

Analyst | 최서연
Tel .3770-5323
janice84@hygood.co.kr

화장품 2017년 전망

- 해외 매출 확대에 주목

▶ 2016 Review - 투자 심리 악화에 따른 주가 하락

- 사드 배치 관련 이슈로 중국 의존도가 높은 화장품 업종은 연초대비 주가가 22.67% 하락. 상반기는 고성장을 보인 업체들을 중심으로 주가가 회복세를 보였으나 7월 사드 배치 확정 발표 이후 중국 정부의 본격적인 경제 제재 조치로 인해 투자 심리 악화돼 주가 크게 하락
- 그러나 대부분 화장품 업체는 올해도 실적 개선을 이어감. 당사 커버리지 종목 상반기 매출액은 전년 동기 대비 21.5%, 영업이익 15.7% 성장. 3분기는 yoy 기준으로 매출액 24.1%, 영업이익 8.3% 성장
- 하반기 사드 배치 이슈와 국정 불안 등으로 시장의 변동성 확대. 화장품 업종 4분기 실적은 면세점 채널 매출 성장세는 둔화되나 중국 매출은 확대될 것으로 전망

▶ 화장품 2017 Preview - 해외 매출 확대에 주목

국내 화장품 시장 성장을 둔화 전망: 브랜드 업체는 경쟁 심화와 더불어 실적 둔화 우려. 그러나 프리미엄 브랜드는 높은 고객 충성도로 매출 성장세 이어갈 것. 면세점 채널 매출은 높은 실적 베이스와 당분간 중국인 관광객 감소세에 따른 성장률 둔화 전망. 다만, 온라인 채널은 매출 비중이 높지는 않지만 꾸준히 성장할 것으로 기대

중국 시장은 여전히 매력적: 중국의 경제 제재 강화에도 국내 화장품 업체의 중국 매출 확대 가능 전망. 까다로운 통관 등으로 중국 의존도가 높은 중소형 브랜드 업체는 매출 감소가 우려되나 국내 프리미엄 브랜드는 중국 시장내 품질 및 가격 경쟁력 확보로 큰 영향 없을 것. 국내 화장품 ODM 업체들은 중국 현지 공장 Capa 증설을 통해 급격히 성장하는 중국 로컬 업체로의 공급 확대 전망. 중국 정부의 로컬 업체에 대한 규제는 어려울 것으로 예상돼 ODM 업체의 중국 사업은 성장 지속 기대

중국 외 해외 시장 주목: 국내 화장품 업체들은 중국 의존도를 낮추기 위한 새로운 시장 진출을 대비책으로 마련 중. 한류 열풍으로 아세안 지역에서의 화장품 매출은 고성장세를 보이고 있으며 미국 및 유럽 등 선진국에서도 참신한 아이디어와 우수한 품질로 한국 화장품에 대한 관심 증가세

▶ Top Picks - 아모레퍼시픽, 한국콜마

Top Picks: 아모레퍼시픽(090430), 한국콜마(161890)

중소형주 추천: 연우(115960), 대봉엘에스(078140), 제닉(123330)

기업분석

아모레퍼시픽(090430)

Rating	매수(유지)
Target Price	420,000원
현재가	318,500원

한국콜마(161890)

Rating	매수(유지)
Target Price	96,000원
현재가	70,800원

연우(115960)

Rating	매수(유지)
Target Price	55,000원
현재가	38,350원

대봉엘에스(078140)

Rating	매수(신규)
Target Price	19,000원
현재가	11,900원

제닉(123330)

Rating	매수(신규)
Target Price	19,000원
현재가	15,600원

■ 2016 Review – 투자 심리 악화에 따른 주가 하락

최근 3년간 상승세였던 화장품 업종의 주가는 올해 사드 배치 관련 이슈로 급격한 하락세를 보였다. 코스피 지수가 연초대비 1.13% 상승한 반면, 화장품 업종 주가는 22.67% 하락하였다(11/30 기준). 올해 초 우리 정부의 사드 배치 검토 발언 이후 하락하였던 화장품 업종의 주가는 상반기 고성장을 보인 업체들을 중심으로 주가는 회복세를 보였으나 7월 사드 배치 확정 발표 이후 중국의 경제 제재 조치가 본격화되면서 투자 심리가 악화돼 주가는 크게 하락하였다.

사드 배치 공식 발표 후 중국 정부의 한국을 겨냥한 공식적, 비공식적 제재 보도가 잇따르고 있다. 한국인 대상 상용 복수비자 발급절차 변경(8월), 저가 패키지 상품의 폐해를 없애겠다는 취지의 한국행 관광객 수 제한 지침 발표(10월)와 최근 한류 금지령, 롯데 중국법인 세무조사 착수 등이다. 실제로 까다로운 통관에 따른 피해 사례가 나타나고 있는데 한국 무역협회 베이징지부에 의하면 올해 1~9월 중국이 한국산 식품과 화장품에 대해 수입통관 불합격 조치를 취한 건수는 148건으로 이미 지난해 연간 불합격 건수 130건을 넘었다고 밝혔다. 지난해 불합격 건수 1~3위였던 대만, 미국, 한국 중 통관 불합격 조치가 늘어난 나라는 한국뿐으로 사드 배치, 한일 군사정보보호협정 체결 등에 따른 중국의 무역 보복 조치라는 분석이다.

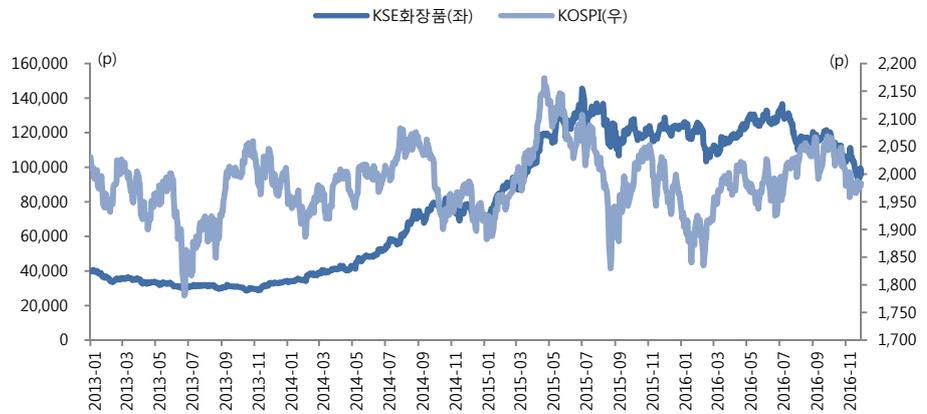
주가는 하락세를 보였지만 대부분 화장품 업체는 실적 개선을 이어갔다. 최근 고성장에 따른 높은 기대감으로 시장 컨센서스를 하회하기는 하였으나 2016년 상반기 실적은 중국인 관광객 증가에 따른 면세점 채널 매출 성장과 중국 현지 매출 확대로 호실적을 기록하였으며 3분기는 화장품 업종의 계절적 비수기임에도 외형이 확대되었다. 다만, 3분기는 일회성 비용 발생 및 환율 등의 영향으로 수익성은 매출액 대비 크게 개선되지 못했다.

당사 커버리지 종목(도표10 참조) 상반기 매출액은 전년 동기 대비 21.5%, 영업이익은 15.7% 성장하였는데 수출 대형 매출 비중이 높은 잇츠스킨(파이공 규제 및 주요 제품에 대한 중국 위생허가 미취득으로 매출 감소)을 제외한 업체들이 지속적인 성장을 보인 결과이다. 커버리지 종목 3분기 실적은 yoy 기준으로 매출액은 24.1%, 영업이익은 8.3% 성장했으며 아모레퍼시픽(치약 리콜 사태), 코스맥스(코스맥스USA의 높은 고정비), 한국콜마(PTP인수, 제약 관련 비용 증가) 등의 비용 증가로 영업이익 개선은 크지 않았다.

4Q16 실적은 면세점 채널 매출 성장률은 둔화되나 중국 매출은 확대될 것으로 전망된다. 브랜드 업체는 면세점 매출 성장세 감소가 중국 본토에서의 매출 증가로 이어질 것으로 판단되며 화장품 제조 업체는 제품 수요 증가에 따른 중국 로컬 업체로의 공급 확대가 기대된다.

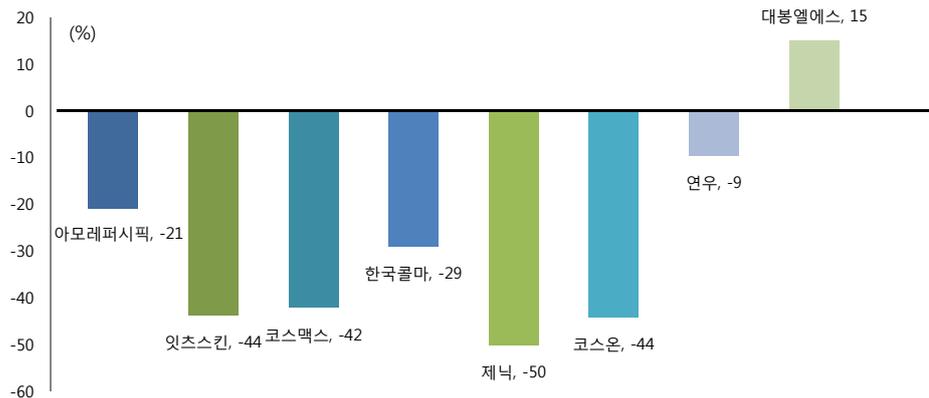
올해 하반기 신규 상장된 화장품 관련 업체들 또한 실적 성장 기대에도 불구하고 불확실한 시장 상황으로 주가가 하락하고 있다. 코스메카코리아는 화장품 ODM 업체로 올해 중국 법인 실적 흑자 전환 및 빠른 성장세를 보이고 있고 클리오는 색조화장품 전문 업체로 올 상반기 작년 연간 실적에 육박하는 성과를 냈으나 주가는 11월 30일 기준 공모가를 하회하고 있다. 또한 올해는 해외 화장품 업체(잉글우드랩; 미국 기초화장품 ODM업체, 오가닉티 코스메틱; 중국 영유아 화장품 생산업체)의 국내 증시 진입도 있었는데 이들 업체의 주가 변동성도 크게 작용하고 있는 상황이다.

〈도표1〉 화장품 업종 주가추이(11/30 기준)



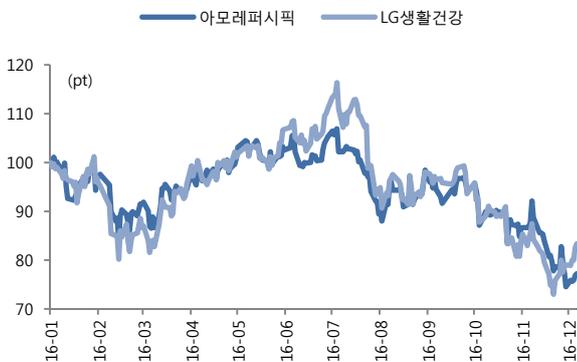
자료: Quantwise, 한양증권 리서치센터

〈도표2〉 화장품 커버리지 종목 연초대비 수익률(11/30 기준)



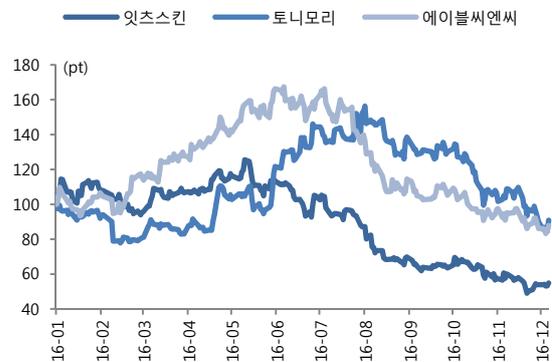
자료: Quantwise, 한양증권 리서치센터

〈도표3〉 프리미엄 브랜드 업체 주가 추이



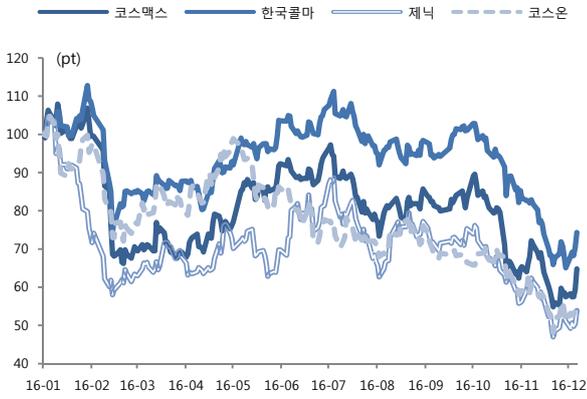
자료: Bloomberg, 한양증권 리서치센터

〈도표4〉 원브랜드샵 업체 주가 추이



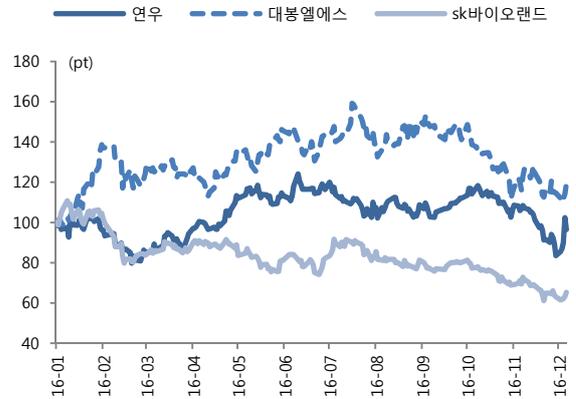
자료: Bloomberg, 한양증권 리서치센터

〈도표5〉 OEM/ODM 업체 주가 추이



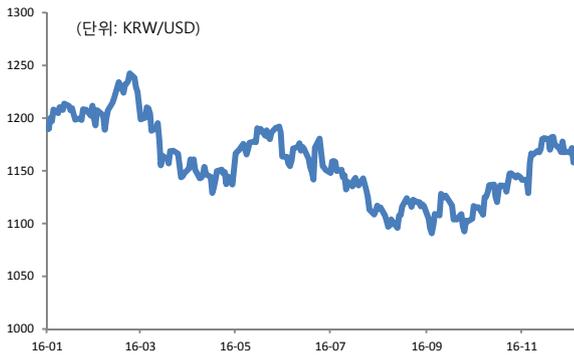
자료: Bloomberg, 한양증권 리서치센터

〈도표6〉 용기 및 원료 업체 주가 추이



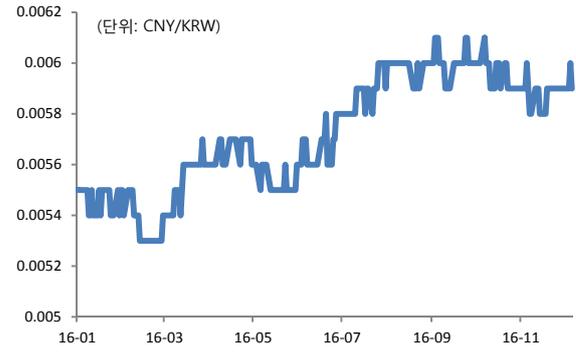
자료: Bloomberg, 한양증권 리서치센터

〈도표7〉 원/달러 환율



자료: Bloomberg, 한양증권 리서치센터

〈도표8〉 원/위안 환율



자료: Bloomberg, 한양증권 리서치센터

〈도표9〉 중국 역대 갈등 국가 경제 제재

시기	갈등내용	경제제재
2000년 6월	중국산 마늘 세이프가드(한국)	한국 관세율 10 배 올리자 폴리에틸렌·휴대폰 수입 차단
2009년 2월	남중국해 영해권 분쟁(필리핀)	필리핀 과일류 검역 강화, 중국인 단체관광 취소 조치
2010년 9월	다오위다오 영토 분쟁(일본)	희토류 수출 중단, 일본산 자동차·의류 불매 운동
2012년 9월	다오위다오 영토 분쟁(일본)	일본 수출품 통관 강화, 중국 내 일본 관광상품 접수 중단
2014년 6월	남중국해 영해권 분쟁(베트남)	중국 진출 베트남 기업 사업 입찰 중지
2016년 7~11월	사드 배치 결정· 한일 군사정보보호협정(한국)	한류 금지령, 한국 방문 유커 감축 지침, 전기차 배터리 인증 강화, 폴리실리콘 반덤핑 조사

자료: 언론사, 한양증권 리서치센터

<도표10> 화장품 업체 2016년 상반기 및 3분기 실적 추이

(단위: 억원, %)

