MAY.2017

SK 증권

SK INDUSTRY ANALYSIS

화장품

2018년 빨리보기

화장품/음식료. 서영화 I 3773-9182, donaldseo@sk.com

연구원. 전영현 I 3773-9181, yj6752@sk.com

SK
INDUSTRY
Analysis

SK securities

Analyst
서영화
donaldseo@sk.com
02-3773-9182

R.A
전영현
yj6752@sk.com
02-3773-9181

화장품 [비중확대(OVERWEIGHT)/신규]

2018 년 빨리보기

SK 증권은 화장품 섹터에 대해 비중확대로 투자의견을 제시하며 커버리지를 재개한다. 화장품 섹터의 중국관련 노이즈가 사라질 것으로 기대되는 2018 년, 1)면세점은 기저효과에 의한 큰 폭의 성장을 시현할 것이며, 2)화장품 업계의 M&A 가 활발하게 이루어질 것이고, 3)국내 화장품 시장은 홈쇼핑 채널의 Product Mix 변화와 H&B 스토어의 약진이 지속될 것이며, 4)한국 화장품의 중국(홍콩) 의존도는 점차 낮아질 것이다.

2018 년, 면세점의 화려한 부활

2018 년 면세점은 2017 년의 억눌렸던 수요를 흡수하며, 큰 폭의 매출 성장을 시현할 것으로 전망한다. 사드 이슈 이후에도 중국내 한국 화장품의 점유율이 우상향 하였음은 한국 화장품의 경쟁력이 여전함을 입증한다. 당사는 아모레퍼시픽, LG 생활건강의 면세점 실적을 추정함에 있어서 중국인 입국자수(Q)는 2016 년 대비 2018 년 +25.4% 증가(연평균 12%)를 가정하였으며, 인당 구매액(P)는 2016 년 대비 2018 년 아모레퍼시픽 +8.2% 증가(연평균 4%), LG 생활건강 +21.0% 증가(연평균 10%)를 가정하였다. 이에 따른 아모레퍼시픽과 LG 생활건강의 2018 년 면세점 성장률은 y-y +50.4%, +53.1% 수준이다.

2018 년, 달아오르는 M&A 시장

1)화장품 회사간의 실적 차별화가 나타나고 있다. 2016 년 브랜드숍 Top 10 회사 중 두 회사가 영업적자를 기록하였으며, 2017 년 역시 브랜드숍에 비우호적인 환경이 지속되고 있다. 반면, 우호적인 외부 환경에 자체 경쟁력을 확보한 회사들은 현금을 빠른 속도로 쌓아나가고 있다. 2)카버코리아와 해브앤비의 실적 성장세가 눈에 띄는데 이 두 회사의 호조는 글로벌 사모펀드와 글로벌 소비재 회사들의 한국 화장품 회사들에 대한 관심을 높여주는 계기가 되었다. 3)그리고 여전히 중국 업체들에게 한국 화장품 업체는 매력적인 M&A 대상이다.

2018 년, 국내 화장품 시장의 판도 변화와 낮아지는 중국(홍콩) 비중

국내 화장품 시장은 H&B 스토어의 호조세, 브랜드숍의 부진, 홈쇼핑 Product (Brand) Mix 의 변화가 지속될 것이다. 국내 화장품 시장 판도 변화의 최대 수혜는 대형 OEM/ODM 업체들이 누릴 전망이다. H&B 스토어의 PB 브랜드들과 H&B 사업자들이 선호하는 브랜드 그리고 최근에 홈쇼핑에서 두각을 나타내는 브랜드들은 대부분 외주 생산 방식을 채택하고 있다. 이들 브랜드들은 떨어지는 인지도를 올리고 제품력을 확보하고자 생산 회사의 이름 자체가 브랜드가 될 수 있는 대형 OEM/ODM 회사를 생산 업체로 선택하고 있다.

브랜드 양사 모두 투자의견 Buy 제시, Top Pick 은 코스맥스와 클리오

단기 급등이 부담스러운 것은 분명한 사실이다. 당사는 모든 노이즈가 사라졌을 것으로 예상하는 2018 년 E 실적과 글로벌 피어의 평균 PER 멀티플을 기준으로 밸류에이션 하였다. 여전히 아모레퍼시픽과 LG 생활건강에 대한 투자의견은 'Buy'를 제시한다. Top Pick 으로는 주가 상승 여력을 감안하여, 코스맥스와 클리오를 제시한다.

Analyst 서영화 donaldseo@sk.com / 02-3773-9182

Contents

Cosmetics Industry - 2018 년 빨리 보기

노이즈가 사라진 2018 년을 기대하며

중국 관련 소비재 산업을 전망함에 있어서 현재는 단기 불확실성이 큰 구간이다. 단기적으로 어떠한 급진적인 변화가 나타난다 하더라도 전혀 이상하지 않다. 이러한 상황에서의 단기 전망은 큰 의미를 가지기 힘들다고 판단한다. 그래서 당사는 2017 년 하반기가 아닌, 2018 년의 화장품 산업을 전망해보고자 한다.

물론, 현재의 대중국 관련 리스크는 2017 년 뒤로 갈수록 해소될 것이라 가정하였다. 그 이유는 현재까지 대중국 관련 산업의 불확실성이 증폭된 데에는 분명, 컨트럴 타워의 부재가 큰 영향을 미쳤다고 판단하기 때문이다. 하지만 오늘을 기점으로 상황이 완전히 바뀌었다. 새로운 정권이 들어섰으며, 새로운 정권은 하나의 일관된 목소리로 대중국 관련 이슈를 해결하고자 외교적인 노력을 할 것이라 판단한다. 화장품을 비롯하여 엔터, 여행 및 내수관련 다양한 산업에 부정적인 영향이 상당히 오랜 시간 동안 지속되었다. 여러 현안들이 있겠지만, 중국의 대한국 관련 규제는 어떠한 현안보다 해결의 우선순위가 높을 것으로 판단한다. 필리핀에 새로운 대통령이 취임하면서 필리핀의 대중국 바나나 수출이 다시 재개되었고 노르웨이에 새로운 내각이 들어서고 중국과 노르웨이의 외교가 정상화되었듯 한국과 중국간의 갈등은 2017 년 하반기로 갈수록 점차 해소될 것으로 판단한다.

SK 증권 화장품업종 유니버스

단기 급등이 부담스러운 것은 분명한 사실이다. 당사는 모든 노이즈가 사라졌을 것으로 예상하는 2018 년E 실적과 글로벌 피어의 평균 PER 멀티플 26.1X 를 기준으로 밸류에이션 하였다. 여전히 아모레퍼시픽과 LG 생활건강에 대한 투자의견은 'Buy'를 제시한다. Top Pick 으로는 주가 상승 여력을 감안하여, 코스맥스와 클리오를 제시한다.

SK 증권 화장품업종 유니버스

Top Pick	종목	투자의견	현재가	목표가	Upside	화장품부문 Target Multiple
	아모레퍼시픽	Buy	333,000	370,000	11.1%	Global Peer 평균 PER
	아모레G	Hold	149,000	160,000	7.4%	Global Peer 평균 PER
	LG생활건강	Buy	946,000	1,100,000	16.3%	Global Peer 평균 PER 10% 디스카운트
Top Pick	클리오	Buy	41,050	49,000	19.4%	Global Peer 평균 PER 10% 디스카운트
Top Pick	코스맥스	Buy	151,000	190,000	25.8%	Global Peer 평균 PER
	한국콜마	Buy	85,900	100,000	16.4%	Global Peer 평균 PER
	코스메카코리아	Buy	69,300	84,000	21.2%	Global Peer 평균 PER

자료 : Bloomberg, SK 증권

Analyst 서영화 donaldseo@sk.com / 02-3773-9182

1. 2018 년, 면세점의 화려한 부활

변하지 않은 한국 화장품의 경쟁력과 선호도가 핵심 근거

2018 년 면세점 채널은 2017 년의 기저효과를 바탕으로 큰 폭의 외형 성장을 시현 할 전망이다. 중국의 한한령(限韓令), 다각도로 이루어지는 대한국 규제에도 불구하고 당사는 하기의 이유들을 근거로 한국 화장품의 제품 경쟁력과 중국인들의 한국 화장품에 대한 높은 선호도는 여전히 변화가 없었다고 판단한다.

중국의 규제는 이미 3Q16 부터 시작되었었다

중국의 본격적인 관광규제는 17 년 3 월 15 일부터였으나, '한한령'은 이미 작년 8 월부터 시작되었다. 16 년 8 월 한국 콘텐츠 및 한국 연예인의 출연을 제한하기 시작하였으며, 10 월에는 자국민의 저가 여행 규제를 시행하였다. 11 월에는 한국 연예인의 광고 통제 및 한국 연예인 전면 금지령이 암묵적으로 진행되었고 12 월에는 중국 롯데에 세무조사 및 위생, 안전점검이 시작되었다. 17 년 춘절을 맞이하면서는 한국행 전세기 운항을 불허하였으며, 3 월에는 롯데마트 영업정지 처분이 이루어졌고 3 월 15 일에는 한국 단체관광은 물론 개별 여행 상품 판매까지 금지하였다. 이외 한국과 중국 기업간의 전략적 제휴 및 M&A 등의 딜 중단 또는 연기, 마트 내 주요 매대에서 한국제품 진열 및 프로모션 중단 등 산업 전반적으로 중국내 한국에 대한 규제가 이루어져왔다.

결과적으로 중국의 규제는 3Q16 부터 시작되었고 1Q17 까지 더 많은 규제들이 지속 추가되었던 것이다. 그렇다면, 해당 기간 동안 한국 화장품의 입지는 어땠을까?

중국의 주요 대한국 관련 규제들

규제	시행 시점	세부 내용
한한령	16년 8월	16년 7월 발표된 한국의 사드 배치에 대한 보복으로 중국 내 암묵적인 한류 연예인 방송 출연 제한 및 한국 드라마 방영 금지 시작
여행 금지령	16년 10월	중국 자국민의 한국 단체 관광을 제한하기 위해 한국 행 저가 여행 패키지 상품 판매 중단
한국 연예인 광고 제한	16년 11월	한국 연예인의 TV광고 통제 등 한국 연예인 전면 금지령의 암묵적 진행
롯데 고강도 세무조사 실시	16년 12월	롯데의 사드 부지 제공에 대한 보복으로 롯데 전 중국 사업장에 세무조사 및 소방, 위생점검 실시
한국 행 전세기 운항 불허	17년 1월	한국의 3개 항공사가 신청한 한국 행 8개 노선의 전세기 운항을 전격 불허
중국 롯데마트 영업정지 처분	17년 3월	중국 롯데마트에 대한 영업정지 처분 가속화, 조치 1달만에 중국 내 90%의 롯데마트가 영업을 중단
롯데상하이푸드코퍼레이션 1개월 생산정지 처분	17년 3월	롯데제과와 미국 허쉬사가 합작해 설립한 '롯데상하이푸드코퍼레이션'에 대한 소방안전점검을 실시하고 1개월 생산정지 결정
한국 여행상품 판매 금지	17년 3월 15일	한국 행 여행상품 판매 전면 금지 조치 (단체관광뿐 아니라 일반 개별 여행상품까지 직접 규제)

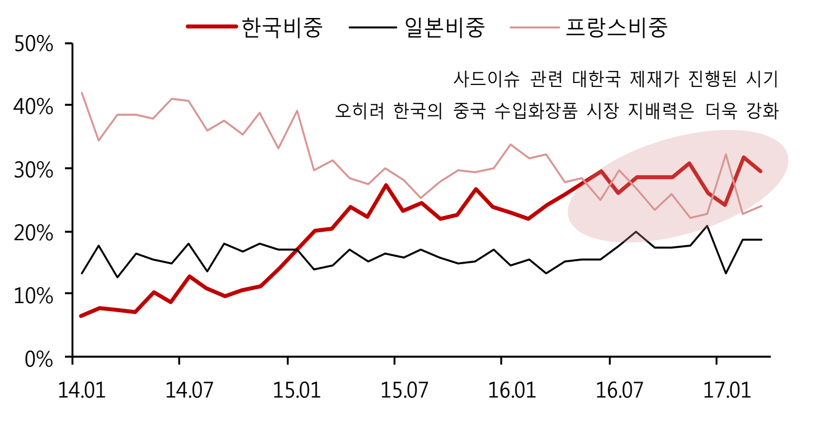
자료: 언론자료, SK 증권

중국의 규제가 시작된 시점부터, 오히려 데이터는 더 좋아졌다

결론부터 이야기하면, 한국 화장품의 중국내 입지 및 중국인들의 선호도는 해당기간 최소 유지 혹은 오히려 올라갔다고 판단한다. 설문조사 등을 통한 선호도 조사, 웹사이트 검색 통계를 통한 선호도 조사 등 여러 가지가 있지만, 결국 한국 화장품에 대한 상대적인 니즈를 객관적으로 가장 잘 보여주는 지표는 수출데이터라 판단한다. 더욱이 한한령을 통한 대한국 규제가 강화되기 시작한 2016 년 3 분기부터는 한국 화장품의 통관이 더욱 까다롭게 진행되었기에 3 분기부터의 화장품 수출은 대외적 환경이 더욱 어려운 상황에서 이루어진 것이라고도 볼 수 있다.

먼저, 1)2016 년 8 월부터 현재까지 중국의 대한국 화장품 수입액의 y-y 증감률은 중국 전체 화장품 수입액의 y-y 증감률을 매달 압도하였다. 2)공교롭게도 한한령 관련 본격적인 규제가 시작된 2016 년 8 월을 기점으로 한국은 중국의 화장품 수입 비중 1 위 국가로 올라섰으며, 2017 년 1 월을 제외하고 2017 년 3 월까지 지속 점유율 1 위를 유지하고 있다. 3)중국의 화장품 수입액 증가율에 있어서도 한국은 2016 년 8 월부터 2017 년 3 월까지 단 한 달도 빠지지 않고 프랑스 대비 높은 성장률을 시현하였다. 심지어 2017 년 2 월, 3 월 중국의 대프랑스 화장품 수입액은 y-y (-) 전환되었음에도 불구하고 중국의 대한국 화장품 수입액은 해당월 각각 y-y +92.4%, 28.0% 증가하는 호조세를 보였다.

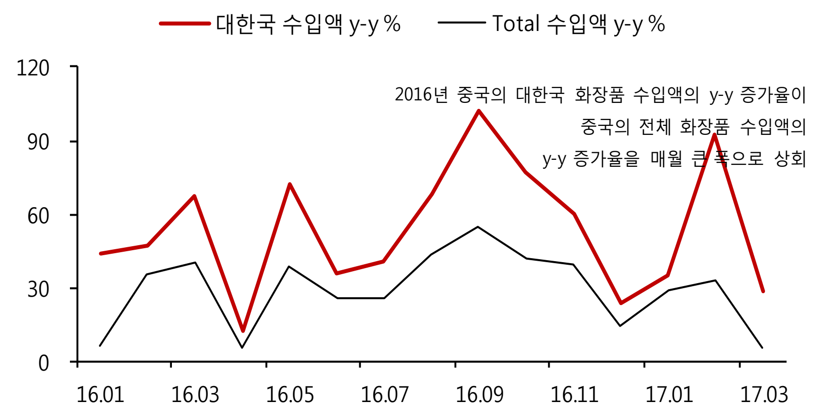
중국의 주요 3 개국 국가별 화장품 수입 비중



자료 : Kita,, SK 증권

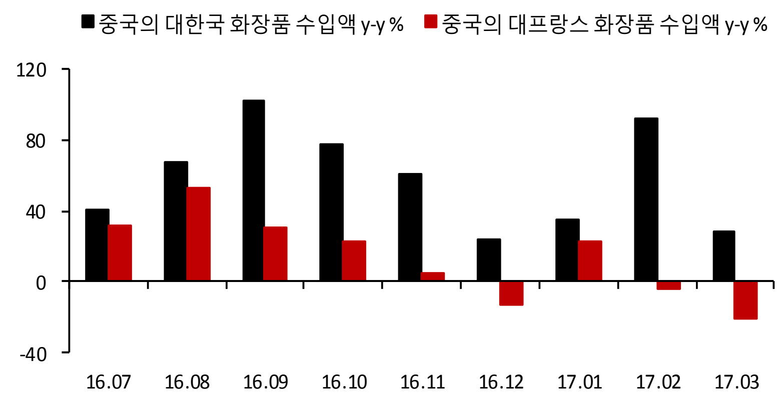
Analyst 서영화 donaldseo@sk.com / 02-3773-9182

중국의 전체 화장품 수입액과 대한국 화장품 수입액 y-y 증감률 비교



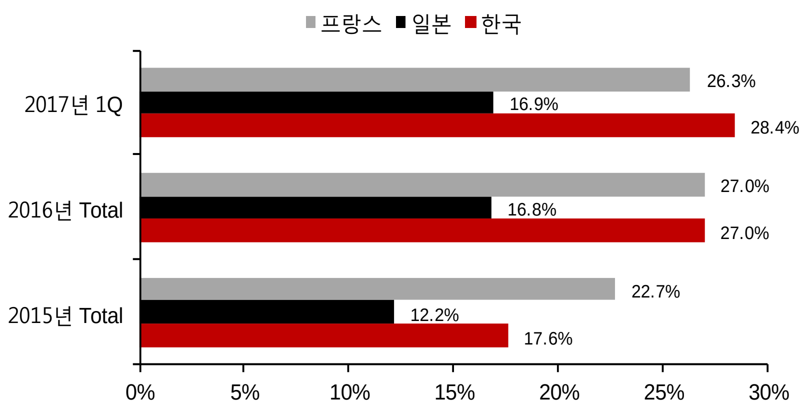
자료 : Kita,, SK 증권

중국의 대한국/대프랑스 화장품 수입액 y-y 증감률 비교



자료 : Kita,, SK 증권

중국의 국가별 화장품 수입 비중



자료 : Kita,, SK 증권

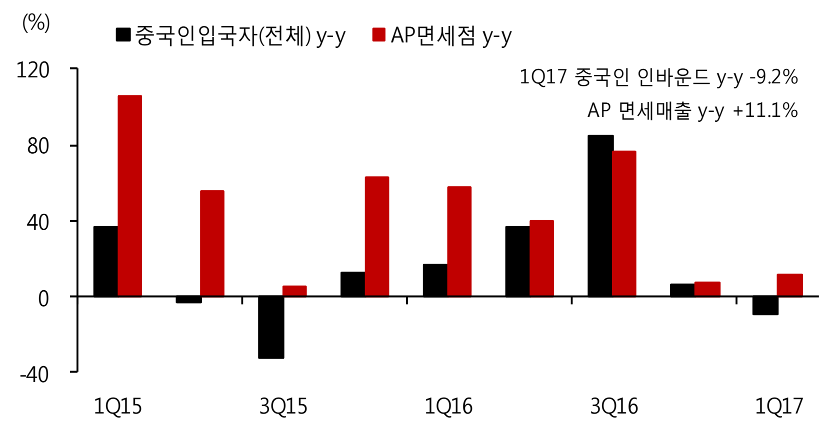
2017 년 1 분기 면세 데이터에 숨은 의미

1 분기 중국인 입국자수는 y-y -9.2%, 중국인 인바운드 관광객수는 y-y -12.2%를 기록하였음에도 불구하고 아모레퍼시픽과 LG 생활건강의 면세점은 전년 동기 대비 10% 이상의 매출액 성장을 시현하였다. 중국인의 입국자 수 감소에도 불구하고 면세점 매출액이 증가한 것이다.

이는 두 가지로 해석할 수 있다. 매출액 = 인당 구매액 X 구입한 사람 수로 보았을 때, 인당 구매액이 증가하였거나, 중국인 입국자 중에 아모레퍼시픽 혹은 LG 생활건강의 제품을 구매하는 사람들의 비중이 높아진 것이다. 이는 양쪽 경우 모두 한국 화장품의 경쟁력, 선호도가 높아지는 경우에 발생하게 되는 현상들이라고 볼 수 있다(아모레퍼시픽의 경우 해외 면세점 매출액의 성장이 전체 면세 매출 성장을 견인한 것으로 생각할 수 있지만, 아모레퍼시픽 1 분기 전체 매출에서 해외 면세가 차지하는 비중은 10%, 해외 면세의 성장률은 30% 수준으로 추정되기에 대부분의 면세는 국내 면세 성장에서 비롯되었다고 보아도 무리가 없다).

실제 아모레퍼시픽과 LG 생활건강 양사 모두 면세점 매출액의 증가는 인당 구매액의 증가와 중국인 인바운드 내에서 한국 화장품을 구매하는 사람들의 비중이 확대되는 것 두 가지 모두가 복합적으로 영향을 미치고 있는 것으로 파악하고 있다.

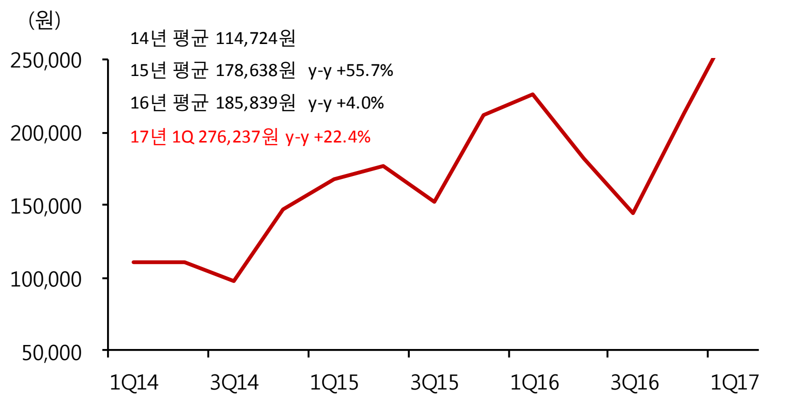
중국인 입국자, AP 면세점 y-y 증감률



자료 : 관광지식정보시스템, 아모레퍼시픽, SK 증권

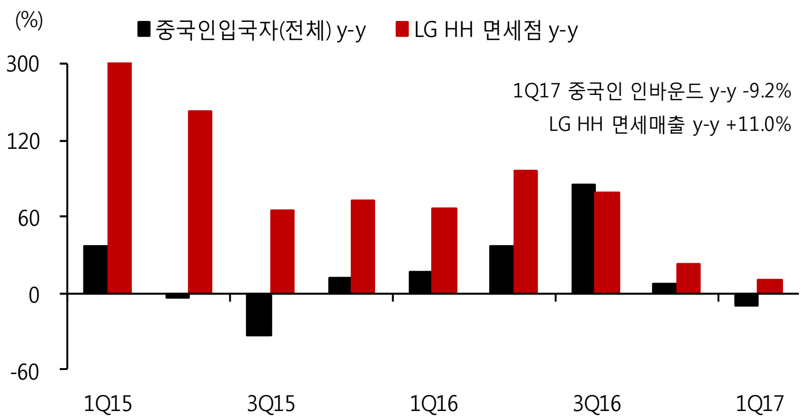
Analyst 서영화 donaldseo@sk.com / 02-3773-9182

AP 면세 매출을 중국인 입국자 수로 나눈 값 = (ASP)



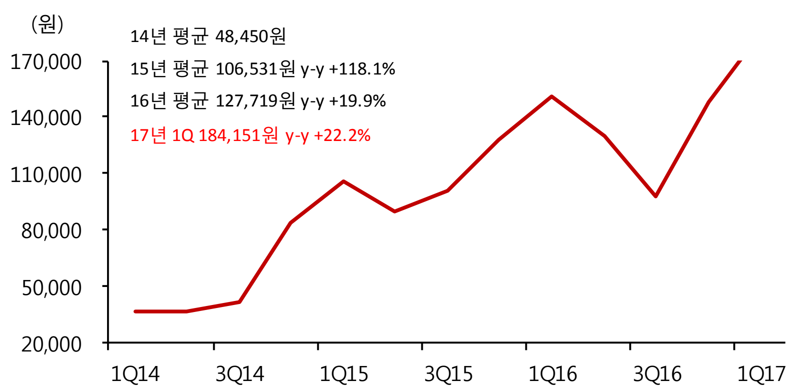
자료 : 관광지식정보시스템, 아모레퍼시픽, SK 증권

중국인 입국자, LG HH 면세점 y-y 증감률



자료 : 관광지식정보시스템, 아모레퍼시픽, SK 증권

LG HH 면세 매출을 중국인 입국자 수로 나눈 값 = (ASP)



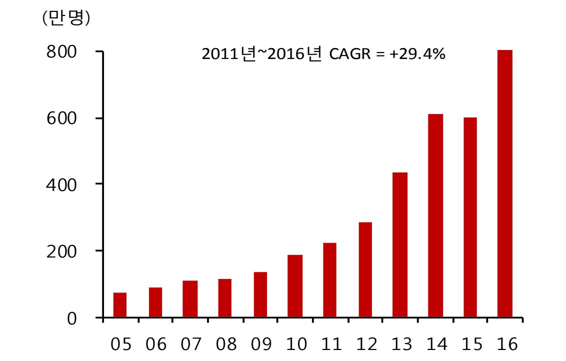
자료 : 관광지식정보시스템, 아모레퍼시픽, SK 증권

메르스 기저 효과를 이미 경험해 보았다

2Q15~3Q15 메르스 사태로 중국인 입국자 수가 급감하였다. 2010 년~2014 년 연평균 +34.4% 증가하였던 중국인 한국 입국자 수는 2Q15, 3Q15 각각 y-y -3.0%, y-y -32.5% 감소하였다. 지난 수년간 y-y +30% 이상의 증가세가 유지되었음을 감안 시 큰 폭의 감소였다. 당시 발걸음을 돌린 중국인 관광객들은 일본으로 향했으며, 동기간 일본의 중국인 입국자 수는 y-y +137.1%, +112.4% 증가하며 2015 년 연간 중국인 입국자 수 증가폭인 y-y +107.3% 보다 큰 폭의 증가세를 시현하였다.

