

SK INDUSTRY Analysis



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



R.A
전영현
yj6752@sk.com
02-3773-9181

화장품 [비중확대(OVERWEIGHT)/유지]

[2Q17E Preview] 생각보다 깊은 부진의 폭

- 2Q17E SK 증권 화장품업종 커버리지 대부분 부진한 실적을 추정
- 컨센서스를 10% 이상 하회하는 종목 : 아모레퍼시픽, 아모레 G, 한국콜마, 클리오
- 견조한 성장세를 이어나가는 종목 : 코스메카코리아, 네오팜
- 컨센서스를 상회할 수 있는 종목 : 네오팜
- 화장품업종 탐픽 : 한국콜마, 네오팜

2Q17E Preview, 생각보다 깊은 부진의 폭

2Q17E 국내 화장품업체들의 부진한 실적이 예상된다. 당사 화장품 커버리지 합산 매출액은 y-y -5.1%, 영업이익은 y-y -31.3% 감소할 것으로 추정된다. 이는 컨센서스를 큰 폭으로 하회하는 수치이다. 브랜드 화장품 회사들은 면세점과 로드샵(브랜드샵) 부진에 따른 매출액 역신장과 수익성 악화가 불가피한 상황이다. ODM 업체인 코스맥스와 한국콜마는 큰 폭의 매출 성장에도 불구하고 고정비 부담으로 영업이익 역신장이 불가피한 상황이다. 대외 악재에도 불구하고 2Q17E 큰 폭의 성장을 이어나가는 종목은 코스메카코리아와 네오팜이다.

수출데이터를 통해 확인된 개선세. 여전히 회복 기대감이 존재하는 상황

6 월의 화장품 수출데이터가 긍정적이었다. 4 월, 5 월 중국 수입화장품 시장에서 일본과 프랑스 점유율 확대가 다소 부담스럽긴 하지만, 개별 기업들의 중국 현지 분위기를 감안해보면 7 월 역시 호조세가 지속될 것으로 판단한다. 한중 정상회담, 한중 수교 25 주년 등 정치적 이벤트들도 앞두고 있다. 회복의 기대감은 여전히 존재한다.

SK 증권 화장품업종 커버리지 2Q17E Preview

(단위 : 십억원, 네오팜은 억원)

		2Q16	2Q17E	y-y	컨센서스	과리율
아모레퍼시픽	매출액	1,443.4	1,272.2	-11.9%	1,404.9	-9.4%
	영업이익	240.6	133.4	-44.6%	196.1	-32.0%
아모레G	매출액	1,719.7	1,555.0	-9.6%	1,697.3	-9.1%
	영업이익	309.7	187.2	-39.6%	268.9	-43.7%
LG생활건강	매출액	1,553.9	1,528.7	-1.6%	1,556.7	-1.8%
	영업이익	225.4	197.9	-12.2%	213.5	-7.9%
클리오	매출액	44.5	44.8	0.6%	51.0	-13.9%
	영업이익	4.2	3.6	-15.3%	4.9	-36.8%
코스맥스	매출액	197.7	234.8	18.8%	236.7	-0.8%
	영업이익	18.2	15.6	-14.0%	15.7	-0.4%
한국콜마	매출액	173.0	220.7	27.6%	220.4	0.1%
	영업이익	21.5	21.3	-1.1%	24.2	-13.6%
코스메카코리아	매출액	43.5	53.6	23.3%	54.2	-1.0%
	영업이익	4.0	4.6	15.7%	4.8	-4.5%
네오팜	매출액	94.5	121.4	28.4%	118.0	2.8%
	영업이익	21.9	34.8	59.1%	31.0	11.0%

자료 : Fnguide, SK 증권

Contents

[2Q17E Preview] 생각보다 깊은 부진의 폭	3
6월 수출의 회복, 그러나 마냥 좋아하기는 힘든 상황	7
생각보다 우려가 컸던 4,5월의 부진	8
4월, 5월의 부진 속에서 찾은 긍정적 포인트	9
4월, 5월의 테이터 속 불편한 진실	12
중국에서 호조를 보이는 글로벌 화장품 회사의 리레이팅	16
글로벌 피어 밸류에이션	17