회사명	매출액						영업이익						당기순이익					
	3Q16	3Q15	yoy	1H16	1H15	yoy	3Q16	3Q15	yoy	1H16	1H15	yoy	3Q16	3Q15	yoy	1H16	1H15	yoy
아모레퍼시픽*	14,009	11,411	22.8	29,285	23,998	22.0	1,675	1,634	2.5	5,784	4,861	19.0	1,171	1,422	-17.7	4,556	3,729	22.2%
LG 생활건강	15,635	13,868	12.7	30,732	26,130	17.6	2,442	1,902	28.4	4,589	3,465	32.4	1,921	1,360	41.2	3,200	2,412	32.6
아모레 G	16,543	13,466	22.9	34,790	28,570	21.8	2,197	1,883	16.7	7,288	5,643	29.2	1,514	1,521	-0.5	5,721	4,299	33.1
에이블씨엔씨	937	899	4.2	2,101	1,978	6.2	3	14	-78.0	112	31	258.1	(25)	17	적전	96	38	148.7
토니모리	597	571	4.5	1,167	1,021	14.2	70	72	-2.6	84	49	69.9	42	37	14.3	63	48	30.2
잇츠스킨*	571	515	10.9	1,453	1,738	-16.4	159	92	72.8	417	690	-39.6	127	70	81.4	333	550	-39.5
리더스코스메틱	479	255	88.1	908	1,045	-13.1	75	27	179.7	126	297	-57.5	63	(123)	흑전	33	221	-85.2
한국화장품	399	247	61.6	739	464	59.3	42	(17)	흑전	65	(38)	흑전	40	(32)	흑전	66	(35)	흑전
코리아나	265	327	-19.1	670	700	-4.4	3	17	-83.0	35	48	-25.8	(2)	18	적전	34	43	-19.7
코스맥스*	1,861	1,329	40.0	3,712	2,641	40.6	119	95	25.3	313	215	45.6	60	50	20.0	190	134	41.8
한국콜마*	1,602	1,282	25.0	3,216	2,685	19.8	155	157	-1.3	321	226	42.0	97	111	-12.6	297	243	22.2
제닉*	211	199	6.0	482	333	44.7	15	5	200.0	53	17	211.8	8	5	60.0	15	17	-11.8
코스온	200	155	29.0	416	290	43.4	18	15	20.0	38	34	11.8	16	8	100.0	26	28	-7.1
연우*	596	463	28.7	1,180	980	20.4	55	34	61.8	160	94	70.2	30	35	-14.3	132	70	88.6
SK 바이오랜드	209	188	10.9	506	410	23.5	30	27	13.9	88	78	13.1	21	24	-11.7	62	60	3.7
대봉엘에스*	173	135	28.1	365	296	23.3	28	20	40.0	60	41	46.3	22	16	37.5	50	34	47.1
에이씨티	47	42	13.4	138	106	30.4	(11)	1	적전	(4)	13	적전	(11)	3	적전	(2)	13	적전
KCI	111	93	19.5	209	196	6.7	15	17	-8.4	47	30	57.2	9	13	-29.5	39	26	47.3

자료: 각사, 한양증권 리서치센터 *당사 커버리지 업체

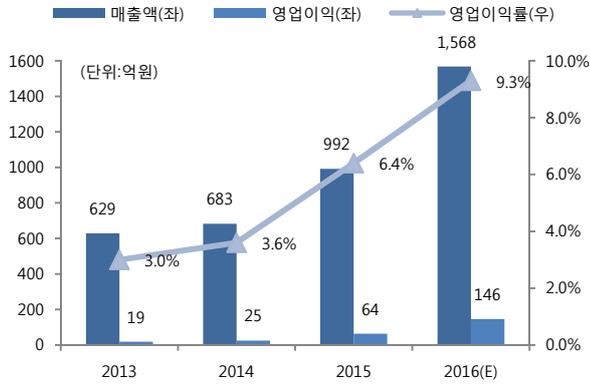
<도표11> 화장품 업체 2016년 4분기 실적 전망

(단위: 억원, %)

회사명	매출액			영업이익			당기순이익		
	4Q16E	4Q15	yoy	4Q16E	4Q15	yoy	4Q16E	4Q15	yoy
아모레퍼시픽	13,842	12,258	12.9%	1,573	1,234	27.5%	1,113	696	59.9%
한국콜마	1,769	1,392	27.1%	189	129	46.5%	153	100	53.0%
코스맥스	1,814	1,357	33.7%	77	50	54.0%	24	4	500.0%
잇츠스킨	708	842	-15.9%	210	336	-37.5%	182	216	-15.7%
연우	629	548	14.8%	75	61	23.0%	58	47	23.4%
대봉엘에스	186	155	20.0%	30	24	25.0%	25	25	0.0%
제닉	247	205	20.5%	22	8	175.0%	17	7	142.9%
코스온	289	174	66.1%	29	21	38.1%	22	10	120.0%

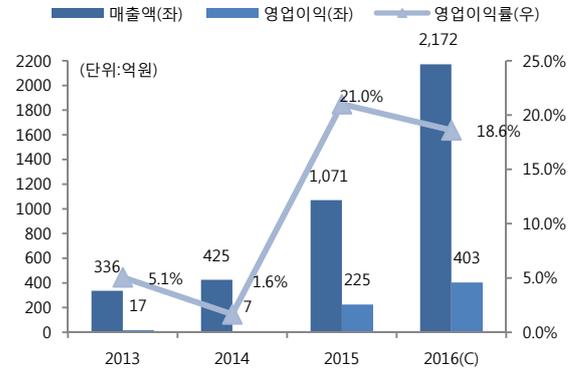
자료: 각사, 한양증권 리서치센터 추정

〈도표12〉 코스메카코리아 실적 추이



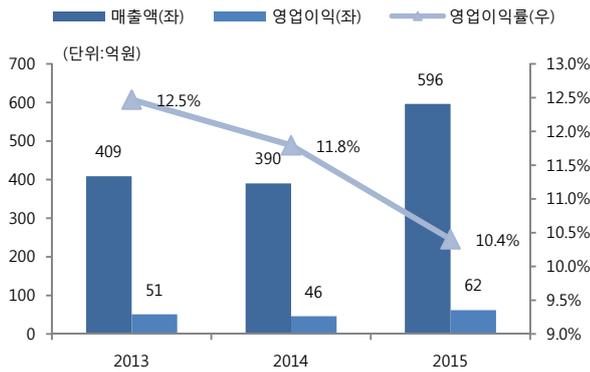
자료: 코스메카코리아, 한양증권 리서치센터 추정

〈도표13〉 클리오 실적 추이



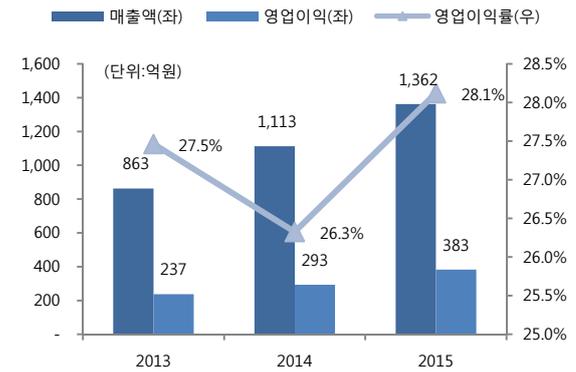
자료: 클리오, 한양증권 리서치센터 *2016년 실적은시장 컨센서스

〈도표14〉 잉글우드랩 실적 추이



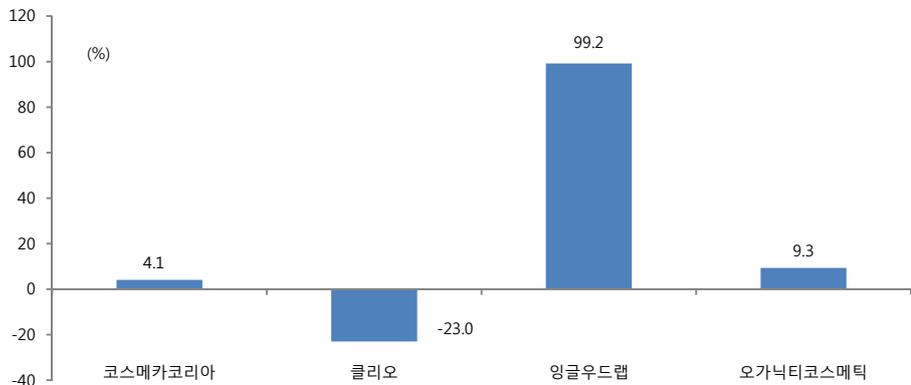
자료: 잉글우드랩, 한양증권 리서치센터

〈도표15〉 오가닉티코스메틱 실적 추이



자료: 오가닉티코스메틱, 한양증권 리서치센터

〈도표16〉 화장품 신규 상장주 공모가 대비 수익률(12/9 기준)



자료: Bloomberg, 한양증권 리서치센터

■ 2017 Preview – 해외 매출 확대에 주목

최근 화장품 시장은 K-뷰티 열풍 등으로 급격하게 성장하였으며 이에 따라 화장품 산업 내 기업 수 또한 증가하고 있다. 국내 화장품 시장 규모는 2011년 6.5조원에서 2015년 9.4조원으로 연 평균 9.2% 성장하였으며 한류를 통한 외국인 관광객 증가에 따른 면세점 매출 확대가 국내 화장품 시장 성장에 크게 기여하였다. 그러나 높은 베이스에 따라 화장품 업체의 면세점 매출 증가세는 다소 둔화될 것으로 예상돼 앞으로 국내 화장품 시장은 중국을 중심으로 한 해외 매출 확대가 성장을 견인할 것으로 판단된다.

세계 화장품 시장 규모는 최근 5년간 연평균 4.0%의 성장률을 보였으며 지역별 시장규모는 유럽이 가장 크며 이어 아시아/태평양, 북미/중남미 순이다. 중동 및 아프리카는 세계 시장에서 차지하는 규모는 크지 않으나, 연평균 성장률이 가장 높아 향후 전망이 기대된다. 국가별로는 미국이 전체 시장의 14.9%로 가장 크며 그 다음은 중국, 일본, 독일 순이다.

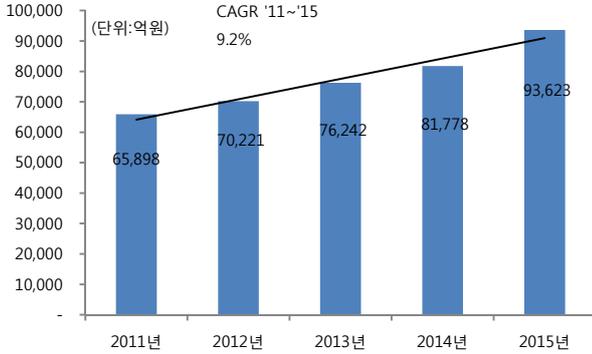
주요 해외 매출처인 중국 시장은 과거에 비해 성장률이 둔화되고 있지만 성장은 당분간 지속돼 머지 않아 미국을 제치고 세계 1위 화장품 시장으로 부상할 것으로 전망된다. 중국은 인당 화장품 소비액이 GDP의 0.46%에 해당하는 35달러로 세계 평균 인당 화장품 소비액(64달러)의 절반 수준에 불과하다. IMF 전망치에 따르면 2014년 기준 중국 1인당 GDP는 7,589달러에서 2018년 1만 달러를 넘어설 것으로 예상되는데 이에 따라 화장품 소비도 증가될 것으로 전망된다.

최근 우리 정부의 사드 배치 발표 이후 중국은 한국에 대한 규제를 강화하고 있지만 국내 화장품 업체들에게 중국은 여전히 중요한 시장임은 분명하다. 영화, 음악, 방송 등 우리나라 콘텐츠 분야의 인기로 인한 국내 화장품의 선호도 증가와 브랜드력 강화 등으로 중국으로의 수출은 최근 5년간 연평균 52.4% 증가하였다. 중국 시장 내 수입화장품 순위를 보더라도 2013년 한국 화장품은 일본, 미국보다 수입액이 적었으나 올해 상반기에는 프랑스에 이어 두번째로 많았다.

한류와 혁신적인 제품을 통해 아세안 지역뿐 아니라 미국, 유럽 등 선진국에서도 한국 화장품의 위상은 높아지고 있다. 이에 따라 글로벌 업체의 한국 화장품 기업에 대한 투자도 이루어지고 있는데 골드만삭스와 베인캐피털 컨소시엄은 유명 브랜드 AHC를 보유한 카버코리아를 인수하였고 프랑스 LVMH 그룹은 색조화장품 전문기업 클리오에 5000만 달러(한화 573억원) 규모의 투자로 클리오의 2대 주주가 됐다. 또한 국내 화장품 업체의 미국향 수출액도 지속적으로 증가세를 보이고 있는데 올해 10월까지의 수출액은 2013년 대비 3배 확대되었다.

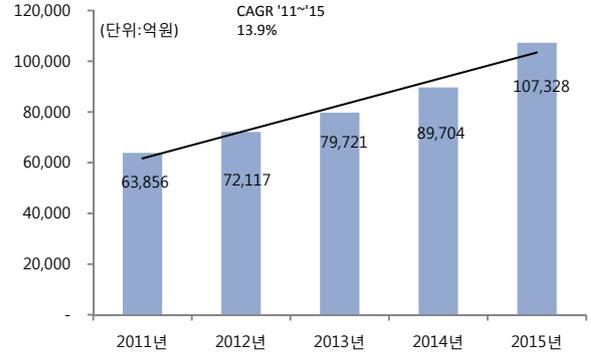
국내 화장품 업체들은 국내 생산만의 한계를 느끼며 중국 현지에 생산 공장을 건설하고 Capa를 증설하는 등 투자를 지속하고 있으며 동남아뿐 아니라 미국, 유럽 등 선진국으로의 직접 진출도 이뤄지고 있다. 이에 수출 증가와 더불어 해외 현지 법인 매출 확대가 기대된다. 국내 화장품 업체들의 본격적인 해외 진출 확대로 2017년은 해외 매출 증가에 따른 실적 개선에 주목해야 할 필요가 있겠다.

〈도표17〉 국내 화장품 시장 규모



자료: 대한화장품협회, 관세청, 한양증권 리서치센터

〈도표18〉 국내 화장품 생산 규모



자료: 대한화장품협회, 관세청, 한양증권 리서치센터

〈도표19〉 주요국 화장품 시장규모

(단위: 백만달러, %)

순위	국가	2012년	2013년	2014년	점유율	YoY
		시장규모	시장규모	시장규모		
1	미국	37,107	37,957	38,773	14.9	2.1
2	중국	22,219	24,289	26,742	10.3	10.1
3	일본	23,033	23,277	23,454	9.0	0.8
4	독일	14,820	15,135	15,497	6.0	2.4
5	브라질	13,179	14,084	15,229	5.9	8.1
합계(47개국)		239,658	249,034	259,772	100	4.3

자료: Datamonitor Personal Care Market Data 2015, 한양증권 리서치센터

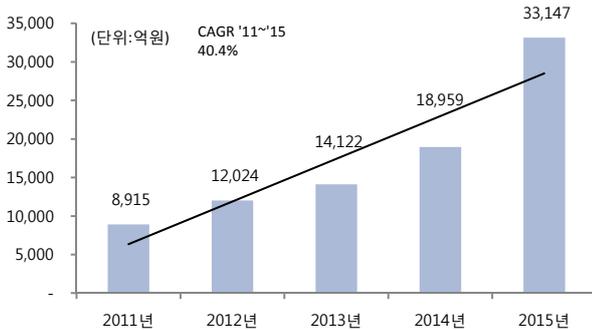
〈도표20〉 국가별 인당 GDP 및 화장품 소비액

(단위: 달러)

국가	인당 화장품 소비액	인당 GDP	화장품 소비액/GDP
세계	64	-	-
일본	292	36,332	0.80%
프랑스	262	44,538	0.59%
미국	239	54,597	0.44%
한국	220	28,101	0.78%
중국	35	7,589	0.46%

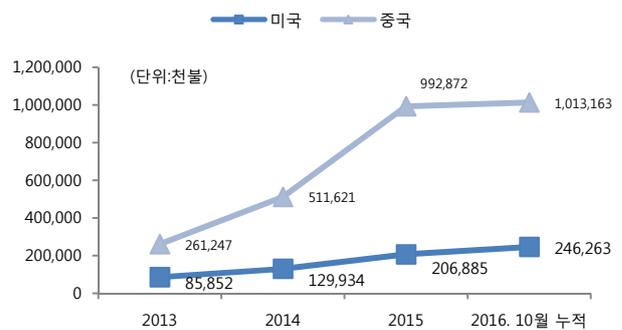
자료: Euromonitor, IMF, 오가닉티코스메틱, 한양증권 리서치센터

〈도표21〉 국내 화장품 수출 규모



자료: 대한화장품협회, 관세청, 한양증권 리서치센터

〈도표22〉 국내 화장품 수출액 추이(미국, 중국)



자료: 관세청, 한양증권 리서치센터

〈도표23〉 중국 시장 내 수입화장품 순위

(단위: 백만달러)

순위	국가	2016.8(누계)	2015	2014	2013	2012	2011	2010
	총계	2,864(100%)	3,740(100%)	2,683	1,639	1,474	1,346	1,018
1	프랑스	830(29.0%)	1,087(29.1%)	1,008	570	524	515	363
2	한국	690(24.1%)	775(20.7%)	234	149	100	66	55
3	일본	465(16.2%)	607(16.2%)	418	300	352	356	265
4	미국	302(10.5%)	474(12.7%)	390	196	150	140	126
5	영국	181(6.3%)	186(5.0%)	176	67	55	36	30

자료: 무역협회, 대한화장품협회, 한양증권 리서치센터

■ 국내 시장

최근 3년간 화장품 업체들이 고성장세를 보임에 따라 엔터테인먼트, 제약사, 유통사 등이 화장품 사업에 진출하였고 최근에는 제조업체들도 사업 다각화를 위해 화장품 시장에 뛰어들고 있다. 2015년 발표된 식품의약품 통계연보에 따르면 화장품 제조업체수는 2013년 1,535개에서 2014년 1,750개(14.0%)로 증가하였으며 화장품 제조판매업체는 3,884개에서 4,853개(24.9%)로 증가하였다. 화장품은 시장 진입 장벽이 낮아 신규 업체 및 후발 업체의 시장 진입이 용이한 특성이 있어 화장품 시장 진출 기업 수 증가는 지속될 것으로 예상되며 브랜드 업체들은 이에 따른 경쟁 심화와 더불어 실적 둔화가 우려된다. 그러나 프리미엄 브랜드의 경우 확고한 인지도를 통한 높은 고객 충성도로 브랜드간의 경쟁 심화는 크지 않을 것으로 판단된다.