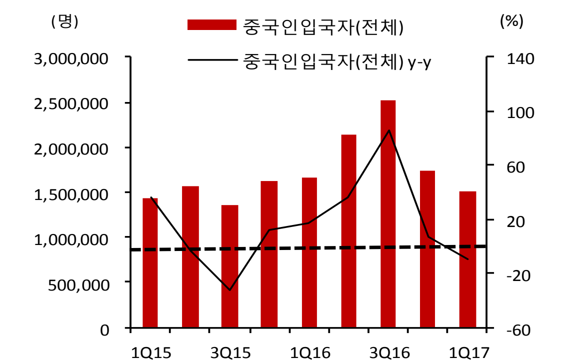
메르스 사태 이후 중국인 인바운드 관광객의 증가세가 다소 둔화되는 것 아니냐는 우려가 있었지만, 국내 중국인 인바운드 관광객은 4Q15. 1Q16 점차 회복해 나가다 2Q16 부터 기저효과에 의한 큰 폭의 성장을 시현하였다. 이 추세는 중국의 사드 배치에 따른 보복조치가 시행되기 시작한 3Q16 에도 지속되었으며, 4Q16 에도 중국인 인바운드 관광객의 견조한 증가세는 지속되었다. 금번 중국의 대한국 규제에 따른 중국인 인바운드 관광객 감소와 메르스 사태는 분명 다르다. 하지만 두 사건의 공통점이 있다면, 중국인 관광객이 한국을 자발적으로 오지 않은 것이 아니라 타의에 의해 한국을 오지 못하고 있다는 점이다. 메르스 사태에서 이미 경험했듯이 중국인 관광객들은 다시 돌아올 것이다.

중국인 연간 한국 입국자수 추이



자료 : 관광지식정보시스템, SK 증권

중국인 분기 한국 입국자 수와 y-y 증감률



자료 : 관광지식정보시스템, SK 증권

Analyst 서영화 donaldseo@sk.com / 02-3773-9182

이 또한 지나간다
결국은 컨트럴타워의 역할이 무엇보다 중요하다

중국은 최근 10 년동안 일본, 대만, 필리핀, 노르웨이, 베트남 등 다양한 국가들과 마찰이 있었으며, 해당 국가에는 무역 제재, 여행규제, 상대국에 대한 반(反) 국가 정서 확산 등을 통해서 보복을 하고자 하였다.

2009 년 필리핀과는 남중국해 영유권 다툼이 있었으며, 중국은 필리핀 바나나 수입 금지(2009 년) 및 여행경보 발령(2012 년)을 내렸다. 2009 년부터 장기간 지속되어오던 필리핀 바나나 수입 금지 조치는 결국, 2016 년 필리핀 정권이 바뀌면서 해제되었다. 새로운 대통령인 로드리고 두테르테의 친중(親中) 행보를 통해 필리핀은 중국과의 관계를 정상화시켰다.

2010 년 노르웨이와는 노르웨이 노벨위원회가 중국의 반체제 인원운동작가인 류샤오보를 노벨상 대상자로 선정하면서 마찰이 시작되었다. 2010 년 11 월 베이징에서 열릴 예정이었던 노르웨이 뮤지컬을 일방적으로 취소하였고, 이후 진행하기로 했던 양국간에 대화 및 방문들을 취소하였다. 또한 중국은 노르웨이산 연어에 대해 검역 강화 및 수입 금지 조치 등을 취했다. 양국간의 갈등은 2013 년 가을 새로운 내각이 들어서면서 풀리기 시작하였으며, 중국의 북극 이사회 옵서버국 가입지지, 중국 문화재 반환 등 지속되는 관계개선 노력으로 2016 년에는 외교 정상화를 이루었다.

과거부터 이어오던 일본과의 센카쿠열도 분쟁은 2010 년부터 본격화되기 시작하였으며 2012 년에 이르러서는 중국내 반일 감정 및 반일 시위 등이 극대화되었다. 중국 정부는 희토류 수출 금지 등 조치를 취했으며 중국 국민들은 자발적으로 일본제품 불매 운동 및 반일 시위를 하였다. 역사적으로 가지고 있던 반일 감정까지 더해져서 중국 국민들의 일본에 대한 반(反) 감정은 극에 치달았다. 2013 년 4 분기에 들어서는 중국내 반일 감정에 의한 일본 제품 불매 운동 등이 완화되었으며, 중국인의 일본 여행 또한 회복세에 접어들었다. 2013 년 10 월 환구시보가 중일이 이미 전쟁준비 단계에 들어섰다고 평가하였을 정도로 당시 센카쿠열도 분쟁은 해결의 기미가 보이지 않았음을 감안시 다소 의외의 결과이다. 현재까지도 센카쿠 열도를 둘러썬 중국과 일본의 힘겨루기는 계속되고 있으나, 일본의 중국인 인바운드 관광객은 2014 년 완벽히 회복하였으며, 오히려 2015 년~2016 년에는 과거에 억눌렸던 수요가 폭발하는 모습을 보이고 있다. 앞서 기술한 노르웨이, 필리핀의 사례와 달리 일본은 갈등이 근본적으로 해결되지 않은 채 중국인 인바운드 관광객이 회복된 사례이다.

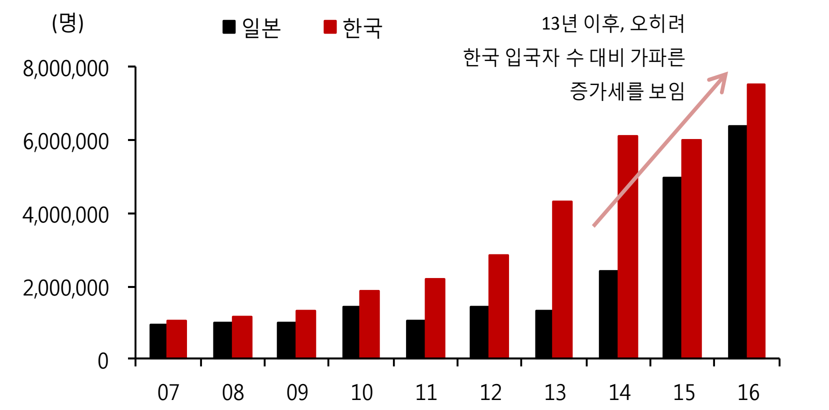
중국인 일본 방문자 수와 y-y 증감률

(단위 : 명)

	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	Total
2008	84,038	85,134	90,850	103,013	74,637	61,355	101,192	92,976	93,921	86,570	73,131	53,599	1,000,416
2009	110,262	62,981	100,951	106,816	60,530	36,597	67,944	109,017	98,697	108,301	81,462	62,527	1,006,085
2010	92,120	121,494	123,314	150,788	112,558	103,706	164,944	171,503	137,333	106,237	68,385	60,493	1,412,875
2011	99,131	105,362	62,450	76,164	58,608	61,419	86,963	102,640	112,493	106,174	92,154	79,688	1,043,246
2012	136,665	81,966	129,302	148,793	112,152	125,983	204,270	190,254	121,673	69,713	51,993	52,336	1,425,100
2013	72,301	80,903	102,265	100,160	81,571	98,996	139,905	162,288	156,201	121,335	101,940	96,572	1,314,437
2014	155,605	138,236	184,064	190,558	165,784	173,046	281,309	253,802	246,105	223,214	207,462	189,973	2,409,158
2015	226,300	359,080	338,121	405,731	387,170	462,248	576,868	591,510	491,201	445,562	362,950	347,100	4,993,841
2016	475,116	498,903	498,054	514,867	507,094	582,453	731,386	676,351	522,301	506,159	432,802	427,500	6,372,986
2017	630,600	509,100	509,000										1,648,700
2008	33.2%	13.1%	7.7%	29.1%	6.3%	-0.7%	-0.2%	-6.4%	0.9%	-5.1%	5.1%	0.4%	6.2%
2009	31.2%	-26.0%	11.1%	3.7%	-18.9%	-40.4%	-32.9%	17.3%	5.1%	25.1%	11.4%	16.7%	0.6%
2010	-16.5%	92.9%	22.2%	41.2%	86.0%	183.4%	142.8%	57.3%	39.1%	-1.9%	-16.1%	-3.3%	40.4%
2011	7.6%	-13.3%	-49.4%	-49.5%	-47.9%	-40.8%	-47.3%	-40.2%	-18.1%	-0.1%	34.8%	31.7%	-26.2%
2012	37.9%	-22.2%	107.0%	95.4%	91.4%	105.1%	134.9%	85.4%	8.2%	-34.3%	-43.6%	-34.3%	36.6%
2013	-47.1%	-1.3%	-20.9%	-32.7%	-27.3%	-21.4%	-31.5%	-14.7%	28.4%	74.0%	96.1%	84.5%	-7.8%
2014	115.2%	70.9%	80.0%	90.3%	103.2%	74.8%	101.1%	56.4%	57.6%	84.0%	103.5%	96.7%	83.3%
2015	45.4%	159.8%	83.7%	112.9%	133.5%	167.1%	105.1%	133.1%	99.6%	99.6%	74.9%	82.7%	107.3%
2016	109.9%	38.9%	47.3%	26.9%	31.0%	26.0%	26.8%	14.3%	6.3%	13.6%	19.2%	23.2%	27.6%
2017	32.7%	2.0%	2.2%										

자료 : 일본관광청, SK 증권 리서치센터

중국인의 일본, 한국 방문자수 추이



자료 : 관광지식정보시스템, 일본관광청, SK 증권 리서치센터

Analyst 서영화 donaldseo@sk.com / 02-3773-9182

대만의 사례는 한국과는 다르다

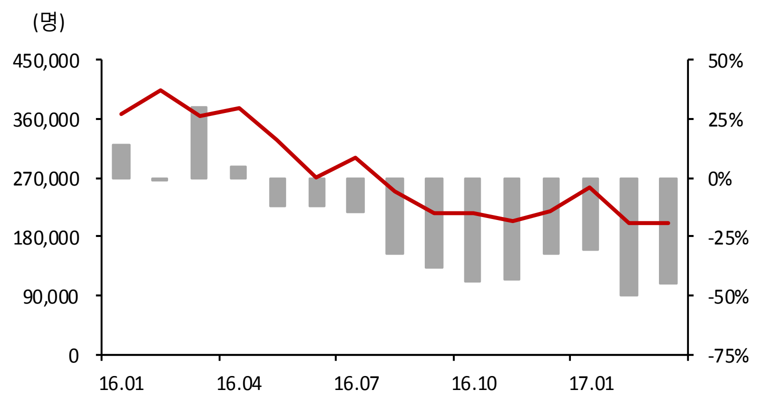
현재 한국과 유사한 어려움을 겪고 있는 국가가 대만이다. 중국은 2016 년 5 월 출범한 대만의 차이잉원 정부가 '하나의 중국' 원칙을 수용하지 않는다는 이유로 대만에 대한 여행을 규제하기 시작하였다. 이에 따라 대만을 방문한 중국인 수는 2008 년 중국이 대만 여행을 해금한 이래 처음으로 역신장하였다. 2016 년 대만을 방문한 중국인 수는 351 만명으로 y-y -16.1% 감소하였으며, 여행을 목적으로 방문한 중국인 수 역시 285 만명으로 y-y -17.2% 감소하였다. 2016 년 5 월부터 2017 년 3 월까지 대만의 중국인 방문객 수는 매월 역신장하고 있으며, 그 폭 또한 점점 더 커지고 있는 모습이다. 대만의 사례는 앞선 필리핀, 노르웨이, 일본과는 다른 사례이다. 새롭게 바뀐 정권이 중국과 마찰을 일으킨 경우이다. 이는 결국 현재의 한국 사례와도 다르다고 판단한다.

대만 국가별 방문자 수 추이와 y-y 증감률

	Country	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
방문자 수	HongKong. Macao	794,362	817,944	1,016,356	1,183,341	1,375,770	1,513,597	1,614,803
	Mainland China	1,630,735	1,784,185	2,586,428	2,874,702	3,987,152	4,184,102	3,511,734
	Japan	1,080,153	1,294,758	1,432,315	1,421,550	1,634,790	1,627,229	1,895,702
	Korea	216,901	242,902	259,089	351,301	527,684	658,757	884,397
	동남아시아 Sub-Total	911,174	1,071,975	1,132,592	1,261,596	1,388,305	1,425,485	1,653,908
	Grand Total	5,567,277	6,087,484	7,311,470	8,016,280	9,910,204	10,439,785	10,690,279
y-y	HongKong. Macao	10.5%	3.0%	24.3%	16.4%	16.3%	10.0%	6.7%
	Mainland China	67.7%	9.4%	45.0%	11.1%	38.7%	4.9%	-16.1%
	Japan	7.9%	19.9%	10.6%	-0.8%	15.0%	-0.5%	16.5%
	Korea	29.4%	12.0%	6.7%	35.6%	50.2%	24.8%	34.3%
	동남아시아 Sub-Total	32.2%	17.6%	5.7%	11.4%	10.0%	2.7%	16.0%
	Grand Total	26.7%	9.3%	20.1%	9.6%	23.6%	5.3%	2.4%

자료 : 대만관광청, SK 증권

대만의 월간 중국인 방문자수와 y-y 증감률 추이



자료 : 대만관광청, SK 증권

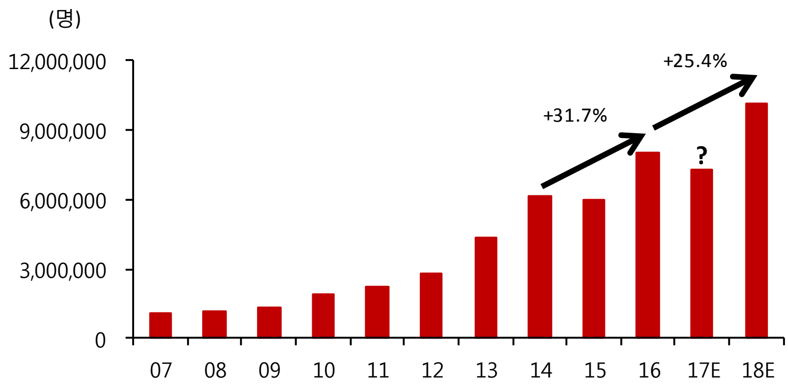
모든 것이 돌아왔을 때, 2018 년 면세 매출액은 얼마나 증가할까?

2017 년까지 중국의 대한국 규제가 사라지고 2018 년 모든 것이 정상화된다면, 대형 화장품 회사들 실적의 Key 가 될 면세점 매출액은 얼마나 성장할 수 있을까? 당사는 2016 년을 기준으로 2018 년의 P(ASP, 인당구매액)와 Q(중국인 입국자수)를 가정하여 추정하였다.

2018 년 Q 는 2016 년 대비 최소 +25.4% 증가 추정

2018 년 면세점 예상 성장률을 추정해보기 위해 먼저 Q(중국인 인바운드 관광객)에 대한 가정을 제시하겠다. 중국인의 일본 방문객 수는 2014 년 y-y -7.8% 감소하였지만, 2015 년과 2016 년 각각 y-y +83.3%, 107.3% 증가하는 호조세를 보였다. 억눌렸던 수요가 결국 큰 폭의 성장으로 연결된 것이다. 2017 년 중국인의 대한국 방문에 대해 억눌렸던 수요가 2018 년에 나타날 것이다. 당사는 2016 년 중국인 입국자 수를 기준으로 2018 년까지 2 년간 연평균 +12% 수준의 증가가 있는 것으로 가정하였다. +12%의 수치는 2011 년~ 2016 년 5 년간의 연평균 증가율 +29.4%의 절반에도 못미치는 수치이다. 과거 일본의 2015 년, 2016 년 사례를 감안 시, 이는 보수적인 수치라 판단한다. 결론적으로 중국인 인바운드 관광객은 2016 년 대비 2018 년 최소 +25.4% 증가할 것으로 추정한다.

중국인 입국자수 추이와 전망



자료 : 관광지식정보시스템, SK 증권

Analyst 서영화 donaldseo@sk.com / 02-3773-9182

2018 년 AP, LG HH 면세점은 16 년 대비 +49%, +69% 성장 추정

상기에 Q 에 대한 추정을 제시한 것처럼 ASP(인당 구매액, 화장품회사의 면세점 매출액을 중국인 입국자 수로 단순히 나눈 값)에 대한 가정을 제시하겠다. 2014 년, 2015 년은 아모레퍼시픽, LG 생활건강 모두 인당 구매액(혹은 중국인 입국자 중 양사의 제품을 사는 사람들의 비중)이 큰 폭으로 증가하였던 시기이다. 2016 년 역시 아모레퍼시픽과 LG 생활건강 모두 인당 구매액이 증가하였지만, 높아진 Base, 16 년 하반기부터 시작된 중국의 대한국 규제관련 노이즈 등이 영향을 미치며 인당 구매액의 증가 폭이 축소되었다.

1Q17 역시 중국의 대한국 관련 비우호적인 상황이 지속되었으나, ASP 는 예상과 다르게 다시금 큰 폭으로 증가하였다. 결과적으로 2017 년, 2018 년 ASP 는 아모레퍼시픽 기준 최소 연평균 4% (2016 년 ASP 증가폭 4%), LG 생활기준 최소 연평균 10%(2016 년 ASP 증가폭 +19.9% 대비 낮은 수준)는 가능할 것으로 판단한다. 이를 합산하여 계산한 아모레퍼시픽과 LG 생활건강의 2016 년 대비 2018 년의 면세점 성장 폭은 각각 + 36%, 52% 수준이다.

2017 년 정상적인 상황이었음을 감안하여, 2018 년 아모레퍼시픽, LG 생활건강 면세점 매출액을 추정 (단위 : 명, 억원, 원)

항목	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	13~16 CAGR
중국인 입국자수 (a)	4,326,869	6,126,865	5,984,170	8,067,722	9,035,849	10,120,150	23.1%
y-y	52.5%	41.6%	-2.3%	34.8%	12.0%	12.0%	
중국인 입국자수는 2018년, 2016년 대비 +25.4% 증가							
아모레퍼시픽 면세매출 (a) X (b)	3,478	7,029	10,690	14,993	17,469	20,354	62.7%
y-y	31.5%	102.1%	52.1%	40.3%	16.5%	16.5%	
ASP (b)	80,381	114,724	178,638	185,839	193,331	201,125	32.2%
y-y	-13.8%	42.7%	55.7%	4.0%	4.0%	4.0%	
아모레퍼시픽 면세매출은 2018년, 2016년 대비 +35.8% 증가							
LG 생활건강면세매출 (a) X (c)	980	2,993	6,375	10,304	12,695	15,640	119.1%
y-y		205.4%	113.0%	61.6%	23.2%	23.2%	
ASP (c)	22,649	48,850	106,531	127,719	140,491	154,540	78.0%
y-y		115.7%	118.1%	19.9%	10.0%	10.0%	
LG생활건강 면세매출은 2018년, 2016년 대비 +51.8% 증가							

자료 : 관광지식정보시스템, 아모레퍼시픽, LG 생활건강, SK 증권

2. 2018 년, 달아오르는 M&A 시장

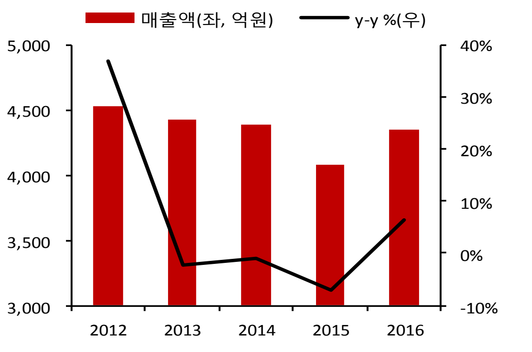
2018 년 화장품 산업 M&A 가 활발할 것으로 보는 이유 4 가지

2017 년 에이블씨엔씨가 투자목적회사인 주식회사 비너스원이 100% 보유한 리프앤바인에 매각되었는데, 2018 년 국내 화장품 산업에는 이러한 회사의 매각, M&A 가 활발하게 이루어질 수 있을 것이라 판단한다. 1)현재 브랜드숍 유통 채널 자체의 부진과 경쟁과열이 지속되고 있으며, 이에 따라 성장의 한계에 부딪친 대형 화장품 회사들이 나오기 시작하였고, 2)중국에게 한국 화장품 회사는 여전히 매력적인 매물인데, 2018 년 중국의 대한국 분위기가 바뀐다면 중국 업체들은 다시 한국 회사에 대한 M&A 를 시도할 수 있기 때문이다. 3)또한, 2013 년~2016 년 장기 호황을 누린 일부 화장품 회사들을 비롯하여 국내 대형 화장품회사들 또한 상당한 현금 여력을 확보하고 있고, 4)글로벌 사모펀드(베인케피탈 : 카버코리아), 글로벌화장품 회사(에스티로더 : 해브앤비)가 투자한 회사들이 고공 성장을 이어나가고 있다는 점을 종합해 볼 때, 2018 년 한국 화장품 시장내 M&A 가 활발히 이루어 질 것이라 판단한다.

1 세대 브랜드숍. 에이블씨엔씨의 매각 배경

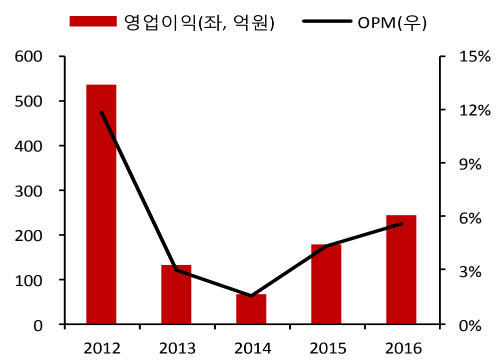
먼저 에이블씨엔씨의 매각 배경을 살펴보면, 에이블씨엔씨는 2012 년 매출액 4,523 억원, 영업이익률 11.9%p 를 기록한 이후 2015 년까지 지속해서 매출액이 역성장하였다. 2016 년에는 체질 개선을 통해서 매출액 성장과 수익성 개선이라는 두 마리 토끼를 모두 잡았으나, 브랜드샵 유통 채널 자체의 부진과 경쟁과열 그리고 여기에 더해진 중국의 대한국 여행 규제를 경험하였다. 이는 결국 2016 년 이후의 성장에 대한 확신을 갖기 힘들게 하는 요인들이었다. 이러한 부분들이 기존 최대주주가 회사를 매각하는데 가장 큰 이유로 작용하였을 것이다.

에이블씨엔씨 매출액과 y-y 증감률



자료 : 전자공시, SK 증권

에이블씨엔씨 영업이익과 영업이익률



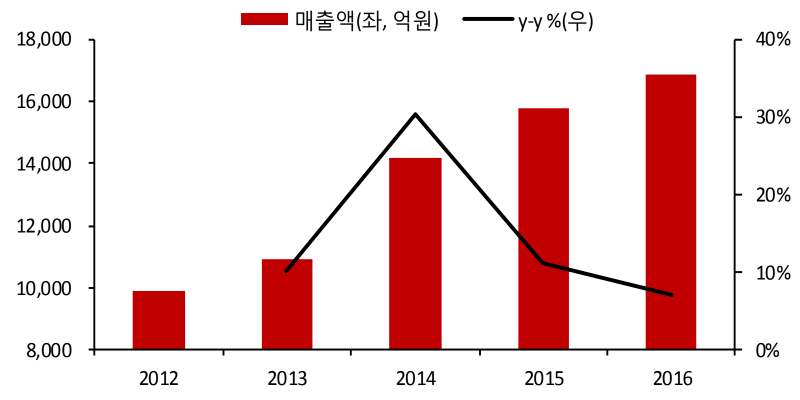
자료 : 전자공시, SK 증권

Analyst 서영화 donaldseo@sk.com / 02-3773-9182

브랜드숍 간의 차별화가 나타나는 구간

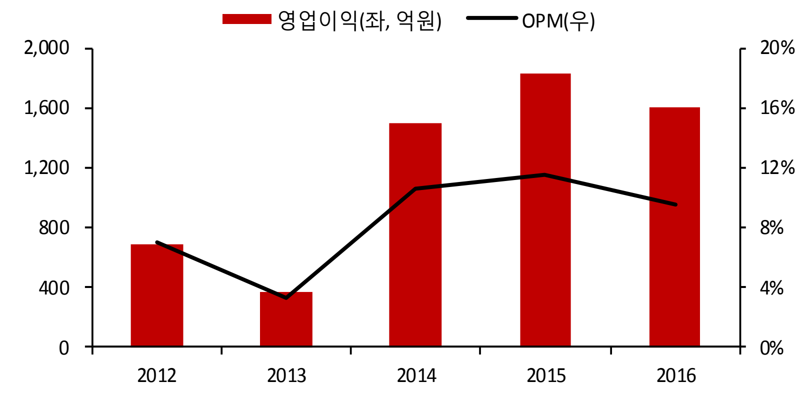
아모레퍼시픽과 LG 생활건강을 제외한 주요 브랜드숍 7 개사의 합산 매출액은 2012 년~2016 년까지 매년 증가하였지만, 그 증가 폭은 2014 년을 기점으로 축소되었다. 2016 년의 경우에는 브랜드숍 채널 자체의 성장 둔화와 경쟁과열에 따른 프로모션 확대 및 중국 도매상 판매 물량 축소 등의 이유로 수익성이 전년 대비 악화되는 모습이었다. 무엇보다 2016 년에 나타난 눈에 띄는 변화는 업체간 차별화가 본격적으로 나타나기 시작했다는 것이다. 대형 브랜드회사의 로드숍(이니스프리, 에뛰드, 더페이스샵)은 2016 년에도 견조한 성장을 이어나갔으며, 에프앤코(바닐라코), 더샘인터내셔날과 같은 회사들은 2016 년 각각 y-y +51.8%, +95.5%의 매출 성장을 시현하였다.

주요 브랜드숍(대형 2 사 제외) 합산 매출액과 y-y 증감률



자료 : 전자공시, SK 증권
주 : 네이처리퍼블릭, 스킨푸드, 더샘인터, 에프앤코, 잇츠스킨, 토니모리, 에이블씨엔씨.

