재 화장품 업체들의 2016년 예상 P/E는 35배 수준으로 역사적 고점 수준이 유지되고 있어 추가적인 주가 상승에 대한 의문이 상존해 있다.

이렇듯 올해 하반기 위안화 절하, 중국 정부의 화장품 통관 규제 강화 및 이미 높은 주가 수준을 감안할 때 과거와 같은 주가 상승폭을 기대하기는 어렵다. 하지만 여전히 K-Beauty의 열풍은 생각보다 강력하고, 2016년에도 중국 화장품 시장 성장에 따른 실적 모멘텀은 살아있다. 이에 더해 Inbound/Outbound 여행객 증가, 중국을 비롯한 이미징 아시아 시장의 소득의 증가는 화장품 산업의 성장을 뒷받침 해주는 든든한 원동력이 될 것이다. 과거 Global Peer Group들의 성장기 당시 P/E 50~60배 수준이었음을 감안한다면 추가적인 상승은 충분히 가능한 것으로 판단된다.

화장품 업종 내 중국 등 해외 현지 생산 공정을 보유하고, 다양한 브랜드와 고객을 확보하고 있으며, 중국 정부 규제에서 보다 자유로운 아모레퍼시픽, LG생활건강, 코스맥스, 한국콜마 등 상위 업체들을 중심으로 높은 성장세가 유지될 것으로 기대된다. Top Pick으로는 아모레퍼시픽과 코스맥스를 추천한다.

## Appendix. 1. 중국 브랜드별 MS 추이

중국 브랜드별 MS 추이 - Beauty &amp; Personal Care

(단위%)

Categories	Companies	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Beauty and Personal Care	Procter & Gamble Co, The	15.20	14.80	14.40	14.00	13.30	12.60	11.60
	L'Oréal Groupe	7.80	8.30	8.60	8.90	9.00	9.20	8.90
	Shiseido Co Ltd	3.90	4.20	4.30	3.90	3.60	3.50	3.30
	Mary Kay Inc	2.30	2.50	2.50	2.60	2.80	3.20	3.30
	Unilever Group	3.50	3.50	3.60	3.70	3.60	3.20	3.00
	Colgate-Palmolive Co	2.80	2.80	2.70	2.80	2.80	2.80	2.80
	Amway Corp	3.40	3.10	3.00	2.80	2.60	2.40	2.20
	Shanghai Jahwa United Co Ltd	1.50	1.60	1.70	1.80	1.90	2.10	2.20
	Beiersdorf AG	2.60	2.60	2.50	2.40	2.30	2.10	2.00
	Johnson & Johnson Inc	2.20	2.10	2.00	2.00	2.00	2.00	1.90
	Estée Lauder Cos Inc	1.10	1.30	1.60	1.70	1.70	1.80	1.90
	AmorePacific Corp	0.50	0.70	0.80	0.90	1.20	1.40	1.90
	Jala (Group) Co Ltd	1.00	1.10	1.30	1.40	1.50	1.70	1.80
	Shanghai Pehchaolin Daily Chemical Co Ltd	0.00	0.10	0.20	0.40	0.90	1.40	1.60
	Perfect Resources (M) Sdn Bhd	1.70	1.60	1.50	1.50	1.40	1.50	1.50
	Shanghai Kans Cosmetics Co Ltd	0.10	0.10	0.20	0.40	0.70	1.00	1.40
	LVMH Moët Hennessy Louis Vuitton SA	1.00	1.00	1.10	1.10	1.20	1.20	1.30
	Henkel AG & Co KGaA	0.50	0.70	0.90	1.00	1.00	1.10	1.20
	Yunnan Baiyao Group Co Ltd	0.40	0.50	0.60	0.80	1.00	1.10	1.20
	Proya Cosmetics Co Ltd	0.30	0.50	0.70	1.00	1.10	1.10	1.20
	Others	48.20	46.90	45.80	44.90	44.40	43.60	43.80

중국 브랜드별 MS 추이 | Skin Care

(단위%)

Categories	Companies	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Skin Care	L'Oréal Groupe	10.00	10.70	11.00	11.30	11.40	11.80	11.20
	Mary Kay Inc	4.00	4.30	4.30	4.50	4.70	5.50	5.60
	Shiseido Co Ltd	6.20	6.50	6.60	6.00	5.50	5.20	4.90
	Procter & Gamble Co, The	7.20	6.90	6.50	6.20	5.80	5.30	4.70
	Shanghai Jahwa United Co Ltd	1.90	2.20	2.50	2.80	2.90	3.20	3.30
	Jala (Group) Co Ltd	1.80	2.00	2.30	2.50	2.70	3.00	3.20
	Shanghai Pehchaolin Daily Chemical Co Ltd	0.00	0.20	0.40	0.80	1.80	2.60	3.20
	Estée Lauder Cos Inc	1.90	2.20	2.60	2.80	2.90	3.00	3.10
	AmorePacific Corp	0.90	1.10	1.30	1.60	2.00	2.20	2.80
	Amway Corp	4.00	3.80	3.60	3.30	3.10	2.80	2.50
	Shanghai Kans Cosmetics Co Ltd	0.20	0.20	0.40	0.60	0.80	1.60	2.40
	Perfect Resources (M) Sdn Bhd	2.80	2.50	2.30	2.20	2.20	2.30	2.30
	Proya Cosmetics Co Ltd	0.60	0.90	1.30	1.80	1.90	2.00	2.20
	Beiersdorf AG	2.40	2.40	2.30	2.20	2.30	2.10	2.10
	Shanghai Inoherb Cosmetics Co Ltd	0.60	1.10	1.70	2.10	2.10	2.00	2.00
	Guangdong Marubi Biotechnology Co Ltd	0.90	1.20	1.40	1.60	1.70	1.80	1.90
	Private Label	0.80	1.00	1.00	1.00	1.10	1.30	1.50
	Johnson & Johnson Inc	1.80	1.70	1.60	1.50	1.50	1.40	1.30
	Jiangsu Longrich Group	-	-	-	1.50	1.40	1.30	1.30
	Danzi Group	0.20	0.30	0.60	0.80	1.00	1.10	1.20
	Others	51.8	48.8	46.3	42.9	41.2	38.5	37.3

## 중국 브랜드별 MS 추이 | - Skin Care

(단위%)

Categories	Companies	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Colour Cosmetics	L'Oréal Groupe	32.80	33.60	33.80	34.50	33.10	31.50	29.60
	LVMH Moët Hennessy Louis Vuitton SA	3.70	4.20	4.60	4.70	5.10	5.60	6.00
	Carslan Group Hong Kong Co Ltd	2.00	2.90	3.40	4.20	4.90	5.20	5.70
	AmorePacific Corp	0.70	1.40	1.70	1.90	2.90	3.80	5.30
	Estée Lauder Cos Inc	2.50	3.20	3.70	3.80	3.50	3.80	4.00
	Shiseido Co Ltd	5.20	5.40	5.50	5.00	4.40	4.10	3.80
	Mary Kay Inc	2.80	2.80	2.70	2.90	2.90	3.30	3.40
	Shanghai Kans Cosmetics Co Ltd	-	0.00	0.10	1.20	3.00	3.00	2.90
	Chanel SA	1.50	1.70	2.10	2.20	2.20	2.40	2.60
	Shanghai Feiyang Cosmetics Co Ltd	0.00	0.40	0.90	1.50	1.90	2.00	2.20
	IMC Group	0.70	0.90	1.10	1.40	1.60	1.80	1.90
	Jala (Group) Co Ltd	1.20	1.30	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50
	Amway Corp	2.20	2.20	2.10	2.00	1.70	1.50	1.20
	Perfect Resources (M) Sdn Bhd	1.50	1.40	1.30	1.30	1.30	1.30	1.20
	LG Household & Health Care Ltd	0.70	0.70	1.00	0.50	0.60	0.70	1.10
	Proya Cosmetics Co Ltd	0.20	0.40	0.60	1.00	1.00	1.00	1.00
	Procter & Gamble Co, The	1.70	1.70	1.50	1.10	1.00	0.90	0.90
	Huanya Group Co Ltd	0.20	0.40	0.60	0.80	0.80	0.80	0.80
	MGPIN Cosmetics Co Ltd	0.70	0.70	0.70	0.70	0.70	0.70	0.70
	Shanghai Ruishang Cosmetics Co Ltd	-	0.00	0.10	0.30	0.50	0.60	0.70
	Others	39.7	34.7	31.0	27.5	25.4	24.5	23.5