면세점 매출은 국내 화장품 시장 성장을 견인하고 있으나 높은 실적 베이스에 따라 성장률은 둔화될 것으로 보인다. 또한 한국관광공사 자료에 따르면 지난 7월 우리 정부의 사드 배치 공식 발표 이후 중국인 관광객수는 감소하는 추세를 보였으며 중국 정부의 중국 단체 관광객 한국행 규제 지침 발표로 당분간 중국 관광객 수의 감소는 불가피 할 것으로 판단된다. 이에 따라 면세점 매출의 큰 부분을 차지하는 중국 관광객의 매출은 감소하겠으나 일본 및 동남아 관광객 증가로 전체 관광객 수는 줄어들지 않았다는 점을 감안할때 중국 관광객 감소가 면세점 매출에 미치는 영향은 제한적일 것으로 보인다.

2015년 국내 온라인 쇼핑몰 거래액은 53조 8,883억으로 전년대비 19% 증가한 것으로 나타났다. 이 중 화장품 거래액은 3조 5,195조원으로 31.9% 증가하였으며 다른 소비재 판매액 증가율 대비 상대적으로 높은 수치를 기록하였다. 이 같은 성장세는 온라인 쇼핑 편리성에 의해 고객층이 확대되고 있고 이에 따른 온라인 시장 규모 증대로 업체에서도 디지털 채널 역량을 강화하기 때문이라 파악된다. 화장품 시장 내 온라인 열풍은 해외 소비자들에게도 나타나고 있는데 특히, 2016년 반기 기준 중국의 화장품 역지구 규모는 6,121억원으로 전체 화장품 역지구 매출의 90%에 해당한다. 이에 따라 그동안 오프라인 시장에 집중했던 아모레퍼시픽 및 LG생활건강 등도 온라인 채널을 강화할 계획으로 온라인 채널은 꾸준히 성장할 것으로 기대된다.

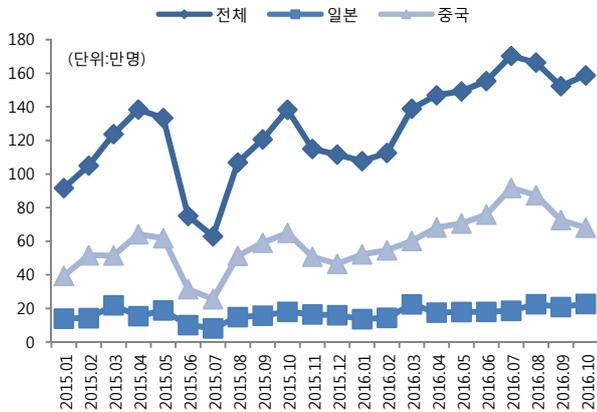
〈도표24〉 화장품 제조업체 및 생산업체 수 현황

(단위: 개)

구분	2010 년	2011 년	2012 년	2013 년	2014 년	증가율 ('10~'14)
제조업체 수	882	968	978	1,535	1,750	18.7%
제조판매업체 수	-	-	-	3,884	4,853	-
생산업체 수	591	640	1,480	1,895	2,110	37.5%
품목수	85,533	93,682	101,296	88,806	101,362	4.3%
수입업체수	1,105	1,127	1,070	1,083	1,073	-0.7%

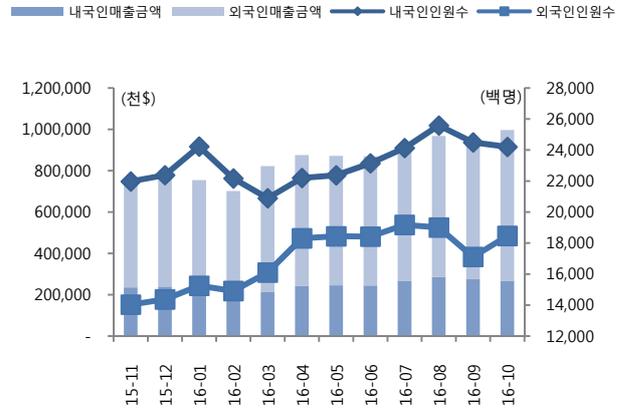
자료: 식품의약품안전처, 식품의약품통계연보, 한양증권 리서치센터

〈도표25〉 외국인 관광객 입국자수 추이



자료: 한국관광공사, 한양증권 리서치센터

〈도표26〉 면세점 매출액 추이



자료: 한국면세점협회, 한양증권 리서치센터

〈도표27〉 연도별 화장품 온라인 거래 및 전체 거래액 비중

(단위: 억원)

구분	2011 년	2012 년	2013 년	2014 년	2015 년	2016 년 반기
화장품	16,055	19,458	21,005	26,690	35,195	24,016
전체거래액	290,725	340,682	384,979	453,025	538,883	304,746
비중	5.5%	5.7%	5.5%	5.9%	6.5%	7.9%

자료: 통계청, 온라인쇼핑동향조사, 한양증권 리서치센터

〈도표28〉 국가(대륙)별 화장품 온라인쇼핑 해외직접판매액

(단위: 억원)

구분	2014 년	2015 년	2016 년 반기
미국	154	329	217
중국	2,035	6,258	6,121
일본	34	66	46
아세안	17	51	43
EU	34	49	52
중동	18	23	12
중남미	18	16	9
오세아니아	28	26	20
기타	231	347	284
합계	2,570	7,164	6,804

자료: 통계청, 온라인쇼핑동향조사, 한양증권 리서치센터

■ 해외 시장

1. 중국

국내 화장품 업체들은 한류 열풍과 함께 중국 시장을 통한 매출 증대로 고성장세를 보였다. 중국은 부동의 1위 수출국으로 2015년 한국의 중국 화장품 수출액은 약 10억불(40.6%)로 최근 5년간 5.4배 증가하였다. 그러나 우리 정부의 사드 배치 결정과 한일 군사정보보호협정에 대한 반발로 중국의 경제 제재가 강화되고 있어 이에 따른 영향에 대한 검토가 필요하다.

중국 정부의 주요 경제 제재는 다음과 같다.

- 1) **한국행 여행객 규제:** 현지 정부가 관할 지역내 여행사 간부들을 소집하거나 전화로 한국행 유커 20% 감축, 여행일정 중 쇼핑횟수 1회로 제한 등의 내용을 담은 구두 통지문을 전달
- 2) **한한령(限韓令):** 한국연예인 출연 광고 금지, 한류 콘텐츠 수입으로 인한 중국 자금 한국으로의 이전 금지, 한류 콘텐츠 한중 공동 제작 금지, 한국 드라마 방영 금지, 만명 이상의 관객을 모을 수 있는 한국 가수의 공연 및 방송 출연 금지 등(중국 외교부 대변인은 공식적으로 한한령을 지시한 바 없다고 발표했으나 중국 당국이 한한령을 각 방송국이나 기업체에 구두 통보했고 이 지침이 다시 하부기관이나 자회사에 문서 형태로 전달됐다는 보도 존재)
- 3) **중국 롯데그룹 전 사업장 조사:** 세무조사 및 소방, 위생, 안전 점검(롯데그룹 소유 경북 성주 골프장이 사드 부지로 확정된데 대한 보복성 조치로 추정)

아직까지 중국에 진출한 화장품 기업의 매출은 크게 변화하지 않은 것으로 파악되는데 이는 '메이드 인 코리아' 화장품에 대한 일반 소비자들의 신뢰와 호감이 지속되고 있기 때문이다. K-뷰티의 시작은 한류스타와 함께 했으나 지금은 제품력을 인정받은 만큼 한한령에 따른 영향이 크게 작용하지 않고 있다는 것이다. 특히, 프리미엄 브랜드는 중국 본토에서의 매출 확대를 위해 면세점에서의 제품 구매 수량 제한 및 중국으로의 불법적인 유통을 막기 위한 노력을 자체적으로 해왔으며 중국 시장 내 글로벌 브랜드 화장품에 비해 품질 및 가격 경쟁력을 확보하고 있어 중국 규제에 대한 영향은 크지 않을 것으로 판단된다. 그러나 추가적인 한국 제품 구매 제한 조치가 이뤄질 경우 중국 관련 매출이 높은 국내 화장품 브랜드의 매출 타격은 불가피할 것으로 전망된다.

중국 화장품 시장은 여전히 글로벌 기업들이 시장을 주도하기는 하지만 중국 로컬 화장품 브랜드의 급속한 성장으로 이들 업체들의 시장 점유율이 확대되고 있으며 브랜드간의 경쟁도 심화되고 있는 상황이다. 또한 중국 화장품 시장을 유형별로 살펴보면 여전히 기초 제품이 50% 이상의 비중으로 가장 높지만 최근 색조제품의 성장이 두드러지고 있다. 실제로 한국 화장품 수출 제품 중 메이크업용 제품은 2014년까지 홍콩으로의 수출 비중이 높았으나 2015년에는 중국 비중이 가장 큰 것으로 분석된다. 지난 10월 중국 정부가 색조제품 소비세 폐지를 시행함에 따라 중국 시장에서 색조제품의 수요는 꾸준히 증가할 것으로 전망된다. 이를 통해 당사는 화장품 제조 및 부자재 업체들의 수혜가 지속될 것이라는 판단이다. 중국 기업은 한국 화장품 업체의 제조 기술과 디자인 등에 아직 경쟁력을 갖지 못한 것으로 파악되며 중국의 내수기업 육성정책 등을 통해 중국 로컬 화장품 기업에 대한 규제는 어려워 보여 국내 OEM/ODM업체 및 용기 업체의 중국향 물량 공급은 꾸준히 증가할 것으로 기대된다.

수주 증가에 따라 국내 OEM/ODM업체들의 중국 Capa 증설이 이어지고 있다. 한국콜마는 올해 북경 공장의 Capa를 300억원에서 1500억원으로 확대했으며 2018년에는 3500억원 생산 규모의 무석 공장이 완공될 전망이다. 코스맥스의 중국 공장도 금년 말 생산 Capa가 2배 이상 확대(상해 2억→4억개, 광저우 0.4억→1억개)될 예정이며 코스메카코리아의 중국 생산Capa는 2019년까지 점진적인 증설이 계획되어있다. 또한 마스크팩 ODM업체인 제닉도 내년 중국2공장 가동을 통해 외내형 성장이 기대되며 용기업체인 연우는 2018년 중국 현지 공장 가동을 계획하고 있다.

〈도표29〉 중국 로컬 화장품 브랜드



자료: Google, 한양증권 리서치센터

〈도표30〉 중국 화장품류 세금징수율

(단위: %)

상품명	관세	소비세		증치세
		개정전	개정후	
향수	10	30	15	17
입술화장용	10	30	15	17
눈화장용	10	30	15	17
매니큐어용	10	30	15	17
기초화장품	5	-	-	17
팩	7	30	15	17
기타화장품	2	30	15	17

자료: KOTRA상하이, 한양증권 리서치센터

〈도표31〉 중국 색조화장품 판매 특징



자료: 양스시장연구(央视), KOTRA, 한양증권 리서치센터

〈도표32〉 2015년 중국 인기 색조화장품 TOP3

브랜드	브랜드 LOGO	제품사진
미니소(MINISO) 아이라미너		
카즈란(卡姿兰) CC쿠션		
카즈란(卡姿兰) 큰 눈 마스크라		

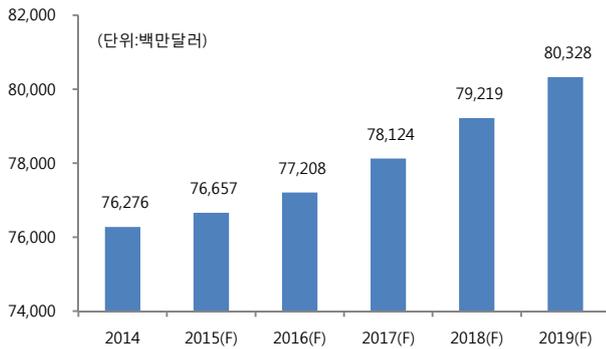
자료: KOTRA청다오, 한양증권 리서치센터

2. 미국

미국 시장에서도 한국 화장품은 꾸준한 관심을 받으며 성장세를 기록하고 있다 미국 화장품 수입 동향을 살펴보면 2016년 7월 누적 기준으로 한국 화장품은 미국 시장에서 7.23%의 시장점유율을 기록하며 미국 화장품 수입국 5위에 올랐다. 이는 한국 화장품의 혁신성, 자연스러움을 강조한 한국인의 화장법, 유기농 재료 등을 사용한 화장품의 인기에서 비롯된 것으로 파악된다. 올해는 BB크림, CC크림 기능과 더불어 자외선 차단제를 포함한 쿠션 컴팩트, 마스크팩의 판매량이 증가세를 보이고 있으며 인삼, 달팽이 점액, 발포 다시마 등을 재료로한 스킨케어 제품에도 관심이 증대되고 있다.

아모레퍼시픽은 미국 시장에서 동양인을 위주로 사업을 전개 중으로 아리따움, 백화점, 세포라 등 다양한 유통망을 통해 매출 성장세가 지속되고 있다. 또한 한국콜마는 올해 미국 색조 전문 화장품 ODM업체에 이어 기초 제품 매출 비중이 높은 캐나다 화장품 ODM 업체를 인수하여 내년 북미 시장에서의 매출 확대가 기대된다.

〈도표33〉 미국 화장품 시장 규모 전망



자료: Euromonitor, Beauty and Personal Care in the US(2015), 잉글우드랩

〈도표34〉 한국 기업 미국 진출



자료: 언론보도, 한양증권 리서치센터

〈도표35〉 미국 화장품 수입 동향

순위	국가	금액(백만달러)			점유율(%)			증감율(%) 16년/15년
		2014	2015	2016 7월 누계	2014	2015	2016 7월 누계	
	합계	2,115	2,203	2,466	100	100	100	11.94
1	프랑스	399	444	438	18.87	20.17	17.75	-1.53
2	중국	280	320	430	13.28	14.53	17.46	34.52
3	캐나다	368	367	409	17.41	16.66	16.6	11.52
4	이탈리아	149	178	223	7.04	8.09	9.04	25.02
5	한국	66	120	178	3.13	5.47	7.23	48.06

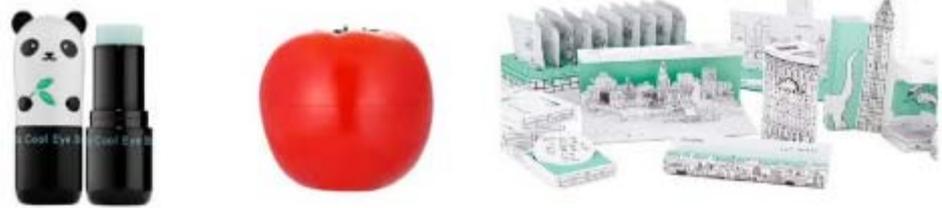
자료: WTA, KOTRA, 한양증권 리서치센터

3. 유럽

세계 화장품산업 강국인 프랑스에서도 한국산 화장품의 인지도 상승으로 최근 5년간 한국 화장품 수입이 지속적으로 증가세를 보이고 있는데 2015년 수입규모는 1641만 유로로 전년대비 82% 증가하였다. 또한 전통적으로 프랑스 브랜드가 선호됐던 영국에서도 한국산 화장품의 관심이 증대되고 있다. 유럽에서 한국 화장품의 인기가 높아지는 이유는 슬리밍 팩, 에어쿠션, BB크림 등 한국의 다기능성 화장품 제품과 시트마스크, 클렌징 스틱과 같은 아이디어 상품에 대한 수요 증가로 파악된다.