주요 브랜드숍(대형 2 사 제외) 합산 영업이익과 OPM



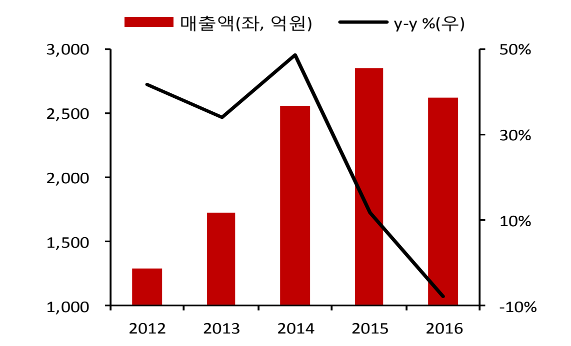
자료 : 전자공시, SK 증권
주 : 네이처리퍼블릭, 스킨푸드, 더샘인터, 에프앤코, 잇츠스킨, 토니모리, 에이블씨엔씨.

2016 년 영업적자를 기록한 네이처리퍼블릭, 스킨푸드

국내 10 대 브랜드숍 중에 네이처리퍼블릭과 스킨푸드의 2016 년 부진이 눈에 띈다. 먼저, 스킨푸드는 2012 년 매출액 1,850 억원, 영업이익률 6.2%p 를 시현한 이후 2014 년까지 매출액이 역성장하였다. 2015 년, 2016 년 매출 성장을 시현하였으나 회사는 2014 년 이미 영업적자로 돌아섰으며, 영업적자의 상황은 2016 년까지 유지되었다. 네이처리퍼블릭은 스킨푸드 대비 상대적으로 상황이 나은 편이지만, 동사 역시 2016 년 매출 역신장, 영업적자로 전환하였다. 양사 모두 브랜드숍 경쟁 과열에 따른 판촉 증가와 제한적인 외형 성장이 실적에 발목을 잡았다.

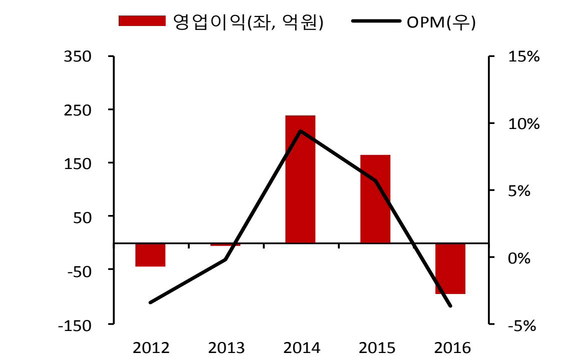
결과적으로 현재는 브랜드숍간의 차별화가 본격적으로 나타나는 구간이다. 실적 개선 추세에 있는 회사는 성장 폭을 더 키우고 있으며, 부진에 빠지게 된 회사는 부진의 늪을 면치 못하고 있다. 현재는 대외적인 상황까지 부정적이어 이들 업체들의 고민은 더욱 깊어질 것이다.

네이처리퍼블릭 매출액과 y-y 증감률



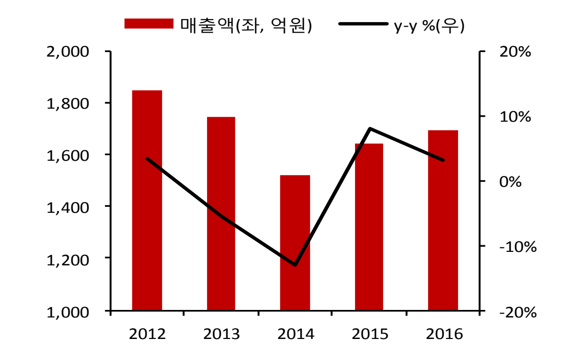
자료 : 전자공시, SK 증권

네이처리퍼블릭 영업이익과 OPM



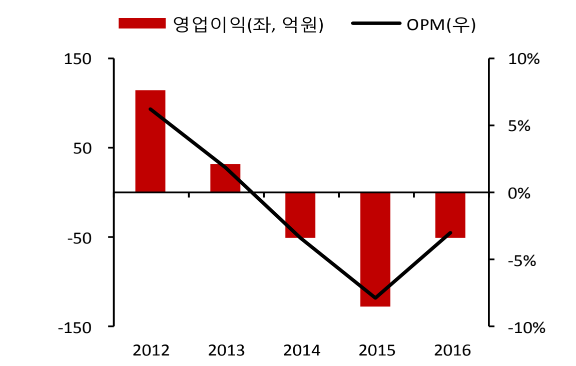
자료 : 전자공시, SK 증권

스킨푸드 매출액과 y-y 증감률



자료 : 전자공시, SK 증권

스킨푸드 영업이익과 OPM



자료 : 전자공시, SK 증권

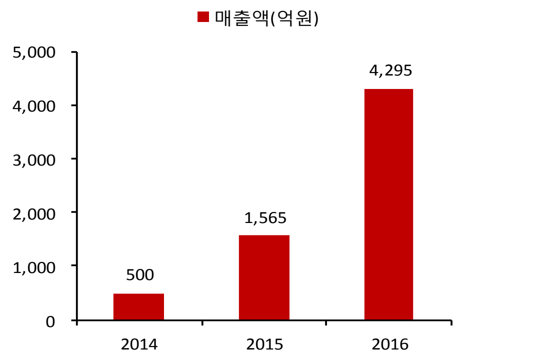
Analyst 서영화 donaldseo@sk.com / 02-3773-9182

좋은 성적표를 만들어가고 있는 카버코리아, 해브엔비

2016 년 화장품업계 최대 화두를 이룬 두 업체를 뽑으라면 단연 카버코리아와 해브앤비이다. 양사는 2016 년 폭발적인 외형성장과 수익성 개선을 달성하였다. 카버코리아는 2016 년 매출액 4,295 억원 y-y +174.4%, 영업이익 1,800 억원 y-y +272.7%, 해브앤비는 2016 년 매출액 2,372 억원 y-y +174.9%, 영업이익 722 억원 y-y +292.4%의 실적을 시현하였다.

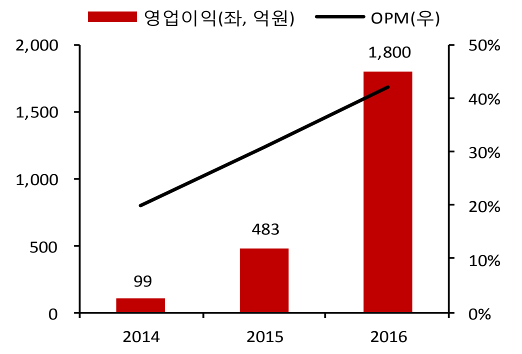
카버코리아는 코스메틱이슈어홀딩스(베인캐피탈, 골드만삭스 컨소시엄이 카버코리아 지분 인수를 위해 설립한 회사)가 최대 주주로 60.4%의 지분을 확보하고 있으며, 해브앤비는 에스티로더가 2 대 주주로서 33.3%의 지분을 확보하고 있다. 양사의 고공 성장세는 글로벌 사모펀드, 글로벌 화장품 회사의 주목을 받기에 충분하며, 이는 자연스럽게 한국 화장품 업체로의 관심으로 연결될 것이다. 실제 카버코리아의 호조는 베인캐피탈의 유젤 인수에도 영향을 미쳤을 가능성이 높다.

카버코리아 매출액 추이



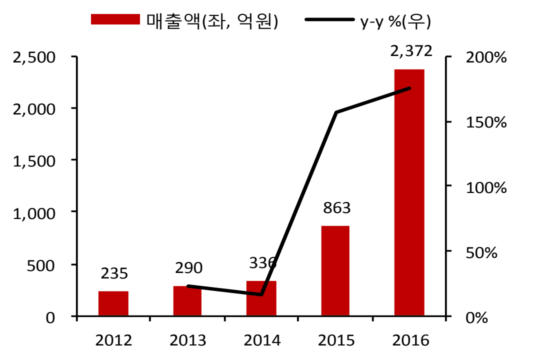
자료 : 전자공시, SK 증권

카버코리아 영업이익과 OPM 추이



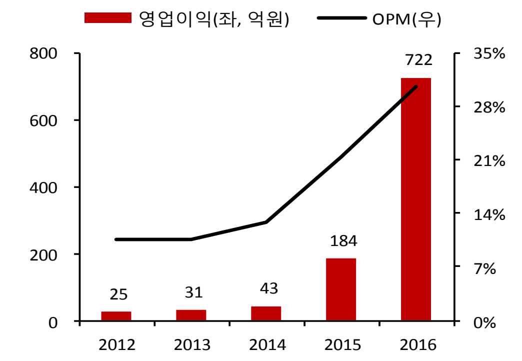
자료 : 전자공시, SK 증권

해브앤비 매출액 추이



자료 : 전자공시, SK 증권

해브앤비 영업이익과 OPM 추이



자료 : 전자공시, SK 증권

여전히 중국에 매력적인 Korea Cosmetics Company

한국 화장품 업체는 중국에 여전히 매력적인 존재이다. 중국은 한국 화장품업체를 인수함으로써, 1)중국인을 상대로 프리미엄 브랜드의 이미지를 한번에 확보할 수 있고, 2)기존 한국 시장에서 주로 영업을 하던 업체를 인수하였을 경우에는 중국으로 시장을 확대해 나갈 수 있으며, 3)화장품 사업 관련 노하우(유통, 브랜드, 판매, 제조 혹은 제조의뢰, 개발)를 한 번에 확보할 수 있기 때문이다.

실제로 지난 수년간 화장품 업체의 매물이 시장에 나왔던 경우 항상 중국의 업체들이 인수 대상자로 거론되었었다. 하지만 사드 이슈 후 중국의 대한국 제재가 시작된 시점부터는 화장품 산업을 넘어 산업 전반으로 한국 업체에 대한 M&A, 한국업체와의 전략적 제휴 등의 논의가 완전히 사라졌다. 당사가 기대하는 바와 같이 2017 년 사드 이슈 관련 중국의 제재가 해제된다면, 2018 년 중국 업체들은 다시 한국 화장품업체 인수에 열을 올릴 것으로 판단한다.

여전히 현금여력이 풍부한 회사들

소위 잘나가는 중소형 화장품 회사들의 또다른 특징 중에 하나가 현금 여력이 풍부하다는 것이다. 2013 년~2015 년의 초호황기에 외형 성장과 수익성 개선을 함께 이루어 내며, 현금을 확보해 나갔다. 대부분 초호황기 때 많은 현금을 확보한 업체들은 브랜드 업체들로서 외형 성장에 따른 추가적인 제조 설비 투자가 필요하지 않았다. 이에 따라 현금은 더욱 빠른 속도로 쌓여가게 되었다.

2016 년말 기준으로 잇츠스킨 약 3,000 억원(현금및현금성자산+단기금융상품+매도가능금융자산-이자지급성부채 이하 모든 회사 동일한 기준), 카버코리아 약 2,000 억원, 클리오 약 1,400 억원, 엘앤피코스메틱 약 1,250 억원 해브앤비 약 500 억원의 순현금을 확보하고 있다. 상기의 회사 대부분은 2017 년 역시 계속해서 현금이 쌓이는 구조이다. 이들 회사들의 쌓여가는 현금들은 향후에 전략적 M&A 를 위한 자금이 될 수 있을 것으로 판단한다.

Analyst 서영화 donaldseo@sk.com / 02-3773-9182

3. 2018 년, 달라진 국내 화장품 시장

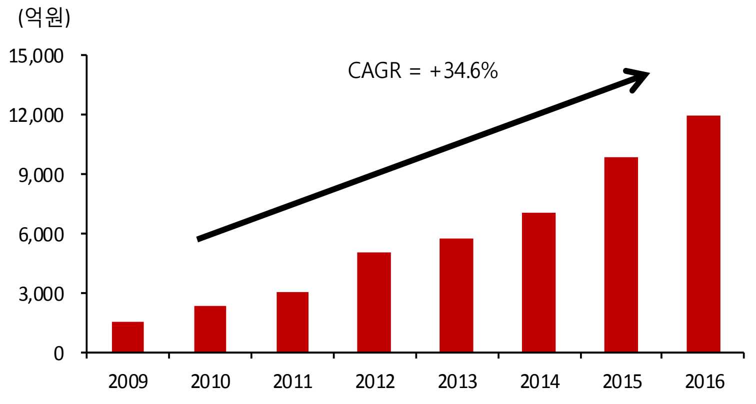
국내 화장품 시장 채널

2018 년 국내 화장품 시장은 2016 년 하반기, 2017 년에 이어온 흐름과 유사할 것으로 전망한다. 단일 브랜드샵의 부진, 더 많은 브랜드와 제품을 한 곳에서 볼 수 있는 H&B 스토어의 화장품 판매 호조세, 홈쇼핑 제품(Brand) Mix 의 변화들이 지속될 것이다.

최근 오프라인 유통 채널의 최대 화두 'H&B 스토어'

2016 년, 2017 년 상반기의 최대 화두는 H&B 스토어의 확대이다. 메이저 화장품 회사들의 브랜드샵이 역성장하는 가운데서도 H&B 스토어는 큰 폭의 매출 성장세를 시현하였다. H&B 스토어의 전체 매출은 2009 년 약 1,500 억원에서 2013 년 약 6,300 억원으로 확대되었고 작년에는 약 1 조 2,000 억원의 시장 규모를 형성한 것으로 추정된다. 연평균 성장률로 환산하면 +34.6%에 이른다. 어떠한 오프라인 유통채널보다 가파른 성장세를 보이고 있다. 이러한 H&B 스토어의 확장세는 2017 년을 넘어 2018 년에도 지속될 전망이다.

H&B 스토어 시장규모

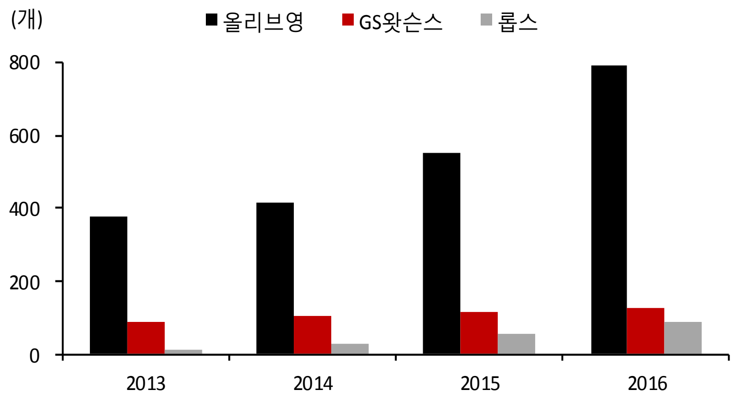


자료 : SK 증권

H&B 스토어, 출점을 통한 성장이 확실시 되는 상황

H&B 스토어는 대규모 출점을 통한 성장이 가능한 상황이다. 2016 년말 기준 올리브영(CJ 올리브네트웍스)의 매장수는 790 개였는데, 2017 년말 1,000 개까지 확대될 것으로 예상되며, 2016 년말 기준 90 개의 매장을 가지고 있었던 롭스(롯데쇼핑)는 120 개까지 매장이 확대될 것으로 예상된다. 이외 2016 년말 128 개의 매장을 가지고 있는 GS 리테일의 왓슨스와 새롭게 영국 최대 규모 드럭스토어인 '부츠'를 오픈하는 이마트도 공격적인 출점이 예정되어 있다. 여전히 골목 상권으로의 출점여력이 크며, 대형마트 및 쇼핑몰 등으로의 신규 입점 여력이 큰 상황으로 향후 2~3 년간 H&B 스토어의 매장수가 빠르게 확대될 전망이다.

국내 주요 H&B 스토어 3 사 매장 수 추이



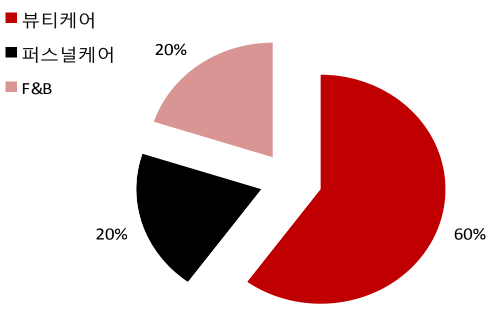
자료 : 패션비즈, SK 증권

H&B 스토어. 매출의 대부분은 화장품으로 구성

H&B 스토어 매출에서 화장품이 차지하는 비중은 절대적이다. 2016 년 4 월 기준 패션비즈의 자료를 보면, 올리브영 매출의 60%를 뷰티케어가 차지하고 있으며 이외 퍼스널케어와 F&B 가 각각 20%를 차지하고 있다. 왓슨스는 매출의 37%가 스킨케어, 21%가 메이크업으로 구성되어 있으며 이외 헬스가 22%, F&B 가 19%를 차지하고 있다. 롭스의 경우도 매출의 80% 이상이 스킨케어, 메이크업으로 구성되어 있는 것으로 확인된다. 결국 H&B 스토어의 성장은 H&B 에 납품하는 화장품 업체들의 성장으로 연결될 수 밖에 없다.

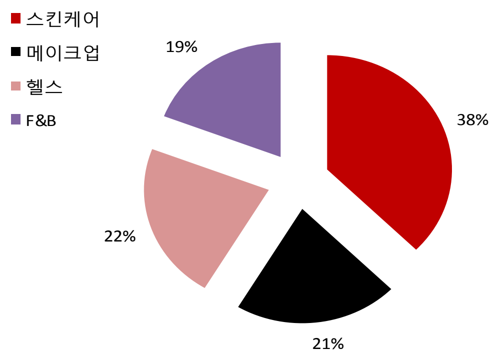
Analyst 서영화 donaldseo@sk.com / 02-3773-9182

올리브영 항목별 매출 비중 (2016.04)



자료 : 패션비즈, SK 증권

왓슨스 항목별 매출 비중 (2016.04)



자료 : 패션비즈, SK 증권

H&B 스토어. 어떠한 화장품이 두각을 나타내고 있을까?

먼저 PB 제품이다. H&B 스토어가 가지고 있는 공통적인 전략 중 하나는 PB 상품의 개발과 이를 통한 이익 극대화이다. 2017 년 3 월 기준 올리브영의 매출액 Best 10 제품을 살펴보면 6 위, 7 위에 수분톡틴트 02.자몽워터, 립코스터 M 03.레드로켓 제품은 올리브영의 메이크업브랜드 웨이크메이크의 제품이다. 이외도 올리브영은 XTM 스타일옴므, 라운드어라운드, 식물나라, 보타닉힐보, 엘르걸 등의 PB 브랜드를 운영중이다. 수익 극대화와 차별화된 제품을 유일하게 공급한다는 측면에서 PB 브랜드의 비중은 지속적으로 확대될 것이다. PB 브랜드의 확대에 의한 수혜는 결국 화장품 ODM/OEM 회사에 돌아갈 것이다. 물론, H&B 사업자는 PB 제품의 제품 경쟁력을 확보한다는 측면에서 국내 최고 수준의 기술력과 제품력을 확보하고 있는 화장품 ODM/OEM 업체에 제품을 의뢰할 것이다.

두 번째로 트랜드에 민감한 소비자들을 사로잡을 수 있는 색조브랜드이다. 2017 년 3 월 기준 올리브영 매출액 Best 10 에서 8 위, 9 위에는 클리오의 페리페라 브랜드 제품이 랭크되어 있고, 10 위에는 한강인터트레이드의 키스미 제품이 랭크되어 있다. 클리오의 클리오와 페리페라는 올리브영 색조카테고리 점유율 25% 정도를 차지하고 있으며, 한강인터트레이드의 키스미는 마스카라, 아이라이너 부문 부동의 점유율 1 위 제품이다. 클리오의 클리오와 페리페라 그리고 한강인터트레이드의 키스미는 H&B 스토어 점유율 상위 5 개 브랜드 내에도 포함될 정도로 확실한 인지도를 갖추고 있어 양사는 H&B 스토어 확대에 따른 수혜를 가장 크게 받을 수 있을 것으로 판단한다. 클리오의 경우는 거의 모든 제품을 국내 화장품 ODM/OEM 업체(코스맥스 50% 이상, 코스메카코리아, 케미코스, 한국콜마 등)에 생산 의뢰를 하고 있어 화장품 ODM/OEM 업체들 역시도 수혜를 함께 누릴 수 있을 것이다.

마지막으로 분명한 색깔을 가지고 빠르게 변화되는 소비자들의 니즈에 맞추어나갈 수 있는 중소형 화장품 회사들의 브랜드들이다. 올리브영, 왓슨스, 롭스의 매출액 Best 10 제품들을 살펴보면 생소한 브랜드의 제품들이 포진되어 있다. 닥터자르트는 최근 올리브영을 통해 급성장하였기에 인지도가 상당히 올라갔지만, 23yearsold, 코스알엑스, 누니딥, 얼트루, 듀이트리, 캐트리스와 같은 브랜드는 아직은 생소하다. H&B 스토어 입장에서는 이러한 회사들의 제품들로 빠르고 다양하게 신제품을 내놓을 수 있는 장점과 함께 대형 화장품 회사 대비 높은 마진율을 취할 수 있는 강점 또한 가지고 있다. 브랜드력을 아직 제대로 확보하지 못한 중소형 화장품 회사가 가장 중시할 수 밖에 없는 것은 제품력이며, 이 역시 결국 국내 대형 화장품 ODM/OEM 업체로 오더가 몰리는 현상을 야기할 것이다.

H&B 화장품 Top 10 List

	올리브영 (2017. 3월 기준)	왓슨스 (2017. 1Q 기준)	롭스 (2017. 3월 기준)
1	닥터자르트 시카페어 크림	아토팜 리얼베리어 익스트림 크림	얼트루 아임쏘리 릴렉싱 젤리 마스크팩
2	23yearsold 바데카실	코스알엑스 핌플클리어 패드	메디힐 NMF 아쿠아링 앰플 마스크팩
3	차앤박 인비져블 필링 부스터	미쟝센 퍼펙트케어 세럼	듀이트리 AC 컨트롤 딥 마스크팩
4	피지오겔 데일리 디펜스 클렌저	센카 퍼펙트휩 N	보코통 코스메토 원형 화장솜
5	코스알엑스 원스텝 핌플 클리어패드	캐트리스 올라운드 컨실러	닥터원더 안티 스팟 패치
6	웨이크메이크 수분톡틴트 02.자몽워터	메이크미업 메이크업 퍼프	시루콧토 우루우루 화장솜
7	웨이크메이크 립코스터 M 03. 레드로켓	마몽드 로즈워터 토너	메디힐 피가맘 쑥쑥 코팩
8	페리페라 잉크더벨벳 14.외모성수기	에센스 올어바웃 브론즈 아이섀도	롯데 요구르트 젤리
9	페리페라 잉크더벨벳 01.심장폭격	미라클 아르간 오일 오리지널	로레알 파리 토탈 리페어 5 인스턴트 미라클
10	키스미 히로인 롱앤컬 마스카라	누니 딥 워터 테라피 이중보습토너	닥터원더 악어발팩

자료 : 제니파크 주간코스메틱, SK 증권

Analyst 서영화 donaldseo@sk.com / 02-3773-9182

홈쇼핑. 어떠한 화장품이 두각을 나타내고 있을까?

홈쇼핑 화장품 카테고리의 브랜드 믹스 변화도 눈에 띈다. 과거에는 아모레퍼시픽, LG 생활건강 등과 같은 대형 화장품업체들이 홈쇼핑에서도 선전했다면, 최근에는 1)홈쇼핑 전문브랜드, 2)연예인 이름을 전면에 내세우고 홍보하는 화장품 브랜드, 3)방판 및 오프라인 니치마켓에서 입소문이 나기 시작한 신규 브랜드들이 홈쇼핑 채널을 선점하고 있다.

홈쇼핑 채널 제품 Mix 의 변화에는 두 가지 이유가 있다. 먼저, 화장품업체에 의해 제품 Mix 가 변화되는 경우이다. 아모레퍼시픽, LG 생활건강과 같은 대형 화장품업체들은 최근 특정 브랜드들에 대해서 글로벌 시장 진출을 위해 브랜드 이미지 쇄신 차 홈쇼핑 방송을 자체적으로 줄여나가고 있다. 아모레퍼시픽의 경우 1Q17 홈쇼핑 매출액이 y-y 약 -20% 감소한 것으로 추정되며, 디지털 채널에서 홈쇼핑의 비중을 지속적으로 줄여나갈 계획을 가지고 있다(2015 년 누적기준 디지털 채널 내에서 홈쇼핑 비중 45% → 2016 년 홈쇼핑 비중 40%).

홈쇼핑 채널 제품 Mix 변화의 또다른 이유는 홈쇼핑 사업자의 니즈에 의한 경우이다. 통상적으로 대형 화장품회사들보다 중소형 화장품회사들의 수수료율이 높다. 제품 판매에 대한 확신이 있을 경우 중소형 화장품회사들의 제품을 위주로 채널 구성을 하는 것이 홈쇼핑 사업자 입장에서 유리하다. 이러한 이유로 홈쇼핑에는 유독 연예인 이름을 타이틀로 내세운 화장품들이 많이 판매되고 있으며, 실제 매출 또한 호조를 보이고 있다. 대표적인 회사가 '견미리팩트'로 잘알려진 Age 20's 브랜드를 운영하는 애경산업이며, 애경산업의 화장품부문은 2015 년 매출액 690 억원에서 2016 년 매출액 1,350 억원까지 확대되었으며, 영업이익 또한 2015 년 100 억원에서 260 억원으로 증가하였다.

홈쇼핑. 제품 Mix 변화의 수혜 또한 대형 OEM/ODM 업체가 누릴 것

H&B 스토어 확대의 수혜를 대형 OEM/ODM 업체들이 받듯이 홈쇼핑 채널의 제품 Mix 변화의 수혜 또한 대형 OEM/ODM 업체들이 받을 것이다. 홈쇼핑에서 좋은 성적을 거두기 위해서는 제품력이 반드시 뒤따라야 한다. 또한 브랜드의 인지도가 약한 경우 대부분의 회사들은 '제조원' 을 방송 내내 보일 수 있도록 표기한다. 이제는 대형 OEM/ODM 회사들이 '브랜드화' 된 상황이다.