개별 기업 분석

(1) 아모레퍼시픽	19
(2) 아모레 G	24
(3) LG 생활건강	29
(4) 클리오	34
(5) 코스맥스	38
(6) 한국콜마	43

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 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2017년 7월 4일 기준)

매수	92.81%	중립	7.19%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

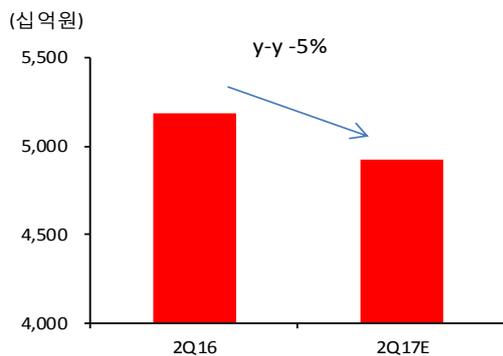
[2Q17E Preview] 생각보다 깊은 부진의 폭

부진한 업황에서도 견조한 성장을 이어나가는 코스메카코리아와 네오팜

2Q17E 국내 화장품업체들의 부진한 실적이 예상된다. 당사 화장품 커버리지 합산 매출액은 y-y -5.1%, 영업이익은 y-y -31.3% 감소할 것으로 추정된다. 이는 컨센서스를 큰 폭으로 하회하는 수치이다.

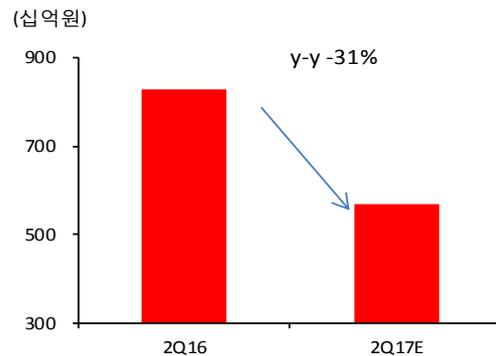
브랜드 화장품 회사들은 면세점과 로드샵(브랜드샵) 부진에 따른 매출액 역신장과 수익성 악화가 불가피한 상황이다. ODM 업체인 코스맥스와 한국콜마는 큰 폭의 매출 성장에도 불구하고 고정비 부담으로 영업이익 역신장이 불가피한 상황이다. 대외 악재에도 불구하고 2Q17E 큰 폭의 성장을 이어나가는 종목은 코스메카코리아와 네오팜이다.

SK 증권 화장품 커버리지 2 분기 합산 매출액 추이



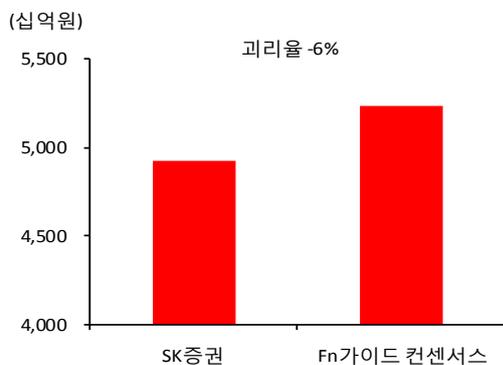
자료 : fnguide, SK 증권

SK 증권 화장품 커버리지 2 분기 합산 영업이익 추이



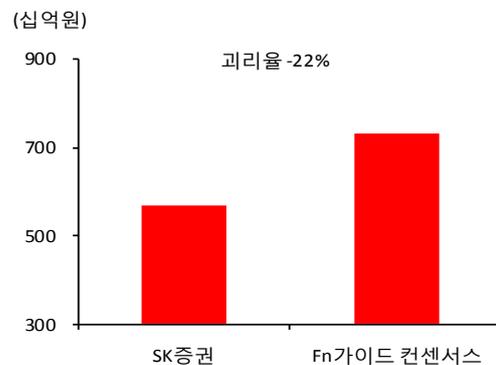
자료 : fnguide, SK 증권

SK 증권 화장품 커버리지 2 분기 합산 매출액과 컨센서스



자료 : fnguide, SK 증권

SK 증권 화장품 커버리지 2 분기 합산 영업이익과 컨센서스



자료 : fnguide, SK 증권

2Q17E Preview - Brand 업체

SK 증권 화장품 커버리지 2Q17E Preview

(단위 : 십억원)