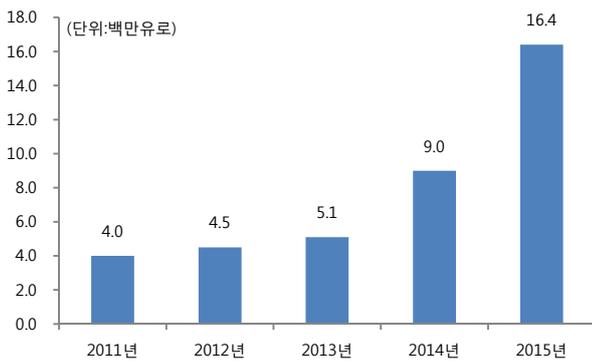
아직까지 유럽에 진출한 한국 화장품은 거의 없어 유럽 소비자들은 온라인으로 구입하는 상황이며 최근 토니모리가 프랑스 화장품 전문 유통채널인 세포라와 전략적 파트너십을 체결해 유럽 시장에 진출하였다. 한국 화장품의 우수한 제품력과 참신한 아이디어로 향후 유럽 시장에서의 점유율 확대가 기대되나 프랑스를 비롯한 유럽시장에서 화장품은 의약품과 유사한 정도의 까다로운 규제를 받기에 시장 진입에 더욱 신중함이 요구된다.

〈도표36〉 토니모리(좌), 투쿨포스쿨(우) 제품



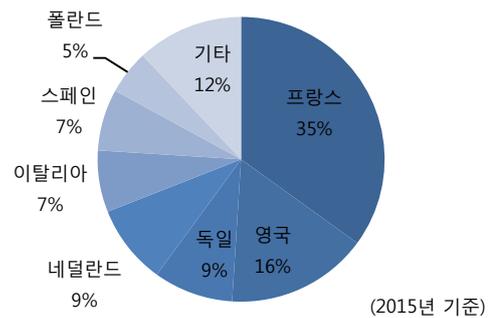
자료: 세포라 온라인 매장 및 투쿨포스쿨 홈페이지, KOTRA, 한양증권 리서치센터

〈도표37〉 프랑스 한국 화장품 수입 규모



자료: 유럽집행위원회, KOTRA, 한양증권 리서치센터

〈도표38〉 EU 국가별 한국 화장품 수입 점유율



자료: 유럽집행위원회, KOTRA, 한양증권 리서치센터

4. 아세안

중국 정부가 발표한 화장품 관련 규제 강화에 따라 국내 화장품 기업들은 중국 의존도를 낮추기 위해 새로운 유망 시장 진출을 대비책으로 마련하고 있는데 그 대표적인 곳이 아세안이다. 아세안 지역은 한류 열풍과 함께 한국 상품에 대한 아세안 지역 소비자들의 관심이 높아지면서 일본, 중국에 이어 고성장세를 보일 것으로 판단된다. 태국, 베트남, 필리핀, 말레이시아, 싱가포르 등에서 한국 화장품 수입은 지속적으로 증가하고 있으며 특히 최근에는 색조 화장품이 높은 인기를 얻고 있다.

국내 대표 기업의 아세안 지역 생산기지 구축도 이어지고 있다. 코스맥스는 로레알그룹으로부터 인수한 인도네시아 공장을 정비해 연간 4천만개의 생산 능력을 확보하고 본격적인 생산을 시작했다. 아직은 적자를 기록하고 있지만 올해 할랄 인증을 획득하면서 고객사 증가에 따른 매출 확대가 기대된다. 아모레퍼시픽도 지난 9월 말레이시아 생산 법인 신규 설립을 위해 2019년까지 총 1100억원을 출자할 것이라고 발표했다. 말레이시아 생산법인 설립을 통해 아모레퍼시픽은 중국과 동남아 시장에서 점유율을 확대하며 아시아 대표 브랜드로서의 위치를 확고히 할 수 있을 것으로 기대된다.

■ 커버리지 종목 2017년 전망

정치적 불안에 따른 국내 경제 성장률 하락 및 12월 미국 금리 인상 전망에 전체적인 시장 분위기가 악화되어 있는 가운데 중국 매출 관련 비중이 큰 화장품 업종은 사드 배치에 따른 중국 정부의 규제 등으로 긴장을 늦출 수 없는 상황이다. 그러나 중국 정부의 규제에도 프리미엄 브랜드 업체나 화장품 제조 및 부자재 업체 등의 실적은 견조할 것으로 예상된다. 다만, 중국의 추가 제재 가능성도 배제할 수는 없기 때문에 지속적인 실적 점검은 필요하다.

화장품 업종은 고밸류에이션에 대한 부담이 존재하였으나 최근 불안정한 시장에 따른 주가 조정으로 실적 안정성을 확보한 업체에 대해서는 저가 매수의 시기가 판단된다. 이에 당사는 확고한 브랜드 인지도로 글로벌 화장품 대열에 합류한 아모레퍼시픽과 북미 ODM 업체 인수로 내년 추가적인 매출 확대가 기대되는 한국콜마를 탐픽으로 한다. 아모레퍼시픽은 면세점 매출 성장률 둔화가 있겠지만 중국, 미국 등 해외 시장 매출이 확대되면서 매출액은 올해 대비 17% 증가할 것으로 예상되며 한국콜마는 제약 부문의 안정적인 성장과 화장품 수출 비중 확대, 북미 ODM 업체 인수로 따른 추가적인 매출로 23%의 매출 성장을 보일 것으로 기대된다.

또한 중소형주로는 다변화된 매출처를 확보하고 있는 프리미엄 용기업체 연우, 내년 중국2공장이 가동되는 제닉과 최근 화장품 트렌드에 적합한 천연소재 제조 업체인 대봉엘에스를 추천한다. 연우는 내년 본격적인 신공장의 효과와 중국 법인의 실적 개선으로 고성장세를 지속할 것으로 예상되며 제닉은 중국 신공장을 통한 매출 확대와 점진적인 수익성 개선이 기대된다. 꾸준한 성장을 보이는 대봉엘에스는 내년에도 호흡기 치료제와 천연 화장품 소재가 성장을 견인할 것으로 전망되며 일본 호흡기 시장 진출도 주목된다.

〈도표39〉 당사 커버리지 종목 2017년 실적 전망

(단위: 억원, %)

회사명	매출액			영업이익			당기순이익		
	2017E	2016E	yoy	2017E	2016E	yoy	2017E	2016E	yoy
아모레퍼시픽	66,863	57,137	17.0%	11,159	9,033	23.5%	8,124	6,840	18.8%
한국콜마	8,556	6,587	29.9%	942	735	28.2%	702	547	28.3%
코스맥스	9,352	7,387	26.6%	678	509	33.2%	457	274	66.8%
잇츠스킨	2,976	2,733	8.9%	826	788	4.8%	729	643	13.4%
연우	2,874	2,406	19.5%	350	291	20.3%	267	219	21.9%
대봉엘에스	857	724	18.4%	141	118	19.5%	117	98	19.4%
제닉	1,051	940	11.8%	100	90	11.1%	82	40	105.0%

자료: 한양증권 리서치센터 추정

〈도표40〉 당사 커버리지 종목 밸류에이션

		아모레퍼시픽	한국콜마	코스맥스	잇츠스킨	연우	대봉엘에스	제닉
현재주가(원)		318,500	70,800	115,000	43,500	38,350	11,900	15,600
시가총액(억원)		186,190	14,939	10,349	7,600	4,755	1,319	1,030
영업이익률(%)	2015	16.2	11.3	6.7	36.1	9.5	14.6	4.2
	2016F	15.8	11.2	6.9	28.8	12.1	16.3	9.6
	2017F	16.7	11.0	7.2	27.8	12.2	16.5	9.5
ROE(%)	2015	18.7	22.7	21.3	42.2	12.4	14.2	5.2
	2016F	18.7	22.3	26.4	19.2	12.9	16.1	6.6
	2017F	18.9	23.2	25.0	19.6	13.9	16.3	12.4
PER(배)	2015	48.9	44.0	87.7	14.7	27.8	14.7	64.9
	2016F	32.1	27.3	37.0	11.8	21.8	13.4	25.8
	2017F	27.1	21.3	27.9	10.4	17.8	11.3	12.6
PBR(배)	2015	8.5	9.1	17.2	4.2	3.2	2.0	3.3
	2016F	5.6	5.5	9.9	2.2	2.6	2.0	1.7
	2017F	4.7	4.5	5.1	1.9	2.3	1.7	1.5
EV/EBITDA(배)	2015	28.2	28.2	40.9	8.6	16.5	10.3	26.5
	2016F	18.5	17.2	19.2	4.6	11.8	9.2	7.0
	2017F	15.4	13.2	14.2	4.1	9.0	7.6	6.2

자료: 각사, 한양증권 리서치센터 추정

〈도표41〉 국내 화장품 업체 밸류에이션

		LG 생활건강	아모레 G	토니모리	에이블씨엔씨	리더스코스메틱	SK 바이오펀드
현재주가(원)		846,000	129,500	21,900	19,950	21,550	17,300
시가총액(억원)		132,129	103,329	3,863	3,068	3,865	2,595
매출액성장률(%)	2015	6.0	11.8	-	(13.4)	34.0	(2.2)
	2016C	11.5	18.2	10.2	2.1	5.2	18.5
	2017C	9.4	17.4	15.4	7.7	13.1	12.4
영업이익성장률(%)	2015A	24.6	29.0	-	144.0	44.7	(17.7)
	2016C	24.7	25.7	24.2	35.9	(18.0)	19.8
	2017C	12.0	21.2	25.1	16.2	38.6	12.6
순이익성장률(%)	2015A	22.6	9.0	-	465.1	(9.7)	(5.0)
	2016C	29.9	50.1	22.7	22.8	(20.0)	15.1
	2017C	12.9	24.4	28.4	23.0	114.5	21.4
EPS 성장률(%)	2015A	22.7	9.0	-	522.1	(8.9)	(4.9)
	2016C	33.5	36.8	12.0	12.0	(23.0)	15.1
	2017C	12.1	24.4	28.5	20.8	114.6	21.3
영업이익률(%)	2015A	12.8	16.1	7.9	4.3	19.9	17.6
	2016C	14.4	17.2	8.9	5.8	15.5	17.8
	2017C	14.7	17.7	9.7	6.2	19.0	17.8
ROE(%)	2015A	22.0	9.9	-	8.8	21.3	9.1
	2016C	26.6	16.1	13.7	10.5	14.1	10.0
	2017C	24.0	16.8	15.8	11.5	24.9	11.2
PER(배)	2015A	38	46	31	21	34	38
	2016C	22.5	28.6	22.8	15.1	30.5	20.5
	2017C	20.1	23.0	17.7	12.5	14.2	16.9
PBR(배)	2015A	8	4	4	2	6	3
	2016C	5.4	4.0	3.0	1.5	4.0	2.0
	2017C	4.4	3.3	2.6	1.4	3.1	1.8
EV/EBITDA(배)	2015A	20	11	20	9	14	23
	2016C	13.6	8.2	14.0	6.7	12.8	11.9
	2017C	12.2	6.8	11.2	6.0	9.5	10.6

자료: Bloomberg, 한양증권 리서치센터

〈도표42〉 글로벌 화장품 업체 밸류에이션

		P&G	L'OREAL	ESTEE LAUDER	COTY	SHISEIDO	KOSE	L'OCCITANE	SHANGHAI JAHWA
현재주가(USD)		84.4	176.6	79.7	19.2	24.7	78.3	2.0	4.0
시가총액(백만 USD)		225,773	98,942	29,209	14,300	9,900	4,745	2,895	2,672
매출액성장률(%)	2015A	(7.7)	(6.3)	4.5	(1.0)	2.1	6.8	(9.0)	7.5
	2016C	0.5	(1.1)	5.5	67.6	11.2	12.5	0.8	(12.4)
	2017C	2.6	5.3	6.3	11.0	9.3	7.0	6.8	(13.6)
EPS 성장률(%)	2015A	52.0	(41.9)	4.9	(31.8)	28.6	41.1	(9.6)	142.2
	2016C	(2.1)	(6.0)	10.0	(32.4)	(4.5)	26.4	16.5	(82.2)
	2017C	12.2	17.7	16.7	135.5	1.4	12.5	11.1	24.5
영업이익률(%)	2015A	20.6	16.9	14.3	5.8	3.6	14.2	13.1	12.8
	2016C	21.8	17.7	15.5	14.4	4.0	15.0	12.5	8.2
	2017C	22.4	18.0	16.1	16.8	5.4	15.4	13.1	13.1
순이익률(%)	2015A	16.1	13.1	9.9	3.6	-	7.7	8.6	38.2
	2016C	15.8	12.6	10.4	3.8	3.8	8.5	9.3	7.9
	2017C	16.6	14.0	11.1	6.4	3.5	9.0	9.6	11.3
ROE(%)	2015A	17.5	15.1	30.9	23.6	9.3	13.0	12.9	46.4
	2016C	19.2	14.7	37.3	11.0	8.1	14.4	13.9	7.2
	2017C	19.0	15.0	50.2	24.2	7.6	14.7	14.2	8.4
PER(배)	2015A	21	26	27	26	30	34	21	12
	2016C	21.8	26.0	23.3	21.3	36.5	22.9	22.1	41.4
	2017C	20.2	24.2	20.9	17.9	34.7	20.3	20.0	33.9
PBR(배)	2015A	4	4	9	24	3	4	3	5
	2016C	3.8	3.8	10.0	2.2	2.8	3.1	2.9	3.2
	2017C	3.8	3.5	9.8	2.4	2.6	2.8	2.7	3.0
EV/EBITDA(배)	2015A	15	15	17	26	13	13	9	29
	2016C	14.1	15.4	13.4	14.7	15.6	10.6	10.6	29.1
	2017C	13.4	14.4	12.3	11.8	12.6	9.6	9.7	22.9

자료: Bloomberg, 한양증권 리서치센터

아모레퍼시픽(090430)

- 국내 대표 브랜드 성장 지속

▶ 중국 중심으로 해외 매출 성장 지속

- 국내 화장품 대표 브랜드인 동사는 K-뷰티의 선두주자로서 중화권에서의 인기로 글로벌 코스메틱 브랜드 대열에 합류했다. 동사의 대표적인 한방화장품 설화수는 중국 주요 도시의 백화점을 중심으로 102개(3Q16 기준) 매장을 보유하고 고성장을 지속하고 있으며 마몽드, 이니스프리 등의 견고한 성장 및 지난 7월 헤라 중국 진출 등으로 올해도 중국에서는 30% 이상의 성장이 가능할 것으로 기대된다. 중국 화장품 사용 인구는 전체 인구의 10%정도로 시장이 확대될 여지는 큰 것으로 분석되며 한국 브랜드 중 인지도가 가장 높은 동사는 프리미엄 브랜드부터 중저가 브랜드를 보유하고 중국 현지화 사업 진행으로 중국에서의 매출 확대는 지속될 것으로 판단된다. 중국뿐 아니라 아세안 시장도 40% 이상의 매출 성장률을 보이고 있으며 미국 시장의 매출 성장률도 꾸준히 증가하는 추세로 2017년에도 해외 매출은 30% 이상 성장할 것으로 전망된다.

▶ 온라인 채널 강화

- 국내 화장품 매출액의 가장 큰 비중을 차지하는 면세 채널 매출은 높은 실적 베이스, 자체적인 면세 구매 수량 제한, 사드에 따른 중국 정부의 한국행 중국인 관광객 규제 등으로 성장률이 점진적으로 둔화될 것으로 전망된다. 한편, 불건전한 유통을 막기 위한 조치로 매출 감소를 보여왔던 동사 디지털 채널이 올해 3분기부터 성장세 회복을 보이고 있는 점은 긍정적으로 판단된다. 동사는 직영몰 활성화 및 모바일 커머스 고객 편의성 제고로 디지털 채널 역량을 강화해 오프라인 매출의 둔화가 온라인 매출 증가로 이어질 수 있을 것으로 기대된다. 또한 중국 시장은 우리나라보다 온라인 시장이 더욱 빠르게 성장하고 있는데 동사가 지금까지는 오프라인 매장에 주로 집중했지만 마몽드(2005년 중국 진출)의 경우 지난 10월 디지털 e-커머스를 런칭하는 등 중국 시장에서도 온라인 채널을 강화할 계획이다. 올해 3분기까지 중국 시장에서의 온라인 매출 기여도는 15-20%로 확대(2015년 10-15%)되는 등 향후 온라인 채널 매출의 성장이 기대된다.

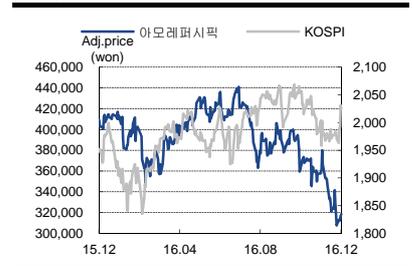
▶ 매수 투자 의견, 목표주가 42만원 유지

- 매수 투자 의견, 목표주가 42만원을 유지한다. 목표주가는 내년 EPS 13,890원에 글로벌 peer 평균 PER을 20% 할증한 30.0배를 적용해 산정했다. 최근 불확실성이 존재하는 시장 상황에 따른 주가 하락으로 높은 밸류에이션에 대한 부담이 완화된 것으로 판단되며 동사는 한국을 대표하는 화장품 기업으로 해외 매출 증가를 통한 지속적인 성장이 기대된다.