자료: Euromonitor, SK증권

주: China Only(Ex.Hong Kong)

## Appendix. 2. 화장품 Peer Group 실적 및 Valuation 추이

화장품 Peer Group 실적 및 Valuation 추이

(단위: B USD, USD 배, %)

Company	FY	Sales	OP	Net Income	EPS(\$)	PER(x)	BPS(\$)	PBR(x)	EV/EBITDA(x)	ROE(%)
아모레퍼시픽	2015	4,214.3	683.4	24.5	7.4	49.5	48.6	7.3	26.3	25.0
	2016E	4,974.7	849.1	632.9	10.2	354	51.9	6.9	20.6	20.3
	2017E	5,870.5	1,035.0	768.6	12.3	293	62.3	5.8	16.7	20.6
LG생활건강	2015	4,711.1	604.8	41.8	24.3	382	117.6	7.6	19.0	37.4
	2016E	5,164.2	725.1	505.2	31.3	291	133.5	6.8	17.3	25.8
	2017E	5,756.7	842.7	595.8	36.9	24.7	165.6	5.5	14.7	24.4
상하이 자화 유나이티드	2015	921.9	117.7	41.2	0.5	11.9	1.3	4.6	33.5	15.5
	2016E	968.3	137.5	119.5	0.2	23.7	1.4	3.0	16.1	13.3
	2017E	906.3	159.6	129.8	0.2	21.6	1.5	2.8	14.8	13.0
로레알	2015	28,035.9	4,724.2	288	6.6	262	458	3.7	16.7	19.4
	2016E	28,614.5	5,102.5	4,023.7	7.2	261	49.6	3.8	16.9	14.9
	2017E	29,960.7	5,440.0	4,290.1	7.7	24.4	53.6	3.5	15.7	14.7
에스티 로더	2015	10,780.4	1,606.3	19.5	2.9	305	9.7	8.9	16.3	42.8
	2016E	11,993.4	1,936.5	1,326.0	3.6	261	108	8.6	14.8	35.8
	2017E	12,708.8	2,152.8	1,483.3	4.0	231	10.8	8.6	13.3	39.1
바이어스도르프	2015	7,421.5	1,067.8	41.7	3.2	289	20.1	4.6	17.5	24.6
	2016E	7,538.4	1,114.8	757.9	3.3	272	22.9	4.0	15.7	15.2
	2017E	7,861.1	1,196.4	815.0	3.6	253	25.7	3.5	14.2	14.5
시세이도	2015	7,109.7	252.4	25.3	0.8	253	8.1	2.2	12.9	7.6
	2016E	7,870.7	389.9	299.8	0.7	362	9.1	2.9	14.1	8.2
	2017E	8,205.9	482.1	298.4	0.7	364	9.6	2.7	12.5	7.9
P&G	2015	76,279.0	11,790.0	51.0	2.5	195	22.7	3.4	14.2	18.2
	2016E	66,289.1	14,530.6	10,631.4	4.0	205	22.3	3.7	14.0	18.1
	2017E	68,050.1	15,310.6	11,337.3	4.3	191	23.2	3.5	13.3	19.6
유니레버	2015	59,132.4	8,438.3	57.8	1.9	232	5.9	7.4	12.7	52.3
	2016E	59,276.0	8,813.7	5,952.9	2.1	215	6.7	6.7	14.2	34.8
	2017E	61,774.1	9,393.3	6,408.2	2.3	20.0	7.5	6.0	13.2	32.1
가오	2015	12,162.7	1,358.4	44.7	1.6	31.7	11.2	4.6	13.2	24.6
	2016E	13,689.7	1,731.0	1,111.6	2.2	243	13.7	4.0	11.4	17.1
	2017E	14,279.2	1,872.3	1,220.4	2.4	221	14.8	3.7	10.4	17.2
고세	2015	1,899.9	207.0	24.4	1.9	31.4	20.5	2.7	13.3	17.1
	2016E	2,372.5	364.1	211.0	3.7	232	25.7	3.3	10.7	15.4
	2017E	2,535.8	398.7	230.3	4.0	213	28.5	3.0	9.4	15.4

자료: Bloomberg, SK증권

# Company Analysis

| 개별기업분석

# 아모레퍼시픽(090430/KS)

## 지속되는 성장세

**매수(유지)**

T.P 490,000 원(유지)

### Analyst

이승욱

sulee@sk.com

02-3773-9015

국내 화장품사 중 유일하게 중국 화장품 MS Top 10에 랭크 되어 있는 아모레퍼시픽은 설화수와 같은 프리미엄 브랜드에서부터 이니스프리, 라네즈, 에뛰드하우스, 려 등 전 부분에서 고른 성과를 나타내고 있다. 업계 최고 수준의 R&D를 바탕으로 지속적으로 히트상품이 출시됨에 따라 중장기적인 브랜드에 대한 충성도가 점차 높아지고 있다. 동사의 성장은 지속될 것으로 판단된다.

### 업계 최고수준의 R&D를 바탕으로 고객 충성도 매우 높아

아모레퍼시픽은 한국 화장품 기업 중 유일하게 중국 화장품 시장점유율 Top 10에 랭크 되어 있다. 설화수와 같은 프리미엄 브랜드에서부터 이니스프리, 라네즈, 에뛰드하우스, 려 등 전 부분에서 고른 성과를 나타내고 있다. 아모레퍼시픽은 뛰어난 R&D 능력을 바탕으로 소비자들로 하여금 소비를 자극시키는 제품 출시에 매우 능하다. 업계 최고 수준의 R&D를 바탕으로 지속적으로 히트상품이 출시됨에 따라 단기적으로 매출성장이 지속되고 있을 뿐만 아니라 중장기적인 브랜드 충성도가 점차 높아지고 있다. 저성장 기조 속에서 동사는 고가화장품 시장에서 상대적으로 저렴한 제품을 출시하여 시장의 문턱을 낮추고, 신규 소비자를 유입 시킬 수 있는 엔트리 제품을 다양화하는 전략을 펼쳐왔으며, 판매 채널의 다각화로 추진해왔다.

### 지속되는 해외사업부의 성장세

동사의 해외사업부는 매년 높은 성장세를 기록하고 있다. 특히 아시아 지역의 매출은 중국을 중심으로 크게 성장하고 있다. 중국의 경우 고급 백화점을 중심으로 매장이 확산되고 있으며, 온라인몰 입점으로 고객 접점이 확대 되고 있다. 또한 중국 이외 아세안 지역 진출로 브랜드 인지도를 점차 넓혀가고 있다. 한국 제품에 대한 선호도가 높아지고 있는 가운데, 한국 브랜드 중 인지도가 가장 높은 아모레퍼시픽의 성장은 지속될 것으로 판단된다.

### 2016년에도 지속되는 성장세

2016년 매출액과 영업이익은 각각 5조 8,153 억원(+22%, YoY), 9,886 억원(+27.9%, YoY)으로 추정한다. 2014, 2015년의 높은 성장으로 인해 2016년 실적 성장률에 대한 우려가 상존하지만, 면세 채널 확대, 럭셔리 브랜드 및 해외채널 성장에 힘입어 성장 모멘텀이 지속될 것으로 판단된다. 또한 2분기부터 메르스에 의한 기저효과와 더불어 일본 지진으로 인한 중국인 관광객 증가가 성장을 이끌 것이다. 투자의견 매수, 목표주가 490,000 원을 유지한다.