	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	y-y	q-q	컨센서스	차이
아모레퍼시픽									
매출액	1,443.4	1,400.9	1,316.0	1,569.0	1,272.2	-11.9%	-18.9%	1,404.9	-9.4%
영업이익	240.6	167.5	102.2	316.8	133.4	-44.6%	-57.9%	196.1	-32.0%
세전이익	239.6	153.5	117.6	295.0	138.2	-42.3%	-53.1%	191.4	-27.8%
순이익	190.4	116.4	73.4	223.5	104.7	-45.0%	-53.1%	147.1	-28.8%
영업이익률	16.7%	12.0%	7.8%	20.2%	10.5%				
세전이익률	16.6%	11.0%	8.9%	18.8%	10.9%				
순이익률	13.2%	8.3%	5.6%	14.2%	8.2%				
아모레G									
매출액	1,719.7	1,654.3	1,564.3	1,855.4	1,555.0	-9.6%	-16.2%	1,697.3	-9.1%
영업이익	309.7	219.7	134.4	378.5	187.2	-39.6%	-50.5%	268.9	-43.7%
세전이익	311.4	201.5	148.0	353.6	197.4	-36.6%	-44.2%	266.7	-35.1%
순이익	106.9	66.0	33.9	105.9	58.9	-44.9%	-44.4%	83.8	-42.2%
영업이익률	18.0%	13.3%	8.6%	20.4%	12.0%				
세전이익률	18.0%	13.3%	8.6%	20.4%	12.0%				
순이익률	6.2%	4.0%	2.2%	5.7%	3.8%				
LG생활건강									
매출액	1,553.9	1,563.5	1,457.3	1,600.7	1,528.7	-1.6%	-4.5%	1,556.7	-1.8%
영업이익	225.4	244.2	177.9	260.0	197.9	-12.2%	-23.9%	213.5	-7.9%
세전이익	206.2	232.5	95.2	245.4	194.5	-5.6%	-20.7%	198.8	-2.2%
순이익	156.3	188.8	64.8	177.1	146.8	-6.0%	-17.1%	148.3	-1.0%
영업이익률	14.5%	15.6%	12.2%	16.2%	12.9%				
세전이익률	13.3%	14.9%	6.5%	15.3%	12.7%				
순이익률	10.1%	12.1%	4.4%	11.1%	9.6%				
클리오									
매출액	44.5	50.2	55.9	57.3	44.8	0.6%	-21.9%	51.0	-13.9%
영업이익	4.2	7.8	4.7	6.5	3.6	-15.3%	-45.2%	4.9	-36.8%
순이익	3.1	5.7	4.8	4.8	2.7	-11.3%	-43.6%	4.7	-72.9%
영업이익률	9.5%	15.5%	8.4%	11.4%	8.0%				
순이익률	6.9%	11.4%	8.6%	8.4%	6.1%				

자료 : fnguide, SK 증권

2Q17E Preview - ODM 및 중소기업체

SK 증권 화장품 커버리지 2Q17E Preview

(단위 : 십억원, 네오팜은 억원)

코스맥스	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	y-y	q-q	컨센서스	차이
매출액	197.7	186.1	199.7	219.1	234.8	18.8%	7.2%	236.7	-0.8%
영업이익	18.2	11.9	9.5	9.4	15.6	-14.0%	66.2%	15.7	-0.4%
세전이익	16.2	8.8	10.1	4.5	14.1	-12.6%	212.2%	14.5	-2.6%
순이익	11.2	6.7	7.6	3.4	10.1	-10.0%	195.9%	10.9	-7.7%
영업이익률	9.2%	6.4%	4.7%	4.3%	6.7%				
세전이익률	8.2%	4.7%	5.1%	2.1%	6.0%				
순이익률	5.7%	3.6%	3.8%	1.6%	4.3%				