2017 년 3 월 CJ 오쇼핑, GS 홈쇼핑 화장품 매출 Top 5

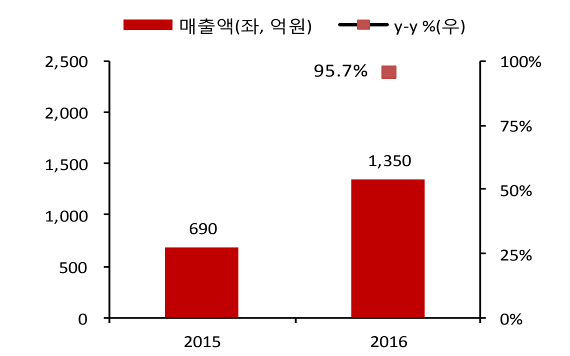
	CJ오쇼핑	GS홈쇼핑
1	A.H.C 아이크림 포 페이스	A.H.C 리얼 아이크림
2	차홍 뿌리컬 고데기	센텔리안 24 마데카크림
3	씨앤피닥터레이 마데카소사이드 크림	에이지투웨니스 에센스커버팩트
4	센텔리안 24 마데카크림	아이오페 스템셀
5	Age 20's 파운데이션	리엔케이 트리플 래디언스 컬러 크림

2017 년 2 월 CJ 오쇼핑, GS 홈쇼핑 화장품 매출 Top 5

	CJ오쇼핑	GS홈쇼핑
1	Age 20's 파운데이션	에이지투웨니스 에센스커버팩트
2	동국제약 마데카크림	센텔리안 24 마데카크림
3	A.H.C 아이크림 포 페이스	A.H.C 리얼 아이크림
4	데싱디바 매직프레스 쥬얼 컬렉션	아이오페 스템셀
5	순수 순수 더 살롱 컬러	한율 서담 기초세트

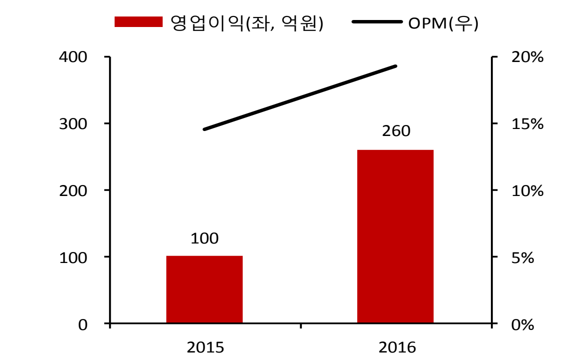
자료 : 코스인코리아닷컴, SK 증권

애경산업 매출액 추이



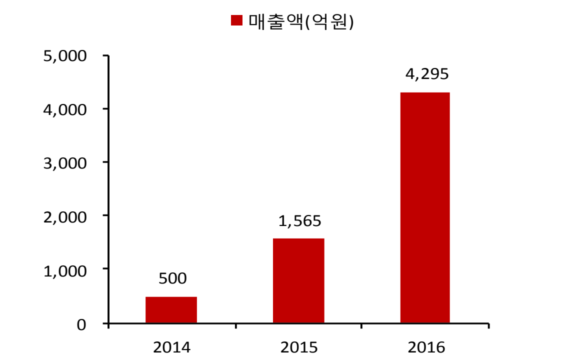
자료 : 전자공시, SK 증권

애경산업 영업이익과 영업이익률 추이



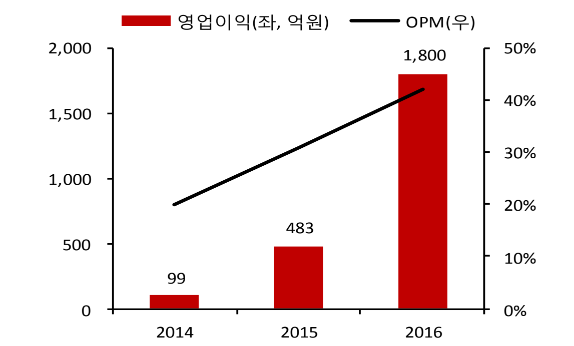
자료 : 전자공시, SK 증권

카버코리아(A.H.C) 매출액 추이



자료 : 전자공시, SK 증권

카버코리아(A.H.C) 영업이익과 영업이익률 추이



자료 : 전자공시, SK 증권

Analyst 서영화 donaldseo@sk.com / 02-3773-9182

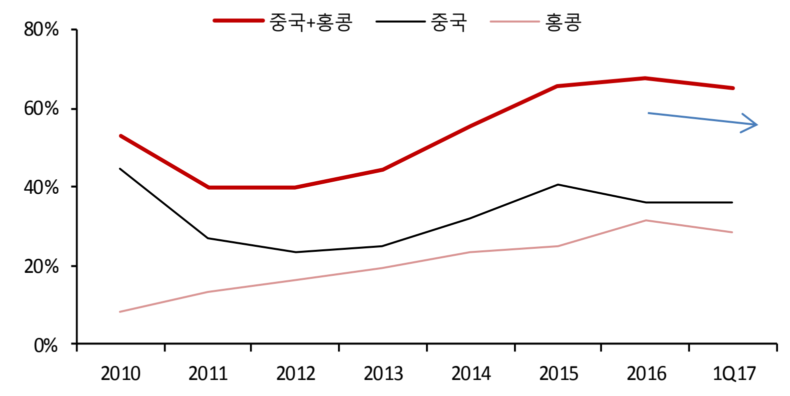
4. 2018 년, 낮아지는 중국+홍콩 비중

1Q17 수출 Top 10 중 6 개 국가가 중국, 홍콩 대비 높은 수출 증가율

한국 화장품업체들은 2017 년 상반기 높은 중국 익스포저에 따른 리스크를 경험하였고 이에 따라 화장품 수출을 중국, 홍콩 이외의 국가들로 확산하고자 하는 노력들을 지속할 것이다.

이미 2016 년부터 많은 화장품 업체들이 미국, 일본, 동남아로 화장품 수출을 확대하고자 시도하였으며, 2017 년 1 분기부터 어느 정도 가시적인 성과가 나오기 시작하였다. 2017 년 1 분기 對 미국, 일본, 태국, 싱가포르, 베트남, 러시아의 y-y 화장품 수출액 증가율은 홍콩, 중국을 뛰어넘었다. 2018 년 이러한 현상들은 더욱 가속화될 전망이다.

한국 화장품 수출의 중국과 홍콩 비중 추이



자료 : Kita, SK 증권

한국의 국가별 화장품 수출 (Top 10) (단위 : 천$)

국가	2015	2016	y-y %	1Q16	1Q17	y-y %
중국	992,876	1,242,463	25.1%	265,419	337,422	27.1%
홍콩	605,694	1,078,278	78.0%	209,256	267,468	27.8%
미국	207,156	297,863	43.8%	60,026	79,722	32.8%
일본	113,227	154,299	36.3%	31,887	43,196	35.5%
대만	106,650	100,335	-5.9%	25,247	31,373	24.3%
태국	75,839	96,385	27.1%	20,403	27,699	35.8%
싱가포르	52,408	80,045	52.7%	16,028	24,625	53.6%
베트남	43,618	58,856	34.9%	13,933	21,710	55.8%
말레이시아	35,896	45,900	27.9%	9,542	11,175	17.1%
러시아	28,876	39,892	38.1%	6,958	14,374	106.6%

자료 : Kita, SK 증권

5. Historical Valuation

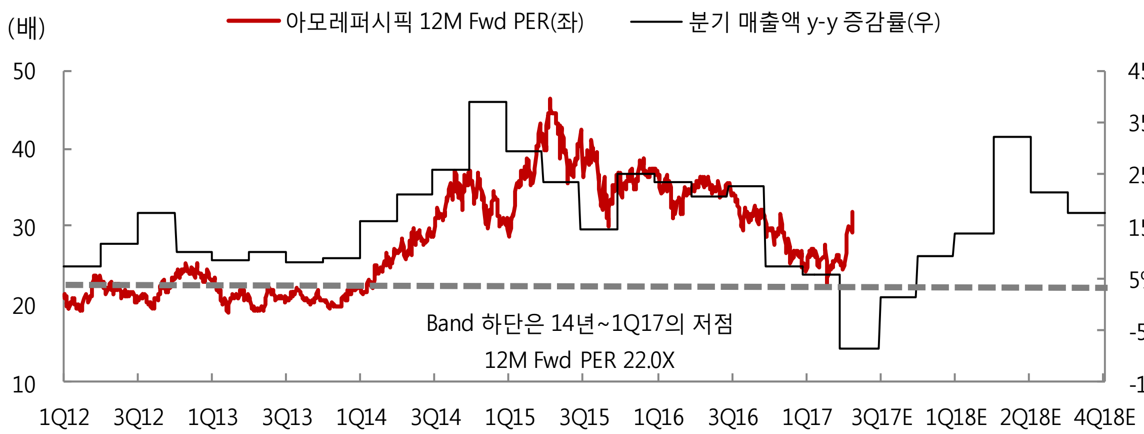
아모레퍼시픽, LG 생활건강 리레이팅 여력 존재

지난 5 년간 12M Fwd PER 과 아모레퍼시픽, LG 생활건강의 분기 매출액 y-y 증감률의 그래프는 유사한 모습을 보였다. 매출 성장이 나오는 구간에서 멀티플이 리레이팅되고 반대의 구간에서 디레이팅되는 성장주들의 전형적인 특징이다. 양사 모두 2Q17E, 3Q17E 의 일시적인 부진은 18 년 큰 폭의 성장률 회복으로 이어질 전망이다. 2Q17E 를 저점으로 2Q18E 까지 y-y 성장률은 계단식으로 증가할 것으로 추정된다. 계단식으로 성장률이 올라가는 구간에서는 항상 리레이팅이 되어왔다. 최근의 반등 폭이 커서 밸류에이션 리레이팅이 될 수 있는 룸이 크지는 않지만, 과거 추이를 감안하였을 때 멀티플이 상향될 수 있는 여지는 분명히 존재한다.

12M Fwd PER Band 하단 : 아모레퍼시픽 22.0X, LG 생활건강 19.5X

이와 과거 추이를 통해 확인할 수 있는 양사의 밸류에이션 멀티플 바닥은 아모레퍼시픽 12M Fwd PER 22.0X, LG 생활건강 12M Fwd PER 19.5X 이다. 양사 모두 동일하게 2014 년 ~ 1Q17 의 저점 수준이 밴드 하단을 이루었다.

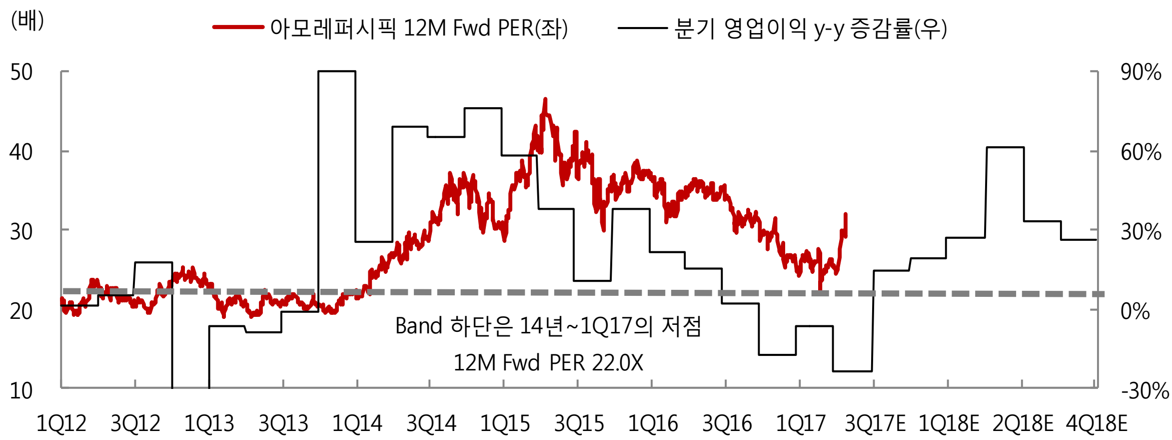
아모레퍼시픽 12M Fwd PER 과 분기 매출액 y-y 증감률 추이와 추정치



자료 : Quantiwise, SK 증권

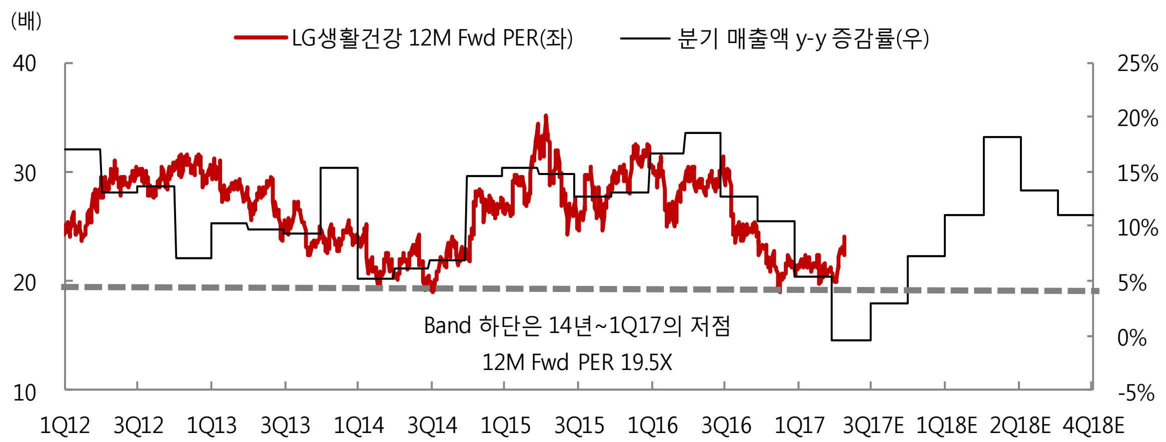
Analyst 서영화 donaldseo@sk.com / 02-3773-9182

아모레퍼시픽 12M Fwd PER 과 분기 영업이익 y-y 증감률 추이와 추정치



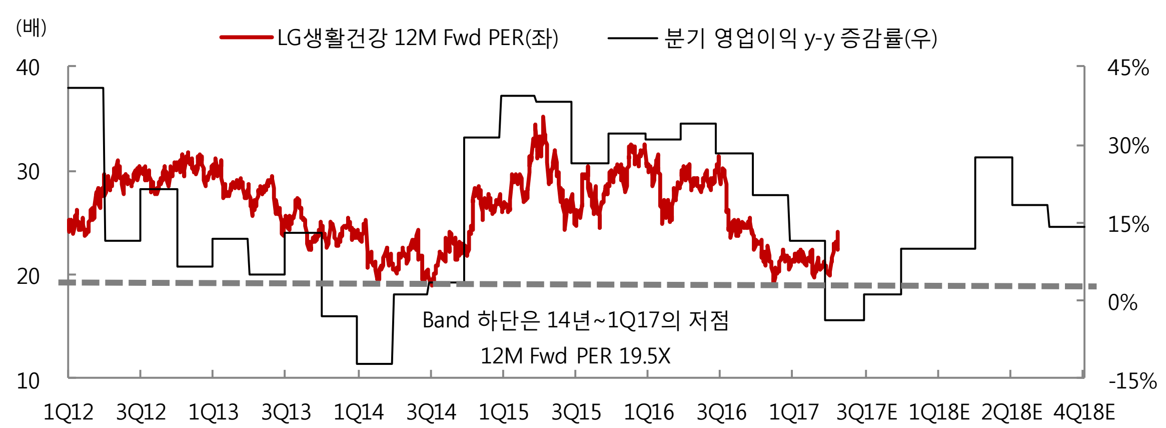
자료 : Quantiwise, SK 증권

LG 생활건강 12M Fwd PER 과 분기 매출액 y-y 증감률 추이와 추정치



자료 : Quantiwise, SK 증권

LG 생활건강 12M Fwd PER 과 분기 영업이익 y-y 증감률 추이와 추정치

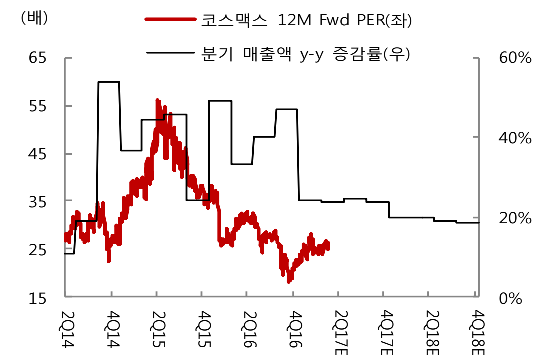


자료 : Quantiwise, SK 증권

OEM/ODM 양사 모두 밸류에이션 리레이팅 여력 존재

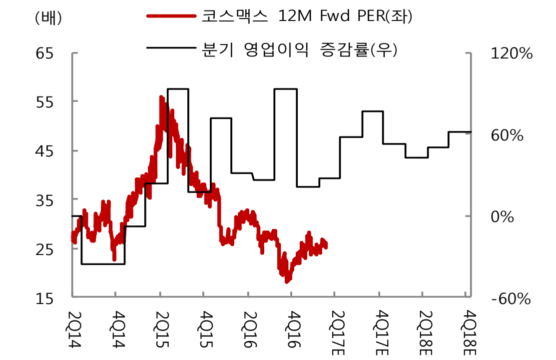
코스맥스, 한국콜마의 매출액, 영업이익 y-y 증감률과 12M Fwd PER 의 유사성은 아모레퍼시픽, LG 생활건강 대비 떨어진다. 그러나 코스맥스는 2018 년까지 매출액 성장률 약 20%를 유지할 것으로 추정되며, 한국콜마는 15% 수준의 성장이 지속될 것으로 추정된다. 양사 모두 2018 년의 성장률이 기저효과에 기인한 것이 아닌, 구조적 성장이다. 코스맥스의 2018 년까지의 영업이익 성장률, 한국콜마의 2017 년 예상 매출액 증가율과 2016 년 대비 큰 폭으로 증가할 2017 년, 2018 년 영업이익 성장률을 감안하면, OEM/ODM 양사 모두 밸류에이션 리레이팅 여력은 여전히 존재하는 상황이라 판단한다.

코스맥스 12M Fwd PER 분기 Sales y-y 증감률 추이와 추정치



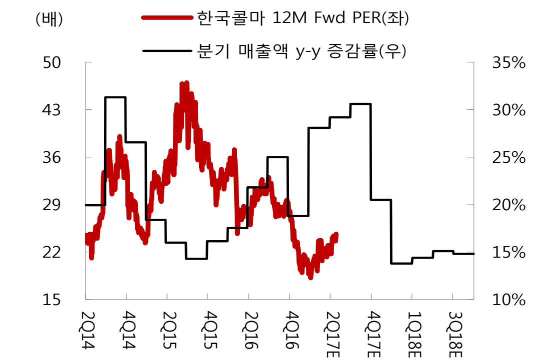
자료 : Quantiwise, SK 증권

코스맥스 12M Fwd PER 분기 OP y-y 증감률 추이와 추정치



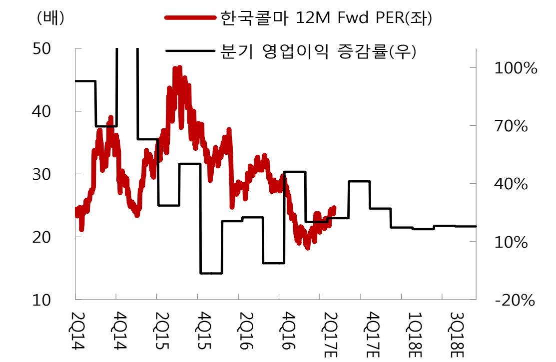
자료 : Quantiwise, SK 증권

한국콜마 12M Fwd PER 분기 Sales y-y 증감률 추이와 추정치



자료 : Quantiwise, SK 증권

한국콜마 12M Fwd PER 분기 OP y-y 증감률 추이와 추정치



자료 : Quantiwise, SK 증권

Company Analysis

Happiness Partner SK securities

SK COMPANY Analysis

SK securities

아모레퍼시픽 (090430/KS | 매수(신규편입) | T.P 370,000 원(신규편입))

이 또한 지나가고 더 밝은 내일이 온다

아모레퍼시픽에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 370,000 원을 제시하며 커버리지를 재개한다. 2017 년 중국의 대한국 규제에 따른 일시적 부진이 불가피하겠지만, 2018 년 큰 폭의 면세점 성장, 국내부문 부진의 완화, 미국의 턴어라운드 그리고 계속되는 중국의 고공성장세가 기대된다. 현재는 당장의 내일 보다는 2018 년을 보아야 하는 시점이다.

Analyst
서영화
donaldseo@sk.com
02-3773-9182

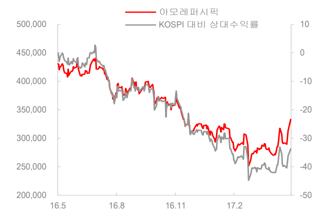
Company Data

자본금	35 십억원
발행주식수	6,902 만주
자사주	4 만주
액면가	500 원
시가총액	19,467 십억원
주요주주	
아모레퍼시픽그룹(외4)	47.56%
국민연금공단	7.08%
외국인지분률	38.20%
배당수익률	0.50%

Stock Data

주가(17/05/09)	333,000 원
KOSPI	2292.76 pt
52주 Beta	0.98
52주 최고가	441,000 원
52주 최저가	251,500 원
60일 평균 거래대금	70 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	21.5%	14.1%
6개월	-7.0%	-18.7%
12개월	-21.7%	-32.5%

2018 년, 큰 폭의 면세점 성장, 국내부문 부진 완화, 미국의 턴어라운드 기대

'18 년 아모레퍼시픽은 큰 폭의 면세점 성장, 국내부문 부진완화, 미국의 턴어라운드 그리고 중국의 고성장세를 시현할 것으로 전망한다. 면세점은 '16 년 대비 +36% 성장을 전망한다. 이는 중국인 인바운드(Q)가 2 년 평균 +12% 증가, 인당 구매액(P)가 2 년 평균 +4% 증가했음을 가정한 수치이다. 중국의 대한국 제재에도 불구하고 중국 수입화장품 시장에서 한국 화장품의 점유율은 오히려 우상향하였다. 이는 여전한 한국 화장품의 경쟁력을 입증해 주는 것이며, 결국 대외적 변수가 정상화되었을 때는 억눌렸던 수요까지 올라올 것이다. 국내부문은 '17 년 디지털을 제외한 전채널 연간 역성장을 추정하였으며, '18 년 백화점, 방판, 전문점은 y-y +3~4% 성장할 것으로 추정하였다. 기저효과에 의한 소폭의 성장 이외 전문점의 경우는 '17 년 효율화 작업이 가시적인 성과를 이룰 것으로 가정하였다. 미국은 '18 년 타겟 매장 철수에 따른 부담이 완전히 사라지는 시기이며, 이니스프리 매장이 확대되는 국면이다. 중국 현지는 17 년에 다소 주춤할 수 있었던 신규 출점이 재개되면서 매장수(Q) 확대와 점당 매출액(P) 증가의 수혜를 함께 누릴 전망이다.