#### Company Data

자본금	345 억원
발행주식수	6,902 만주
자사주	4 만주
액면가	500 원
시가총액	244,649 억원
주요주주	
아모레퍼시픽그룹	49.28%
국민연금공단	8.09%
외국인지분률	32.60%
배당수익률	0.30%

#### Stock Data

주가(16/06/03)	423,000 원
KOSPI	1985.84 pt
52주 Beta	1.31
52주 최고가	445,000 원
52주 최저가	320,500 원
60일 평균 거래대금	435 억원

#### 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	2.7%	3.3%
6개월	0.0%	2.1%
12개월	8.0%	14.5%

#### 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	억원	31,004	38,740	47,666	58,153	68,620	80,972
yoy	%	8.8	25.0	23.0	22.0	18.0	18.0
영업이익	억원	3,698	5,638	7,729	9,886	11,322	13,360
yoy	%	1.2	52.4	37.1	27.9	14.5	18.0
EBITDA	억원	4,934	6,998	9,198	11,911	13,464	15,616
세전이익	억원	3,635	5,302	7,783	10,078	11,523	13,642
순이익(지배주주)	억원	2,680	3,791	5,775	7,623	8,722	10,333
영업이익률%	%	11.9	14.6	16.2	17.0	16.5	16.5
EBITDA%	%	15.9	18.1	19.3	20.5	19.6	19.3
순이익률	%	8.6	9.9	12.3	13.2	12.8	12.8
EPS	원	3,883	5,493	8,368	11,046	12,638	14,972
PER	배	25.8	40.4	49.5	38.3	33.5	28.3
PBR	배	2.7	5.4	8.6	7.3	6.1	5.1
EV/EBITDA	배	12.3	19.6	28.2	22.3	19.4	16.3
ROE	%	11.0	14.0	18.6	20.7	19.9	19.8
순차입금부채비율	억원	-2,744	-4,563	-7,631	-8,489	-13,153	-20,365
	%	32.5	33.9	31.8	29.8	29.2	28.4

## 아모레퍼시픽 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)

	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	2015	1Q16	2Q16E	3Q16E	4Q16E	2016E
매출액	12,044	11,954	11,411	12,258	47,666	14,851	14,637	13,824	14,840	58,152
영업이익	2,780	2,081	1,634	1,234	7,729	3,378	2,586	2,074	1,847	9,885
세전계속사업이익	2,814	2,126	1,774	1,070	7,783	3,459	2,691	2,052	1,863	10,064
순이익	2,080	1,600	1,391	704	5,775	2,630	2,024	1,547	1,361	7,563
YoY (%)										
매출액	29.2	23.7	14.5	25.2	23.0	23.3	22.4	21.1	21.1	20.0
영업이익	58.2	37.7	10.7	38.2	37.1	21.5	24.3	26.9	49.7	25.8
세전계속사업이익	72.1	45.7	24.2	37.1	46.8	22.9	26.6	15.6	74.2	27.2
순이익	72.0	43.2	34.9	58.3	51.8	26.5	26.5	11.2	93.4	27.2

자료: 아모레퍼시픽, SK 증권

## 중국인이 사랑하는 아모레퍼시픽



자료: 아모레퍼시픽, SK 증권

## '태양의 후예'의 히로인 송혜교가 광고하는 라네즈



자료: 아모레퍼시픽, SK 증권

## 아모레퍼시픽 부분별 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)

	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	2015	1Q16	2Q16E	3Q16E	4Q16E	2016E
Sales	12044	11954	11411	12258	47666	14851	14637	13824	14840	58152
Domestic	9350	9177	8280	8781	35588	10855	10616	10026	10763	42260
Cosmetics	7962	8059	6790	7848	30659	9440	9232	8719	9360	36751
MC&S	1388	1118	1490	933	4929	1415	1384	1307	1403	5509
Overseas	2801	2777	3131	3710	12573	4080	4021	3798	4077	15976
OP	2780	2081	1634	1234	7729	3378	2586	2074	1847	9885
Domestic	2235	1826	1312	1038	6410	2682	2053	1647	1467	7848
Cosmetics	2021	1727	1078	1132	5958	2479	1898	1522	1356	7254
MC&S	214	99	234	-95	453	203	155	125	111	594
Overseas	581	255	323	324	1595	794	608	487	434	2324

자료: 아모레퍼시픽, SK 증권

주: 연결조정 제외

투자의견변경	일시	투자의견	목표주가
2016.06.07	매수	490,000원	
2016.05.03	매수	490,000원	
2016.02.03	매수	490,000원	
2015.11.02	매수	490,000원	
2015.08.13	매수	490,000원	
2015.07.30	담당자 변경		
2014.12.26	매수	2,800,000원	
2014.07.31	매수	1,970,000원	

(원)

수정주가 목표주가

**Compliance Notice**

- 작성자(이승욱)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6 개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

**SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2016년 6월 7일 기준)**

매수	96%	중립	4%	매도	0%
----	-----	----	----	----	----

**대차대조표**

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>유동자산</b>	14,273	18,332	24,008	31,018	40,962
현금및현금성자산	3,426	6,872	6,448	11,313	18,724
매출채권및기타채권	2,283	3,173	6,106	7,205	8,502
재고자산	3,049	3,239	5,234	6,176	7,287
<b>비유동자산</b>	24,273	26,099	28,362	30,897	32,408
장기금융자산	454	493	161	161	161
유형자산	17,436	18,706	20,594	22,502	23,297
무형자산	1,742	2,116	2,684	3,014	3,344
<b>자산총계</b>	38,546	44,431	52,370	61,915	73,370
<b>유동부채</b>	6,511	8,719	9,938	11,725	13,797
단기금융부채	338	1,180	1,124	1,324	1,524
매입채무 및 기타채무	3,673	3,827	5,815	6,862	8,097
단기충당부채	53	75	91	107	127
<b>비유동부채</b>	3,251	1,989	2,078	2,252	2,438
장기금융부채	1,461	514	461	461	461
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	0	25	31	37	44
<b>부채총계</b>	9,763	10,708	12,017	13,977	16,235
<b>지배주주지분</b>	28,587	33,456	40,049	47,597	56,756
자본금	345	345	345	345	345
자본잉여금	7,205	7,205	7,205	7,205	7,205
기타자본구성요소	-195	-184	-184	-184	-184
자기주식	-14	-14	-14	-14	-14
이익잉여금	21,364	26,231	32,914	40,659	50,016
비지배주지분	196	267	304	341	378
<b>자본총계</b>	28,783	33,723	40,353	47,938	57,135
<b>부채와자본총계</b>	38,546	44,431	52,370	61,915	73,370

**현금흐름표**

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>영업활동현금흐름</b>	5,781	6,169	4,956	9,995	11,449
당기순이익(손실)	3,851	5,848	7,663	8,761	10,373
비현금성항목등	3,159	3,706	4,316	4,703	5,243
유형자산감가상각비	1,361	1,469	2,025	2,142	2,256
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타	468	442	912	37	37
운전자본감소(증가)	-3	-1,673	-4,907	-728	-917
매출채권및기타채권의 감소증가	73	-924	-2,374	-1,099	-1,297
재고자산감소(증가)	-152	-191	-2,011	-942	-1,112
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	314	18	2,041	1,047	1,235
기타	-238	-577	-2,564	267	256
법인세납부	-1,226	-1,712	-2,116	-2,742	-3,250
<b>투자활동현금흐름</b>	-4,801	-2,033	-5,488	-4,326	-3,230
금융자산감소(증가)	-1,531	503	-1,173	0	0
유형자산감소(증가)	-2,630	-2,136	-3,597	-4,097	-3,097
무형자산감소(증가)	-546	-607	-600	-330	-330
기타	-94	207	-118	101	197
<b>재무활동현금흐름</b>	-489	-725	82	-804	-808
단기금융부채증가(감소)	-28	-68	113	200	200
장기금융부채증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	-455	-627	-932	-976	-976
기타	-5	-30	-31	-28	-31
<b>현금의 증가(감소)</b>	485	3,446	-423	4,864	7,412
<b>기초현금</b>	2,940	3,426	6,872	6,448	11,313
<b>기말현금</b>	3,426	6,872	6,448	11,313	18,724
<b>FCF</b>	3,024	4,518	1,662	5,576	8,070

자료 : 아모레퍼시픽, SK증권 추정

**손익계산서**

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>매출액</b>	38,740	47,666	58,153	68,620	80,972
<b>매출원가</b>	10,282	11,694	15,120	17,841	21,053
<b>매출총이익</b>	28,458	35,972	43,033	50,779	59,919
매출총이익률 (%)	73.5	75.5	74.0	74.0	74.0
<b>판매비와관리비</b>	22,821	28,243	33,147	39,457	46,559
영업이익	5,638	7,729	9,886	11,322	13,360
영업이익률 (%)	14.6	16.2	17.0	16.5	16.5
비영업손익	-335	54	192	201	282
<b>순금융비용</b>	-111	-125	-156	-173	-266
<b>외환관련손익</b>	12	-48	50	53	53
<b>관계기업투자등 관련순익</b>	2	0	4	12	0
세전계속사업이익	5,302	7,783	10,078	11,523	13,642
세전계속사업이익률 (%)	13.7	16.3	17.3	16.8	16.9
계속사업법인세	1,451	1,935	2,415	2,762	3,270
<b>계속사업이익</b>	3,851	5,848	7,663	8,761	10,373
증단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	3,851	5,848	7,663	8,761	10,373
<b>순이익률 (%)</b>	9.9	12.3	13.2	12.8	12.8
<b>지배주주</b>	3,791	5,775	7,623	8,722	10,333
<b>지배주주귀속 순이익률(%)</b>	9.79	12.12	13.11	12.71	12.76
<b>비지배주주</b>	60	73	39	39	39
<b>총포괄이익</b>	3,733	5,557	7,562	8,561	10,173
<b>지배주주</b>	3,669	5,479	7,525	8,524	10,136
<b>비지배주주</b>	65	78	37	37	37
<b>EBITDA</b>	6,998	9,198	11,911	13,464	15,616