Rating	매수(유지)
Target Price	420,000원
Previous	420,000원

주가지표	
KOSPI(12/09)	2,025P
KOSDAQ(12/09)	594P
현재주가(12/09)	318,500원
시가총액	205,671억원
총발행주식수	6,902만주
120일 평균거래대금	5,538억원
52주 최고주가	441,000원
최저주가	307,500원
유동주식비율	52.4%
외국인지분율(%)	36.63%
주요주주	이도배(47.6%) 국민연금(8.1%)

상대주가차트



화장품 2017년 전망

최서연(02-3770-5323) janice84@hygood.co.kr

결산기	매출액 (억원)	영업이익 (억원)	순이익 (억원)	지배순이익 (억원)	EPS (원)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)	영업이익률 (%)	ROE (%)	ROIC (%)
2013A	31,004	3,698	2,674	2,680	3,874	25.8	2.7	12.2	11.9%	10.9%	12.9%
2014A	38,740	5,638	3,851	3,791	5,580	39.8	5.3	19.5	14.6%	14.1%	17.7%
2015A	47,666	7,729	5,848	5,775	9,874	48.9	8.5	28.2	16.2%	18.7%	24.4%
2016F	57,137	9,033	6,840	6,755	11,548	32.1	5.6	18.5	15.8%	18.7%	26.2%
2017F	66,863	11,159	8,124	8,026	13,890	27.1	4.7	15.4	16.7%	18.9%	27.6%

자료: 아모레퍼시픽, 한양증권 리서치센터 추정

〈도표43〉 실적 추정

(단위: 억원)

연결 손익	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16E	'15	'16E	'17E
매출액	12,044	11,954	11,411	12,258	14,851	14,434	14,009	13,842	47,666	57,137	66,863
yoy(%)	29.2%	23.7%	14.5%	25.2%	23.3%	20.7%	22.8%	12.9%	23.0%	19.9%	17.0%
국내	9,350	9,177	8,280	8,781	10,855	10,388	10,070	9,434	35,588	40,747	45,433
화장품	7,962	8,059	6,790	7,848	9,439	9,273	8,674	8,479	30,659	35,866	40,503
Specialty store	1,196	1,229	1,068	1,063	1,279	1,255	1,077	1,080	4,550	4,691	4,879
Discount store	429	418	411	307	395	356	346	300	1,564	1,397	1,352
Door to door	1,698	1,562	1,547	1,217	1,823	1,650	1,555	1,264	6,024	6,292	6,575
Department Store	818	822	736	727	846	861	751	750	3,103	3,208	3,330
Travel Retail	2,394	2,791	2,061	3,444	3,770	3,902	3,637	3,815	10,690	15,124	18,905
Digital	1,292	1,097	844	973	1,150	1,062	1,086	1,112	4,206	4,410	4,851
Lirikos	75	83	85	59	80	80	67	61	302	288	321
Others	59	59	44	59	97	107	155	97	221	456	290
<i>Mass&OSulloc</i>	1,389	1,118	1,490	933	1,415	1,115	1,396	955	4,929	4,881	4,930
해외	2,801	2,850	3,213	3,710	4,080	4,173	4,070	4,528	12,573	16,851	22,121
<i>Asia</i>	2,524	2,598	2,915	3,396	3,787	3,879	3,762	4,187	11,434	15,615	20,768
<i>Europe</i>	165	150	165	175	154	166	153	177	655	650	650
<i>North America</i>	112	102	133	139	139	128	155	164	485	586	703
기타(연결조정)	(108)	(73)	(81)	(233)	(84)	(126)	(131)	(121)	(495)	(462)	(691)
영업이익	2,780	2,081	1,634	1,234	3,378	2,406	1,675	1,573	7,729	9,033	11,159
yoy(%)	58.2%	37.7%	10.7%	38.2%	21.5%	15.6%	2.5%	27.5%	37.1%	16.9%	23.5%
OPM(%)	23.1%	17.4%	14.3%	10.1%	22.7%	16.7%	12.0%	11.4%	16.2%	15.8%	16.7%
국내	2,235	1,826	1,312	1,038	2,682	1,995	1,366	1,214	6,410	7,258	8,586
화장품	2,021	1,727	1,078	1,135	2,479	1,943	1,483	1,298	5,958	7,203	8,330
<i>Mass&OSulloc</i>	214	99	234	(95)	203	53	(117)	(84)	453	55	256
해외	581	307	382	324	794	490	472	490	1,595	2,247	2,927
<i>Asia</i>	546	314	383	380	776	497	451	482	1,623	2,206	2,887
<i>Europe</i>	14	(2)	(5)	(18)	2	12	(16)	3	(12)	1	5
<i>North America</i>	22	(5)	4	(37)	16	(18)	37	5	(17)	40	35
기타(연결조정)	(36)	(52)	(60)	(128)	(99)	(80)	(162)	(131)	(276)	(472)	(354)
<i>당기순이익</i>	2,115	1,615	1,422	696	2,630	1,926	1,171	1,113	5,848	6,840	8,124

자료: 아모레퍼시픽, 한양증권 리서치센터 추정

화장품 2017년 전망

최서연(02-3770-5323) janice84@hygood.co.kr

Income statement	2013A	2014A	2015A	2016F	2017F
가	31,004	38,740	47,666	57,137	66,863
	9,118	10,282	11,694	14,018	16,404
	21,886	28,458	35,972	43,120	50,459
(%)	70.6%	73.5%	75.5%	75.5%	75.5%
	18,188	22,821	28,243	34,087	39,300
	0	0	0	0	0
	3,698	5,638	7,729	9,033	11,159
(%)	11.9%	14.6%	16.2%	15.8%	16.7%
	3,698	5,638	7,729	9,033	11,159
EBITDA	4,934	6,998	9,198	10,614	12,492
EBITDA (%)	15.9%	18.1%	19.3%	18.6%	18.7%
EBITDA	4,934	6,998	9,198	10,614	12,492
	87	111	225	258	327
	89	111	125	159	228
	0	0	0	0	0
	-181	-448	-171	-41	-41
	32	2	0	0	0
	3,635	5,302	7,783	9,250	11,445
	2,674	3,851	5,848	6,840	8,124
(%)	8.6%	9.9%	12.3%	12.0%	12.1%
	2,680	3,791	5,775	6,755	8,026
	-6	60	73	85	97
	2,648	3,733	5,557	6,549	7,833

Balance sheet	2013A	2014A	2015A	2016F	2017F
	9,676	14,273	18,332	21,750	27,332
	2,828	3,049	3,239	3,883	4,544
	1,402	2,937	2,453	2,050	1,712
	2,243	2,533	3,319	3,978	4,656
	2,940	3,426	6,872	9,264	13,713
	24,343	24,273	26,099	28,216	30,462
	19,360	17,436	18,706	20,584	22,630
	1,326	1,742	2,116	2,296	2,446
	498	475	517	575	625
	34,018	38,546	44,431	49,965	57,794
	5,427	6,511	8,719	8,551	9,382
	402	338	247	247	247
	3,508	4,492	5,039	5,471	6,402
	2,910	3,251	1,989	1,989	1,989
	0	0	0	0	0
	690	1,145	469	469	469
	8,337	9,763	10,708	10,540	11,370
	25,544	28,587	33,456	39,073	45,974
	345	345	345	345	345
	25,357	28,569	33,435	39,343	46,535
	-18	-195	-184	-184	-184
	137	196	267	352	450
	25,681	28,783	33,723	39,425	46,424

Cash flow statement	2013A	2014A	2015A	2016F	2017F
	4,267	5,861	6,275	6,832	8,826
	2,674	3,851	5,848	6,840	8,124
	2,491	3,159	3,706	3,825	4,420
가	1,236	1,361	1,469	1,581	1,333
	0	0	0	0	0
	1,255	1,799	2,237	2,244	3,086
	-184	-3	-1,673	-1,581	-624
	-283	73	-924	-644	-661
	-153	-152	-191	-644	-661
가	150	314	18	432	930
	102	-238	-577	-726	-233
	-714	-1,146	-1,605	-2,252	-3,094
	-3,488	-4,907	-2,169	-3,162	-3,111
(가)	-105	23	-41	-58	-50
	166	42	17	50	40
가(CAPEX)	-3,235	-2,672	-2,153	-3,509	-3,420
(가)	-176	-546	-607	-180	-150
(가)	23	-1,535	483	404	337
	-162	-219	131	131	131
	0	0	0	0	0
	492	-463	-694	-932	-932
가()	706	0	0	0	0
가()	0	0	0	0	0
가()	0	0	0	0	0
	235	-8	-68	0	0
	-449	-455	-627	-932	-932
	0	0	0	-345	-333
가	1,233	485	3,446	2,392	4,449
	1,707	2,940	3,426	6,872	9,264
	2,940	3,426	6,872	9,264	13,713

Valuation Indicator	2013A	2014A	2015A	2016F	2017F
Per Share ()					
EPS()	38,739	55,803	8,473	9,910	13,890
EPS()	38,828	54,930	9,874	11,548	13,723
BPS()	372,105	417,050	48,863	57,125	67,265
BPS()	370,116	414,209	48,475	56,614	66,613
DPS()	6,500	9,000	1,350	1,350	1,350
Multiples ()					
PER()	25.8	39.8	48.9	32.1	27.1
PER()	25.8	40.4	49.5	32.5	27.4
PBR()	2.7	5.3	8.5	5.6	4.7
PBR()	2.7	5.4	8.6	5.6	4.8
EV/EBITDA ()	12.2	19.5	28.2	18.5	15.4

Financial Ratio	2013A	2014A	2015A	2016F	2017F
(%)					
가	8.8%	25.0%	23.0%	19.9%	17.0%
가	1.2%	52.4%	37.1%	16.9%	23.5%
EPS() 가	-0.7%	44.1%	-84.8%	17.0%	18.8%
EPS() 가	-0.9%	41.5%	-84.8%	17.0%	18.8%
EBITDA() 가	5.7%	41.8%	31.4%	15.4%	17.7%
(%)					
ROE()	10.9%	14.1%	18.7%	18.7%	18.9%
ROE()	11.0%	14.0%	18.6%	18.6%	18.9%
ROIC	12.9%	17.7%	24.4%	26.2%	27.6%
ROA	8.3%	10.6%	14.1%	14.5%	15.1%
	0.7%	0.4%	0.3%	0.4%	0.4%
(%)					
	32.5%	33.9%	31.8%	26.7%	24.5%
()	-10.7%	-15.9%	-22.6%	-24.4%	-29.6%
	149.2%	217.5%	252.0%	294.5%	363.8%

한국콜마(161890)

- 해외 매출 비중 확대

▶ PTP 이어 CSR 인수로 미주 시장 본격 진출

- 동사는 3분기 미국 색조 전문 화장품 ODM업체인 PTP(Process Technologies and Packaging, LLC)를 북미 최대 화장품 소싱업체 Wormser와 공동 인수하였다. 이어 지난 11월에는 기초 제품 매출 비중이 높은 화장품 OEM/ODM 업체인 CSR Cosmetic Solutions Inc(구 캐나다콜마) 지분 85%와 생산시설 등을 미국콜마로부터 약 241억원(한국콜마 93억원, 한국콜마홀딩스 148억원)에 인수했다. CSR의 작년 매출은 약 295억원으로 매출 비중은 기초 화장품 66%, 색조 화장품을 포함한 기타 매출이 34%이며 주요 고객사는 메리케이, 사노피, COVER FX 등이다. PTP보다 매출 규모는 작지만 CSR은 기초 화장품 매출 비중이 높은 만큼 수익성은 더 좋을 것으로 예상된다. PTP와 CSR 인수를 통해 동사는 북미 시장을 적극 공략하며 남미 화장품 시장에서도 점유율을 확대할 계획이다. PTP와 CSR 실적은 각각 2016년 4Q, 내년 1Q부터 동사 실적에 추가될 예정이다.

▶ Capa 증설로 성장 지속

- 흡소평향 브랜드로의 공급 증가와 글로벌 3대 화장품 업체 2곳을 고객사로 확보해 화장품 사업부문의 성장은 지속될 것으로 판단된다. 아직 경쟁사 대비 해외 매출 비중이 작지만 중국 로컬 업체의 공급 증가에 따라 북경 콜마의 Capa를 기존 300억원 규모에서 1500억원으로 확대했으며 중국 제2공장인 무석공장은 2018년 3500억원 규모의 Capa를 확보하고 가동될 계획이다. 제약 사업부문도 지속적인 매출 호조세를 보이고 있으며 내년 상반기에는 생산 능력이 4000억원 규모로 확대(현재 1500억원)될 예정으로 신규 설비에 따른 추가적인 매출 확대가 기대된다.

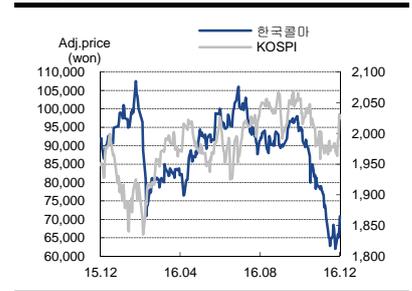
▶ 매수 투자 의견, 목표주가 9.6만원 유지

- 매수 투자 의견, 목표주가 96,000원을 유지한다. 2017년은 PTP와 CSR 실적 추가로 매출액 8,556억원(+29.9%, yoy), 영업이익 942억원(+28.2%, yoy)이 예상된다. 불확실한 시장 상황의 영향으로 화장품 업종에 대한 투자 심리가 악화되었지만 안정적인 성장을 꾸준히 보이는 제약 사업부문과 본격적인 해외 매출이 기대되는 화장품 사업의 성장성을 고려했을 때 현재 주가는 2017년 예상 실적기준 PER 21.3x로 저평가됐다고 판단된다.

Rating	매수(유지)
Target Price	96,000원
Previous	96,000원

주가지표	
KOSPI(12/09)	2,025P
KOSDAQ(12/09)	594P
현재주가(12/09)	70,800원
시가총액	14,939억원
총발행주식수	2,110만주
120일 평균거래대금	980억원
52주 최고주가	107,500원
최저주가	62,000원
유동주식비율	77.1%
외국인지분율(%)	48.71%
주요주주	한국콜마홀딩스외3인(22%) NIHON KOLMAR(13.2%)

상대주가차트



화장품 2017년 전망

최서연(02-3770-5323) janice84@hygood.co.kr

결산기	매출액 (억원)	영업이익 (억원)	순이익 (억원)	지배순이익 (억원)	EPS (원)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)	영업이익률 (%)	ROE (%)	ROIC (%)
2013A	2,822	197	141	141	722	37.8	4.7	22.8	7.0%	13.3%	13.3%
2014A	4,613	468	328	328	1,641	26.8	5.2	17.1	10.2%	22.3%	21.9%
2015A	5,358	607	455	455	2,155	44.0	9.1	28.2	11.3%	22.7%	24.5%
2016F	6,587	735	547	547	2,593	27.3	5.5	17.2	11.2%	22.3%	24.5%
2017F	8,556	942	702	702	3,328	21.3	4.5	13.2	11.0%	23.2%	26.5%

자료: 한국콜마, 한양증권 리서치센터 추정

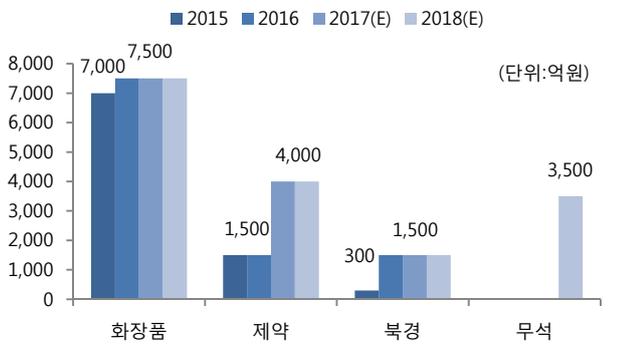
<도표44> 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)