투자의견 BUY, 목표주가 370,000 원 제시

아모레퍼시픽에 투자의견 Buy, 목표주가 370,000 원을 제시한다. 2017 년까지 대중국 관련 리스크가 해소됨을 가정하여, 2018 년 예상 실적을 기준으로 밸류에이션 하였다. 글로벌 화장품 회사 대비 높은 성장성은 분명한 프리미엄 요인이나, 이번 사드 관련 이슈에서 보여주었듯 특정 한 국가에 대한 높은 익스포저는 디스카운트요인이다. 이를 감안하여 글로벌 화장품 4 사의 평균 PER 26.1X 를 적용하여 목표주가를 산출하였다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	십억원	3,874	4,767	5,645	5,745	6,938	7,800
yoy	%	25.0	23.0	18.4	1.8	20.8	12.4
영업이익	십억원	564	773	848	815	1,107	1,264
yoy	%	52.4	37.1	9.7	-4.0	35.9	14.1
EBITDA	십억원	700	920	1,029	1,114	1,443	1,611
세전이익	십억원	530	778	857	802	1,123	1,290
순이익(지배주주)	십억원	379	578	639	601	844	971
영업이익률%	%	14.6	16.2	15.0	14.2	16.0	16.2
EBITDA%	%	18.1	19.3	18.2	19.4	20.8	20.7
순이익률	%	9.9	12.3	11.4	10.6	12.3	12.5
EPS	원	5,493	8,368	9,262	8,712	12,233	14,064
PER	배	40.4	49.5	34.7	38.2	27.2	23.7
PBR	배	5.4	8.6	5.7	5.3	4.4	3.7
EV/EBITDA	배	19.6	28.2	19.5	18.5	13.9	11.9
ROE	%	14.0	18.6	17.7	14.6	17.7	17.1
순차입금	십억원	-456	-763	-941	-1,125	-1,791	-2,685
부채비율	%	33.9	31.8	33.0	29.7	28.6	27.0

Analyst 서영화 donaldseo@sk.com / 02-3773-9182

Valuation 및 실적 추정

아모레퍼시픽 PER Valuation (억원, 배, 원)

	Value	Multiple	Fair Value	비고
2018년 예상 순이익 (a)	8,443			
2018년 예상 우선주 배당금 (b)	217			
(a)-(b) X Target Multiple = (c)	8,226	26.1	214,688	글로벌 화장품 4개사 18년 예상실적 기준 PER
Shares outstanding ('000) (d)			58,426	보통주 – 자기주식수
(c) / (d)			367,453	
Target Price			370,000	

자료: Bloomberg, SK 증권
주: 글로벌 화장품 4 개사 (에스티로더, 시세이도, P&G, 로레알)

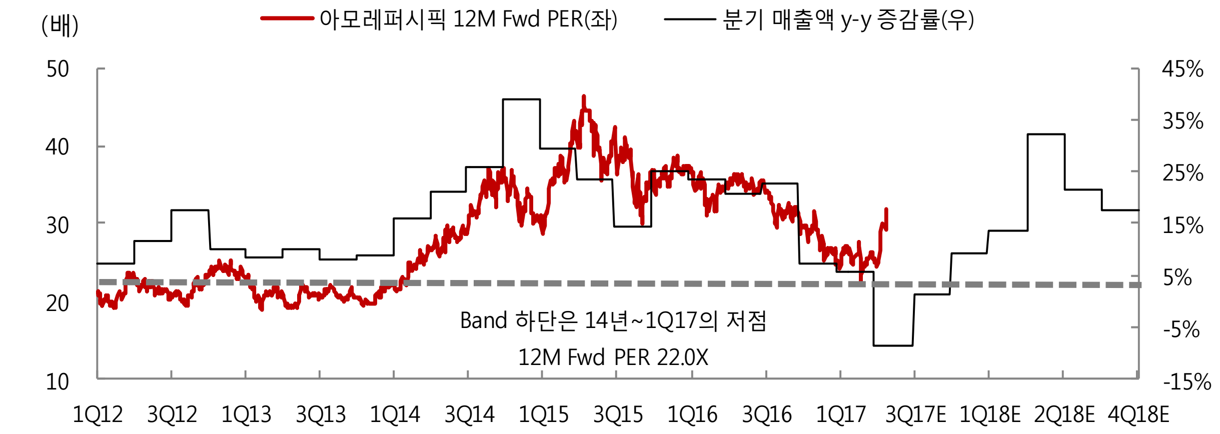
아모레퍼시픽 분기별 실적 추정 (단위: 십억 원)

(KRW bn.)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2016	2017E	2018E
매출액	1,485.1	1,443.4	1,400.9	1,316.0	1,569.0	1,319.5	1,418.7	1,437.7	5,645.4	5,744.9	6,937.8
% y-y	23.3%	20.7%	22.8%	7.4%	5.6%	-8.6%	1.3%	9.2%	18.4%	1.8%	20.8%
Cosmetics	943.9	927.3	867.4	784.4	941.3	738.8	809.5	818.5	3523.1	3308.0	4115.4
% y-y	18.6%	15.1%	27.7%	-0.1%	-0.3%	-20.3%	-6.7%	4.3%	14.9%	-6.1%	24.4%
MC&S	141.5	111.5	139.6	84.9	163.1	126.0	153.6	97.6	477.5	540.3	567.3
% y-y	1.9%	-0.3%	-6.3%	-9.0%	15.3%	13.0%	10.0%	15.0%	-3.1%	13.1%	5.0%
Asia	378.7	387.9	376.2	432.7	448.8	451.8	451.4	519.2	1575.5	1871.2	2245.5
% y-y	50.0%	49.3%	29.1%	27.4%	18.5%	16.5%	20.0%	20.0%	37.8%	18.8%	20.0%
Europe	15.4	16.6	15.3	20.8	16.4	5.0	4.6	6.2	68.1	32.2	21.5
% y-y	-6.7%	10.7%	-7.3%	18.9%	6.5%	-70.0%	-70.0%	-70.0%	4.0%	-52.7%	-33.2%
USA	13.9	12.8	15.5	11.1	11.7	11.5	13.2	11.7	53.3	48.1	55.3
% y-y	24.1%	25.5%	16.5%	-20.1%	-15.8%	-10.0%	-15.0%	5.0%	9.9%	-9.8%	15.0%
영업이익	337.8	240.6	167.5	102.2	316.8	183.3	192.4	122.0	848.1	814.5	1,107.1
% y-y	21.5%	15.6%	2.5%	-17.2%	-6.2%	-23.8%	14.9%	19.4%	9.7%	-4.0%	35.9%
% Margin	22.7%	16.7%	12.0%	7.8%	20.2%	13.9%	13.6%	8.5%	15.0%	14.2%	16.0%
Cosmetics	247.9	194.3	148.3	84.3	214.5	129.3	129.5	94.1	674.8	567.4	790.0
% y-y	22.7%	12.5%	37.6%	-25.5%	-13.5%	-33.5%	-12.7%	11.7%	13.3%	-15.9%	39.2%
% margin	26.3%	21.0%	17.1%	10.7%	22.8%	17.5%	16.0%	11.5%	19.2%	17.2%	19.2%
MC&S	20.3	5.3	-11.7	-11.1	19.5	8.8	20.0	-6.8	2.8	41.4	44.1
% y-y	-5.1%	-46.5%	적전	적지	-3.9%	66.4%	흑전	적지	-93.8%	1380.3%	6.4%
% margin	14.3%	4.8%	-8.4%	-13.1%	12.0%	7.0%	13.0%	-7.0%	0.6%	7.7%	7.8%
Asia	77.6	49.7	45.1	37.0	87.6	54.9	53.2	45.0	209.4	240.6	302.5
% y-y	42.1%	58.3%	17.8%	-2.6%	12.9%	10.4%	18.0%	21.5%	29.0%	14.9%	25.7%
% margin	20.5%	12.8%	12.0%	8.6%	19.5%	12.1%	11.8%	8.7%	13.3%	12.9%	13.5%
Europe	0.2	1.2	-1.6	0.5	1.2	-3.0	-3.5	-3.5	0.3	-8.8	-5.7
USA	1.6	-1.8	3.7	-2.7	-0.7	-0.7	-0.8	-0.7	0.8	-2.9	0.2

자료: SK 증권

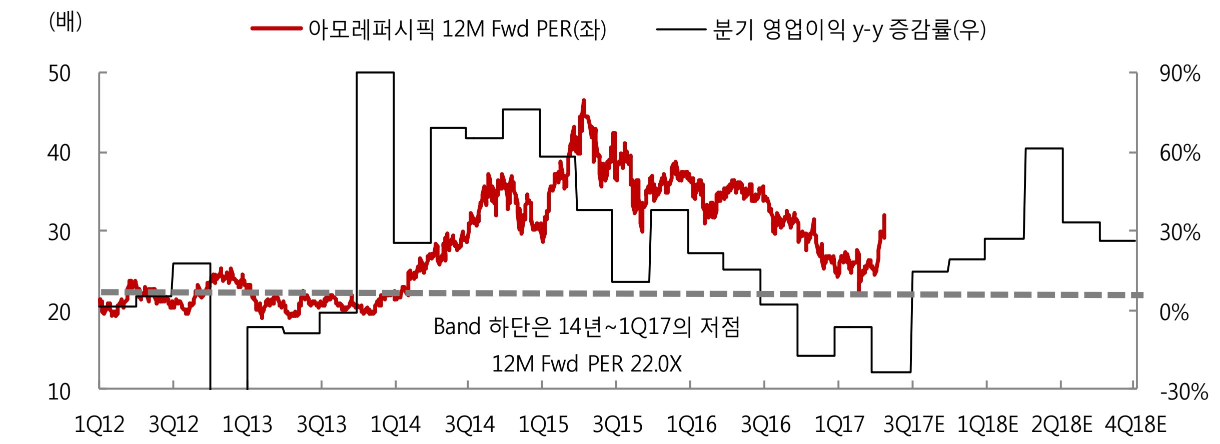
12M Fwd PER & 매출액, 영업이익 성장률

아모레퍼시픽 12M Fwd PER 과 분기 매출액 y-y 증감률 추이와 추정치



자료 : Quantiwise, SK 증권

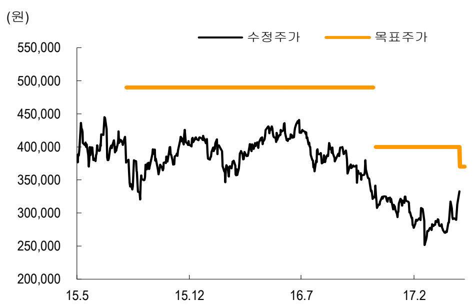
아모레퍼시픽 12M Fwd PER 과 분기 영업이익 y-y 증감률 추이와 추정치



자료 : Quantiwise, SK 증권

Analyst 서영화 donaldseo@sk.com / 02-3773-9182

투자의견변경	일시	투자의견	목표주가
	2017.05.10	매수	370,000원
		담당자 변경	
	2017.02.03	매수	400,000원
	2016.11.30	매수	400,000원
	2016.11.28	담당자 변경	
	2016.08.01	매수	490,000원
	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	



Compliance Notice

- 작성자(서영화)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 (2017 년 5 월 10 일 기준)

매수	95.68%	중립	4.32%	매도	0%

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	1,833	2,116	2,275	3,075	4,096
현금및현금성자산	687	624	768	1,393	2,288
매출채권및기타채권	317	340	346	418	470
재고자산	324	410	417	504	566
비유동자산	2,610	3,065	3,408	3,638	3,754
장기금융자산	49	54	54	54	54
유형자산	1,871	2,359	2,659	2,823	2,876
무형자산	212	228	268	308	348
자산총계	4,443	5,182	5,684	6,714	7,850
유동부채	872	1,171	1,149	1,326	1,483
단기금융부채	118	145	105	65	65
매입채무 및 기타채무	383	481	490	591	665
단기충당부채	7	20	20	24	27
비유동부채	199	114	152	168	183
장기금융부채	51	3	3	3	3
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	3	4	4	5	6
부채총계	1,071	1,285	1,302	1,494	1,666
지배주주지분	3,346	3,879	4,357	5,188	6,145
자본금	35	35	35	35	35
자본잉여금	720	720	720	720	720
기타자본구성요소	-18	-18	-18	-18	-18
자기주식	-1	-1	-1	-1	-1
이익잉여금	2,623	3,159	3,651	4,495	5,466
비지배주주지분	27	18	25	31	38
자본총계	3,372	3,897	4,382	5,219	6,183
부채와자본총계	4,443	5,182	5,684	6,714	7,850

포괄손익계산서

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	4,767	5,645	5,745	6,938	7,800
매출원가	1,169	1,425	1,462	1,760	1,971
매출총이익	3,597	4,221	4,283	5,178	5,829
매출총이익률 (%)	75.5	74.8	74.6	74.6	74.7
판매비와관리비	2,824	3,373	3,468	4,071	4,566
영업이익	773	848	815	1,107	1,264
영업이익률 (%)	16.2	15.0	14.2	16.0	16.2
비영업손익	5	8	-12	16	26
순금융비용	-13	-13	-13	-16	-26
외환관련손익	-5	-3	0	0	0
관계기업투자등 관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	778	857	802	1,123	1,290
세전계속사업이익률 (%)	16.3	15.2	14.0	16.2	16.5
계속사업법인세	194	211	194	272	313
계속사업이익	585	646	608	851	977
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	585	646	608	851	977
순이익률 (%)	12.3	11.4	10.6	12.3	12.5
지배주주	578	639	601	844	971
지배주주귀속 순이익률(%)	12.12	11.32	10.47	12.17	12.44
비지배주주	7	6	6	6	6
총포괄이익	556	632	594	837	964
지배주주	548	626	588	831	957
비지배주주	8	7	7	7	7
EBITDA	920	1,029	1,114	1,443	1,611

현금흐름표

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	617	664	921	1,190	1,308
당기순이익(손실)	585	646	608	851	977
비현금성항목등	371	409	506	592	634
유형자산감가상각비	147	181	300	336	347
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타	22	21	25	0	0
운전자본감소(증가)	-167	-163	1	19	10
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-92	-11	-6	-72	-52
재고자산감소(증가)	-19	-86	-7	-87	-63
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	2	6	8	102	74
기타	-58	-73	6	76	51
법인세납부	-171	-227	-194	-272	-313
투자활동현금흐름	-203	-593	-624	-522	-412
금융자산감소(증가)	50	-215	0	0	0
유형자산감소(증가)	-214	-494	-600	-500	-400
무형자산감소(증가)	-61	-40	-40	-40	-40
기타	21	156	16	19	28
재무활동현금흐름	-72	-137	-153	-43	-2
단기금융부채증가(감소)	-7	-5	-40	-40	0
장기금융부채증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	-63	-95	-109	0	0
기타	-3	-38	-4	-3	-2
현금의 증가(감소)	345	-63	144	625	894
기초현금	343	687	624	768	1,393
기말현금	687	624	768	1,393	2,288
FCF	452	423	278	653	874

자료 : 아모레퍼시픽, SK증권 추정

주요투자지표

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
성장성 (%)					
매출액	23.0	18.4	1.8	20.8	12.4
영업이익	37.1	9.7	-4.0	35.9	14.1
세전계속사업이익	46.8	10.1	-6.3	40.0	14.9
EBITDA	31.4	11.9	8.3	29.5	11.6
EPS(계속사업)	52.3	10.7	-5.9	40.4	15.0
수익성 (%)					
ROE	18.6	17.7	14.6	17.7	17.1
ROA	14.1	13.4	11.2	13.7	13.4
EBITDA마진	19.3	18.2	19.4	20.8	20.7
안정성 (%)					
유동비율	210.3	180.7	198.0	231.9	276.2
부채비율	31.8	33.0	29.7	28.6	27.0
순차입금/자기자본	-22.6	-24.2	-25.7	-34.3	-43.4
EBITDA/이자비용(배)	299.9	264.0	306.7	544.6	967.1
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	8,368	9,262	8,712	12,233	14,064
BPS	48,475	56,202	63,137	75,173	89,039
CFPS	10,496	11,888	13,055	17,096	19,094
주당 현금배당금	1,350	1,580	0	0	0
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	53.2	47.6	38.2	27.2	23.7
PER(최저)	25.6	33.2	28.9	20.6	17.9
PBR(최고)	9.2	7.9	5.3	4.4	3.7
PBR(최저)	4.4	5.5	4.0	3.4	2.8
PCR	39.5	27.0	25.5	19.5	17.4
EV/EBITDA(최고)	30.0	26.7	18.5	13.9	11.9
EV/EBITDA(최저)	14.1	18.5	13.6	10.1	8.5

SK COMPANY Analysis

SK securities

아모레 G (002790/KS | 중립(신규편입) | T.P 160,000 원(신규편입))

주연보다 빛나는 조연

아모레 G 에 대해 투자의견 Trading BUY, 목표주가 160,000 원을 제시하며 커버리지를 개시한다. '17 년은 이니스프리와 에뛰드의 성장성 둔화가 아쉽지만, 에스쁘아와 아모스 프로페셔널을 재발견하는 한 해가 될 것이다. '18 년, 이니스프리, 에뛰드 모두 성장성을 회복할 것이며, 에스쁘아, 아모스프로페셔널, 에스트라는 고공 성장세를 지속할 것이다.

Analyst
서영화
donaldseo@sk.com
02-3773-9182

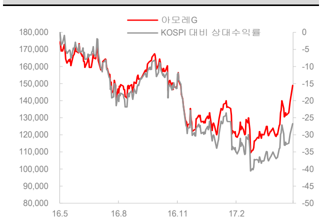
Company Data

자본금	45 십억원
발행주식수	8,246 만주
자사주	599 만주
액면가	500 원
시가총액	12,286 십억원
주요주주	
서경배(외7)	61.95%
아모레G 자사주	6.08%
외국인지분률	19.50%
배당수익률	0.30%

Stock Data

주가(17/05/09)	149,000 원
KOSPI	2292.76 pt
52주 Beta	0.92
52주 최고가	174,500 원
52주 최저가	109,500 원
60일 평균 거래대금	22 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	20.2%	12.8%
6개월	0.3%	-12.3%
12개월	-12.9%	-24.9%

시간이 조금 필요한 이니스프리와 에뛰드

이니스프리와 에뛰드는 국내 로드숍 채널의 전반적인 부진과 중국인 관광객 감소에 따른 면세점과 일부 핵심 상권 로드숍 매출 감소로 '17 년 성장성이 다소 둔화될 전망이다. 고정비가 높은 로드숍의 특성상 수익성 또한 다소 부진한 한 해가 될 것이다. 그러나 2018 년, 국내 채널의 기저효과, 다시 속도를 높일 중국의 신규 출점과 미국 신규 시장 진출에 따른 수출 물량 확대로 y-y +20% 수준의 외형 성장률을 회복할 전망이다.

아직은 작지만, 다크호스가 될 에스쁘아, 아모스프로페셔널

1Q17 실적에서 가장 눈에 띄는 것은 에스쁘아, 아모스프로페셔널의 호조세이다. 두 브랜드는 각각 y-y +47.5%, +18.0%의 매출 성장을 시현하였다. 현재의 호조세는 '17 년을 넘어 중장기적으로 지속될 전망이다. 에스쁘아는 아모레퍼시픽 유일의 색조전문브랜드로서 성공적으로 시장에 포지셔닝 하였으며, 이제 점유율을 확대해 나가기 시작한 단계이다. 또한 현재 내수 시장은 기초 화장품 대비 색조의 시장 성장률이 더 높다. 아모스프로페셔널은 헤어 살롱 전문 브랜드로 어느 정도 입지를 갖춘 모습이며, 이 역시 점유율을 확대해 나갈 룸이 크다.

투자의견 Trading Buy, 목표주가 160,000 원 제시

아모레 G 에 투자의견 Trading Buy, 목표주가 160,000 원을 제시한다. 2017 년까지 대중국 관련 리스크가 해소됨을 가정하여, 2018 년 예상 실적을 기준으로 밸류에이션 하였다. 아모레퍼시픽과 동일하게 글로벌 화장품 4 사의 평균 PER 26.1X 를 적용하여 목표주가를 산출하였다. 아모레 G 자체 사업브랜드들의 성장성이 아모레퍼시픽 브랜드 대비 떨어지지 않음을 감안하였다. 다만, 최근의 주가 급등으로 상승여력은 제한적이다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	십억원	4,712	5,661	6,698	6,895	8,298	9,345
yoy	%	21.0	20.2	18.3	2.9	20.4	12.6
영업이익	십억원	659	914	1,083	1,064	1,466	1,688
yoy	%	40.3	38.6	18.5	-1.7	37.7	15.2
EBITDA	십억원	833	1,103	1,304	1,418	1,856	2,089
세전이익	십억원	682	922	1,088	1,059	1,468	1,706
순이익(지배주주)	십억원	222	260	342	328	463	538
영업이익률%	%	14.0	16.1	16.2	15.4	17.7	18.1
EBITDA%	%	17.7	19.5	19.5	20.6	22.4	22.4
순이익률	%	10.6	11.9	12.1	11.5	13.3	13.7
EPS	원	2,501	2,929	3,851	3,689	5,209	6,054
PER	배	39.9	50.5	34.5	40.4	28.6	24.6
PBR	배	3.8	5.2	4.2	4.3	3.7	3.2
EV/EBITDA	배	11.2	12.2	9.6	9.8	7.3	6.3
ROE	%	10.0	10.7	12.8	11.0	13.9	14.1
순차입금	십억원	-1,003	-1,345	-1,600	-2,046	-2,982	-4,201
부채비율	%	27.2	25.8	27.3	24.2	23.5	22.7

아모레 G PER Valuation

(억원, 배, 원)

	Value	Multiple	Fair Value	비고
2018년 예상 순이익 (a)	4,631			
2018년 예상 우선주 배당금 (b)	41			
(a)-(b) X Target Multiple = (c)	4,591	26.1	119,812	글로벌 화장품 4개사 18년 예상실적 기준 PER
Shares outstanding ('000) (d)			76,908	보통주 – 자기주식수
(c) / (d)			155,785	
Target Price			160,000	

자료 : Bloomberg, SK 증권

주 : 글로벌 화장품 4 개사 (에스티로더, 시세이도, P&G, 로레알)

아모레 G 분기별 실적추정

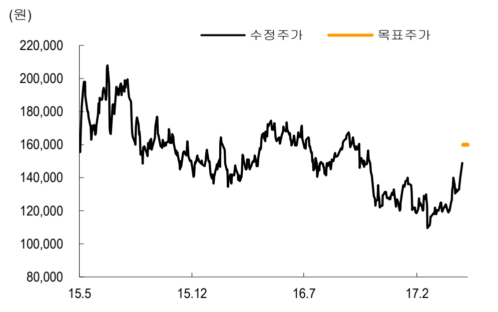
(단위 :십억원)

		1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2016E	2017E	2018E
	매출액	1,759.3	1,719.7	1,654.3	1,564.3	1,855.4	1,612.0	1,695.2	1,731.9	6,697.6	6,894.5	8,298.0
	YoY (%)	21.8	21.7	22.9	7.3	5.5	(6.3)	2.5	10.7	18.3	2.9	20.4
Sales	화장품	1,807.6	1,802.8	1,708.3	1,631.6	1,914.6	1,672.4	1,756.7	1,798.0	6,950.3	7,141.7	8,629.6
	아모레퍼시픽	1,485.1	1,443.4	1,400.9	1,316.0	1,569.0	1,319.5	1,418.7	1,437.7	5,645.4	5,744.9	6,937.8
	이니스프리	186.6	213.6	176.9	190.8	198.4	202.9	194.6	219.4	767.9	815.3	1,008.6
	에뛰드	81.4	84.5	75.7	75.0	81.3	78.6	79.5	82.5	316.6	321.9	382.1
	아모스	21.8	19.4	20.5	17.5	25.7	22.3	23.6	20.1	79.2	91.7	105.5
	비화장품	47.7	46.2	42.3	47.4	44.5	44.1	40.2	46.0	183.6	174.8	184.5
YoY (%)	화장품	23.7	23.7	23.5	8.6	5.9	(7.2)	2.8	10.2	19.8	2.8	20.8
	아모레퍼시픽	23.3	20.8	22.8	7.4	5.6	(8.6)	1.3	9.2	18.4	1.8	20.8
	이니스프리	30.8	45.8	29.2	14.8	6.3	(5.0)	10.0	15.0	29.7	6.2	23.7
	에뛰드	13.7	31.2	34.1	14.7	(0.1)	(7.0)	5.0	10.0	22.8	1.7	18.7
	아모스	23.1	24.4	12.6	33.6	18.0	15.0	15.0	15.0	22.6	15.8	15.0
	비화장품	8.6	12.7	20.9	13.5	(6.6)	(4.6)	(4.9)	(3.1)	13.6	(4.8)	5.6
	영업이익	419.2	309.7	219.7	134.4	378.5	254.4	253.2	178.0	1,083.0	1,064.1	1,465.7
	YoY (%)	30.7	27.1	16.8	(16.5)	(9.7)	(17.9)	15.2	32.4	18.5	(1.7)	37.7
	OPM (%)	23.8	18.0	13.3	8.6	20.4	15.8	14.9	10.3	16.2	15.4	17.7
OP	화장품	408.3	323.3	216.1	143.7	380.9	247.7	247.7	175.3	1,091.4	1,051.6	1,430.3
	아모레퍼시픽	337.8	240.6	167.5	102.2	316.8	183.3	192.4	122.0	848.1	814.5	1,107.1
	이니스프리	51.9	62.8	37.2	44.6	46.3	51.5	41.3	51.7	196.5	190.9	259.9
	에뛰드	12.3	12.1	6.9	(1.8)	8.8	5.9	7.4	0.1	29.5	22.2	34.5
	아모스	5.9	4.8	4.4	1.0	7.3	5.8	5.3	1.2	16.1	19.6	22.7
	비화장품	5.9	4.0	1.8	(2.6)	(3.2)	2.9	1.7	0.1	9.1	1.5	13.7
OPM (%)	화장품	22.6	17.9	12.7	8.8	19.9	14.8	14.1	9.7	15.7	14.7	16.6
	아모레퍼시픽	22.7	16.7	12.0	7.8	20.2	13.9	13.6	8.5	15.0	14.2	16.0
	이니스프리	27.8	29.4	21.0	23.4	23.3	25.4	21.2	23.6	25.6	23.4	25.8
	에뛰드	15.1	14.3	9.1	(2.4)	10.8	7.5	9.3	0.1	9.3	6.9	9.0
	아모스	27.0	24.7	21.5	5.7	28.4	26.0	22.5	6.0	20.3	21.4	21.5
	비화장품	12.4	8.7	4.3	(5.5)	(7.2)	6.5	4.3	0.3	5.0	0.9	7.4

자료 : SK 증권

Analyst **서영화** donaldseo@sk.com / 02-3773-9182

투자의견변경	일시	투자의견	목표주가
	2017.05.10	중립(신규편입)	160,000원



Compliance Notice

- 작성자(서영화)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 (2017 년 5 월 10 일 기준)

매수	95.68%	중립	4.32%	매도	0%

재무상태표

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	2,538	2,943	3,336	4,386	5,750
현금및현금성자산	1,003	969	1,335	2,190	3,409
매출채권및기타채권	338	360	371	447	503
재고자산	393	478	492	593	667
비유동자산	3,610	4,146	4,494	4,735	4,861
장기금융자산	73	73	73	73	73
유형자산	2,212	2,774	3,070	3,229	3,277
무형자산	731	749	795	840	886
자산총계	6,148	7,088	7,830	9,121	10,611
유동부채	979	1,321	1,274	1,428	1,602
단기금융부채	139	206	126	46	46
매입채무 및 기타채무	404	499	514	619	697
단기충당부채	12	23	23	28	32
비유동부채	282	200	251	305	359
장기금융부채	51	3	3	3	3
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	3	4	4	5	6
부채총계	1,260	1,522	1,525	1,733	1,961
지배주주지분	2,533	2,833	3,113	3,567	4,095
자본금	44	44	44	44	44
자본잉여금	696	696	696	696	696
기타자본구성요소	-146	-146	-146	-146	-146
자기주식	-140	-140	-140	-140	-140
이익잉여금	1,948	2,251	2,541	3,004	3,542
비지배주주지분	2,355	2,734	3,191	3,821	4,555
자본총계	4,888	5,567	6,304	7,388	8,650
부채와자본총계	6,148	7,088	7,830	9,121	10,611

포괄손익계산서

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	5,661	6,698	6,895	8,298	9,345
매출원가	1,415	1,641	1,689	2,017	2,262
매출총이익	4,246	5,057	5,206	6,281	7,082
매출총이익률 (%)	75.0	75.5	75.5	75.7	75.8
판매비와관리비	3,333	3,974	4,142	4,815	5,395
영업이익	914	1,083	1,064	1,466	1,688
영업이익률 (%)	16.1	16.2	15.4	17.7	18.1
비영업손익	8	5	-6	2	19
순금융비용	-24	-24	-26	-34	-50
외환관련손익	-3	-1	0	0	0
관계기업투자등 관련손익	1	2	0	0	0
세전계속사업이익	922	1,088	1,059	1,468	1,706
세전계속사업이익률 (%)	16.3	16.3	15.4	17.7	18.3
계속사업법인세	248	277	264	366	425
계속사업이익	674	812	795	1,103	1,281
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	674	812	795	1,103	1,281
순이익률 (%)	11.9	12.1	11.5	13.3	13.7
지배주주	260	342	328	463	538
지배주주귀속 순이익률(%)	4.6	5.11	4.76	5.58	5.76
비지배주주	414	469	467	639	743
총포괄이익	635	792	776	1,083	1,262
지배주주	242	333	318	453	529
비지배주주	393	460	457	630	734
EBITDA	1,103	1,304	1,418	1,856	2,089