한국콜마	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	y-y	q-q	컨센서스	차이
매출액	173.0	160.2	185.6	201.4	220.7	27.6%	9.6%	220.4	0.1%
영업이익	21.5	15.5	18.9	20.6	21.3	-1.1%	3.4%	24.2	-13.6%
세전이익	21.3	13.0	19.7	19.8	21.1	-0.8%	6.4%	24.0	-13.7%
순이익	16.4	9.7	13.7	15.0	15.8	-3.4%	5.8%	18.5	-16.9%
영업이익률	12.5%	9.7%	10.2%	10.2%	9.7%				
세전이익률	12.3%	8.1%	10.6%	9.8%	9.6%				
순이익률	9.5%	6.0%	7.4%	7.4%	7.2%				

코스메카코리아	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	y-y	q-q	컨센서스	차이
매출액	43.5	-	-	50.6	53.6	23.3%	6.1%	54.2	-1.0%
영업이익	4.0	-	-	4.8	4.6	15.7%	-4.8%	4.8	-4.5%
세전이익	4.4	-	-	4.2	4.8	10.2%	16.3%	4.6	4.7%
순이익	4.0	-	-	3.5	4.1	2.7%	16.3%	4.3	-5.7%
영업이익률	9.1%	-	-	9.5%	8.6%				
세전이익률	9.1%	-	-	9.5%	8.6%				
순이익률	10.1%	-	-	8.2%	9.0%				

네오팜	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	y-y	q-q	컨센서스	차이
매출액	94.5	84.4	121.8	130.9	121.4	28.4%	-7.3%	118.0	2.8%
영업이익	21.9	21.7	15.6	42.5	34.8	59.1%	-18.1%	31.0	11.0%
세전이익	21.1	21.6	15.1	40.9	35.8	69.9%	-12.5%	36.0	-0.5%
순이익	17.8	18.0	11.6	33.5	29.4	65.3%	-12.4%	29.0	1.3%
영업이익률	23.2%	25.7%	12.8%	32.5%	28.7%				
세전이익률	22.3%	25.6%	12.4%	31.3%	29.5%				
순이익률	18.8%	21.4%	9.5%	25.6%	24.2%				

자료 : fnguide, SK 증권

LG 생활건강, 코스메카코리아, 네오팜 기존 목표주가 유지 탐픽은 한국콜마와 네오팜

대부분 업체들의 실적에 대한 눈높이를 낮춤에 따라 목표주가를 하향 조정하였다. 실적 추정치의 변화가 크지 않은 LG 생활건강, 코스메카코리아, 네오팜은 기존 목표주가를 유지하였다. 당사 화장품 커버리지는 글로벌 화장품 4사 2018년 예상실적기준 PER의 평균 값 27.6X(P&G 21.3X, 에스티로더 25.4X, 로레알 24.7X, 시세이도 39.2X)를 기준으로 하였으며, 금번 사드 이슈에서 확인된 높은 중국 익스포저에 따른 리스크를 감안하여 글로벌 화장품업체의 평균 멀티플을 할인하여 목표주가 산출에 적용하였다. 여전히 당사는 대형 Brand 사보다 ODM 업체를 선호하며, 2분기 부진한 업황 속에서도 큰 폭의 매출 성장과 이익 성장을 시현할 네오팜과 화장품 이외의 모멘텀(제약)과 밸류에이션 매력을 가지고 있는 한국콜마를 탐픽으로 제시한다.

SK 증권 화장품업종 유니버스

Top Pick	종목	투자의견	현재가	기준	변경	Upside	Target Multiple
	아모레퍼시픽	Buy	308,500	370,000	340,000	10.2%	2018년E PER 25X
	아모레G	Hold	134,000	160,000	145,000	8.2%	2018년E PER 25X
	LG생활건강	Buy	982,000	1,100,000	1,100,000	12.0%	2018년E PER 생활용품/음료 14.6X, 화장품 23.5X
	클리오	Buy	37,800	49,000	43,000	13.8%	2018년E PER 25X
	코스맥스	Buy	113,500	175,000	150,000	32.2%	2018년E PER 25X
Top Pick	한국콜마	Buy	72,100	100,000	94,000	30.4%	2018년E PER 25X
	코스메카코리아	Buy	67,000	84,000	84,000	25.4%	2018년E PER 21.2X
Top Pick	네오팜	Buy	31,400	42,000	42,000	33.8%	2018년E PER 21.2X