연결 손익	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16E	'15	'16E	'17E
매출액	1,264	1,420	1,282	1,392	1,486	1,730	1,602	1,769	5,358	6,587	8,556
yoy(%)	18.4%	16.0%	14.3%	16.1%	17.5%	21.8%	25.0%	27.1%	16.2%	22.9%	29.9%
화장품	971	1,117	975	1,058	1,162	1,375	1,210	1,377	4,121	5,124	6,543
yoy(%)	20.0%	17.6%	16.8%	14.5%	19.7%	23.1%	24.1%	30.2%	17.2%	24.3%	27.7%
국내	867	1,002	779	851	1,008	1,126	934	960	3,499	4,028	4,632
yoy(%)	18.3%	19.3%	6.9%	16.1%	16.3%	12.4%	19.9%	12.8%	15.3%	15.1%	15.0%
수출	47	17	108	79	83	121	110	112	251	426	621
yoy(%)	27.0%	-66.7%	129.8%	2.6%	76.6%	611.8%	1.9%	41.8%	18.4%	69.7%	45.8%
중국	57	98	88	127	71	129	166	215	371	581	790
yoy(%)	46.2%	66.1%	49.2%	11.4%	24.6%	31.6%	88.6%	69.3%	37.4%	56.6%	36.0%
북미								90		90	800
yoy(%)											788.9%
제약	309	320	332	354	354	419	429	432	1,315	1,634	1,897
yoy(%)	16.2%	11.5%	11.0%	21.6%	14.6%	30.9%	29.2%	22.0%	15.0%	24.3%	16.1%
영업이익	145	176	157	129	175	215	155	189	607	735	942
yoy(%)	63.1%	28.6%	50.3%	-6.5%	182.9%	22.6%	-1.2%	46.4%	29.6%	21.0%	28.2%
OPM(%)	11.5%	12.4%	12.3%	9.3%	11.8%	12.5%	9.7%	10.7%	11.3%	11.2%	11.0%
당기순이익	108	136	111	100	133	164	97	153	455	547	702
yoy(%)	80.4%	40.5%	27.8%	18.2%	23.6%	20.9%	-12.8%	52.4%	38.6%	20.2%	28.3%

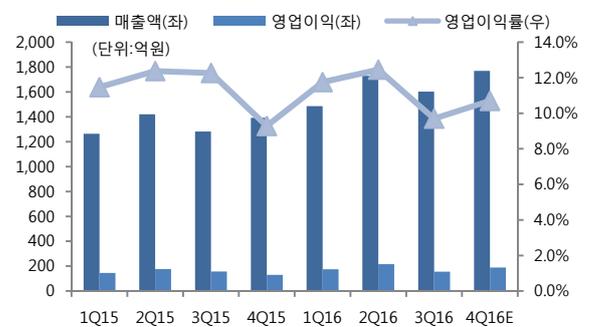
자료: 한국콜마, 한양증권 리서치센터 추정

<도표45> CAPA 증설 계획



자료: 한국콜마, 한양증권 리서치센터

<도표46> 분기별 실적 추이



자료: 한국콜마, 한양증권 리서치센터 추정

화장품 2017년 전망

최서연(02-3770-5323) janice84@hygood.co.kr

Income statement	2013A	2014A	2015A	2016F	2017F
	2,822	4,613	5,358	6,587	8,556
가	2,256	3,605	4,096	5,035	6,540
	567	1,008	1,263	1,552	2,016
(%)	20.1%	21.8%	23.6%	23.6%	23.6%
	370	539	656	818	1,074
	0	0	0	0	0
	197	468	607	735	942
(%)	7.0%	10.2%	11.3%	11.2%	11.0%
	197	468	607	735	942
EBIT DA	242	538	704	858	1,096
EBIT DA (%)	8.6%	11.7%	13.1%	13.0%	12.8%
EBIT DA	242	538	704	858	1,096
	-20	-7	-17	-19	-14
	-20	-23	-10	-9	-4
	-1	7	4	1	1
	-13	-32	-2	-9	-21
	0	0	0	0	0
	165	430	588	707	908
	141	328	455	547	702
(%)	5.0%	7.1%	8.5%	8.3%	8.2%
	141	328	455	547	702
	0	0	0	0	0
	141	319	443	535	690

Balance sheet	2013A	2014A	2015A	2016F	2017F
	1,988	2,089	1,856	2,203	2,934
	323	373	458	563	731
	823	584	282	136	66
	682	867	909	1,117	1,451
	147	212	162	349	653
	961	1,275	1,587	1,865	2,011
	901	1,214	1,458	1,742	1,894
	39	40	96	90	85
	1	1	1	1	1
	2,949	3,364	3,443	4,068	4,944
	1,262	1,437	1,146	1,278	1,507
	473	227	143	143	143
	573	721	786	918	1,147
	549	129	90	90	90
	386	0	0	0	0
	56	63	41	41	41
	1,811	1,566	1,236	1,368	1,597
	1,139	1,798	2,207	2,700	3,347
	97	106	106	106	106
	1,044	1,692	2,099	2,604	3,264
	0	0	0	0	0
	0	0	0	0	0
	1,139	1,798	2,207	2,700	3,347

Cash flow statement	2013A	2014A	2015A	2016F	2017F
	249	344	494	603	759
	141	328	455	547	702
	130	207	261	297	368
가	41	63	90	117	148
	5	7	6	6	6
	85	137	165	174	214
	13	-135	-86	-71	-102
	37	-178	-34	-105	-168
	34	-50	-85	-105	-168
가	-49	123	92	132	229
	-9	-29	-58	6	6
, ,	-34	-56	-136	-169	-209
	-723	-147	-86	-247	-223
(가)	0	0	0	0	0
	0	1	2	0	0
가(CAPEX)	-181	-375	-334	-400	-300
(가)	-8	-12	-62	0	0
(가)	-520	239	302	146	70
	-14	-1	7	7	7
, ,	0	0	0	0	0
	552	-136	-459	-42	-42
가()	564	-240	-426	0	0
가()	0	0	0	0	0
가()	0	125	0	0	0
	8	0	0	0	0
, ,	-20	-20	-34	-42	-42
	0	0	0	-127	-190
가	78	65	-50	186	304
	68	147	212	162	349
	147	212	162	349	653

Valuation Indicator	2013A	2014A	2015A	2016F	2017F
Per Share ()					
EPS()	722	1,641	2,155	2,593	3,328
EPS()	722	1,641	2,155	2,593	3,328
BPS()	5,846	8,521	10,459	12,794	15,865
BPS()	5,846	8,521	10,459	12,794	15,865
DPS()	105	160	200	200	200
Multiples ()					
PER()	37.8	26.8	44.0	27.3	21.3
PER()	37.8	26.8	44.0	27.3	21.3
PBR()	4.7	5.2	9.1	5.5	4.5
PBR()	4.7	5.2	9.1	5.5	4.5
EV/EBIT DA ()	22.8	17.1	28.2	17.2	13.2

Financial Ratio	2013A	2014A	2015A	2016F	2017F
(%)					
가	58.8%	63.4%	16.2%	22.9%	29.9%
가	40.1%	138.0%	29.6%	21.0%	28.2%
EPS() 가	-41.7%	127.4%	31.4%	20.3%	28.4%
EPS() 가	-41.7%	127.4%	31.4%	20.3%	28.4%
EBIT DA() 가	43.9%	122.4%	30.7%	21.9%	27.8%
(%)					
ROE()	13.3%	22.3%	22.7%	22.3%	23.2%
ROE()	13.3%	22.3%	22.7%	22.3%	23.2%
ROIC	13.3%	21.9%	24.5%	24.5%	26.5%
ROA	5.4%	10.4%	13.4%	14.6%	15.6%
	0.4%	0.4%	0.2%	0.3%	0.3%
(%)					
	159.0%	87.1%	56.0%	50.7%	47.7%
()	16.7%	-5.6%	-7.0%	-7.2%	-12.8%
	6.3%	11.0%	30.3%	36.7%	47.0%

연우(115960)

- 2017년에도 고성장 지속

▶ 본격적인 신공장 효과는 2017년

- 실적 성장세를 지속하고 있는 동사는 올해 7월 완공한 인천 신공장을 통해 일부 가동 중이나 설비 셋팅이 진행 중이며 올해 말까지 글로벌 화장품 브랜드의 신공장에 대한 audit을 완료할 예정으로 신공장에 대한 본격적인 효과는 내년이 될 것으로 전망된다. 또한 기존에는 동사의 주요 제품은 펌프형 용기로 튜브형 용기는 고객사에게 이윤을 많이 남기지 않고 제공하였으나 신공장을 통해 생산되는 튜브형 용기는 고품질 및 생산 효율성 증대로 마진이 개선될 것으로 판단된다. 튜브형은 화장품 용기로는 수출을 타겟으로 할 계획이며 의약품이나 생활용품은 국내 기존 고객사로의 공급으로 내수 매출이 증가할 것으로 예상된다. 올해는 튜브형 용기의 매출액은 작년보다 증가했으나 매출 비중은 감소했는데 이는 튜브형 용기 생산라인의 신공장 이전에 따른 가동일수 감소의 결과이다. 신공장의 가동률이 증가하는 시기는 내년 1분기 이후로 예상되며 이에 따라 내년에도 동사의 고성장세가 기대된다.

▶ 해외 매출 증가 전망

- 올해 3분기 누적 매출 기준 내수와 수출 비중은 각각 57.1%, 42.9%이다. 2015년 기준 내수 매출 비중은 52.7%로 올해 3분기까지 내수 비중이 증가세를 보이고 있는데 사드 등 불확실한 시장 상황에도 국내 고객사로의 판매 증가는 긍정적이라 할 수 있겠다. 또한 미주 21.1%, 유럽 9.8%, 아시아 6.9%, 일본 2.6% 등 매출처 다변화로 경쟁사 대비 시장 상황에 비교적 유연하게 대처가 가능해 외부 요인에 따른 영향은 크지 않을 것으로 예상된다. 중국 영업 법인은 매출액은 아직 크지는 않으나 중국 로컬 기업 수주 확대와 국내 및 글로벌 기업의 중국 법인을 통한 주문량이 증가할 것으로 판단된다. 또한 인천은 중국과 가까운 지리적 이점이 있어 Capa 확대를 통해 중국향 공급 증가가 기대되며 2018년은 중국 공장 가동이 예정되어 있어 중국 로컬 브랜드로의 매출 증가 등 실적 모멘텀은 지속될 전망이다.

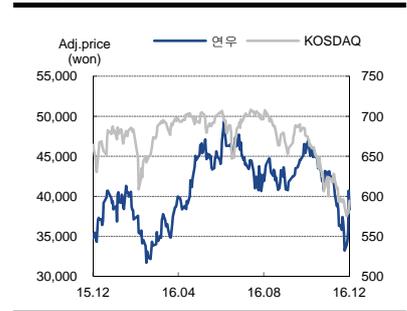
▶ 매수 투자 의견, 목표주가 5.5만원 유지

- 매수 투자 의견과 목표주가 5.5만원을 유지한다. 동사는 국내 및 해외 매출처 다변화로 안정적인 매출 기반을 구축하고 있고 Capa 증설을 통해 매출 확대가 예상되며 지속적인 생산 효율성 증대로 이익률 개선도 기대된다. 최근 불확실한 시장 상황에 따른 화장품 업종의 주가가 하락하고 있지만 동사는 외내형 성장이 기대돼 저가 매수 기회라고 판단된다.

Rating	매수(유지)
Target Price	55,000원
Previous	55,000원

주가지표	
KOSPI(12/09)	2,025P
KOSDAQ(12/09)	594P
현재주가(12/09)	38,350원
시가총액	4,755억원
총발행주식수	1,240만주
120일 평균거래대금	241억원
52주 최고주가	49,350원
최저주가	31,700원
유동주식비율	35.8%
외국인지분율(%)	7.80%
주요주주	기중현 외 1인(61.4%) PKG Group, LLC(6.8%)

상대주가지트



결산기	매출액 (억원)	영업이익 (억원)	순이익 (억원)	지배순이익 (억원)	EPS (원)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)	영업이익률 (%)	ROE (%)	ROIC (%)
2013A	1,574	98	56	56	559	-	-	-	6.2%	7.4%	6.6%
2014A	1,688	121	87	87	868	-	-	-	7.2%	10.5%	8.0%
2015A	1,991	189	153	153	1,466	27.8	3.2	16.5	9.5%	12.4%	11.3%
2016F	2,406	291	219	219	1,763	21.8	2.6	11.8	12.1%	12.9%	15.4%
2017F	2,874	350	267	267	2,152	17.8	2.3	9.0	12.2%	13.9%	16.4%

자료: 연우, 한양증권 리서치센터 추정

〈도표47〉 실적 추이 및 전망

(단위: 억원, %)

	2015	2016(E)	2017(E)	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16(E)
매출액	1,991	2,406	2,874	458	522	463	548	549	632	596	629
영업이익	189	291	350	17	77	34	61	59	102	55	75
영업이익률	9.5	12.1	12.2	3.7	14.8	7.3	11.1	10.7	16.1	9.3	11.9
당기순이익	153	219	267	5	65	35	47	50	82	30	58
순이익률	7.7	9.1	9.3	1.0	12.5	7.6	8.6	9.1	12.9	5.0	9.2

자료: 연우, 한양증권 리서치센터 추정

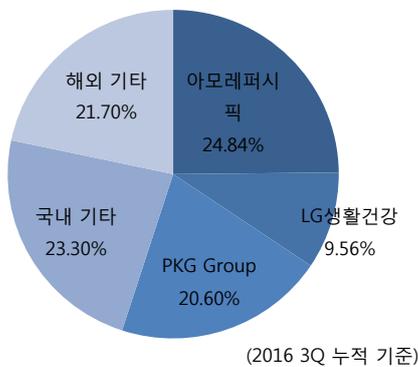
〈도표48〉 실적 추정치 변경 내역

(단위: 억원, %)

	2015	2016(E)			2017(E)		
		기준	변경	변동률	기준	변경	변동률
매출액	1,991	2,367	2,406	1.6%	2,874	2,874	0.0%
영업이익	189	260	291	11.9%	337	350	3.9%
OPM(%)	9.5	11.0	12.1	+1.1%p	11.7	12.2	+0.5%p
당기순이익	153	206	219	6.3%	262	267	1.9%

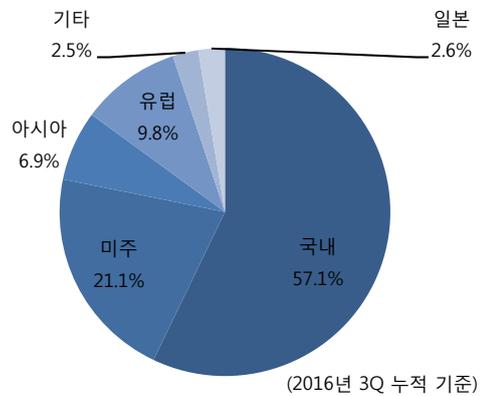
자료: 연우, 한양증권 리서치센터 추정

〈도표49〉 고객사별 매출 비중



자료: 연우, 한양증권 리서치센터 추정

〈도표50〉 지역별 매출 비중



자료: 연우, 한양증권 리서치센터

화장품 2017년 전망

최서연(02-3770-5323) janice84@hygood.co.kr

Income statement	2013A	2014A	2015A	2016F	2017F
가	1,574	1,688	1,991	2,406	2,874
	1,338	1,424	1,630	1,898	2,265
	236	263	361	508	609
(%)	15.0%	15.6%	18.1%	21.1%	21.2%
	139	142	172	216	259
	0	0	0	0	0
(%)	6.2%	7.2%	9.5%	12.1%	12.2%
EBIT DA	98	121	189	291	350
(%)	6.2%	7.2%	9.5%	12.1%	12.2%
EBIT DA	98	121	189	291	350
EBIT DA (%)	11.0%	12.6%	14.8%	16.5%	17.5%
EBIT DA	174	213	295	397	504
	-19	-20	-1	-6	-5
	-16	-16	-10	-11	-10
	-12	-3	11	10	10
	-5	8	3	-4	-4
	0	0	0	0	0
	74	109	191	281	341
	56	87	153	219	267
(%)	3.6%	5.1%	7.7%	9.1%	9.3%
	56	87	153	219	267
	0	0	0	0	0
	56	87	137	202	251

Balance sheet	2013A	2014A	2015A	2016F	2017F
	539	512	865	835	1,107
	114	111	134	162	194
	43	25	35	49	68
	274	299	306	370	442
	90	64	379	246	397
	1,081	1,111	1,257	1,551	1,616
	870	917	1,038	1,337	1,406
	18	24	24	19	16
	43	48	57	57	57
	1,620	1,623	2,121	2,385	2,723
	627	481	331	393	480
	343	235	0	0	0
	148	141	171	233	320
	214	275	196	196	196
	0	0	0	0	0
	131	197	116	116	116
	840	756	527	589	676
	780	867	1,594	1,797	2,047
	50	50	62	62	62
	730	817	1,532	1,751	2,018
	0	0	0	0	0
	0	0	0	0	0
	780	867	1,594	1,797	2,047