현금흐름표

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	712	856	1,154	1,497	1,664
당기순이익(손실)	674	812	795	1,103	1,281
비현금성항목등	433	526	623	754	808
유형자산감가상각비	189	221	354	391	402
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타	-5	37	31	31	31
운전자본감소(증가)	-174	-213	-1	7	0
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-69	-12	-11	-76	-56
재고자산감소(증가)	-21	-92	-14	-100	-75
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-20	0	15	105	78
기타	-63	-109	9	78	53
법인세납부	-221	-269	-264	-366	-425
투자활동현금흐름	-56	-789	-665	-559	-444
금융자산감소(증가)	253	-302	0	0	0
유형자산감소(증가)	-271	-601	-650	-550	-450
무형자산감소(증가)	-64	-46	-46	-46	-46
기타	27	160	31	37	51
재무활동현금흐름	-74	-103	-123	-83	-1
단기금융부채증가(감소)	1	35	-80	-80	0
장기금융부채증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	-72	-100	-38	0	0
기타	-3	-39	-5	-3	-1
현금의 증가(감소)	586	-34	366	856	1,219
기초현금	417	1,003	969	1,335	2,190
기말현금	1,003	969	1,335	2,190	3,409
FCF	496	510	457	902	1,173

자료 : 아모레G, SK증권 추정

주요투자지표

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
성장성 (%)					
매출액	20.2	18.3	2.9	20.4	12.6
영업이익	38.6	18.5	-1.7	37.7	15.2
세전계속사업이익	35.2	18.1	-2.7	38.7	16.2
EBITDA	32.4	18.3	8.8	30.9	12.6
EPS(계속사업)	17.1	31.5	-4.2	41.2	16.2
수익성 (%)					
ROE	10.7	12.8	11.0	13.9	14.1
ROA	11.6	12.3	10.7	13.0	13.0
EBITDA마진	19.5	19.5	20.6	22.4	22.4
안정성 (%)					
유동비율	259.4	222.7	261.9	307.2	358.9
부채비율	25.8	27.3	24.2	23.5	22.7
순차입금/자기자본	-27.5	-28.8	-32.5	-40.4	-48.6
EBITDA/이자비용(배)	324.2	289.8	301.8	640.4	1,904.3
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	2,929	3,851	3,689	5,209	6,054
BPS	28,489	31,869	35,019	40,120	46,067
CFPS	5,054	6,338	7,675	9,603	10,572
주당 현금배당금	390	460	0	0	0
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	71.0	45.3	40.4	28.6	24.6
PER(최저)	32.8	31.7	29.7	21.0	18.1
PBR(최고)	7.3	5.5	4.3	3.7	3.2
PBR(최저)	3.4	3.8	3.1	2.7	2.4
PCR	29.3	21.0	19.4	15.5	14.1
EV/EBITDA(최고)	16.6	12.0	9.8	7.3	6.3
EV/EBITDA(최저)	8.2	8.6	7.4	5.5	4.7

SK COMPANY Analysis

SK securities

Analyst

서영화

donaldseo@sk.com

02-3773-9182

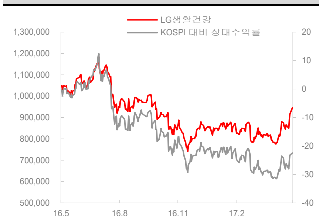
Company Data

자본금	89 십억원
발행주식수	1,772 만주
자사주	96 만주
액면가	5,000 원
시가총액	14,775 십억원
주요주주	
(주)엘지(외1)	34.03%
국민연금공단	6.15%
외국인지분률	46.60%
배당수익률	0.80%

Stock Data

주가(17/05/09)	946,000 원
KOSPI	2292.76 pt
52주 Beta	0.75
52주 최고가	1,181,000 원
52주 최저가	741,000 원
60일 평균 거래대금	35 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	20.5%	13.1%
6개월	10.3%	-3.7%
12개월	-8.5%	-21.1%

LG 생활건강 (051900/KS | 매수(신규편입) | T.P 1,100,000 원(신규))

사업 포트폴리오가 가져다 주는 안정성

LG 생활건강 대해 투자의견 BUY, 목표주가 1,100,000 원을 제시하며 커버리지를 재개한다. 생활용품, 음료, 화장품 모두 피어 대비 10% 할인한 멀티플을 적용하여 목표주가를 산출하였다. 2018 년 역시 경쟁사 이상의 면세점, 화장품 부문 성장이 기대되는 가운데 생활용품과 음료사업은 안정적으로 꾸준히 성장할 전망이다.

별다른 노이즈가 없는 생활용품과 음료사업

생활용품과 음료사업은 '17 년, '18 년 꾸준한 성장을 이어나갈 전망이다. 음료산업은 탄산부문의 안정적인 Q 성장과 적시에 이루어지는 가격 인상을 바탕으로 연간 +4~5% 수준의 외형 성장이 기대되며, 생활용품은 Product Mix 개선 및 수출 증가를 통해 연간 +2~3% 수준의 외형 성장을 지속할 전망이다.

2018 년, 경쟁사 이상의 면세점 성장을 전망

'17 년 둔화되었던 면세점 성장률은 '18 년 큰 폭으로 회복될 전망이다. '18 년 면세점 매출액은 '16 년 대비 +52% 증가를 전망한다. 이는 중국인 인바운드(Q)가 2 년 평균 +12% 증가, 인당 구매액(P)가 2 년 평균 +10% 증가했음을 가정한 수치(동사는 면세점 매출액을 중국인 입국자수로 단순히 나눈 인당 구매액이 '15 년 y-y +118.1%, '16 년 +19.9%, 1Q17+22.2% 증가함. +10% 수준의 가정은 충분히 보수적이라 판단함)이다. 중국 수입화장품 시장에서 한국 화장품의 점유율은 여전히 우상향하고 있는 상황으로 결국, 대외적 변수가 정상화되었을 때는 억눌렸던 수요까지 올라올 것이다.

투자의견 BUY, 목표주가 1,10,000 원 제시

LG 생활건강에 대해 투자의견 Buy, 목표주가 1,100,000 원을 제시하며, 커버리지를 재개한다. 목표주가는 SOTP 방식으로 산출하였으며, 화장품부문이 정상화되는 시점을 감안하여 2018 년 예상 실적을 기준으로 밸류에이션 하였다. 생활용품과 음료사업은 내수위주의 산업임을 반영하여 국내 음식료업종 평균 멀티플을 10% 디스카운트 하였으며, 화장품사업 역시 글로벌 피어 대비, 국내 경쟁사 대비 해외 매출 비중이 낮음을 감안하여 경쟁사 목표주가에 산출한 멀티플 대비 10%를 디스카운트하여 적용하였다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	십억원	4,677	5,328	6,094	6,320	7,164	7,761
yoy	%	8.1	13.9	14.4	3.7	13.4	8.3
영업이익	십억원	511	684	881	919	1,078	1,189
yoy	%	3.0	33.9	28.8	4.3	17.3	10.3
EBITDA	십억원	632	811	1,015	1,154	1,361	1,495
세전이익	십억원	480	645	753	901	1,064	1,181
순이익(지배주주)	십억원	349	460	568	668	791	879
영업이익률%	%	10.9	12.8	14.5	14.5	15.0	15.3
EBITDA%	%	13.5	15.2	16.7	18.3	19.0	19.3
순이익률	%	7.6	8.8	9.5	10.8	11.2	11.5
EPS	원	19,722	25,982	32,070	37,706	44,627	49,594
PER	배	31.6	40.4	26.7	25.1	21.2	19.1
PBR	배	6.7	9.1	6.0	5.4	4.4	3.7
EV/EBITDA	배	17.8	22.6	14.9	14.2	11.7	10.3
ROE	%	22.9	25.1	24.9	23.7	23.0	21.2
순차입금	십억원	852	633	429	151	-270	-888
부채비율	%	124.1	99.2	71.8	56.2	46.4	36.5

Valuation & 실적추정

LG 생활건강 SOTP Valuation

(십억원, 배, 원)

	Value	Multiple	Fair Value	비고
Healthy & Refreshing (a)	252	14.0	3,541	국내 음식료업종 2018년 예상실적 기준 PER 10% 할인
Beautiful (b)	556	23.5	13,060	글로벌 화장품 4사 2018년 예상실적 기준 PER 10% 할인
우선주 배당금 (c)	19	23.5	456	2018년 예상 우선주 배당금
순차입금 (d)			-243	2018년 예상 순차입금
Total Value (a)+(b)-(c)-(d)			16,388	
Shares outstanding ('000)			14,660	
적정주가			1,117,864	
Target Price			1,100,000	

자료: Bloomberg, SK 증권

주: 글로벌 화장품 4 개사 (에스티로더, 시세이도, P&G, 로레알)

LG 생활건강 분기별 실적 추정

(단위: 십억 원)

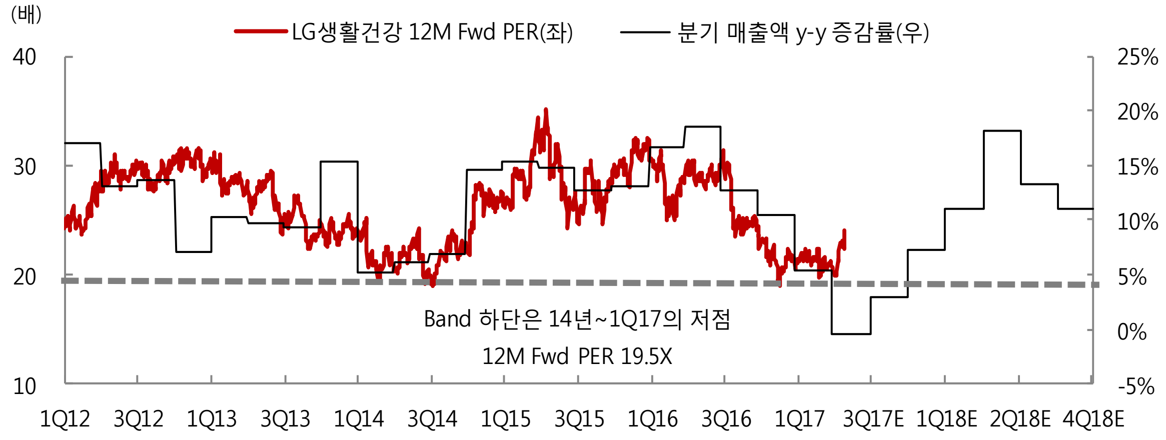
	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2016	2017E	2018E
매출액	1,519.4	1,553.9	1,563.5	1,457.3	1,600.7	1,546.9	1,609.4	1,563.1	6,093.7	6,320.1	7,164.4
% growth (y-y)	16.7%	18.5%	12.7%	9.7%	5.4%	-0.5%	2.9%	7.3%	14.4%	3.7%	13.4%
Healthy	419.1	373.7	439.4	362.3	430.4	381.5	449.6	372.5	1,594.2	1,634.0	1,675.4
% growth (y-y)	6.5%	7.4%	1.6%	6.8%	2.7%	2.1%	2.3%	2.8%	5.4%	2.5%	2.5%
% Sales	27.6%	24.0%	28.1%	24.9%	26.9%	24.7%	27.9%	23.8%	26.2%	25.9%	23.4%
Beautiful	796.6	819.9	741.5	797.6	854.2	787.6	758.4	878.4	3,155.5	3,278.5	4,011.2
% growth (y-y)	25.9%	33.1%	26.5%	14.2%	7.2%	-3.9%	2.3%	10.1%	24.6%	3.9%	22.4%
% Sales	52.4%	52.8%	47.4%	54.7%	53.4%	50.9%	47.1%	56.2%	51.8%	51.9%	56.0%
Refreshing	303.7	360.3	382.6	297.4	316.1	377.8	401.5	312.2	1,344.0	1,407.6	1,477.8
% growth (y-y)	10.1%	3.7%	3.9%	2.2%	4.1%	4.9%	4.9%	5.0%	4.8%	4.7%	5.0%
% Sales	20.0%	23.2%	24.5%	20.4%	19.7%	24.4%	24.9%	20.0%	22.1%	22.3%	20.6%
영업이익	233.5	225.4	244.2	177.9	260.0	216.5	246.8	195.7	880.9	919.0	1,077.5
% growth (y-y)	30.8%	34.2%	28.4%	20.7%	11.3%	-3.9%	1.1%	10.0%	28.8%	4.3%	17.2%
% margin	15.4%	14.5%	15.6%	12.2%	16.2%	14.0%	15.3%	12.5%	14.5%	14.5%	15.0%
Healthy	54.1	37.4	67.7	27.5	54.7	38.9	70.1	29.1	186.6	192.8	200.1
% growth (y-y)	11.6%	6.4%	5.8%	15.9%	1.1%	4.1%	3.6%	5.5%	9.0%	3.3%	3.8%
% Sales	12.9%	10.0%	15.4%	7.6%	12.7%	10.2%	15.6%	7.8%	11.7%	11.8%	11.9%
Beautiful	156.9	152.5	131.2	136.4	176.8	140.2	128.9	152.0	577.1	597.9	741.3
% growth (y-y)	39.4%	54.8%	59.9%	22.8%	12.7%	-8.1%	-1.8%	11.4%	42.8%	3.6%	24.0%
% Sales	19.7%	18.6%	17.7%	17.1%	20.7%	17.8%	17.0%	17.3%	18.3%	18.2%	18.5%
Refreshing	22.2	35.3	45.1	13.7	28.4	37.4	47.8	14.7	116.3	128.3	136.2
% growth (y-y)	27.6%	2.7%	2.2%	6.8%	28.3%	5.9%	5.8%	7.3%	6.9%	10.3%	6.1%
% Sales	7.3%	9.8%	11.8%	4.6%	9.0%	9.9%	11.9%	4.7%	8.7%	9.1%	9.2%

자료 : SK 증권

Analyst 서영화 donaldseo@sk.com / 02-3773-9182

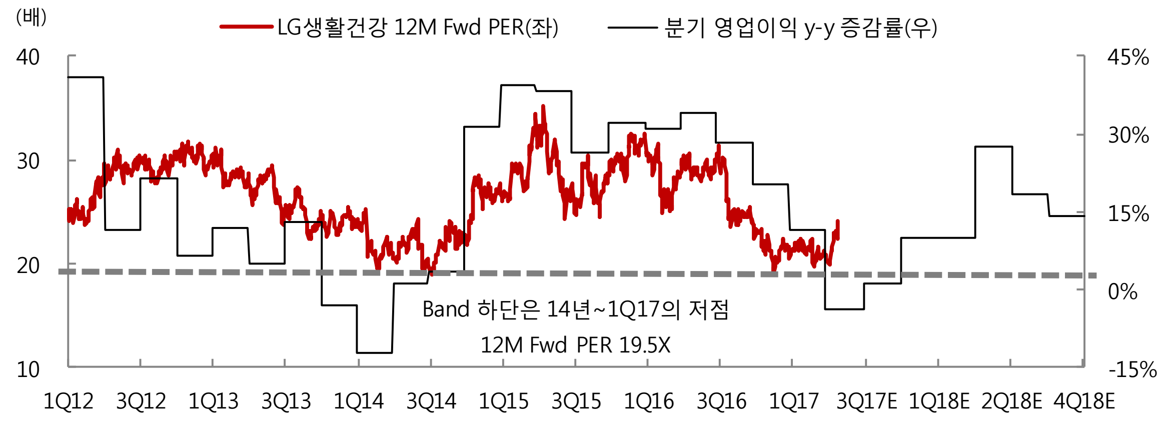
12M Fwd PER & 매출액, 영업이익 증가율

LG 생활건강 12M Fwd PER 과 분기 매출액 y-y 증감률 추이와 추정치



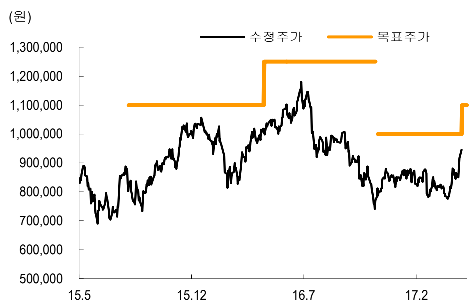
자료 : Quantiwise, SK 증권

LG 생활건강 12M Fwd PER 과 분기 영업이익 y-y 증감률 추이와 추정치



자료 : Quantiwise, SK 증권

투자의견변경	일시	투자의견	목표주가
	2017.05.10	매수	1,100,000원
		담당자 변경	
	2017.01.25	매수	1,000,000원
	2016.11.30	매수	1,000,000원
	2016.11.28	담당자 변경	
	2016.07.27	매수	1,250,000원
	2016.06.20	매수	1,250,000원
	2016.06.07	매수	1,250,000원
	2016.04.27	매수	1,250,000원
	2016.01.27	매수	1,100,000원
	2015.08.13	매수	1,100,000원



Compliance Notice

- 작성자(서영화)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 (2017 년 5 월 10 일 기준)

매수	95.68%	중립	4.32%	매도	0%

Analyst **서영화** donaldseo@sk.com / 02-3773-9182

재무상태표

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	1,331	1,425	1,621	2,069	2,591
현금및현금성자산	397	339	496	798	1,215
매출채권및기타채권	436	493	511	579	628
재고자산	441	536	556	630	682
비유동자산	2,884	3,078	3,371	3,624	3,754
장기금융자산	6	6	6	6	6
유형자산	1,290	1,464	1,748	1,983	2,095
무형자산	1,380	1,420	1,408	1,397	1,386
자산총계	4,215	4,502	4,992	5,694	6,344
유동부채	1,159	1,147	1,059	1,060	1,145
단기금융부채	373	277	157	37	37
매입채무 및 기타채무	420	444	460	521	565
단기충당부채	13	11	11	13	14
비유동부채	940	734	736	744	551
장기금융부채	688	517	517	517	317
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	18	37	38	42	46
부채총계	2,099	1,881	1,795	1,804	1,695
지배주주지분	2,037	2,532	3,098	3,780	4,528
자본금	89	89	89	89	89
자본잉여금	97	97	97	97	97
기타자본구성요소	-97	-101	-101	-101	-101
자기주식	-71	-71	-71	-71	-71
이익잉여금	2,066	2,539	3,082	3,741	4,466
비지배주주지분	78	88	99	110	121
자본총계	2,115	2,621	3,197	3,890	4,649
부채와자본총계	4,215	4,502	4,992	5,694	6,344

포괄손익계산서

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	5,328	6,094	6,320	7,164	7,761
매출원가	2,226	2,434	2,492	2,789	2,983
매출총이익	3,102	3,660	3,828	4,375	4,779
매출총이익률 (%)	58.2	60.1	60.6	61.1	61.6
판매비와관리비	2,418	2,779	2,909	3,298	3,590
영업이익	684	881	919	1,078	1,189
영업이익률 (%)	12.8	14.5	14.5	15.0	15.3
비영업손익	-39	-128	-18	-14	-8
순금융비용	25	16	13	9	4
외환관련손익	-5	0	-1	-1	-1
관계기업투자등 관련손익	7	7	7	7	7
세전계속사업이익	645	753	901	1,064	1,181
세전계속사업이익률 (%)	12.1	12.4	14.3	14.9	15.2
계속사업법인세	174	174	222	262	291
계속사업이익	470	579	679	802	890
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	470	579	679	802	890
순이익률 (%)	8.8	9.5	10.8	11.2	11.5
지배주주	460	568	668	791	879
지배주주귀속 순이익률(%)	8.64	9.32	10.57	11.04	11.32
비지배주주	10	11	11	11	11
총포괄이익	494	602	702	824	912
지배주주	485	591	691	814	902
비지배주주	10	11	11	11	11
EBITDA	811	1,015	1,154	1,361	1,495

현금흐름표

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	660	730	924	1,069	1,183
당기순이익(손실)	470	579	679	802	890
비현금성항목등	367	452	475	559	605
유형자산감가상각비	111	116	216	265	288
무형자산상각비	16	18	19	19	18
기타	44	137	10	10	10
운전자본감소(증가)	-16	-135	-8	-29	-21
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-2	-48	-18	-68	-48
재고자산감소(증가)	-21	-93	-20	-74	-52
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	1	9	16	61	43
기타	6	-4	14	52	36
법인세납부	-161	-165	-222	-262	-291
투자활동현금흐름	-340	-402	-504	-502	-399
금융자산감소(증가)	-13	3	0	0	0
유형자산감소(증가)	-285	-327	-500	-500	-400
무형자산감소(증가)	-6	-8	-8	-8	-8
기타	-35	-70	4	5	8
재무활동현금흐름	-262	-388	-263	-266	-366
단기금융부채증가(감소)	-315	-287	-120	-120	0
장기금융부채증가(감소)	152	13	0	0	-200
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	-68	-93	-126	-131	-154
기타	-32	-20	-17	-14	-12
현금의 증가(감소)	59	-58	158	301	418
기초현금	338	397	339	496	798
기말현금	397	339	496	798	1,215
FCF	430	406	412	558	773

자료 : LG생활건강, SK증권 추정

주요투자지표

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
성장성 (%)					
매출액	13.9	14.4	3.7	13.4	8.3
영업이익	33.9	28.8	4.3	17.3	10.3
세전계속사업이익	34.3	16.7	19.7	18.1	11.0
EBITDA	28.3	25.1	13.8	17.9	9.9
EPS(계속사업)	31.7	23.4	17.6	18.4	11.1
수익성 (%)					
ROE	25.1	24.9	23.7	23.0	21.2
ROA	11.7	13.3	14.3	15.0	14.8
EBITDA마진	15.2	16.7	18.3	19.0	19.3
안정성 (%)					
유동비율	114.8	124.2	153.1	195.3	226.3
부채비율	99.2	71.8	56.2	46.4	36.5
순차입금/자기자본	29.9	16.4	4.7	-7.0	-19.1
EBITDA/이자비용(배)	24.7	51.1	67.9	94.3	126.0
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	25,982	32,070	37,706	44,627	49,594
BPS	114,985	142,927	174,834	213,356	255,567
CFPS	33,154	39,616	50,985	60,626	66,880
주당 현금배당금	5,500	7,500	7,825	9,174	10,092
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	40.7	36.8	25.1	21.2	19.1
PER(최저)	23.0	23.1	20.6	17.4	15.7
PBR(최고)	9.2	8.3	5.4	4.4	3.7
PBR(최저)	5.2	5.2	4.4	3.6	3.0
PCR	31.7	21.6	18.6	15.6	14.1
EV/EBITDA(최고)	22.6	20.1	14.2	11.7	10.3
EV/EBITDA(최저)	13.2	12.9	11.7	9.6	8.3

SK COMPANY Analysis

SK securities

클리오 (237880/KQ | 매수(신규편입) | T.P 49,000 원(신규편입))

도매수출을 제외한 전 채널 성장이 확실시 되는 상황

클리오에 대해 투자의견 Buy, 목표주가 49,000 원으로 신규 분석을 개시한다. 클리오는 도매수출을 제외한 전 채널 성장이 확실시 되는 상황일 뿐만 아니라, 국내 화장품 시장 구조 변화에 따른 수혜를 가장 크게 받을 수 있는 브랜드업체이기도 하다. 클리오는 당사 화장품 커버리지 브랜드업체 중 가장 큰 주가 업사이드를 가지고 있다.

Analyst
서영화
donaldseo@sk.com
02-3773-9182

Company Data	
자본금	8 십억원
발행주식수	1,944 만주
자사주	15 만주
액면가	500 원
시가총액	686 십억원
주요주주	
한현옥(외5)	76.87%
외국인지분률	15.40%
배당수익률	1.50%

Stock Data	
주가(17/05/04)	40,500 원
KOSDAQ	635.11 pt
52주 Beta	1.04
52주 최고가	42,800 원
52주 최저가	28,000 원
60일 평균 거래대금	2 십억원

주가 및 상대수익률

주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-4.1%	-5.6%
6개월	%	%
12개월	%	%

도매수출을 제외한 전 채널 성장이 확실시 되는 상황

유통 채널 별로 성장 요소를 살펴보면, 1)클럽클리오는 매장 수 확대를 통한 성장이 가능하다. 클럽클리오의 매장수는 '15 년말 61 개, '16 년말 95 개였다. 로드숍 채널이 부진하지만, 1Q17 기준 이니스프리 808 개, 에뛰드 388 개 로드숍 매장이 있음을 감안 시 회사가 1 차 목표로 하는 150 여개의 브랜드숍 오픈은 무리가 없다고 판단한다. 2)H&B 스토어 확대에 따른 외형 성장이 가능하다. 16 년말 914 개 점포에 입점하였는데, 연말 기준 약 1,100 개 이상의 점포로 입점이 가능한 상황이다. 또한 3 월부터는 구달이 신규 입점되어 점당 매출액이 큰 폭으로 증가할 수 있는 상황이다. 3)면세점 신규 입점에 따른 성장이 가능하다. '16 년말 22 개 매장 입점에서 '17 년말 50 개까지 확대될 예정이다. 대부분 해외 면세점이어서 효율은 떨어지나 외형 성장과 클리오 브랜드 인지도 향상에 기여할 수 있다. 4)글로벌 매출 확대가 가능한 상황이다. 중국 세포라 100 개 매장에 입점이 완료되었으며, 연말까지 100 개 매장이 추가될 예정이다. 이외 중국 왓슨스에 페리페라 입점, 중국 로드숍 확대, 미국 얼타 입점(3 월 305 개 완료)에 따른 외형 성장이 가능하다. 상기 채널에 의한 성장이 도매수출 감소분을 상쇄해 나갈 전망이다.