**주요투자지표**

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	25.0	23.0	22.0	18.0	18.0
영업이익	52.4	37.1	27.9	14.5	18.0
세전계속사업이익	45.9	46.8	29.5	14.3	18.4
EBITDA	41.8	31.4	29.5	13.0	16.0
EPS(계속사업)	41.5	52.3	32.0	14.4	18.5
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	14.0	18.6	20.7	19.9	19.8
ROA	10.6	14.1	15.8	15.3	15.3
EBITDA/이자비용(배)	18.1	19.3	20.5	19.6	19.3
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	219.2	210.3	241.6	264.6	296.9
부채비율	33.9	31.8	29.8	29.2	28.4
순자본/자기자본	-15.9	-22.6	-21.0	-27.4	-35.6
EBITDA/이자비용(배)	270.0	299.9	400.4	483.4	497.9
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	5,493	8,368	11,046	12,638	14,972
BPS	41,421	48,475	58,028	68,965	82,236
CFPS	7,464	10,496	13,981	15,741	18,241
주당 현금배당금	9,000	1,350	1,500	1,500	1,500
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	45.5	53.2	39.0	34.1	28.8
PER(최저)	17.7	25.6	31.4	27.4	23.1
PBR(최고)	6.0	9.2	7.4	6.3	5.2
PBR(최저)	2.4	4.4	6.0	5.0	4.2
PCR	29.8	39.5	30.3	26.9	23.2
EV/EBITDA(최고)	22.0	30.0	22.6	19.7	16.5
EV/EBITDA(최저)	8.2	14.1	18.2	15.7	13.1

# LG 생활건강(051900/KS)

## '후'와'숨'으로 중국 점유율 확대

**매수(유지)**

T.P 1,250,000 원(유지)

LG 생활건강의 대표 브랜드 '후'가 국내외에서 높은 성장을 이어진 가운데, 중국 소비자들의 호응으로 '숨'의 성장세도 가속화되며 화장품 사업 성장을 견인하고 있다. 2016년에도 면세점을 중심으로 한 Prestige 라인의 높은 성장이 예상되며, 프리미엄 제품의 중국인 선호도가 점차 높아지고 있음에 주목한다. 또한 생활용품의 경우에도 헤어 및 스킨 케어의 성장이 기대된다.

### Analyst

이승욱

sulee@sk.com

02-3773-9015

### Company Data

자본금	886 억원
발행주식수	1,772 만주
자사주	96 만주
액면가	5,000 원
시가총액	168,989 억원
주요주주	
(주)엘지	34.03%
국민연금공단	8.21%
외국인지분률	42.90%
배당수익률	0.50%

### Stock Data

주가(16/06/03)	1,084,000 원
KOSPI	1985.84 pt
52주 Beta	1.09
52주 최고가	1,082,000 원
52주 최저가	690,000 원
60일 평균 거래대금	386 억원

### 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	4.3%	4.0%
6개월	4.3%	5.6%
12개월	42.4%	49.1%

### '후'와'숨'을 중심으로 중국 점유율 확대

LG 생활건강의 화장품, 생활용품, 음료 사업은 모두 고른 성장을 나타내고 있다. 특히 지난 해 사업 전문성 강화를 위해 3 개로 구성되었던 사업부를 5 개로 개편한 이후, 원래 고성과를 나타내던 럭셔리 화장품과 Personal Care 뿐만 아니라 프리미엄 화장품과 Home Care, 음료사업 역시 매출이 늘어나고 있다.

화장품 사업은 대표 브랜드 '후'가 국내외에서 높은 성장을 이어가고 있는 가운데, 중국 소비자들의 호응으로 '숨'의 성장세도 가속화되며 화장품 사업의 성장을 견인하고 있다. 생활용품 사업은 Personal Care 와 Home Care 모두 고른 성장을 나타낸 가운데, 특히 6 대 카테고리의 시장 점유율 증가가 나타나고 있다. 또한 국내에서는 신성장 채널인 드럭 스토어, 편의점, 온라인에서 긍정적인 흐름이 이어지고 있고, 지난해 말 시작된 중국 현지 Hair & Body Care 사업 역시 신제품 출시를 통해 빠르게 시장에 진입하고 있다. 음료사업부는 기존 브랜드의 안정적인 성장을 기반으로 '씨그램' 등 신제품 포트폴리오의 성과가 나타나고 있다.

### 2016년 화장품을 중심으로 지속되는 성장세

2016년 매출액과 영업이익은 전년대비 각각 14.5%, 15.9% 성장한 6조 1,011억 원, 7,931억 원으로 추정한다. 화장품 부문의 경우 면세 채널 확대, 중국 등 해외채널 증가에 따라 높은 성장이 기대된다. 지난 해 화장품 부분의 성장을 이끈 요인은 면세점과 '후' 브랜드의 매출 기여였다. 2016년에도 면세점을 중심으로 한 Prestige 라인의 높은 성장이 예상되는 가운데, 프리미엄 제품의 중국인 선호도가 점차 높아지고 있어 수혜가 예상된다. 생활용품의 경우에는 헤어 및 스킨케어의 성장이 기대된다. 지난해 헤어케어 '리엔' 브랜드의 중국 판매가 시작되었으며, 올해 리엔 이외 브랜드의 중국 투입이 예상된다. 투자의견 매수와 목표주가 1,250,000 원을 유지한다.

### 영업실적 및 투자지표

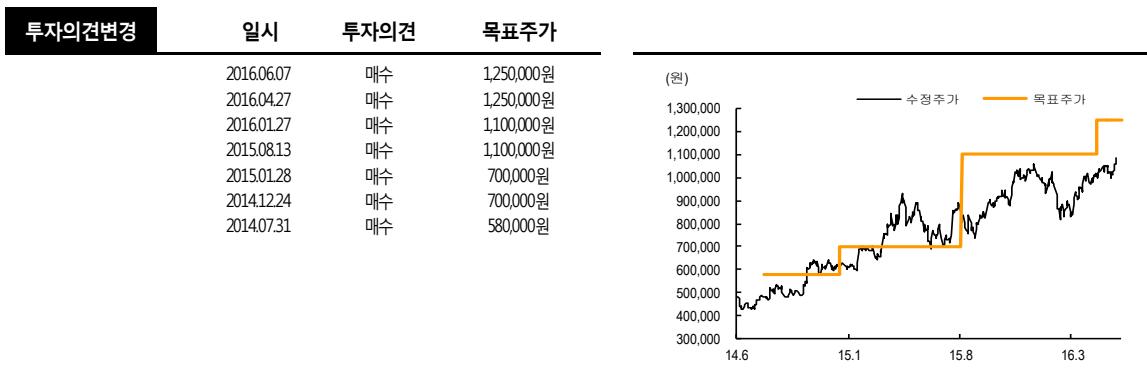
구분	단위	2013	2014	2015	2016E	2017E
매출액	억원	43,263	46,770	53,285	61,011	70,163
yoy	%	11.0	8.1	13.9	14.5	15.0
영업이익	억원	4,964	5,110	6,841	7,931	9,121
yoy	%	11.4	3.0	33.9	15.9	15.0
EBITDA	억원	6,067	6,322	8,112	9,868	11,272
세전이익	억원	4,735	4,802	6,448	7,776	9,023
순이익(지배주주)	억원	3,573	3,494	4,604	5,681	6,597
영업이익률%	%	11.5	10.9	12.8	13.0	13.0
EBITDA%	%	14.0	13.5	15.2	16.2	16.1
순이익률	%	8.5	7.6	8.8	9.4	9.4
EPS	원	20,166	19,722	25,982	32,066	37,232
PER	배	27.2	31.6	40.4	33.8	29.1
PBR	배	6.9	6.7	9.1	7.6	6.2
EV/EBITDA	배	16.7	17.8	22.6	19.0	16.2
ROE	%	27.4	22.9	25.1	24.9	23.3
순차입금	억원	9,762	8,522	6,333	3,429	-1,391
부채비율	%	132.8	124.1	99.2	74.3	60.6