Cash flow statement	2013A	2014A	2015A	2016F	2017F
	141	175	252	356	471
	56	87	153	219	267
가	146	162	184	204	262
	73	88	102	102	151
	3	4	5	5	4
	70	70	78	98	108
	-18	-51	-32	8	26
	2	-28	-6	-28	-32
	-12	1	-23	-28	-32
가	26	-9	25	62	87
	-34	-15	-27	2	2
	-43	-23	-53	-74	-84
	-200	-107	-260	-415	-241
(가)	16	-5	-9	0	0
	1	1	1	0	0
가(CAPEX)	-193	-107	-235	-400	-220
(가)	-4	-10	-5	0	0
(가)	-23	18	-10	-14	-19
	4	-4	-2	-2	-2
	0	0	0	0	0
	49	-94	323	0	0
가()	113	145	45	0	0
가()	0	0	0	0	0
가()	0	0	591	0	0
	-64	-238	-313	0	0
	0	0	0	0	0
	0	0	0	-74	-79
가	-11	-27	315	-133	152
	101	90	64	379	246
	90	64	379	246	397

Valuation Indicator	2013A	2014A	2015A	2016F	2017F
Per Share ()					
EPS()	559	868	1,466	1,763	2,152
EPS()	559	868	1,466	1,763	2,152
BPS()	7,803	8,675	12,858	14,490	16,512
BPS()	7,803	8,675	12,858	14,490	16,512
DPS()	0	0	0	0	0
Multiples ()					
PER()	0.0	0.0	27.8	21.8	17.8
PER()	0.0	0.0	27.8	21.8	17.8
PBR()	0.0	0.0	3.2	2.6	2.3
PBR()	0.0	0.0	3.2	2.6	2.3
EV/EBIT DA ()			16.5	11.8	9.0

Financial Ratio	2013A	2014A	2015A	2016F	2017F
(%)					
가	3.5%	7.2%	18.0%	20.9%	19.5%
가	-43.7%	24.4%	55.3%	54.5%	20.0%
EPS() 가	-59.3%	55.1%	68.9%	20.3%	22.1%
EPS() 가	-59.3%	55.1%	68.9%	20.3%	22.1%
EBIT DA() 가	-26.3%	22.7%	38.5%	34.8%	26.8%
(%)					
ROE()	7.4%	10.5%	12.4%	12.9%	13.9%
ROE()	7.4%	10.5%	12.4%	12.9%	13.9%
ROIC	6.6%	8.0%	11.3%	15.4%	16.4%
ROA	3.6%	5.3%	8.2%	9.7%	10.4%
	NA	NA	0.0%	0.0%	0.0%
(%)					
	107.8%	87.3%	33.1%	32.8%	33.0%
()	60.5%	48.9%	-10.6%	-2.8%	-10.8%
	5.0%	6.6%	13.7%	21.2%	25.5%

대봉엘에스(078140)

- 안정적인 매출 성장 기대

▶ 원료의약품 및 화장품 소재 개발 기업

- 1986년 설립한 동사는 원료의약품 및 화장품원료 등을 제조하여 공급하는 업체로 매출 비중은 원료의약품 30%, 화장품원료 60%, 기타 식품첨가물 10%이다. 의약품 원료 사업은 고혈압 치료제, 호흡기 치료제 약물 분야에서 경쟁력을 가지고 있다. 고혈압 치료제가 호흡기 치료제보다 매출 규모는 크나 미세먼지 등에 따른 기관지 환자 증가로 호흡기 치료제가 작년보다 30% 성장률을 보이며 의약품 원료 매출 성장을 견인하는 상황이다. 화장품 원료분야는 헤어 소재로 시작하여 2014년에는 화장품 원료 사업부문에서 헤어 소재가 높은 매출 비중(약 74%)을 차지하였으나 최근에는 천연자원을 활용한 화장품 소재의 매출 비중이 점차 증가하는 추세로 올해는 그 비중이 40%에 달할 것으로 전망된다. 특히 동사는 제주 공장 신축으로 화장품 원료확보부터 천연 화장품 소재 개발 생산을 모두 제주 현지에서 시행할 수 있는 시스템을 구축하였으며 올해 완료된 인천 1공장 증설(기존 2,500톤)로 화장품 원료 생산 능력 규모가 4,500톤으로 확대돼 실적 개선도 기대된다.

▶ 해외 수출을 통한 성장 전망

- 현재 동사는 원료의약품과 화장품 소재를 국내 제약사 및 화장품 관련 업체에 공급한다. 그러나 호흡기 질환 치료에 쓰이는 원료를 일본 업체에 공급할 예정으로 내년 일본 식약처의 실사를 위해 시설 장비를 정비 중에 있으며 빠르면 내년 하반기 매출 가시화가 가능할 것으로 기대된다. 이익률은 국내보다 낮지만 일본 시장이 국내보다 크고 호흡기 제품 외의 품목 공급 및 일본 수출 외에도 대만 등 다른 지역으로의 수출 가능성도 있어 향후 실적 개선에 크게 기여할 것으로 판단된다.

▶ 매수 투자 의견, 목표주가 1.9만원 제시

- 매수 투자 의견과 목표주가 1.9만원을 제시하며 커버리지 분석을 시작한다. 목표 주가는 2017년 예상 EPS 1,055원에 Target PER 18배를 적용해 산출했다. 동사는 내년에도 제네릭 시장 확대와 천연 화장품에 대한 수요 증가에 따른 수혜를 받으며 실적 호조를 보일 것으로 기대된다. 또한 해외 수출을 통한 추가 성장도 전망되나 내년 예상 PER은 11.3배로 화장품 업종 평균 PER 대비 크게 저평가 되어있다고 판단된다.

Rating	매수(신규)
Target Price	19,000원
Previous	-

주가지표	
KOSPI(12/09)	2,025P
KOSDAQ(12/09)	594P
현재주가(12/09)	11,900원
시가총액	1,319억원
총발행주식수	1,109만주
120일 평균거래대금	133억원
52주 최고주가	15,900원
최저주가	8,780원
유동주식비율	49.1%
외국인지분율(%)	2.75%
주요주주	박종호 외 8인(50.9%) 국민연금(7.2%)

상대주가차트



화장품 2017년 전망

최서연(02-3770-5323) janice84@hygood.co.kr

결산기	매출액 (억원)	영업이익 (억원)	순이익 (억원)	지배순이익 (억원)	EPS (원)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)	영업이익률 (%)	ROE (%)	ROIC (%)
2013A	438	61	53	50	474	8.8	1.0	5.6	14.0%	12.5%	15.9%
2014A	522	64	57	54	511	17.4	2.0	12.5	12.2%	12.1%	15.6%
2015A	586	86	75	72	679	14.7	2.0	10.3	14.6%	14.2%	19.9%
2016F	724	118	98	93	887	13.4	2.0	9.2	16.3%	16.1%	23.9%
2017F	857	141	117	111	1,055	11.3	1.7	7.6	16.5%	16.3%	24.0%

자료: 대봉엘에스, 한양증권 리서치센터 추정

<도표51> 실적 추이 및 전망

(단위: 억원, %)

	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16E	'15	'16E	'17E
매출액	139	157	135	155	174	191	173	186	586	724	857
yoy(%)	3.4%	12.8%	12.6%	21.6%	25.1%	21.9%	27.6%	19.9%	12.5%	23.4%	18.4%
제품	69	74	61	74	93	97	84	91	279	365	447
상품	62	70	63	67	67	79	71	79	262	296	338
용역	8	13	12	13	15	15	18	16	46	64	72
영업이익	16	26	20	24	25	34	28	30	86	118	141
yoy(%)	9.1%	35.0%	58.3%	37.6%	59.0%	34.0%	40.6%	24.6%	34.4%	38.0%	19.5%
OPM(%)	11.4%	16.4%	14.8%	15.5%	14.5%	18.0%	16.3%	16.1%	14.6%	16.3%	16.5%
당기순이익	12	22	16	25	20	30	22	25	75	98	117

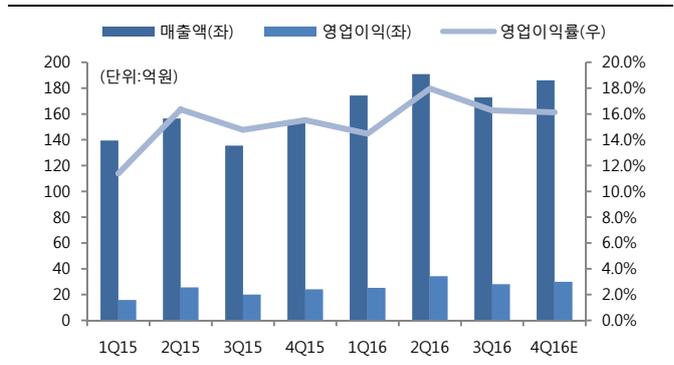
자료: 대봉엘에스, 한양증권 리서치센터 추정

<도표52> 주요 연혁

연도	내용
1986.07	㈜대봉 설립
1995.01	인천 남동공단 공장 준공, 본사 이전
2002.05	의약품 제조 및 품질관리기준 BGMP 인증 획득
2005.12	코스닥시장 상장
2008.12	고혈압치료제 원료의약품 ARB 계열 제품 개발
2009.03	대봉 LF 지분투자
2010.11	P&K 피부임상연구센터 지분출자 설립
2011.12	대만, 일본 화장품소재 아미노산 수출 확대
2016.04	제주 제3공장 설립
2016.04	인천 1 공장, 화장품소재부품 생산설비 증설완료

자료: 대봉엘에스, 한양증권 리서치센터

<도표53> 분기별 실적 추이



자료: 대봉엘에스, 한양증권 리서치센터 추정

<도표54> 사업부문

부문	사업내용	주요제품
원료의약품	원료의약품	호흡기 약물 API
	생산판매	고혈압 약물 API
	생산판매	기타 고령친화 약물 API
화장품소재	화장품원료	Eco-Green Process Cosmetics Ingredients
	생산판매	Bio-synthesis Cosmetics Ingredients
	생산판매	Professional Cosmetics Ingredients
식품 및 기타	기타식품첨가물 생산판매	HPMC, FISHMEAL, WHEAT GLUTEN 등

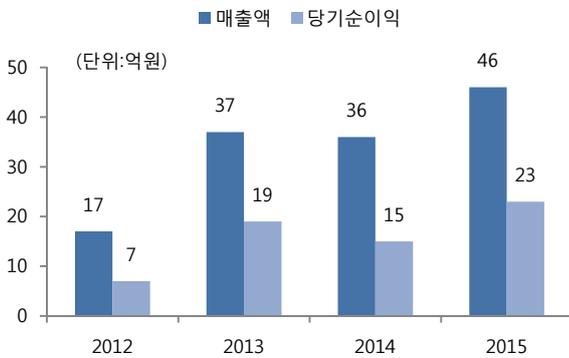
자료: 대봉엘에스, 한양증권 리서치센터

〈도표55〉 관계사 현황

구분	회사명	지분	비고
종속회사	피앤케이피부임상연구센터	83.30%	피부임상시험, 연구
	코셀러코리아	75.25%	화장품 및 의약품 도소매
지분법	대봉 LF	35.70%	사료 생산 업체
기타	유씨엘㈜	0.00%	최대주주 및 특수관계인 동일

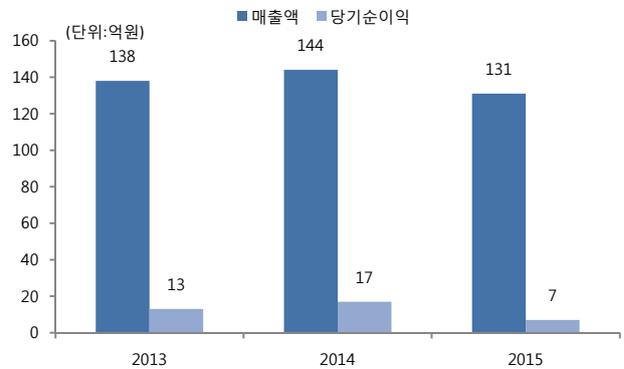
자료: 대봉엘에스, 한양증권 리서치센터

〈도표56〉 피앤케이피부임상연구센터 실적 추이



자료: 대봉엘에스, 한양증권 리서치센터

〈도표57〉 대봉 LF 실적 추이



자료: 대봉엘에스, 한양증권 리서치센터

〈도표58〉 목표 주가 산정

구분	(원,배,%)	비고
적용 EPS	1,055	'17년 예상 EPS
peer PER	25.68	당사 커버리지 종목 평균 PER
적용 PER	17.99	peer PER 30% 할인
적정주가	18,979	
목표주가	19,000	
현재가	11,900	
상승여력	59.6	

자료: 대봉엘에스, 한양증권 리서치센터

Income statement	2013A	2014A	2015A	2016F	2017F
	438	522	586	724	857
가	324	398	435	525	621
	114	123	151	199	236
(%)	26.0%	23.6%	25.8%	27.5%	27.5%
	52	60	66	81	95
	0	0	0	0	0
	61	64	86	118	141
(%)	14.0%	12.2%	14.6%	16.3%	16.5%
	61	64	86	118	141
EBIT DA	69	73	95	127	148
EBIT DA (%)	15.7%	13.9%	16.1%	17.5%	17.3%
EBIT DA	69	73	95	127	148
	1	1	2	2	2
	1	1	1	2	2
	0	0	0	0	0
	-3	-2	3	0	0
	4	6	2	2	2
	64	69	92	122	146
	53	57	75	98	117
(%)	12.0%	10.9%	12.8%	13.6%	13.7%
	50	54	72	93	111
	3	2	4	5	6
	53	57	75	98	117

: = -

Cash flow statement	2013A	2014A	2015A	2016F	2017F
	51	25	87	66	84
	53	57	75	98	117
가	19	15	24	28	31
	7	8	8	8	7
	1	1	1	1	1
	11	6	15	20	24
	-16	-35	-3	-38	-37
	4	-30	-1	-24	-23
	-10	-7	-8	-24	-23
가	-8	8	0	8	8
	-2	-6	6	1	1
, ,	-5	-12	-8	-22	-26
	-36	-27	-61	-51	-50
(가)	-5	-14	-19	0	0
	0	0	0	0	0
가(CAPEX)	-12	-6	-7	-27	-20
(가)	0	0	0	0	0
(가)	-21	-13	-36	-26	-32
	1	6	1	1	1
, ,	1	1	1	1	1
	-6	-5	-2	-6	-6
가()	0	1	4	0	0
가()	0	0	0	0	0
가()	0	0	0	0	0
	0	0	0	0	0
, ,	-6	-6	-6	-6	-6
	0	0	0	-16	-14
가	9	-7	25	-6	14
	21	30	23	48	42
	30	23	48	42	56

Balance sheet	2013A	2014A	2015A	2016F	2017F
	336	381	450	537	650
	86	93	101	125	148
	54	68	104	130	162
	162	191	192	237	280
	30	23	48	42	56
	174	185	205	223	236
	123	121	120	139	152
	6	5	5	5	4
	46	60	79	79	79
	510	566	655	760	886
	51	54	67	75	83
	2	2	2	2	2
	37	45	47	55	63
	17	19	24	24	24
	0	0	0	0	0
	0	1	5	5	5
	68	73	91	99	107
	437	486	552	645	756
	55	55	55	55	55
	382	430	496	589	701
	0	0	0	0	0
	5	8	11	16	22
	442	494	563	661	778

Valuation Indicator	2013A	2014A	2015A	2016F	2017F
Per Share ()					
EPS()	474	511	679	887	1,055
EPS()	450	491	645	842	1,002
BPS()	3,991	4,452	5,081	5,962	7,021
BPS()	3,941	4,383	4,978	5,815	6,820
DPS()	50	50	50	50	50
Multiples ()					
PER()	8.8	17.4	14.7	13.4	11.3
PER()	9.2	18.1	15.5	14.1	11.9
PBR()	1.0	2.0	2.0	2.0	1.7
PBR()	1.1	2.0	2.0	2.0	1.7
EV/EBIT DA ()	5.6	12.5	10.3	9.2	7.6

Financial Ratio	2013A	2014A	2015A	2016F	2017F
(%)					
가	-1.3%	19.1%	12.5%	23.4%	18.4%
가	71.9%	4.1%	34.4%	38.0%	19.5%
EPS() 가	50.4%	7.8%	32.9%	30.6%	19.0%
EPS() 가	48.1%	9.0%	31.3%	30.6%	19.0%
EBIT DA() 가	65.8%	5.4%	30.3%	34.3%	16.9%
(%)					
ROE()	12.5%	12.1%	14.2%	16.1%	16.3%
ROE()	12.0%	11.8%	13.8%	15.6%	15.9%
ROIC	15.9%	15.6%	19.9%	23.9%	24.0%
ROA	10.8%	10.5%	12.3%	13.9%	14.2%
	1.2%	0.6%	0.5%	0.4%	0.4%
(%)					
	15.3%	14.8%	16.2%	15.0%	13.8%
()	-18.5%	-17.8%	-25.7%	-24.9%	-27.1%
	236.8%	471.4%	311.3%	429.6%	513.5%

제닉(123330)

- 마스크팩 ODM 매출 확대

▶ 마스크팩 ODM 전문 업체

- 동사는 주요 매출 제품인 마스크팩을 국내 홈쇼핑 및 국내/해외 화장품 브랜드 샵 ODM/OEM으로 판매 중이며 글로벌 특허 기술을 보유한 '수용성 하이드로겔 마스크팩'은 일명 '제닉-하유미팩'으로 시장에 널리 알려져 있다. 유통채널별 매출 비중은 2016년 3분기 누적 기준으로 홈쇼핑 27%, ODM 61%, 수출 9%, 기타 3%이며 동사는 ODM 사업에 집중하며 2011년 80%에 달했던 홈쇼핑 매출 비중을 줄이고 ODM 비중을 확대해 안정적인 매출 구조를 확보해 나가고 있다. 품목별 매출 비중(3Q16 누적 기준)은 하이드로겔 마스크 50%, 에센스 마스크 40%, 기초화장품 6%, 기타 4%로 수익성 높은 하이드로겔 마스크의 매출 규모는 지속적으로 증가하고 있다.