자료 : Bloomberg, SK 증권

한국콜마 12M Fwd PER Chart



자료 : Quantwise, SK 증권

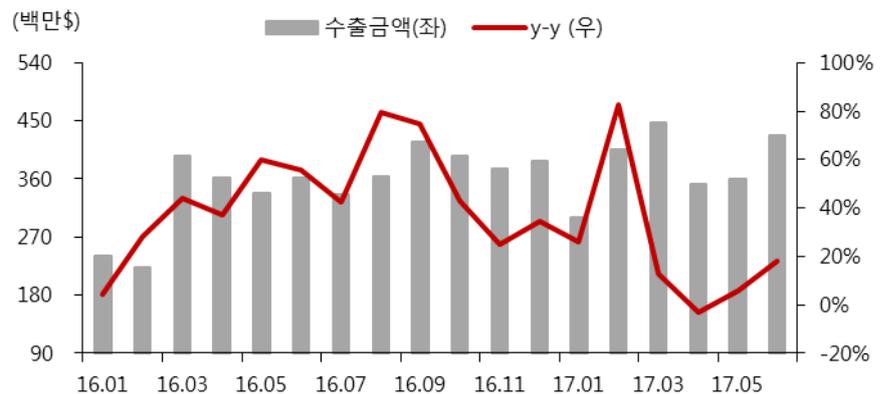
6 월 화장품 수출의 회복, 그러나 마냥 좋아하기는 힘든 상황

한국 화장품 수출액 2 분기 y-y +7.3%, 6 월 y-y +18.2%

6 월 한국 화장품 수출액, 절대 금액 기준 월간 사상 두 번째로 큰 규모

지난 1 일 산업통상자원부에서 발표된 수출데이터에 의하면, 6 월 한국 화장품 수출액은 427 백만\$로 y-y +18.2% 증가하였다. 4, 5 월의 부진을 회복하였다. 절대적인 금액으로도 3 월의 수출액 448 백만\$ 다음으로 큰 규모이다. 이로써 2 분기 한국 화장품 수출액은 y-y +7.3% 증가하며 성장세를 이어나갔다. 6 월 20 일까지의 수출 동향을 참고해 보면, 6 월 한국 화장품 수출은 중국을 제외한 대부분 국가에서 큰 폭의 성장을 시현한 것으로 추정된다.

한국 화장품 수출금액과 y-y 증감률



자료 : 산업통상자원부, SK 증권

월간 한국 화장품 수출액과 y-y 증감률

(단위 : 백만\$)

연월	수출액	y-y %	연월	수출액	y-y %	연월	수출액	y-y %
16.01	240	4.1%	16.07	337	42.5%	17.01	301	25.8%
16.02	222	28.0%	16.08	363	79.3%	17.02	406	82.5%
16.03	396	43.9%	16.09	417	74.7%	17.03	448	13.0%
16.04	361	37.4%	16.10	396	43.2%	17.04	352	-2.9%
16.05	339	60.1%	16.11	375.3	25.1%	17.05	359	5.9%
16.06	361	55.6%	16.12	388	34.7%	17.06	427	18.2%