## 부문별 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	2015	1Q16E	2Q16E	3Q16E	4Q16E	2016E
매출액	1,302	1,311	1,387	1,329	5,328	1,491	1,501	1,588	1,521	6,101
Healthy (생활용품)	416	368	454	359	1597	447	450	476	456	1830
Beautiful (화장품)	610	596	565	678	2449	746	751	794	761	3051
Refreshing (음료)	276	347	368	291	1282	298	300	318	304	1220
영업이익	178	168	190	147	684	207	195	221	170	793
OPM(%)	13.7	12.8	13.7	11.1	12.8	13.9	13.0	13.9	11.2	13.0
Healthy (생활용품)	52	39	68	27	186	182	183	194	186	744
Beautiful (화장품)	109	95	78	108	390	239	240	254	243	976
Refreshing (음료)	17	34	44	13	108	121	122	129	123	494

자료: LG 생활건강, SK 증권



## Compliance Notice

- 작성자(이승우)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

## SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2016년 6월 7일 기준)

매수	96%	중립	4%	매도	0%
----	-----	----	----	----	----

## 대차대조표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E
<b>유동자산</b>	12,143	13,311	15,208	19,798
현금및현금성자산	3,381	3,969	4,031	7,351
매출채권및기타채권	4,269	4,361	5,630	6,475
재고자산	4,113	4,413	4,881	5,262
<b>비유동자산</b>	26,141	28,835	30,368	31,571
장기금융자산	31	62	61	61
유형자산	11,024	12,901	14,064	15,016
무형자산	13,461	13,803	14,038	13,938
<b>자산총계</b>	38,283	42,146	45,577	51,369
<b>유동부채</b>	10,357	11,595	10,450	10,801
단기금융부채	3,690	3,727	1,442	442
매입채무 및 기타채무	4,161	4,204	4,813	5,535
단기충당부채	105	127	145	166
<b>비유동부채</b>	10,842	9,398	8,975	8,578
장기금융부채	8,396	6,885	6,387	5,887
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0
장기충당부채	180	177	197	225
<b>부채총계</b>	21,198	20,993	19,425	19,379
<b>지배주주지분</b>	16,374	20,373	25,355	31,174
자본금	886	886	886	886
자본잉여금	973	973	973	973
기타자본구성요소	-791	-967	-971	-971
자기주식	-709	-709	-709	-709
이익잉여금	16,890	20,662	25,421	31,013
비지배주지분	711	780	797	817
<b>자본총계</b>	17,085	21,153	26,152	31,990
<b>부채와자본총계</b>	38,283	42,146	45,577	51,369

## 현금흐름표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E
<b>영업활동현금흐름</b>	4,910	6,605	6,163	8,900
당기순이익(손실)	3,546	4,704	5,704	6,619
비현금성항목등	3,058	3,673	4,287	4,653
유형자산감가상각비	1,055	1,108	1,770	1,988
무형자산상각비	157	163	167	163
기타	364	440	56	-52
운전자본감소(증가)	-319	-161	-1,958	32
매출채권및기타채권의 감소증가	110	-20	-812	-845
재고자산감소(증가)	-323	-212	-467	-381
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	33	15	154	722
기타	-139	57	-833	536
법인세납부	-1,375	-1,611	-1,870	-2,404
<b>투자활동현금흐름</b>	-2,723	-3,395	-2,971	-2,848
금융자산감소(증가)	-58	-131	-76	0
유형자산감소(증가)	-1,768	-2,851	-2,841	-2,870
무형자산감소(증가)	-55	-63	-63	-63
기타	-843	-350	9	85
<b>재무활동현금흐름</b>	-227	-2,616	-3,139	-2,732
단기금융부채증가(감소)	-2,761	-3,148	-2,319	-1,000
장기금융부채증가(감소)	3,477	1,524	-500	-500
자본의증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	-639	-677	-923	-1,005
기타	-304	-317	-320	-227
<b>현금의 증가(감소)</b>	1,950	589	62	3,320
<b>기초현금</b>	1,430	3,381	3,969	4,031
<b>기말현금</b>	3,381	3,969	4,031	7,351
<b>FCF</b>	3,508	4,298	4,181	5,940

자료 : LG생활건강, SK증권 추정

## 손익계산서

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E
<b>매출액</b>	46,770	53,285	61,011	70,163
<b>매출원가</b>	21,018	22,262	25,015	28,767
<b>매출총이익</b>	25,752	31,023	35,997	41,396
매출총이익률 (%)	55.1	58.2	59.0	59.0
<b>판매비와관리비</b>	20,641	24,182	28,065	32,275
영업이익	5,110	6,841	7,931	9,121
영업이익률 (%)	10.9	12.8	13.0	13.0
비영업손익	-308	-393	-156	-98
<b>순금융비용</b>	321	253	224	141
외환관련손익	38	-46	-8	-8
<b>관계기업투자등 관련순익</b>	55	72	25	0
세전계속사업이익	4,802	6,448	7,776	9,023
세전계속사업이익률 (%)	10.3	12.1	12.7	12.9
계속사업법인세	1,256	1,744	2,072	2,404
<b>계속사업이익</b>	3,546	4,704	5,704	6,619
증단사업이익	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0
당기순이익	3,546	4,704	5,704	6,619
<b>순이익률 (%)</b>	7.6	8.8	9.4	9.4
<b>지배주주</b>	3,494	4,604	5,681	6,597
<b>지배주주귀속 순이익률(%)</b>	7.47	8.64	9.31	9.4
<b>비지배주주</b>	51	100	22	22
<b>총포괄이익</b>	3,025	4,943	5,929	6,844
<b>지배주주</b>	2,975	4,846	5,909	6,824
<b>비지배주주</b>	50	97	20	20
<b>EBITDA</b>	6,322	8,112	9,868	11,272

## 주요투자지표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E
<b>성장성 (%)</b>				
매출액	8.1	13.9	14.5	15.0
영업이익	3.0	33.9	15.9	15.0
세전계속사업이익	1.4	34.3	20.6	16.1
EBITDA	4.2	28.3	21.7	14.2
EPS(계속사업)	-2.2	31.7	23.4	16.1
<b>수익성 (%)</b>				
ROE	22.9	25.1	24.9	23.3
ROA	9.8	11.7	13.0	13.7
EBITDA마진	13.5	15.2	16.2	16.1
<b>안정성 (%)</b>				
유동비율	117.2	114.8	145.5	183.3
부채비율	124.1	99.2	74.3	60.6
순자금/자기자본	49.9	29.9	13.1	-4.4
EBITDA/이자비용(배)	16.9	24.7	32.1	49.7
<b>주당지표 (원)</b>				
EPS(계속사업)	19,722	25,982	32,066	37,232
BPS	92,417	114,985	143,104	175,945
CFPS	26,558	33,154	42,995	49,369
주당 현금배당금	4,000	5,500	6,000	6,000
<b>Valuation지표 (배)</b>				
PER(최고)	32.6	40.7	33.8	29.1
PER(최저)	21.5	23.0	25.4	21.9
PBR(최고)	7.0	9.2	7.6	6.2
PBR(최저)	4.6	5.2	5.7	4.6
PCR	23.5	31.7	25.2	22.0
EV/EBITDA(최고)	18.4	22.6	19.0	16.2
EV/EBITDA(최저)	12.8	13.2	14.3	12.1

# 코스맥스(192820/KS)

## 아시아를 넘어 글로벌로 나아가다

**매수(유지)**  
T.P 240,000 원(유지)

### Analyst

이승욱  
sulee@sk.com  
02-3773-9015

코스맥스에 대한 중국 로컬 업체들의 OEM/ODM 물량이 꾸준히 증가할 것으로 예상된다. 특히 중국 공장 증설을 통해 대폭적인 외형성장과 수익성 개선이 기대된다. 글로벌 화장품 업계에서 한국화장품 산업에 대한 인지도가 꾸준히 상승하고 있는 가운데, 중국을 넘어 글로벌 시장에서도 가시적인 성과가 기대되는 코스맥스에 대해 중장기 관점의 접근이 유효하다고 판단한다.