▶ 중국 2공장 가동에 따른 매출 확대

- 현재 동사의 생산 Capa는 1,200억원(국내 1,000억원, 중국 200억원)이며 중국 물량 공급 증가로 기존 중국 1공장은 생산능력을 초과하여 가동 중이며 이에 국내 Capa 1,000억원을 추가 증설할 예정이다. 1차 설비는 200억원 규모로 가동 예정이며 가동 시기는 내년 1분기 이후로 예상된다. 주요 중국 고객사 매출 비중은 아모레퍼시픽 40%, 바이체링 30% 등이며 하이드로겔 매출 비중은 현재 10% 정도에 불과하나 구체적으로 하이드로겔 마스크팩 공급이 논의되는 고객사들이 증가하고 있어 향후 매출 비중 확대는 물론 수익성 개선도 기대된다. 현재 동사 중국 법인은 1공장의 Capa 초과 가동으로 야근 수당 등 비용이 크기 때문에 2공장이 가동 되면 1공장에서의 비용 감소로 신규 공장 초기 가동에 따른 수익성 악화에 대한 충격은 크지 않을 것으로 판단된다.

▶ 매수 투자 의견, 목표주가 1.9만원 제시

- 매수 투자 의견과 목표주가 19,000원을 제시하며 커버리지를 시작한다. 목표주가는 2017년 예상 EPS 1,239원에 국내 3대 ODM 업체 2개년('16E, '17E) 평균 PER을 30% 할인한 15.6배를 적용해 산출하였다. 안정적인 매출 구조를 확보해나가고 있는 동사는 중국 Capa 증설을 통한 물량 공급 증가로 내년 외형 성장이 예상되며 향후 중국내 고마진 하이드로겔 마스크 매출 확대를 통한 수익성 개선도 기대된다.

Rating	매수(신규)
Target Price	19,000원
Previous	-

주가지표	
KOSPI(12/09)	2,025P
KOSDAQ(12/09)	594P
현재주가(12/09)	15,600원
시가총액	1,030억원
총발행주식수	660만주
120일 평균거래대금	279억원
52주 최고주가	30,300원
최저주가	13,600원
유동주식비율	71.7%
외국인지분율(%)	3.53%
주요주주	솔브레인 외 1인(26.2%) 국민연금(5.1%)

상대주가치트



화장품 2017년 전망

최서연(02-3770-5323) janice84@hygood.co.kr

결산기	매출액 (억원)	영업이익 (억원)	순이익 (억원)	지배순이익 (억원)	EPS (원)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)	영업이익률 (%)	ROE (%)	ROIC (%)
2013A	622	39	35	35	628	34.4	2.2	15.5	6.2%	6.5%	8.1%
2014A	635	19	20	20	326	67.8	2.4	23.9	3.0%	3.6%	3.1%
2015A	737	31	29	29	464	64.9	3.3	26.5	4.2%	5.2%	4.1%
2016F	940	90	40	40	604	25.8	1.7	7.0	9.6%	6.6%	12.4%
2017F	1,051	100	82	82	1,239	12.6	1.5	6.2	9.5%	12.4%	14.0%

자료: 제닉, 한양증권 리서치센터 추정

<도표59> 실적 추이 및 전망

(단위: 억원, %)

	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16E	'15	'16E	'17E
매출액	182	151	199	205	199	284	211	247	737	940	1,051
yoy(%)	24.6%	2.6%	22.9%	14.0%	9.2%	87.9%	6.2%	20.4%	16.0%	27.5%	11.8%
- 홈쇼핑	59	14	51	65	62	76	48	58	189	244	245
- OEM/ODM	98	119	127	115	110	180	134	166	458	590	701
- 수출	19	12	16	18	23	23	18	19	66	83	83
- 온라인(기타)	6	6	5	7	4	3	11	4	25	22	22
영업이익	13	4	5	8	14	40	15	22	31	90	100
yoy(%)	흑전	흑전	110.1%	-67.2%	3.4%	839.6%	168.2%	165.0%	63.0%	188.5%	11.1%
OPM(%)	7.3%	2.8%	2.7%	4.0%	6.9%	14.0%	6.9%	8.9%	4.2%	9.6%	9.5%
당기순이익	11	6	5	7	9	6	8	17	29	40	82

자료: 제닉, 한양증권 리서치센터 추정

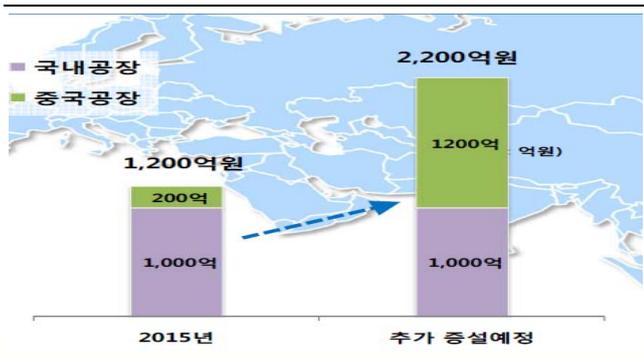
<도표60> 품목별 매출 추이

(단위: 억원, %)

	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16E	'15	'16E	'17E
하이드로겔마스크	105	82	100	118	112	127	108	120	405	467	509
yoy(%)	7.1%	-16.3%	4.2%	-4.8%	6.7%	54.9%	8.0%	1.7%	-2.6%	15.3%	9.0%
기초화장품	9	7	7	14	11	28	4	22	37	65	70
yoy(%)	0.0%	-36.4%	-41.7%	75.0%	22.2%	300.0%	-42.9%	57.1%	-2.6%	75.7%	7.7%
에센스마스크	59	53	76	67	70	119	86	87	255	362	425
yoy(%)	63.9%	47.2%	94.9%	71.8%	18.6%	124.5%	13.2%	29.9%	70.0%	42.0%	17.4%
기타(코팩 등)	9	8	16	6	4	8	15	18	39	45	47
yoy(%)	200.0%	100.0%	6.7%	-25.0%	-55.6%	0.0%	-6.3%	200.0%	30.0%	15.4%	4.4%

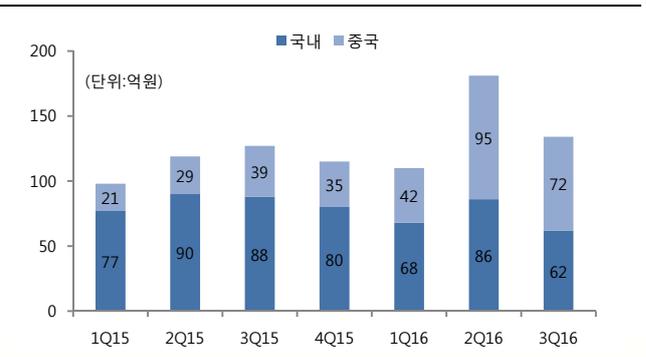
자료: 제닉, 한양증권 리서치센터 추정

<도표61> 생산시설 및 생산 능력



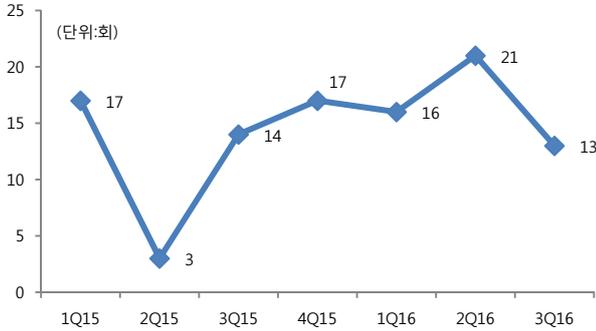
자료: 제닉, 한양증권 리서치센터

<도표62> OEM/ODM 매출 추이(국내/중국)



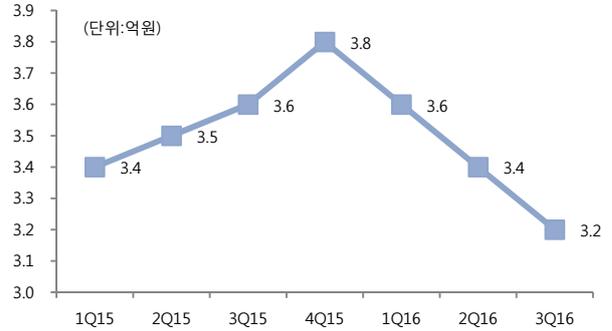
자료: 제닉, 한양증권 리서치센터

〈도표63〉 홈쇼핑 방송횟수 추이



자료: 제닉, 한양증권 리서치센터

〈도표64〉 홈쇼핑 시간당 매출 추이



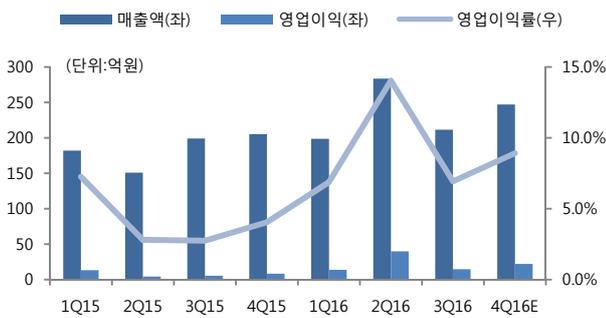
자료: 제닉, 한양증권 리서치센터

〈도표65〉 판매 제품 확대



자료: 제닉, 한양증권 리서치센터

〈도표66〉 분기별 실적 추이



자료: 제닉, 한양증권 리서치센터 추정

〈도표67〉 주요 연혁

연도	내용
2001	(주)제닉 설립
2007	CJ 홈쇼핑 하유미 하이드로겔 마스크 런칭
2008	하이드로겔마스크 국내 최초 주름기능성 인증
2011	코스닥 시장 상장
2012	중국 제닉 상하이 화장품 유한공사 공장 완공
2014	라쌍떼 프리미엄 마스크팩 런칭
2015	자회사 지엠씨 설립
2015	최대주주변경(유현오→솔브레인㈜)
2016	자회사 지엠씨 흡수 합병 소멸

자료: 제닉, 한양증권 리서치센터

〈도표68〉 목표주가 산정

구분	(원,배,%)	비고
적용 EPS	1,239	'17년 예상 EPS
peer PER	22.3	국내 3대 ODM 업체 2개년('16E, '17E) 평균 PER
적용 PER	15.6	peer PER 30% 할인
적정주가	19,328	
목표주가	19,000	
현재가	15,600	
상승여력	21.8	

자료: 제닉, 한양증권 리서치센터

화장품 2017년 전망

최서연(02-3770-5323) janice84@hygood.co.kr

Income statement	2013A	2014A	2015A	2016F	2017F
	622	635	737	940	1,051
가	349	414	522	639	715
	273	222	215	301	336
(%)	43.9%	34.9%	29.2%	32.0%	32.0%
	234	203	184	211	236
	0	0	0	0	0
	39	19	31	90	100
(%)	6.2%	3.0%	4.2%	9.6%	9.5%
EBIT DA	68	52	72	143	144
EBIT DA (%)	11.0%	8.2%	9.8%	15.2%	13.7%
EBIT DA	68	52	72	143	144
	5	4	0	1	3
	5	3	1	2	4
	0	0	0	0	0
	0	1	3	-41	0
	0	0	0	0	0
	44	24	34	50	103
	35	20	29	40	82
(%)	5.6%	3.1%	4.0%	4.2%	7.8%
	35	20	29	40	82
	0	0	0	0	0
	32	20	30	40	82

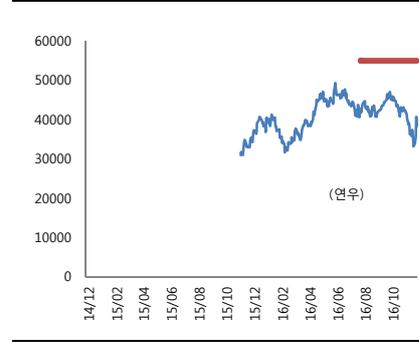
Balance sheet	2013A	2014A	2015A	2016F	2017F
	319	348	368	476	608
	87	106	120	153	171
	144	104	60	35	20
	55	70	74	95	106
	21	58	100	175	286
	330	407	502	450	406
	293	368	438	387	345
	3	3	26	25	23
	14	14	4	4	4
	649	755	870	925	1,015
	84	102	178	192	201
	10	4	67	67	67
	61	87	84	99	107
	33	102	112	112	112
	0	0	0	0	0
	21	83	102	102	102
	117	203	290	305	313
	532	552	580	621	702
	28	30	32	33	33
	535	551	579	618	698
	-29	-29	-30	-30	-30
	0	0	0	0	0
	532	552	580	621	702

Cash flow statement	2013A	2014A	2015A	2016F	2017F
	37	58	38	66	120
	35	20	29	40	82
가	46	41	80	90	90
	28	32	39	51	42
	1	1	2	2	1
	17	8	39	38	47
	-40	-1	-66	-56	-34
	2	-17	-8	-33	-18
	-42	-20	-35	-33	-18
가	3	28	-7	15	9
	-2	7	-15	-5	-6
	-4	-2	-6	-8	-17
	-80	-74	-80	25	15
(가)	10	0	10	0	0
	0	0	0	0	0
가(CAPEX)	-87	-114	-111	0	0
(가)	-1	0	-24	0	0
(가)	-2	40	44	25	15
	0	0	0	0	0
	0	0	0	0	0
	-5	51	84	2	0
가()	21	62	23	0	0
가()	0	0	0	0	0
가()	0	0	0	2	0
	-26	-11	61	0	0
	0	0	0	0	0
	0	0	-1	-17	-23
가	-48	36	42	75	112
	69	21	58	100	175
	21	58	100	175	286

Valuation Indicator	2013A	2014A	2015A	2016F	2017F
Per Share ()					
EPS()	628	326	464	604	1,239
EPS()	628	326	464	604	1,239
BPS()	9,681	9,193	9,213	9,406	10,630
BPS()	9,681	9,193	9,213	9,406	10,630
DPS()	47	26	24	24	24
Multiples ()					
PER()	34.4	67.8	64.9	25.8	12.6
PER()	34.4	67.8	64.9	25.8	12.6
PBR()	2.2	2.4	3.3	1.7	1.5
PBR()	2.2	2.4	3.3	1.7	1.5
EV/EBIT DA ()	15.5	23.9	26.5	7.0	6.2

Financial Ratio	2013A	2014A	2015A	2016F	2017F
(%)					
가	-27.5%	2.2%	16.0%	27.5%	11.8%
가	-45.6%	-50.5%	63.0%	188.5%	11.1%
EPS() 가	-45.7%	-48.1%	42.4%	30.0%	105.3%
EPS() 가	-45.7%	-48.1%	42.4%	30.0%	105.3%
EBIT DA() 가	-29.8%	-23.2%	37.7%	97.8%	0.7%
(%)					
ROE()	6.5%	3.6%	5.2%	6.6%	12.4%
ROE()	6.5%	3.6%	5.2%	6.6%	12.4%
ROIC	8.1%	3.1%	4.1%	12.4%	14.0%
ROA	5.5%	2.8%	3.6%	4.4%	8.4%
	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
(%)					
	22.0%	36.9%	49.9%	49.0%	44.6%
()	-25.3%	-13.6%	2.3%	-5.8%	-19.0%
	86.7%	32.6%	12.2%	35.2%	39.2%

TP Trend



The best for you
www.hygood.co.kr



한양증권 점포현황

본 점	(02)3770-5000	서울 영등포구 국제금융로 6길 7 한양증권빌딩
송파RM센터	(02)419-2100	서울 송파구 가락로 183 한양APT상가 2층
광진금융센터	(02)2294-2211	서울 광진구 아차산로 355 타워더모스트 광진이크로텔 4층
안산지점	(031)486-3311	경기 안산시 단원구 광덕대로 264 한양증권빌딩 2층
인천지점	(032)461-4433	인천 남동구 백범로 132 만수프라자빌딩 1층

본 자료는 고객의 투자를 유도할 목적으로 작성된 것이 아니라 고객의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고자료입니다. 본 자료는 분석담당자가 신뢰할 만 하다고 판단하는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 분석담당자가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서 본 자료를 참고한 고객의 투자의사결정은 전적으로 고객 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한 본 자료는 당사 고객에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제, 전송, 인용, 배포하는 행위는 법으로 금지하고 있습니다.