자료 : 산업통상자원부, SK 증권

생각보다 우려가 컸던 4, 5 월의 부진

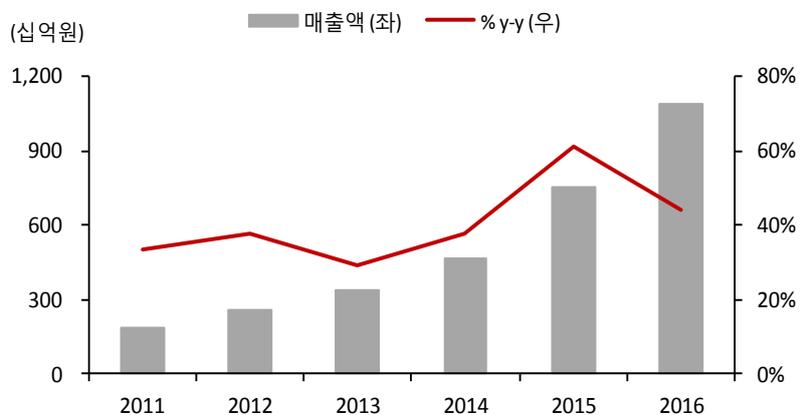
생각보다 우려가 컸던 4, 5 월의 부진

4 월, 5 월 한국 화장품 수출액은 y-y -2.9%, +5.9%의 증감률을 보였다. 4 월의 경우는 2012 년 1 월 이후 월간 기준 수출액이 처음으로 y-y 역신장한 시기 였으며, 5 월의 수출액 증가 폭 y-y +5.9% 또한 최근 3 년내 두 번째로 낮은 수준이었다. 한국 화장품은 14 년부터 16 년 1 분기까지, 16 년 1 월(y-y +4.1%)을 제외하고 매월 두 자릿수의 수출액 증가율을 기록하였었다.

4, 5 월의 부진. 부진의 시작은 중국발 대한국 제재

4 월, 5 월 한국 화장품 수출 부진은 사드 이슈관련 중국의 대한국 제재에서 시작되었다. 1) 중국 현지에서 한국 화장품업체들은 일시적으로 마케팅 및 프로모션들이 중단되었으며, 2) 유통업체들 역시 한국제품 진열에 소극적이었으며, 3) 후선 도시들은 국민 정서에 따른 한국 제품 불매 운동 등의 영향까지 받으면서 한국 화장품 판매가 부진한 모습을 기록하였다. 실제 아모레퍼시픽의 경우 3 월 3 주, 4 주 중국 현지 매출액은 y-y 역신장 하였으며, 4 월 역시 성장 폭 자체가 제한되었다. 2016 년 연간, 2017 년 1 분기 아모레퍼시픽의 중국 현지 매출 성장률이 y-y +44%, 20% 수준으로 추정됨을 감안 시, 4 월 한 자릿수의 현지 성장률은 이례적인 모습이라 할 수 있다.

아모레퍼시픽 중국법인 매출액과 y-y %



자료 : 아모레퍼시픽, SK 증권

주 : 2015, 2016 년 중국 매출액과 y-y 증감률은 당사 추정치

4 월, 5 월의 부진 속에서 찾은 긍정적 포인트

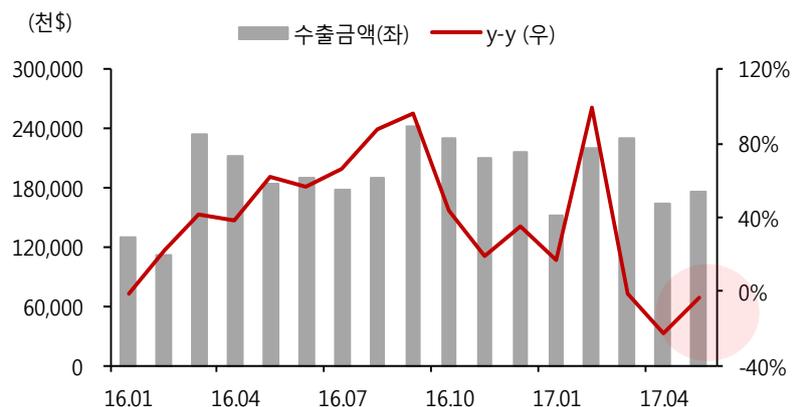
결국 부진의 원인은 중국, 홍콩 수출의 감소

결과적으로 4 월, 5 월 한국 화장품 수출의 부진은 중국, 홍콩으로의 수출 감소에서 비롯되었다. 2016 년 기준 한국 화장품 수출액에서 홍콩의 비중은 31.4%, 중국의 비중은 36.4%로 절대적이다. 두 국가로의 수출 부진은 전체 수출 부진으로 연결될 수 밖에 없다. 4 월~5 월 누적기준 한국의 대홍콩 수출액은 y-y -21.6%, 대중국 수출액은 y-y -6.3% 감소하였다. 부진한 데이터이지만 당사는 여기서 세 가지 긍정적 포인트를 제시하고자 한다.