투자의견 BUY, 목표주가 49,000 원 제시

클리오에 대해 투자의견 Buy, 목표주가 49,000 원으로 신규 분석을 개시한다. 경쟁사 대비 높은 성장성, 국내 유통 채널 변화의 수혜는 분명한 프리미엄 요인이나 국내 메이저 화장품 회사 대비 낮은 브랜드 인지도와 글로벌 매출 비중을 감안하여, 아모레퍼시픽 대비 10% 할인된 23.5X 의 멀티플을 적용하여 목표주가를 산출하였다. 당사 화장품 커버리지 브랜드업체 중에서는 가장 큰 주가 업사이드를 가지고 있다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	십억원	42	107	196	237	283	327
yoy	%	26.6	151.6	83.7	20.7	19.3	15.7
영업이익	십억원	1	22	28	38	47	55
yoy	%	-60.1	3,184.3	24.2	36.7	22.0	17.5
EBITDA	십억원	2	24	30	58	67	72
세전이익	십억원	1	23	30	40	49	58
순이익(지배주주)	십억원	1	18	23	31	37	44
영업이익률%	%	1.6	21.0	14.2	16.1	16.5	16.7
EBITDA%	%	4.0	22.4	15.4	24.6	23.8	21.9
순이익률	%	1.5	16.5	11.6	12.9	13.3	13.5
EPS	원	44	1,226	1,479	1,607	1,972	2,328
PER	배	0.0	0.0	20.7	25.5	20.8	17.6
PBR	배	0.0	0.0	3.9	4.7	4.1	3.5
EV/EBITDA	배	0.0	0.0	14.0	10.1	8.5	7.6
ROE	%	7.2	99.5	26.9	19.6	20.6	20.9
순차입금	십억원	4	-15	-98	-112	-130	-156
부채비율	%	213.3	131.9	68.9	49.7	36.9	30.6

Analyst 서영화 donaldseo@sk.com / 02-3773-9182

Valuation & 실적 추정

클리오 PER Valuation (억원, 배, 원)

	Value	Multiple	Fair Value	비고
2018 년 예상 실적기준 지배주주순이익	375	23.5	8,809	글로벌 화장품 4개사 평균 대비 10% 디스카운트
Shares Outstanding('000)			18,155	
Fair Value per share			48,520	
Target Price			49,000	

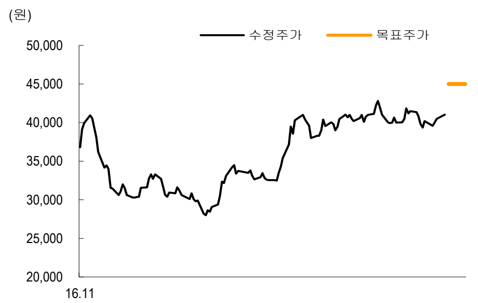
자료 : Bloomberg, SK 증권
주 : 글로벌 화장품 4 개사 (에스티로더, 시세이도, P&G, 로레알)

클리오 부문별 실적 추정 (단위 : 백만원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17E	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2016E	2017E	2018E
Sales	45,800	44,500	50,200	55,900	61,616	50,020	59,300	66,080	196,400	237,016	282,696
y-y	220.9%	139.3%	89.8%	17.1%	34.5%	12.4%	18.1%	18.2%	83.7%	20.7%	19.3%
Club Clio	12,800	12,200	10,900	11,900	13,696	11,590	13,080	14,280	47,800	52,646	62,050
H&B	6,000	5,900	9,600	8,200	9,600	10,030	12,480	10,660	29,700	42,770	53,463
Online	3,900	4,000	5,400	6,400	6,240	6,400	7,560	8,320	19,700	28,520	37,076
Global	4,700	6,000	6,200	10,100	6,580	7,800	8,680	12,120	27,000	35,180	44,633
Duty free	1,600	8,100	9,100	11,300	10,500	8,200	9,500	13,500	30,100	41,700	52,895
도매수출	16,800	8,300	9,000	8,000	15,000	6,000	8,000	7,200	42,100	36,200	32,580
Club Clio	225.0%	125.8%	72.1%	0.0%	7%	-5%	20%	20%	73.4%	10.1%	17.9%
H&B	27.1%	27.0%	79.3%	32.8%	60%	70%	30%	30%	42.1%	44.0%	25.0%
Online	100.3%	74.5%	112.2%	79.5%	60%	60%	40%	30%	90.4%	44.8%	30.0%
Global	77.9%	95.4%	70.7%	72.7%	40%	30%	40%	20%	77.7%	30.3%	26.9%
Duty free	261.8%	4282.5%	4321.7%	3196.3%	556.3%	1.2%	4.4%	19.5%	2460.1%	38.5%	26.8%
도매수출	2787.7%	176.7%	7.3%	-59.9%	-10.7%	-27.7%	-11.1%	-10.0%	32.0%	-14.0%	-10.0%
OP	11,225	4,227	7,756	4,696	9,119	7,753	10,081	11,234	27,932	38,187	46,597
y-y	1777.5%	124.2%	31.7%	-66.9%	-18.8%	83.4%	30.0%	139.2%	24.2%	36.7%	22.0%
OPM	24.5%	9.5%	15.5%	8.4%	14.8%	15.5%	17.0%	17.0%	14.2%	16.1%	16.5%

자료 : SK 증권

투자의견변경	일시	투자의견	목표주가
	2017.05.10	매수(신규편입)	45,000원



Compliance Notice

- 작성자(서영화)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 (2017 년 5 월 10 일 기준)

매수	95.68%	중립	4.32%	매도	0%

Analyst 서영화 donaldseo@sk.com / 02-3773-9182

재무상태표

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	32	197	200	208	233
현금및현금성자산	15	53	47	45	61
매출채권및기타채권	8	22	27	32	37
재고자산	8	19	23	27	31
비유동자산	30	44	52	59	65
장기금융자산	0	5	5	5	5
유형자산	22	24	24	24	23
무형자산	1	2	2	2	2
자산총계	61	241	252	267	298
유동부채	32	94	79	67	65
단기금융부채	0	57	37	17	7
매입채무 및 기타채무	24	31	35	42	48
단기충당부채	1	0	0	0	0
비유동부채	3	5	5	5	5
장기금융부채	0	0	0	0	0
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	0	1	1	1	1
부채총계	35	98	84	72	70
지배주주지분	26	143	169	195	228
자본금	1	8	8	8	8
자본잉여금	0	94	94	94	94
기타자본구성요소	0	-3	-3	-3	-3
자기주식	0	-4	-4	-4	-4
이익잉여금	26	44	70	98	132
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	26	143	169	195	228
부채와자본총계	61	241	252	267	298

포괄손익계산서

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	107	196	237	283	327
매출원가	41	73	88	104	120
매출총이익	66	124	150	179	207
매출총이익률 (%)	62.0	62.9	63.1	63.2	63.3
판매비와관리비	44	96	111	132	152
영업이익	22	28	38	47	55
영업이익률 (%)	21.0	14.2	16.1	16.5	16.7
비영업손익	0	2	2	3	4
순금융비용	0	2	1	0	-1
외환관련손익	0	1	0	0	0
관계기업투자등 관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	23	30	40	49	58
세전계속사업이익률 (%)	21.3	15.0	17.0	17.5	17.9
계속사업법인세	5	7	10	12	14
계속사업이익	18	23	31	37	44
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	18	23	31	37	44
순이익률 (%)	16.5	11.6	12.9	13.3	13.5
지배주주	18	23	31	37	44
지배주주귀속 순이익률(%)	16.51	11.6	12.89	13.26	13.53
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	18	22	30	37	43
지배주주	18	22	30	37	43
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	24	30	58	67	72

현금흐름표

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	39	5	42	51	53
당기순이익(손실)	18	23	31	37	44
비현금성항목등	9	11	28	30	27
유형자산감가상각비	1	2	20	20	16
무형자산상각비	0	1	1	1	1
기타	3	1	-3	-3	-3
운전자본감소(증가)	12	-22	-7	-4	-4
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-2	-15	-5	-5	-5
재고자산감소(증가)	-4	-12	-4	-4	-4
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	16	6	4	7	7
기타	1	-2	-3	-2	-2
법인세납부	0	-8	-10	-12	-14
투자활동현금흐름	-20	-118	-21	-21	-16
금융자산감소(증가)	-1	-106	0	0	0
유형자산감소(증가)	-19	-4	-20	-20	-15
무형자산감소(증가)	0	-1	-1	-1	-1
기타	0	-8	-1	-1	-1
재무활동현금흐름	-9	152	-26	-32	-21
단기금융부채증가(감소)	0	0	-20	-20	-10
장기금융부채증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의증가(감소)	0	98	0	0	0
배당금의 지급	0	-4	-4	-10	-10
기타	0	0	-2	-1	-1
현금의 증가(감소)	9	38	-6	-2	16
기초현금	6	15	53	47	45
기말현금	15	53	47	45	61
FCF	20	-8	22	31	38

자료 : 클리오, SK증권 추정

주요투자지표

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
성장성 (%)					
매출액	151.6	83.7	20.7	19.3	15.7
영업이익	3,184.3	24.2	36.7	22.0	17.5
세전계속사업이익	3,053.9	29.8	36.4	22.7	18.0
EBITDA	1,294.7	26.2	93.5	15.1	6.7
EPS(계속사업)	2,667.0	20.7	8.7	22.7	18.0
수익성 (%)					
ROE	99.5	26.9	19.6	20.6	20.9
ROA	39.4	15.1	12.4	14.4	15.7
EBITDA마진	22.4	15.4	24.6	23.8	21.9
안정성 (%)					
유동비율	99.3	210.7	253.6	310.1	359.5
부채비율	131.9	68.9	49.7	36.9	30.6
순차입금/자기자본	-57.7	-68.7	-66.7	-66.8	-68.5
EBITDA/이자비용(배)	93.6	13.9	25.8	45.8	107.5
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	1,226	1,479	1,607	1,972	2,328
BPS	1,838	7,945	8,673	10,034	11,744
CFPS	1,324	1,624	2,670	3,054	3,218
주당 현금배당금	0	600	600	600	600
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	0.0	27.7	26.6	21.7	18.4
PER(최저)	0.0	20.5	17.4	14.2	12.0
PBR(최고)	0.0	5.2	4.9	4.3	3.6
PBR(최저)	0.0	3.8	3.2	2.8	2.4
PCR	0.0	18.8	15.4	13.4	12.8
EV/EBITDA(최고)	0.0	19.8	10.5	8.9	8.0
EV/EBITDA(최저)	0.0	13.9	-1.8	-1.9	-2.1

SK COMPANY Analysis

SK securities

코스맥스 (192820/KS | 매수(신규편입) | T.P 190,000 원(신규편입))

국내와 중국, 모두 화장품 시장 구조 변화의 수혜를 받을 수 있는 상황

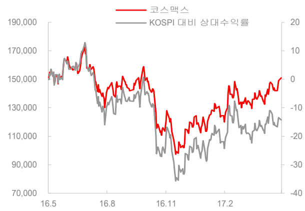
코스맥스에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 190,000 원을 제시하며 커버리지를 재개한다. 동사는 국내 화장품 시장 구조 변화의 최대 수혜를 받을 전망이며, 실제 국내 부문의 성장 또한 H&B 스토어향, PB 향, 홈쇼핑향 그리고 수출에서 나오고 있다. 대규모 증설이 진행된 중국 역시 색조 시장 확대에 따른 수혜를 누릴 전망이다.

Analyst
서영화
donaldseo@sk.com
02-3773-9182

Company Data	
자본금	5 십억원
발행주식수	1,005 만주
자사주	0 만주
액면가	500 원
시가총액	1,518 십억원
주요주주	
코스맥스비티아이(외 4)	26.02%
국민연금공단	11.99%
외국인지분률	28.70%
배당수익률	0.70%

Stock Data	
주가(17/05/09)	151,000 원
KOSPI	2292.76 pt
52주 Beta	0.77
52주 최고가	172,593 원
52주 최저가	97,300 원
60일 평균 거래대금	13 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	9.0%	2.3%
6개월	28.5%	12.3%
12개월	10.2%	-5.0%

국내 화장품 시장 구조 변화의 최대 수혜

국내 화장품 시장은 H&B 스토어의 호조세, 브랜드숍의 부진, 홈쇼핑 Product(Brand) Mix 의 변화가 지속되고 있는 가운데 동사는 국내 화장품 시장 구조 변화에 최대 수혜를 누리고 있다. H&B 스토어의 PB 브랜드들과 H&B 스토어 사업자들이 선호하는 브랜드 그리고 최근에 홈쇼핑에서 두각을 나타내고 있는 브랜드들은 대부분 외주 생산 방식을 채택하고 있으며, 이들은 상대적으로 떨어지는 인지도를 올리고 제품 경쟁력을 확보하고자 생산 회사의 이름 자체가 브랜드가 될 수 있는 메이저 제조 업체를 선택하고 있다. 동사의 경우도 H&B 스토어 색조부문의 절대 강자인 클리오로부터의 오더가 늘어나고 있으며, 수출 이외 PB 향, 홈쇼핑향, H&B 스토어향 제품들이 국내부문 매출 성장을 견인하고 있다.

이외 코스맥스의 중국 부문은 '17 년, '18 년 자체 증설 효과 및 중국 색조 시장 확대에 따른 수혜가 기대되는 상황이다. 벌크 비중이 높은 광저우의 2.5 배 증설(4,000 만개/년 → 1 억개/년)은 중국 부문 수익성 개선으로도 연결될 전망이다.

투자의견 Buy, 목표주가 190,000 원. 여전히 충분한 상승여력

코스맥스에 대해 투자의견 Buy, 목표주가 190,000 원으로 커버리지를 재개한다. 목표주가는 브랜드 회사들과 동일하게 2018 년 예상 실적을 기준으로 산출하였으며, 글로벌 화장품 4 사의 평균 멀티플을 적용하였다. 다른 화장품 회사들을 압도하는 EPS 성장률, 국내 화장품 시장 구조 변화의 최대 수혜, 높은 중국 비중 그리고 동사가 글로벌 생산 사이트를 구축하고 있음을 감안하여, OEM/ODM 업체 디스카운트를 적용하지 않았다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	십억원	334	533	757	938	1,120	1,302
yoy	%	0.0	59.7	41.9	24.0	19.3	16.3
영업이익	십억원	24	36	53	74	112	136
yoy	%	0.0	47.7	46.4	41.5	51.0	21.4
EBITDA	십억원	31	45	65	97	137	162
세전이익	십억원	22	29	46	66	104	128
순이익(지배주주)	십억원	17	21	35	48	74	90
영업이익률%	%	7.3	6.7	7.0	7.9	10.0	10.5
EBITDA%	%	9.3	8.5	8.6	10.3	12.3	12.5
순이익률	%	4.7	3.5	4.2	4.8	6.3	6.7
EPS	원	1,798	2,301	3,759	4,787	7,331	8,946
PER	배	54.1	78.0	31.8	31.5	20.6	16.9
PBR	배	11.1	16.9	5.7	6.3	5.1	4.1
EV/EBITDA	배	33.5	41.2	21.4	18.0	12.6	10.5
ROE	%	20.6	23.8	22.5	21.2	27.2	26.8
순차입금	십억원	130	190	179	217	216	178
부채비율	%	304.4	354.8	221.2	218.6	197.3	174.4

Analyst 서영화 donaldseo@sk.com / 02-3773-9182

Valuation & 실적 추정

코스맥스 PER Valuation

(억원, 배, 원)

	Value	Multiple	Fair Value	비고
2018 년 예상 실적기준 지배주주순이익	737	26.1	19,236	2018년 예상실적 기준 글로벌 화장품 4개사 평균 PER
Shares Outstanding('000)			10,046	
Fair Value per share			191,475	
Target Price			190,000	

자료 : Bloomberg, SK 증권
주 : 글로벌 화장품 4 개사 (에스티로더, 시세이도, P&G, 로레알)

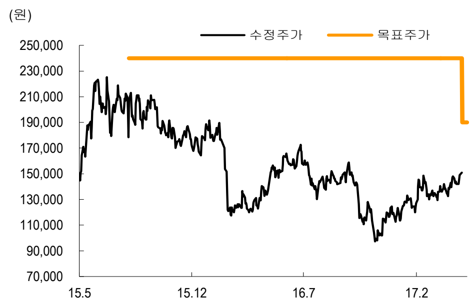
코스맥스 분기별 실적 추정

(단위 : 십억원)

		1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	2016	1Q17E	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2017E	2018E
Sales	Sales	173.5	197.7	186.1	199.7	757.0	215.0	244.9	231.7	246.9	938.4	1,119.7
	y-y	49.1%	33.3%	40.0%	47.1%	41.9%	24.0%	23.8%	24.5%	23.6%	24.0%	19.3%
	KOREA	123.9	128.0	123.7	129.9	505.5	148.7	153.6	148.4	155.9	606.6	697.6
	China	58.1	81.3	71.1	73.5	283.9	74.7	104.7	91.6	94.8	365.9	455.6
	Shanghai	50.6	71.9	63.5	66.8	252.9	65.8	93.5	82.6	86.9	328.8	411.0
	Guangzhou	7.4	9.3	7.6	6.6	31.0	8.9	11.2	9.1	8.0	37.2	44.6
	Indonesia	0.5	0.5	0.6	1.4	3.0	0.7	0.7	0.7	0.7	2.8	4.0
	USA	2.8	4.7	4.1	5.9	17.6	5.5	6.5	7.5	9.0	28.5	40.0
y-y	KOREA	53.0%	25.3%	39.2%	25.2%	35.7%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	15.0%
	China	30.2%	34.5%	21.4%	42.1%	31.9%	28.7%	28.9%	28.9%	29.1%	28.9%	24.5%
	Shanghai	36.9%	42.0%	28.7%	52.0%	39.7%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	25.0%
	Guangzhou	-2.2%	-4.2%	-17.5%	-14.0%	-9.5%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%
	Indonesia	23.0%	39.1%	18.5%	245.1%	77.5%	52.2%	33.8%	10.2%	-48.9%	-6.3%	42.9%
	USA						94.6%	39.7%	81.5%	51.5%	62.4%	40.4%
OP	영업이익	13.1	18.2	11.9	9.5	52.6	15.8	23.1	18.7	16.7	74.4	112.4
	y-y	71.7%	31.4%	25.8%	88.1%	46.4%	21.1%	27.1%	57.5%	77.0%	41.5%	51.0%
	OPM	7.5%	9.2%	6.4%	4.7%	7.0%	7.4%	9.4%	8.1%	6.8%	7.9%	10.0%
	KOREA	11.3	13.3	9.9	8.8	43.3	13.7	16.1	12.2	11.2	53.2	62.6
	Ex KOREA	1.8	4.9	2.0	0.6	9.3	2.2	7.0	6.6	5.5	21.2	49.8
OPM	KOREA	9.1%	10.4%	8.0%	7.0%	8.6%	9.2%	10.5%	8.2%	7.2%	8.8%	9.0%
	Ex KOREA	3.6%	7.0%	3.2%	0.9%	3.7%	3.2%	7.7%	7.9%	6.1%	6.4%	11.8%

자료 : SK 증권

투자의견변경	일시	투자의견	목표주가
	2017.05.10	매수	190,000원
		담당자 변경	
	2016.06.07	매수	240,000원
	2016.05.10	매수	240,000원
	2016.02.17	매수	240,000원
	2015.08.13	매수	240,000원



Compliance Notice

- 작성자(서영화)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 (2017 년 5 월 10 일 기준)

매수	95.68%	중립	4.32%	매도	0%

Analyst 서영화 donaldseo@sk.com / 02-3773-9182

재무상태표

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	256	396	436	516	632
현금및현금성자산	17	68	30	31	69
매출채권및기타채권	145	192	238	284	330
재고자산	84	125	155	185	215
비유동자산	183	270	312	341	349
장기금융자산	3	11	11	11	11
유형자산	163	236	274	300	305
무형자산	5	6	6	6	6
자산총계	439	666	748	856	981
유동부채	296	384	430	477	524
단기금융부채	177	190	190	190	190
매입채무 및 기타채무	103	162	201	239	278
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	46	75	83	91	100
장기금융부채	34	60	60	60	60
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	0	0	0	0	0
부채총계	342	459	513	568	623
지배주주지분	98	211	242	299	372
자본금	5	5	5	5	5
자본잉여금	60	151	151	151	151
기타자본구성요소	0	0	0	0	0
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	32	58	96	160	240
비지배주주지분	-1	-4	-7	-11	-15
자본총계	97	207	235	288	357
부채와자본총계	439	666	748	856	981

포괄손익계산서

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	533	757	938	1,120	1,302
매출원가	445	639	773	919	1,065
매출총이익	88	118	165	201	237
매출총이익률 (%)	16.5	15.6	17.6	17.9	18.2
판매비와관리비	52	65	91	88	101
영업이익	36	53	74	112	136
영업이익률 (%)	6.7	7.0	7.9	10.0	10.5
비영업손익	-6	-6	-8	-8	-8
순금융비용	5	7	7	7	7
외환관련손익	-2	-1	-2	-2	-2
관계기업투자등 관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	29	46	66	104	128
세전계속사업이익률 (%)	5.5	6.1	7.1	9.3	9.8
계속사업법인세	11	15	21	34	41
계속사업이익	19	31	45	70	87
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	19	31	45	70	87
순이익률 (%)	3.5	4.2	4.8	6.3	6.7
지배주주	21	35	48	74	90
지배주주귀속 순이익률(%)	3.98	4.59	5.13	6.58	6.91
비지배주주	-2	-3	-3	-3	-3
총포괄이익	19	24	38	63	79
지배주주	22	28	41	67	83
비지배주주	-2	-4	-4	-4	-4
EBITDA	45	65	97	137	162

현금흐름표

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	-1	31	40	69	86
당기순이익(손실)	19	31	45	70	87
비현금성항목등	32	43	52	67	75
유형자산감가상각비	9	12	22	25	25
무형자산상각비	0	1	1	1	1
기타	6	10	-1	-1	-1
운전자본감소(증가)	-40	-31	-35	-35	-35
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-49	-47	-46	-46	-46
재고자산감소(증가)	-28	-46	-30	-30	-30
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	27	56	39	39	39
기타	10	6	2	3	2
법인세납부	-12	-13	-21	-34	-41
투자활동현금흐름	-47	-97	-60	-51	-31
금융자산감소(증가)	1	-7	0	0	0
유형자산감소(증가)	-43	-88	-60	-50	-30
무형자산감소(증가)	-2	-1	-1	-1	-1
기타	-2	-2	0	0	0
재무활동현금흐름	54	117	-18	-18	-18
단기금융부채증가(감소)	23	-5	0	0	0
장기금융부채증가(감소)	42	44	0	0	0
자본의증가(감소)	0	93	0	0	0
배당금의 지급	-4	-6	-10	-10	-10
기타	-6	-8	-7	-7	-7
현금의 증가(감소)	7	51	-38	1	38
기초현금	11	17	68	30	31
기말현금	17	68	30	31	69
FCF	-57	-58	-23	16	52

자료 : 코스맥스, SK증권 추정

주요투자지표

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
성장성 (%)					
매출액	59.7	41.9	24.0	19.3	16.3
영업이익	47.7	46.4	41.5	51.0	21.4
세전계속사업이익	33.8	57.6	42.5	57.1	23.1
EBITDA	45.7	44.6	48.4	42.2	17.9
EPS(계속사업)	27.9	63.4	27.4	53.2	22.0
수익성 (%)					
ROE	23.8	22.5	21.2	27.2	26.8
ROA	4.9	5.7	6.3	8.8	9.4
EBITDA마진	8.5	8.6	10.3	12.3	12.5
안정성 (%)					
유동비율	86.4	103.2	101.4	108.1	120.6
부채비율	354.8	221.2	218.6	197.3	174.4
순차입금/자기자본	196.7	86.5	92.5	75.1	50.0
EBITDA/이자비용(배)	7.9	9.5	12.9	18.4	21.7
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	2,301	3,759	4,787	7,331	8,946
BPS	10,599	20,990	24,096	29,747	37,012
CFPS	3,289	5,115	7,004	9,826	11,496
주당 현금배당금	700	1,000	1,000	1,000	1,000
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	97.9	51.0	31.5	20.6	16.9
PER(최저)	42.1	25.9	23.5	15.4	12.6
PBR(최고)	21.3	9.1	6.3	5.1	4.1
PBR(최저)	9.1	4.6	4.7	3.8	3.0
PCR	54.6	23.4	21.6	15.4	13.1
EV/EBITDA(최고)	50.6	30.1	18.0	12.6	10.5
EV/EBITDA(최저)	24.3	17.9	14.0	9.8	8.1

SK
COMPANY
Analysis

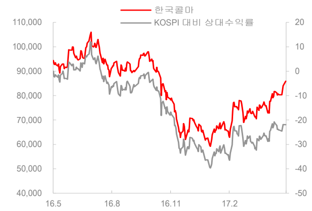
SK securities

Analyst
서영화
donaldseo@sk.com
02-3773-9182

Company Data	
자본금	11 십억원
발행주식수	2,110 만주
자사주	0 만주
액면가	500 원
시가총액	1,813 십억원
주요주주	
한국콜마홀딩스(외22)	23.29%
국민연금공단	9.27%
외국인지분률	47.50%
배당수익률	0.30%

Stock Data	
주가(17/05/09)	85,900 원
KOSPI	2292.76 pt
52주 Beta	0.78
52주 최고가	106,000 원
52주 최저가	59,200 원
60일 평균 거래대금	13 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	13.2%	6.2%
6개월	9.0%	-4.7%
12개월	-2.1%	-15.6%

한국콜마 (161890/KS | 매수(신규편입) | T.P 100,000 원(신규편입))

국내 화장품, 제약, 북미법인 모두 긍정적인 상황

한국콜마에 대해 투자의견 Buy, 목표주가 100,00 원으로 커버리지를 재개한다. 한국콜마는 H&B 스토어 확산과 홈쇼핑 채널 브랜드 Mix 변화에 따른 수혜를 받고 있다. 이외 2017 년부터 북미지역 법인들이 온기로 실적에 반영되기 시작하며, 하반기 대규모 증설을 앞두고 있는 제약부문 또한 큰 폭의 매출 성장세를 이어나가고 있다.