### 중국을 넘어 글로벌 시장으로 나아가는 코스맥스

중국 화장품 시장의 구조적인 성장이 지속되고 있는 가운데, 코스맥스에 대한 중국 로컬 업체들의 OEM/ODM 물량이 꾸준히 증가할 것으로 예상된다. 빠르게 증가하고 있는 중국 수요에 대응하고자 동시에 상해와 광저우에서 모두 증설을 진행하고 있다. 특히 상장속도가 빠른 색조화장품 시장에 대응하기 위한 C 공장(색조공장) 증설이 10 월에 완공된 이후, 2017년 중국공장의 연간 생산 Capa 는 5 억개(상해 2 억개 → 4 억개, 광저우 기준 4,000 만개 → 1 억개) 수준으로 늘어날 것이다. 이같은 증설을 통해 대폭적인 외형성장과 수익성 개선이 기대된다. 미국 법인의 경우 글로벌 브랜드 OEM/ODM을 위한 투자가 계획되어 있어 2016년에도 수익을 기대하기는 어려울 것이다. 하지만 미국법인의 경우 기존 바이어 이외 신규 바이어들의 수주가 빠르게 증가하고 있다. 특히 일본 바이어와의 신규 수주 가능성 이 높아졌는데, 성사될 경우 중장기적으로 높은 성장세를 유지하는데 도움이 될 것이다.

### 인도네시아, 넥스트 차이나로 발전할 것

한편 국내 OEM 업체중 유일하게 할랄인증을 받은 코스맥스는 인도네시아 법인을 활용하여 베트남, 말레이시아 등 동남아 및 중동지역의 진출을 꾀하고 있다. 글로벌 화장품 업체 사이에서 코스맥스에 대한 인지도가 꾸준히 상승하고 있는 가운데 글로벌 시장의 가시적인 성과가 기대되는 코스맥스에 대해 중장기 관점의 접근이 유효하다고 판단된다.

### 투자의견 매수, 목표주가 240,000 원 유지

2016년 예상 매출액과 영업이익은 각각 7,307 억원(+37%, yoy), 600 억원(+67.0%, yoy)으로 추정된다. 국내 시장에서 브랜드샵, 온라인 등 채널 다변화에 따른 효과가 나타날 것이고, 증설 이후 중국 Top Tier 로컬 브랜드향 오더가 증가 할 전망이며, 미국 법인의 글로벌 브랜드 OEM 매출 증가 도 예상된다.. 투자의견 매수, 목표주가 240,000 원을 유지한다.

### 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	억원	3,340	5,333	7,307	10,595	14,303
yoy	%	0.0	59.7	37.0	45.0	35.0
영업이익	억원	243	359	600	870	1,175
yoy	%	0.0	47.7	67.0	45.0	35.0
EBITDA	억원	309	451	720	989	1,290
세전이익	억원	221	295	534	782	1,063
순이익(지배주주)	억원	166	212	409	596	807
영업이익률%	%	7.3	6.7	8.2	8.2	8.2
EBITDA%	%	9.3	8.5	9.9	9.3	9.0
순이익률	%	4.7	3.5	5.5	5.6	5.6
EPS	원	1,845	2,361	4,544	6,622	8,967
PER	배	54.0	78.0	37.0	25.4	18.7
PBR	배	11.1	16.9	11.8	8.6	6.2
EV/EBITDA	배	33.5	41.2	24.0	18.0	14.1
ROE	%	20.6	23.8	36.1	39.2	38.5
순차입금	억원	1,302	1,899	2,027	2,518	2,900
부채비율	%	304.4	354.8	381.5	375.5	339.7

**코스맥스 실적 추이 및 전망**

(단위: 십억원)

	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16 E	3Q16 E	4Q16 E	2015	2016 E
연결매출	116.4	148.3	132.9	135.7	173.5	182.7	190.0	184.5	533.3	730.7
국내(별도)	81.0	102.2	88.8	100.5	123.9	90.1	88.1	89.5	372.5	391.7
중국	43.1	58.2	50.5	50.7	58.0	78.9	94.0	98.1	202.6	328.8
코스맥스차이나	37.0	50.7	49.4	43.0	50.6	60.5	74.7	77.3	180.0	263.1
광저우코스맥스	7.6	9.8	9.2	7.5	7.4	18.4	19.3	20.7	34.0	65.8
코스맥스인도네시아	0.4	0.4	0.5	0.4	0.4	0.7	0.9	0.9	1.7	2.9
코스맥스유에스에이	0.2	0.2	0.1	1.4	2.8	2.0	2.0	2.0	1.9	7.3
영업이익	7.6	13.8	9.5	5.0	13.1	23.1	15.3	8.5	35.9	60

자료: 코스맥스, SK 증권

**코스맥스 상해 공장**

자료: 코스맥스, SK 증권

**16년 말 완공 예정인 색조 공장(C 공장)**

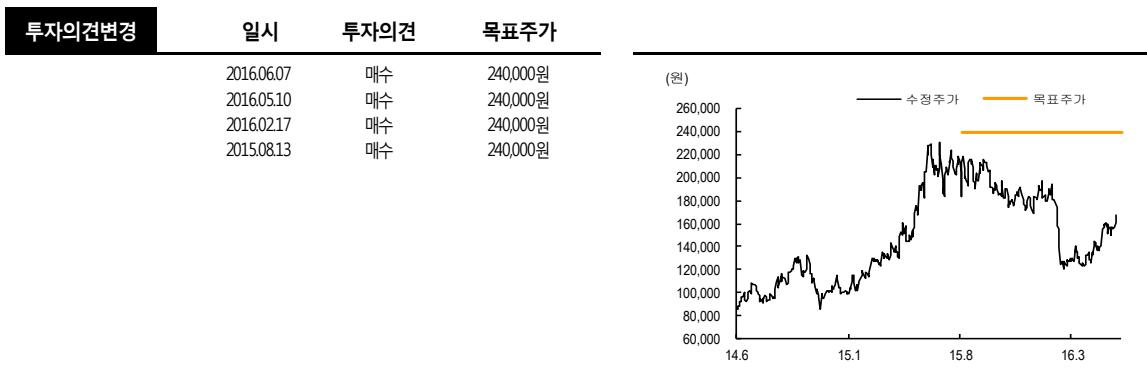
자료: 코스맥스, SK 증권

**상해 Beauty Expo 내 코스맥스 색조 라인**

자료: 코스맥스, SK 증권

**상해 Beauty Expo 내 코스맥스 색조 라인**

자료: 코스맥스, SK 증권



### Compliance Notice

- 작성자(이승우)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6 개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2016년 6월 7일 기준)

매수	96%	중립	4%	매도	0%
----	-----	----	----	----	----

## 대차대조표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>유동자산</b>	1,780	2,560	4,307	6,178	8,249
현금및현금성자산	105	171	1,018	1,439	1,874
매출채권및기타채권	959	1,445	1,980	2,870	3,875
재고자산	577	840	1,151	1,669	2,253
<b>비유동자산</b>	1,477	1,829	1,843	2,122	2,412
장기금융자산	31	32	51	51	51
유형자산	1,324	1,626	1,574	1,773	1,977
무형자산	33	54	67	78	87
<b>자산총계</b>	3,257	4,389	6,150	8,300	10,662
<b>유동부채</b>	1,993	2,963	4,023	5,359	6,789
단기금융부채	1,110	1,768	2,387	2,987	3,587
매입채무 및 기타채무	747	1,026	1,406	2,038	2,752
단기충당부채	0	0	0	0	0
<b>비유동부채</b>	459	461	850	1,195	1,448
장기금융부채	340	338	725	1,036	1,254
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	0	0	0	0	0
<b>부채총계</b>	2,452	3,424	4,873	6,554	8,237
<b>지배주주지분</b>	808	979	1,286	1,754	2,434
자본금	45	45	45	45	45
자본잉여금	598	598	598	598	598
기타자본구성요소	-2	-2	-2	-2	-2
자기주식	-2	-2	-2	-2	-2
이익잉여금	157	320	638	1,144	1,861
비지배주주지분	-3	-13	-9	-9	-9
<b>자본총계</b>	805	965	1,277	1,745	2,425
<b>부채와자본총계</b>	3,257	4,389	6,150	8,300	10,662

## 현금흐름표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>영업활동현금흐름</b>	50	-9	-11	15	147
당기순이익(손실)	158	189	402	589	800
비현금성항목등	205	323	353	400	490
유형자산감가상각비	63	87	114	111	106
무형자산상각비	3	4	6	8	9
기타	36	57	31	-4	-4
운전자본감소(증가)	-289	-428	-645	-780	-880
매출채권및기타채권의 감소증가	-247	-492	-572	-891	-1,005
재고자산감소(증가)	-168	-284	-323	-518	-584
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	166	272	303	633	713
기타	-40	76	-53	-4	-5
법인세납부	-23	-93	-121	-193	-263
<b>투자활동현금흐름</b>	-453	-468	-83	-316	-311
금융자산감소(증가)	-29	7	-16	0	0
유형자산감소(증가)	-415	-432	-50	-310	-310
무형자산감소(증가)	-12	-19	-19	-19	-19
기타	3	-25	2	13	18
<b>재무활동현금흐름</b>	394	543	945	722	599
단기금융부채증가(감소)	179	227	660	600	600
장기금융부채증가(감소)	260	420	345	311	218
자본의증가(감소)	-2	0	0	0	0
배당금의 지급	0	-45	-63	-90	-90
기타	-42	-59	-60	-100	-129
<b>현금의 증가(감소)</b>	-9	66	846	421	435
<b>기초현금</b>	115	107	173	1,019	1,439
<b>기말현금</b>	107	173	1,019	1,439	1,875
<b>FCF</b>	-1,021	-568	41	-336	-210

자료 : 코스맥스, SK증권 추정

## 손익계산서

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>매출액</b>	3,340	5,333	7,307	10,595	14,303
<b>매출원가</b>	2,775	4,452	5,992	8,688	11,729
<b>매출총이익</b>	564	881	1,315	1,907	2,575
매출총이익률 (%)	16.9	16.5	18.0	18.0	18.0
<b>판매비와관리비</b>	321	522	715	1,037	1,400
영업이익	243	359	600	870	1,175
영업이익률 (%)	7.3	6.7	8.2	8.2	8.2
비영업손익	-23	-64	-66	-88	-112
<b>순금융비용</b>	39	55	65	86	111
외환관련손익	6	-19	-5	-5	-5
<b>관계기업투자등 관련순익</b>	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	221	295	534	782	1,063
세전계속사업이익률 (%)	6.6	5.5	7.3	7.4	7.4
계속사업법인세	63	106	132	193	263
<b>계속사업이익</b>	158	189	402	589	800
증단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	158	189	402	589	800
<b>순이익률 (%)</b>	4.7	3.5	5.5	5.6	5.6
<b>지배주주</b>	166	212	409	596	807
<b>지배주주귀속 순이익률 (%)</b>	4.97	3.98	5.6	5.62	5.64
<b>비지배주주</b>	-8	-24	-7	-7	-7
<b>총포괄이익</b>	159	191	371	558	769
<b>지배주주</b>	167	215	371	558	769
<b>비지배주주</b>	-9	-25	0	0	0
<b>EBITDA</b>	309	451	720	989	1,290

## 주요투자지표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	0.0	59.7	37.0	45.0	35.0
영업이익	0.0	47.7	67.0	45.0	35.0
세전계속사업이익	0.0	33.8	81.0	46.5	35.9
EBITDA	0.0	45.7	59.8	37.3	30.4
EPS(계속사업)	0.0	27.9	92.5	45.7	35.4
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	20.6	23.8	36.1	39.2	38.5
ROA	4.8	4.9	7.6	8.2	8.4
EBITDA마진	9.3	8.5	9.9	9.3	9.0
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	89.3	86.4	107.1	115.3	121.5
부채비율	304.4	354.8	381.5	375.5	339.7
순자본/자기자본	161.6	196.7	158.7	144.2	119.6
EBITDA/이자비용(배)	7.6	7.9	10.7	9.9	10.0
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	1,845	2,361	4,544	6,622	8,967
BPS	8,977	10,874	14,293	19,495	27,041
CFPS	2,577	3,375	5,876	7,939	10,244
주당 현금배당금	500	700	1,000	1,000	1,000
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	72.1	97.9	43.3	29.7	21.9
PER(최저)	36.4	42.1	26.5	18.2	13.4
PBR(최고)	14.8	21.2	13.8	10.1	7.3
PBR(최저)	7.5	9.1	8.4	6.2	4.5
PCR	38.7	54.5	28.6	21.2	16.4
EV/EBITDA(최고)	43.2	50.6	27.5	20.5	16.1
EV/EBITDA(최저)	24.1	24.3	18.0	13.6	10.7

# 한국콜마(161890/KS)

## 의심없는 성장추세

**매수(유지)**

T.P 130,000 원(유지)

### Analyst

이승욱

sulee@sk.com

02-3773-9015

한국콜마는 2016년에도 안정적인 성장추세가 이어질 것이다. 글로벌 Top Tier 브랜드와 함께 해외온 제품 개발의 결실이 2016년에 가시화 될 것으로 기대된다. 또한 중국 북경 콜마 증설과 함께 글로벌 고객사 확보가 예상된다. 특히 취엔지엔 그룹과 연간 540억원 규모의 화장품 공급관련 MOU 가 체결된 가운데 올해 하반기 본계약이 이뤄질 것이다. 향후 본격적인 외형 성장이 기대된다.

### 2016년에도 의심 없는 성장추세

2016년에도 안정적인 성장추세가 이어질 것이다. 화장품의 경우 6,000억원 생산 Capa 를 갖춘 세종시 관정공장 완공 이후 생산 효율성이 높아지고 있고, 글로벌 Top Tier 브랜드와 함께한 제품 개발의 결실이 2016년에 가시화 될 것으로 기대된다.

기존 300억원 수준인 북경콜마의 Capa 가 1,500억원 규모로 늘어남에 따라 중국 Local 업체뿐만 아니라 글로벌 고객사 확보가 보다 용이해질 것으로 판단된다. 특히 지난해 중국 취엔지엔 그룹과 연간 540억원 규모의 화장품 공급관련 MOU 를 체결, 올해 하반기 본계약이 이뤄질 경우 본격적인 외형 성장이 기대된다. 이에 더해 최근 동사는 중국 장쑤(江蘇)성 우시(無錫)시에 중국 제2 공장을 건립하기로 결정했는데, 이에 따라 2016년부터 중국을 포함한 해외 시장 진출 확대가 가속화 될 것으로 예상된다.

제약사업의 경우 지난해 출시된 신규제품의 인기몰이가 지속되며 안정적인 성장세가 이어가고 있다. 현재 무균제 관련 설비투자가 예정되어 있는 가운데, 중설 완료시 제약 사업부의 Capa 는 현재 1,500억원에서 4,000억원까지 확대될 것이다.

### 투자의견 매수, 목표주가 130,000 원 유지

2016년 매출액과 영업이익은 6,484억원(+21.0%, YoY), 778억원(+28.1%, YoY)으로 추정된다. 국내의 견조한 매출 성장과 더불어 글로벌 브랜드 및 중국 프리미엄 라인에 대한 매출 증대가 예상됨에 따라 투자의견 매수, 목표주가 130,000원을 유지한다.