국내 화장품, 제약, 북미법인 모두 긍정적인 상황

국내 화장품 시장은 H&B 스토어의 호조세, 브랜드숍의 부진, 홈쇼핑 Product(Brand) Mix 의 변화가 지속되고 있는 가운데 동사는 국내 화장품 시장 구조 변화에 최대 수혜를 누리고 있다. H&B 스토어의 PB 브랜드들과 H&B 스토어 사업자들이 선호하는 브랜드 그리고 최근에 홈쇼핑에서 두각을 나타내고 있는 브랜드들은 대부분 외주 생산 방식을 채택하고 있으며, 이들은 상대적으로 떨어지는 인지도를 올리고 제품 경쟁력을 확보하고자 생산 회사의 이름 자체가 브랜드가 될 수 있는 메이저 제조 업체를 선택하고 있다. 동사의 경우도 최근 국내 부문의 성장은 이들 브랜드들의 오더가 견인하고 있다. 홈쇼핑부문의 절대 강자인 카버코리아(A.H.C), H&B 스토어 기초부문에서 두각을 나타내고 있는 해브앤비(닥터자르트)로부터의 오더가 큰 폭으로 확대되고 있으며, 이외 PB 브랜드들의 오더도 빠른 속도로 증가하고 있다.

하반기 대규모 증설을 앞두고 있는 제약부문은 1Q17 에도 y-y +20% 이상의 외형 성장을 시현한 것으로 추정되며, 북미법인은 17 년부터 온기로 실적에 반영될 전망이다. 17 년 북미법인들의 예상 매출액은 889 억원(전사 비중 10.5%)으로 추정한다.

투자의견 Buy, 목표주가 100,000 원 제시

한국콜마에 대해 투자의견 Buy, 목표주가 100,000 원으로 커버리지를 재개한다. 목표주가는 브랜드 회사들과 동일하게 2018 년 예상 실적을 기준으로 산출하였으며, 글로벌 화장품 4 사의 평균 멀티플을 적용하였다. 다른 화장품 회사들을 압도하는 EPS 성장률, 국내 화장품 시장 구조 변화의 최대 수혜, 국내 독보적인 제약 OEM 비즈니스의 경쟁력과 성장성 그리고 향후 성장 가능성이 높고 현재 실적에도 기여하고 있는 북미법인들을 감안하여, OEM/ODM 업체 디스카운트를 적용하지 않았다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	십억원	461	536	667	847	970	1,102
yoy	%	63.4	16.2	24.6	26.9	14.5	13.6
영업이익	십억원	47	61	73	93	109	126
yoy	%	138.1	29.6	20.9	27.0	17.4	15.4
EBITDA	십억원	54	70	85	113	131	149
세전이익	십억원	43	59	71	92	109	126
순이익(지배주주)	십억원	33	45	53	69	81	94
영업이익률%	%	10.2	11.3	11.0	11.0	11.3	11.5
EBITDA%	%	11.7	13.1	12.8	13.4	13.5	13.5
순이익률	%	7.1	8.5	8.0	8.1	8.4	8.6
EPS	원	1,641	2,155	2,516	3,254	3,857	4,477
PER	배	26.9	44.0	26.2	26.4	22.3	19.2
PBR	배	5.2	9.1	5.1	5.4	4.4	3.6
EV/EBITDA	배	17.1	28.3	16.9	16.3	13.7	11.7
ROE	%	22.3	22.7	21.6	22.8	21.7	20.4
순차입금	십억원	-10	-15	31	15	-34	-102
부채비율	%	87.1	56.0	71.3	66.4	57.7	50.9

Analyst 서영화 donaldseo@sk.com / 02-3773-9182

Valuation 및 실적 추정

한국콜마 PER Valuation (억원, 배, 원)

	Value	Multiple	Fair Value	비고
2018 년 예상 실적기준 지배주주순이익	815	26.1	21,272	2018년 예상실적 기준 글로벌 화장품 4개사 평균 PER
Shares Outstanding('000)			21,100	
Fair Value per share			100,812	
Target Price			100,000	

자료 : Bloomberg, SK 증권
주 : 글로벌 화장품 4 개사 (에스티로더, 시세이도, P&G, 로레알)

한국콜마 분기별 실적 추정 (단위 : 백만원)

		1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17F	2Q17F	3Q17F	4Q17F	2016	2017E	2018E
Sales	Sales	148,615	173,013	160,210	185,631	190,325	223,479	209,226	223,687	667,469	846,717	969,777
	y-y%	17.5%	21.8%	25.0%	33.4%	28.1%	29.2%	30.6%	20.5%	24.6%	26.9%	14.5%
	KOREA	144,536	166,600	147,300	161,200	165,039	187,848	168,077	183,893	619,636	704,857	799,213
	Cosmetic	109,050	124,700	104,400	116,000	121,391	141,758	118,742	131,913	454,150	513,804	579,503
	Bio	35,486	41,900	42,900	45,200	43,648	46,090	49,335	51,980	165,486	191,053	219,711
	Beijing	7,117	12,900	16,600	15,500	9,964	16,770	21,580	20,150	52,117	68,464	92,426
	PTP				13,600	13,328	14,960	15,368	15,232		58,888	63,599
	CSR					5,500	8,000	8,000	8,500		30,000	32,400
y-y	KOREA	18.2%	24.4%	20.8%	25.6%	14.2%	12.8%	14.1%	14.1%	22.3%	13.8%	13.4%
	Cosmetic	19.4%	22.4%	17.8%	24.9%	11.3%	13.7%	13.7%	13.7%	21.2%	13.1%	12.8%
	Bio	14.8%	31.0%	29.3%	27.6%	23.0%	10.0%	15.0%	15.0%	25.8%	15.4%	15.0%
	Beijing	24.1%	31.6%	88.5%	21.7%	40%	30%	30%	30%	40.5%	31.4%	35.0%
OP	OP	17,466	21,546	15,534	18,885	20,965	26,316	21,936	24,012	73,430	93,228	109,442
	y-y%	20.6%	22.6%	-1.2%	46.1%	20.0%	22.1%	41.2%	27.1%	20.9%	27.0%	17.4%
	%Sales	11.8%	12.5%	9.7%	10.2%	11.0%	11.8%	10.5%	10.7%	11.0%	11.0%	11.3%
	KOREA	17,111	20,944	14,521	18,056	19,391	23,654	18,644	20,872	70,632	82,561	94,825
	Cosmetic	12,320	15,287	10,231	12,180	13,717	17,662	12,230	14,115	50,019	57,724	66,263
	Bio	4,791	5,657	4,290	5,876	5,674	5,992	6,414	6,757	20,613	24,837	28,562
	Beijing	762	1,290	1,328	1,318	797	1,459	1,942	1,814	4,697	6,012	9,062
	PTP					1,066	1,197	1,229	1,219		4,711	5,413
	CSR					220	640	640	680		2,180	2,764
OPM	KOREA	11.8%	12.6%	9.9%	11.2%	11.7%	12.6%	11.1%	11.4%	11.4%	11.7%	11.9%
	Cosmetic	11.3%	12.3%	9.8%	10.5%	11.3%	12.5%	10.3%	10.7%	11.0%	11.2%	11.4%
	Bio	13.5%	13.5%	10.0%	13.0%	13.0%	13.0%	13.0%	13.0%	12.5%	13.0%	13.0%
	Beijing	10.7%	10.0%	8.0%	8.5%	8.0%	8.7%	9.0%	9.0%	9.0%	8.8%	9.8%
	PTP				0.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%		8.0%	8.5%
	CSR					4.0%	8.0%	8.0%	8.0%		7.3%	8.5%

자료 : SK 증권

투자의견변경	일시	투자의견	목표주가
	2017.05.10	매수	100,000원
		담당자 변경	
	2016.06.07	매수	130,000원
	2016.02.15	매수	130,000원
	2015.08.13	매수	130,000원

Compliance Notice

- 작성자(서영화)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 (2017 년 5 월 10 일 기준)

매수	95.68%	중립	4.32%	매도	0%

Analyst **서영화** donaldseo@sk.com / 02-3773-9182

재무상태표

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	186	264	335	419	524
현금및현금성자산	16	27	35	77	136
매출채권및기타채권	91	128	163	187	212
재고자산	46	86	109	125	142
비유동자산	159	229	252	269	279
장기금융자산	0	0	0	0	0
유형자산	146	185	209	225	236
무형자산	10	40	37	35	32
자산총계	344	493	587	688	803
유동부채	115	196	225	243	262
단기금융부채	25	59	51	43	35
매입채무 및 기타채무	74	114	145	166	189
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	9	9	9	9	9
장기금융부채	4	5	5	5	5
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	0	0	0	0	0
부채총계	124	205	234	252	271
지배주주지분	221	270	334	415	510
자본금	11	11	11	11	11
자본잉여금	116	116	116	116	116
기타자본구성요소	0	0	0	0	0
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	94	141	205	286	380
비지배주주지분	0	18	19	21	23
자본총계	221	288	353	436	533
부채와자본총계	344	493	587	688	803

포괄손익계산서

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	536	667	847	970	1,102
매출원가	410	514	651	744	843
매출총이익	126	154	196	226	258
매출총이익률 (%)	23.6	23.0	23.2	23.3	23.5
판매비와관리비	66	80	103	117	132
영업이익	61	73	93	109	126
영업이익률 (%)	11.3	11.0	11.0	11.3	11.5
비영업손익	-2	-2	-1	-1	0
순금융비용	1	1	1	1	0
외환관련손익	0	-2	0	0	0
관계기업투자등 관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	59	71	92	109	126
세전계속사업이익률 (%)	11.0	10.7	10.9	11.2	11.5
계속사업법인세	13	18	23	27	32
계속사업이익	45	53	69	81	95
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	45	53	69	81	95
순이익률 (%)	8.5	8.0	8.1	8.4	8.6
지배주주	45	53	69	81	94
지배주주귀속 순이익률(%)	8.49	7.95	8.11	8.39	8.58
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	44	55	71	83	96
지배주주	44	53	69	82	95
비지배주주	0	2	2	2	2
EBITDA	70	85	113	131	149

현금흐름표

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	50	39	64	86	98
당기순이익(손실)	45	53	69	81	95
비현금성항목등	26	35	45	50	54
유형자산감가상각비	9	11	16	18	19
무형자산상각비	1	1	4	4	3
기타	2	3	0	0	0
운전자본감소(증가)	-9	-32	-26	-18	-19
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-3	-28	-34	-24	-25
재고자산감소(증가)	-9	-24	-23	-16	-17
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	9	29	31	21	23
기타	-6	-10	1	0	1
법인세납부	-13	-17	-23	-27	-32
투자활동현금흐름	-7	-21	-41	-36	-30
금융자산감소(증가)	30	23	0	0	0
유형자산감소(증가)	-33	-45	-40	-35	-30
무형자산감소(증가)	-6	-1	-1	-1	-1
기타	2	2	0	0	1
재무활동현금흐름	-47	10	-15	-9	-9
단기금융부채증가(감소)	0	0	-8	-8	-8
장기금융부채증가(감소)	-43	15	0	0	0
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	-3	-4	-5	0	0
기타	-2	-1	-1	-1	-1
현금의 증가(감소)	-5	11	8	41	59
기초현금	21	16	27	35	77
기말현금	16	27	35	77	136
FCF	11	-22	23	50	67

자료 : 한국콜마, SK증권 추정

주요투자지표

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
성장성 (%)					
매출액	16.2	24.6	26.9	14.5	13.6
영업이익	29.6	20.9	27.0	17.4	15.4
세전계속사업이익	36.8	21.3	29.3	17.9	16.1
EBITDA	30.7	21.2	33.0	15.7	13.6
EPS(계속사업)	31.4	16.7	29.4	18.5	16.1
수익성 (%)					
ROE	22.7	21.6	22.8	21.7	20.4
ROA	13.4	12.7	12.7	12.8	12.7
EBITDA마진	13.1	12.8	13.4	13.5	13.5
안정성 (%)					
유동비율	161.9	134.6	148.7	172.8	200.2
부채비율	56.0	71.3	66.4	57.7	50.9
순차입금/자기자본	-7.0	10.9	4.3	-7.9	-19.1
EBITDA/이자비용(배)	35.1	85.2	82.6	109.4	145.2
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	2,155	2,516	3,254	3,857	4,477
BPS	10,459	12,790	15,810	19,682	24,175
CFPS	2,612	3,077	4,210	4,889	5,554
주당 현금배당금	200	250	0	0	0
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	52.7	42.7	26.4	22.3	19.2
PER(최저)	20.3	24.7	18.2	15.4	13.2
PBR(최고)	10.9	8.4	5.4	4.4	3.6
PBR(최저)	4.2	4.9	3.7	3.0	2.5
PCR	36.3	21.4	20.4	17.6	15.5
EV/EBITDA(최고)	33.9	27.2	16.3	13.7	11.7
EV/EBITDA(최저)	12.9	16.0	11.4	9.5	7.9

SK
COMPANY
Analysis

SK securities

코스메카코리아 (241710/KQ | 매수(신규편입) | T.P 84,000 원(신규))

성장 잠재력이 가장 큰 ODM 회사

투자의견 Buy, 목표주가 84,000 원으로 신규 커버리지를 개시한다. 코스메카코리아는 홈쇼핑에서는 엘렌실라, 탈모닷컴과 H&B 스토어에서는 클리오와 해브앤비와 성장을 함께 해나가고 있다. 수출 또한 호조세를 보이고 있다. 아직 동사의 매출액은 코스맥스 대비 20% 수준에 불과하다. 성장 여력이 가장 큰 ODM 회사이다.

Analyst
서영화
donaldseo@sk.com
02-3773-9182

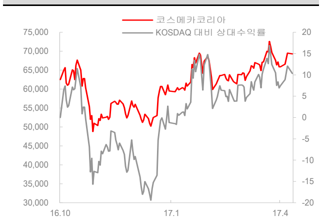
Company Data

자본금	3 십억원
발행주식수	534 만주
자사주	0 만주
액면가	500 원
시가총액	370 십억원
주요주주	
박은희(외3)	38.95%
박선기	7.11%
외국인지분률	13.20%
배당수익률	0.00%

Stock Data

주가(17/05/09)	69,300 원
KOSDAQ	643.39 pt
52주 Beta	1.14
52주 최고가	72,600 원
52주 최저가	48,800 원
60일 평균 거래대금	2 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	3.4%	1.8%
6개월	6.8%	3.6%
12개월	%	%

국내, 수출, 중국 모두 걱정 없는 상황

16 년 상반기 기준 동사의 고객사별 매출 비중을 살펴보면 클리오의 비중이 10%(15 년말 4.4%)로 단일 고객사 중 가장 높으며, 해브앤비가 5%(15 년말 3.6%)로 세 번째로 높은 비중을 차지하고 있다. 이외 에이블씨엔씨, 토니모리, 아모레퍼시픽, LG 생활건강의 비중은 15 년말 대비 모두 하락하였다. 이는 최근의 국내 화장품 시장 판도 변화를 잘 보여주는 부분이며, 동사 역시 국내 화장품 시장 구조 변화에 따른 수혜를 받고 있다. 1)최근 고공성장세인 해브엔비, 클리오와는 성장을 함께 해나가고 있으며, 2)홈쇼핑향으로는 탈모샴푸와 엘렌실라 달팽이크림이 매출 성장을 견인해나가고 있으며, 3)미미박스와 같은 온라인업체향 매출 또한 호조를 보이고 있다. 이외 수출은 씨티케이코스메틱스향 비비크림 이외 신규 아이템들을 지속 개발하고 있으며, 16 년부터 매출이 발생한 E 그룹사로의 오더도 지속 확대되고 있는 상황이다. 중국은 2Q17 부터 광저우법인 가동으로 외형 성장이 더욱 가속화될 전망이다.

투자의견 Buy, 목표주가 84,000 원 제시

코스메카코리아에 대해 투자의견 Buy, 목표주가 84,000 원으로 신규 분석을 개시한다. 목표주가는 '18 년 예상 실적을 기준으로 산출하였으며, 경쟁사인 코스맥스, 한국콜마와 동일한 글로벌 화장품 4 사의 평균 PER 멀티플 26.1X 를 적용하였다. 향후 성장성을 감안하여, 경쟁사와 동일한 멀티플을 적용하였다. 2016 년 기준 동사의 매출액은 1,652 억원으로 코스맥스의 약 20% 수준에 불과하다. 동사는 '국내 화장품 OEM/ODM 3 사'라는 이미지를 구축하였을 정도로 제품력을 인정받고 있기에 2020 년까지의 성장률은 경쟁사들을 압도할 수 있을 것으로 판단한다. 당사는 2020 년까지 연평균 +30% 수준의 매출액 성장을 전망한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	십억원	68	99	165	231	316	404
yoy	%	8.7	45.1	66.6	40.1	36.7	27.9
영업이익	십억원	2	6	13	20	28	37
yoy	%	32.8	156.2	105.5	49.3	42.0	31.3
EBITDA	십억원	5	9	16	26	37	47
세전이익	십억원	1	6	13	20	29	37
순이익(지배주주)	십억원	1	5	12	17	23	30
영업이익률%	%	3.7	6.4	8.0	8.5	8.8	9.0
EBITDA%	%	6.7	8.9	9.6	11.4	11.7	11.6
순이익률	%	2.0	5.1	7.0	7.4	7.4	7.4
EPS	원	339	1,257	2,701	3,205	4,386	5,581
PER	배	0.0	0.0	20.7	21.6	15.8	12.4
PBR	배	0.0	0.0	2.9	3.0	2.6	2.1
EV/EBITDA	배	0.0	0.0	15.8	12.6	9.0	6.8
ROE	%	8.5	24.6	18.0	15.1	17.6	18.7
순차입금	십억원	13	12	-50	-42	-41	-52
부채비율	%	182.7	205.7	36.4	42.6	47.9	50.2

Analyst 서영화 donaldseo@sk.com / 02-3773-9182

Valuation 및 고객사별 매출 현황

코스메카코리아 PER Valuation

(억원, 배, 원)

	Value	Multiple	Fair Value	비고
2018 년 예상 실적기준 지배주주순이익	171	26.1	4,463	2018년 예상실적 기준 글로벌 화장품 4개사 평균 PER
Shares Outstanding('000)			5340	
Fair Value per share			83,579	
Target Price			84,000	

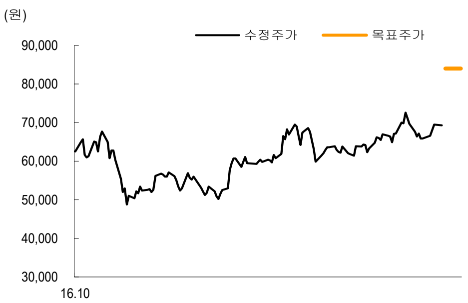
자료 : Bloomberg, SK 증권
주 : 글로벌 화장품 4 개사 (에스티로더, 시세이도, P&G, 로레알)

고객사별 매출 현황

Customer	2013	2014	2015	1H16	% of Sales	2013	2014	2015	1H16
Customer - Domestic	57,311	57,736	74,856	55,944	Customer - Domestic	91.2	84.5	75.5	72.0
클리오	7	25	4,379	7,760	클리오	0.0	0.0	4.4	10.0
에이블씨엔씨	10,424	12,377	9,616	5,055	에이블씨엔씨	16.6	18.1	9.7	6.5
해브앤비	1,250	1,619	3,544	3,889	해브앤비	2.0	2.4	3.6	5.0
에뛰드	18,904	9,061	4,380	2,769	에뛰드	30.1	13.3	4.4	3.6
토니모리	6,174	9,685	8,445	2,740	토니모리	9.8	14.2	8.5	3.5
아모레퍼시픽	330	1,001	4,109	2,439	아모레퍼시픽	0.5	1.5	4.1	3.1
카버코리아	615	2,705	5,134	1,684	카버코리아	1.0	4.0	5.2	2.2
LG생활건강	1,473	1,767	2,638	1,486	LG생활건강	2.3	2.6	2.7	1.9
기타	18,134	19,496	32,611	28,122	기타	28.8	28.5	32.9	36.2
Customer - Export	5,553	10,582	24,295	21,709	Customer - Export	8.8	15.5	24.5	28.0
씨티케이코스메틱스	1,043	3,245	7,089	6,124	씨티케이코스메틱스	1.7	4.7	7.1	7.9
EL APSC KK			619	2,168	EL APSC KK	0.0	0.0	0.6	2.8
Yves Rocher			1,227	1,526	Yves Rocher	0.0	0.0	1.2	2.0
기타	4,510	6,655	8,152	3,448	기타	7.2	9.7	8.2	4.4
중국	0	682	7,208	8,443	중국	0.0	1.0	7.3	10.9
교란가인			420	1,397	교란가인	0.0	0.0	0.4	1.8
바이쵀링				1,030	바이쵀링	0.0	0.0	0.0	1.3
북경미샤		232	715	941	북경미샤	0.0	0.3	0.7	1.2
기타		450	6,073	5,075	기타	0.0	0.7	6.1	6.5
TOTAL	62,864	68,318	99,151	77,653	TOTAL	100.0	100.0	100.0	100.0

자료 : 전자공시, SK 증권

투자의견변경	일시	투자의견	목표주가
	2017.05.10	매수	84,000원



Compliance Notice

- 작성자(서영화)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 (2017 년 5 월 10 일 기준)

매수	95.68%	중립	4.32%	매도	0%

Analyst 서영화 donaldseo@sk.com / 02-3773-9182

재무상태표

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	40	101	113	136	174
현금및현금성자산	3	50	42	40	52
매출채권및기타채권	23	31	44	60	77
재고자산	10	15	21	29	37
비유동자산	30	42	61	77	88
장기금융자산	2	2	2	2	2
유형자산	26	38	56	72	82
무형자산	1	1	1	1	1
자산총계	70	143	173	214	261
유동부채	40	36	50	67	85
단기금융부채	13	2	2	2	2
매입채무 및 기타채무	26	31	43	59	75
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	7	2	2	2	2
장기금융부채	5	0	0	0	0
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	0	0	0	0	0
부채총계	47	38	52	69	87
지배주주지분	23	105	122	145	174
자본금	2	3	3	3	3
자본잉여금	0	70	70	70	70
기타자본구성요소	0	0	0	0	0
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	21	32	49	73	102
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	23	105	122	145	174
부채와자본총계	70	143	173	214	261

포괄손익계산서

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	99	165	231	316	404
매출원가	77	130	177	241	309
매출총이익	22	35	54	75	95
매출총이익률 (%)	22.0	21.3	23.3	23.7	23.5
판매비와관리비	15	22	34	47	59
영업이익	6	13	20	28	37
영업이익률 (%)	6.4	8.0	8.5	8.8	9.0
비영업손익	-1	0	1	1	1
순금융비용	0	0	0	0	0
외환관련손익	-1	0	0	0	0
관계기업투자등 관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	6	13	20	29	37
세전계속사업이익률 (%)	5.6	8.1	8.8	9.0	9.2
계속사업법인세	1	2	3	5	7
계속사업이익	5	12	17	23	30
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	5	12	17	23	30
순이익률 (%)	5.1	7.0	7.4	7.4	7.4
지배주주	5	12	17	23	30
지배주주귀속 순이익률(%)	5.07	6.97	7.4	7.41	7.37
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	5	11	17	23	29
지배주주	5	11	17	23	29
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	9	16	26	37	47

현금흐름표

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	3	4	17	24	31
당기순이익(손실)	5	12	17	23	30
비현금성항목등	4	7	9	14	17
유형자산감가상각비	2	3	7	9	10
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타	1	2	0	0	0
운전자본감소(증가)	-6	-14	-6	-8	-8
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-13	-9	-13	-16	-17
재고자산감소(증가)	-5	-6	-6	-8	-8
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	11	3	12	16	16
기타	0	-2	0	0	0
법인세납부	0	0	-3	-5	-7
투자활동현금흐름	-2	-13	-25	-25	-20
금융자산감소(증가)	2	0	0	0	0
유형자산감소(증가)	-3	-13	-25	-25	-20
무형자산감소(증가)	0	0	0	0	0
기타	0	0	0	0	0
재무활동현금흐름	1	55	0	0	0
단기금융부채증가(감소)	0	0	0	0	0
장기금융부채증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의증가(감소)	0	72	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
기타	0	-2	0	0	0
현금의 증가(감소)	1	47	-8	-1	11
기초현금	2	3	50	42	40
기말현금	3	50	42	40	52
FCF	-1	-7	-8	-1	11

자료 : 코스메카코리아, SK증권

주요투자지표

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
성장성 (%)					
매출액	45.1	66.6	40.1	36.7	27.9
영업이익	156.2	105.5	49.3	42.0	31.3
세전계속사업이익	329.8	142.1	52.2	40.2	30.4
EBITDA	94.1	79.5	65.9	40.5	27.5
EPS(계속사업)	270.9	114.9	18.7	36.9	27.2
수익성 (%)					
ROE	24.6	18.0	15.1	17.6	18.7
ROA	8.3	10.8	10.8	12.1	12.5
EBITDA마진	8.9	9.6	11.4	11.7	11.6
안정성 (%)					
유동비율	98.3	279.5	226.0	202.8	203.5
부채비율	205.7	36.4	42.6	47.9	50.2
순차입금/자기자본	54.3	-48.0	-34.5	-28.2	-29.9
EBITDA/이자비용(배)	19.5	38.9	365.3	513.1	654.0
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	1,257	2,701	3,205	4,386	5,581
BPS	5,716	19,633	22,764	27,078	32,586
CFPS	1,868	3,340	4,459	6,094	7,560
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	0.0	25.1	22.7	16.6	13.0
PER(최저)	0.0	18.1	15.7	11.4	9.0
PBR(최고)	0.0	3.5	3.2	2.7	2.2
PBR(최저)	0.0	2.5	2.2	1.9	1.5
PCR	0.0	16.8	15.5	11.4	9.2
EV/EBITDA(최고)	0.0	19.8	13.2	9.4	7.2
EV/EBITDA(최저)	0.0	13.4	-1.5	-1.1	-1.1

memo