### 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	13.7%	13.3%
6개월	4.3%	5.6%
12개월	12.2%	17.4%

### 영업실적 및 투자지표

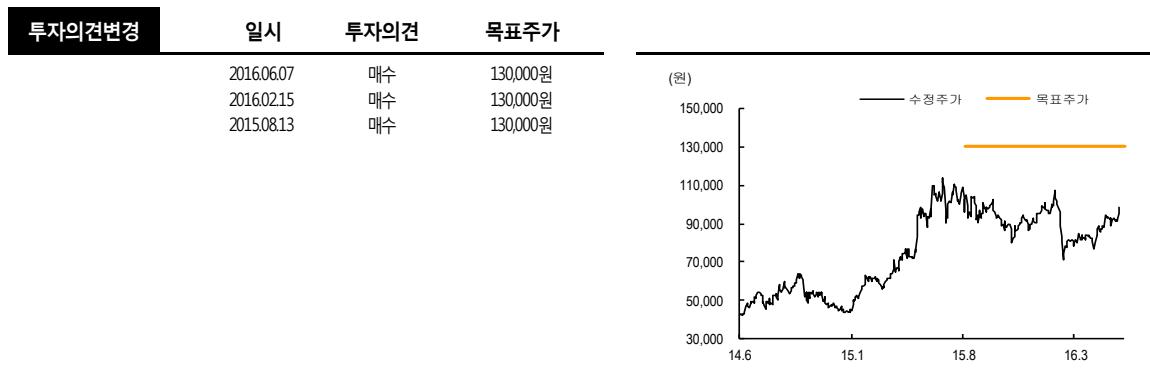
구분	단위	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	억원	2,822	4,613	5,358	6,484	8,105	10,131
yoY	%	58.8	63.4	16.2	21.0	25.0	25.0
영업이익	억원	197	468	607	778	973	1,216
yoY	%	40.1	138.1	29.6	28.1	25.0	25.0
EBITDA	억원	242	538	704	884	1,089	1,336
세전이익	억원	165	430	588	762	963	1,215
순이익(자비주주)	억원	141	328	455	580	730	921
영업이익률%	%	7.0	10.2	11.3	12.0	12.0	12.0
EBITDA%	%	8.6	11.7	13.1	13.6	13.4	13.2
순이익률	%	5.0	7.1	8.5	8.9	9.0	9.1
EPS	원	722	1,641	2,155	2,747	3,459	4,364
PER	배	37.8	26.9	44.0	35.9	28.5	22.6
PBR	배	4.7	5.2	9.1	7.6	6.1	4.9
EV/EBITDA	배	22.8	17.1	28.3	23.0	18.3	14.4
ROE	%	13.3	22.3	22.7	23.5	23.8	24.0
순차입금	억원	190	-100	-154	-537	-1,024	-1,663
부채비율	%	159.0	87.1	56.0	53.9	50.5	47.7

## 한국콜마 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)

	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	2015	1Q16	2Q16E	3Q16E	4Q16E	2016E
매출	1,264	1,420	1,282	1,391	5,358	1,486	1,697	1,532	1,769	6,484
화장품	913	1019	886	930	3748	1091	1187	1072	1,237	4,587
국내	866	1002	778	851	3497	1008	1108	1000	1,155	4,270
해외	47	17	108	79	251	83	79	72	83	317
제약	309	320	332	354	1315	354	416	376	434	1,581
기타	1	1	1	2	4	1	1	1	2	5
북경콜마	57	98	88	127	370	71	117	106	122	416
영업이익	145	176	157	129	607	175	213	190	200	778

자료: 한국콜마, SK 증권



## Compliance Notice

- 작성자(이승욱)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6 개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

## SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2016년 6 월 7 일 기준)

매수	96%	중립	4%	매도	0%
----	-----	----	----	----	----

## 대차대조표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>유동자산</b>	2,089	1,856	2,562	3,427	4,554
현금및현금성자산	212	162	591	1,018	1,597
매출채권및기타채권	867	908	1,128	1,409	1,762
재고자산	373	458	569	711	889
<b>비유동자산</b>	1,275	1,587	1,639	1,698	1,753
장기금융자산	1	1	1	1	1
유형자산	1,214	1,458	1,438	1,438	1,438
무형자산	40	96	156	204	248
<b>자산총계</b>	3,364	3,443	4,201	5,126	6,307
<b>유동부채</b>	1,437	1,146	1,339	1,538	1,806
단기금융부채	603	248	225	145	65
매입채무 및 기타채무	689	739	918	1,147	1,434
단기충당부채	0	0	0	0	0
<b>비유동부채</b>	129	90	132	181	230
장기금융부채	93	41	48	68	88
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	0	0	0	0	0
<b>부채총계</b>	1,566	1,236	1,471	1,719	2,036
<b>지배주주지분</b>	1,798	2,207	2,729	3,407	4,271
자본금	106	106	106	106	106
자본잉여금	1,163	1,163	1,163	1,163	1,163
기타자본구성요소	0	0	0	0	0
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	530	937	1,474	2,166	3,045
비지배주주지분	0	0	0	0	0
<b>자본총계</b>	1,798	2,207	2,729	3,407	4,271
<b>부채와자본총계</b>	3,364	3,443	4,201	5,126	6,307

## 현금흐름표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>영업활동현금흐름</b>	356	498	531	685	831
당기순이익(손실)	328	455	580	730	921
비현금성항목등	207	261	311	359	415
유형자산감가상각비	63	90	97	100	100
무형자산상각비	7	6	9	16	20
기타	20	25	20	15	15
운전자본감소(증가)	-135	-86	-175	-171	-211
매출채권및기타채권의 감소증가	-178	-34	-220	-282	-352
재고자산감소(증가)	-50	-85	-111	-142	-178
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	123	92	168	229	287
기타	-29	-58	-12	24	33
법인세납부	-45	-132	-184	-233	-294
<b>투자활동현금흐름</b>	-128	-74	-78	-150	-143
금융자산감소(증가)	223	304	61	0	0
유형자산감소(증가)	-373	-333	-81	-100	-100
무형자산감소(증가)	-12	-62	-64	-64	-64
기타	35	16	6	13	20
<b>재무활동현금흐름</b>	-167	-474	-23	-107	-109
단기금융부채증가(감소)	0	0	-60	-80	-80
장기금융부채증가(감소)	-240	-426	45	20	20
자본의증가(감소)	125	0	0	0	0
배당금의 지급	-20	-34	-42	-38	-42
기타	-31	-15	-8	-9	-7
<b>현금의 증가(감소)</b>	65	-50	428	428	579
<b>기초현금</b>	147	212	162	591	1,018
<b>기말현금</b>	212	162	591	1,018	1,597
<b>FCF</b>	-13	97	421	519	667

자료 : 한국콜마, SK증권 추정

## 손익계산서

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>매출액</b>	4,613	5,358	6,484	8,105	10,131
<b>매출원가</b>	3,605	4,096	4,863	6,079	7,598
<b>매출총이익</b>	1,008	1,263	1,621	2,026	2,533
매출총이익률 (%)	21.9	23.6	25.0	25.0	25.0
<b>판매비와관리비</b>	539	656	843	1,054	1,317
영업이익	468	607	778	973	1,216
영업이익률 (%)	10.2	11.3	12.0	12.0	12.0
비영업손익	-39	-19	-16	-10	-1
<b>순금융비용</b>	23	10	2	-4	-13
<b>외환관련손익</b>	7	4	1	1	1
<b>관계기업투자등 관련순익</b>	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	430	588	762	963	1,215
세전계속사업이익률 (%)	9.3	11.0	11.8	11.9	12.0
계속사업법인세	102	133	182	233	294
<b>계속사업이익</b>	328	455	580	730	921
증단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	328	455	580	730	921
<b>순이익률 (%)</b>	7.1	8.5	8.9	9.0	9.1
<b>지배주주</b>	328	455	580	730	921
<b>지배주주귀속 순이익률(%)</b>	7.11	8.49	8.94	9	9.09
<b>비지배주주</b>	0	0	0	0	0
<b>총포괄이익</b>	319	443	565	715	906
<b>지배주주</b>	319	443	565	715	906
<b>비지배주주</b>	0	0	0	0	0
<b>EBITDA</b>	538	704	884	1,089	1,336

## 주요투자지표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	63.4	16.2	21.0	25.0	25.0
영업이익	138.1	29.6	28.1	25.0	25.0
세전계속사업이익	161.1	36.8	29.6	26.4	26.2
EBITDA	122.4	30.7	25.7	23.1	22.7
EPS(계속사업)	127.4	31.4	27.4	25.9	26.2
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	22.3	22.7	23.5	23.8	24.0
ROA	10.4	13.4	15.2	15.7	16.1
EBITDA/이자비용(배)	11.7	13.1	13.6	13.4	13.2
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	145.3	161.9	191.2	222.8	252.1
부채비율	87.1	56.0	53.9	50.5	47.7
순자금/자기자본	-5.6	-7.0	-19.7	-30.1	-38.9
EBITDA/이자비용(배)	12.7	35.1	92.9	121.6	191.3
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	1,641	2,155	2,747	3,459	4,364
BPS	8,521	10,459	12,936	16,145	20,239
CFPS	1,991	2,612	3,249	4,008	4,934
주당 현금배당금	160	200	180	200	220
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	38.9	52.7	39.1	31.1	24.6
PER(최저)	16.6	20.3	25.8	20.5	16.2
PBR(최고)	7.5	10.9	8.3	6.7	5.3
PBR(최저)	3.2	4.2	5.5	4.4	3.5
PCR	22.1	36.3	30.4	24.6	20.0
EV/EBITDA(최고)	24.2	33.9	25.1	20.0	15.8
EV/EBITDA(최저)	9.7	12.9	16.4	12.9	10.0

# **memo**

---

# **memo**

---

**memo**

---