: 홍콩, 중국 합산 수출금액 역신장 폭의 감소

4 월, 5 월 한국 화장품 수출의 부진 속에서도 다행인 점은 중국과 홍콩으로의 합산 화장품 수출 금액 감소폭이 4 월 대비 5 월 축소되었다는 것이다. 4 월 y-y -22.2%를 기록하였으나, 5 월 y-y -3.7%로 축소되었으며, 6 월 한국 화장품의 전체 수출액이 반등에 성공하였음을 감안 시 6 월 합산 수출 금액은 y-y (+) 전환 되었을 가능성이 높을 것으로 판단한다.

한국의 홍콩+중국 화장품 수출액과 y-y 증감률

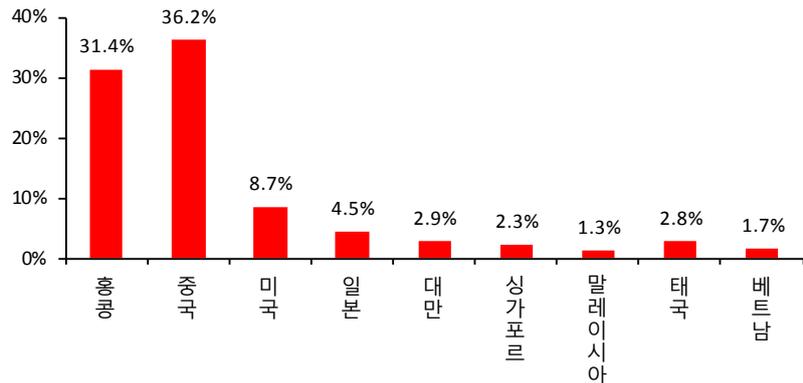


자료 : Kita, SK 증권

: 홍콩, 중국 이외 국가로의 수출이 큰 폭으로 증가

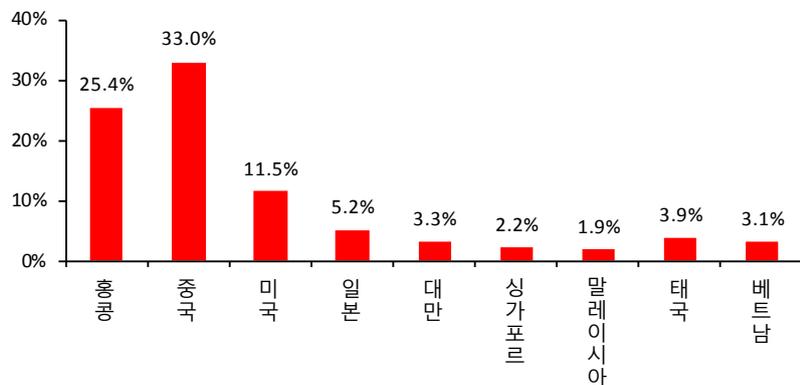
중국, 홍콩 이외 미국, 아세안 국가들로의 수출 증가세가 눈에 띈다. 4월, 5월 누적기준 한국의 화장품 수출액은 대미국 y-y +53.4%, 대일본 y-y +28.8%, 대말레이시아 y-y +38.8%, 대베트남 y-y +114.5% 증가하는 호조세를 보였다. 이에 따라 2016년 누적 기준 67.5%에 이르던 중국, 홍콩 비중은 2017년 4월~5월 합산 기준 58.4%까지 축소되었다. 반면, 동기간 미국 비중은 8.7% → 11.5%, 일본 비중은 4.5% → 5.2%, 싱가포르, 말레이시아, 태국, 베트남의 합산 비중은 8.2% → 11.1%로 확대되었다. 한국 화장품의 수출 성장률이 가장 눈에 띄는 국가는 베트남으로 베트남 비중은 2016년 1.7%에서 2017년 4월~5월 합산 기준 3.1%까지 확대되었다.

2016년 한국 화장품 국가별 수출 비중



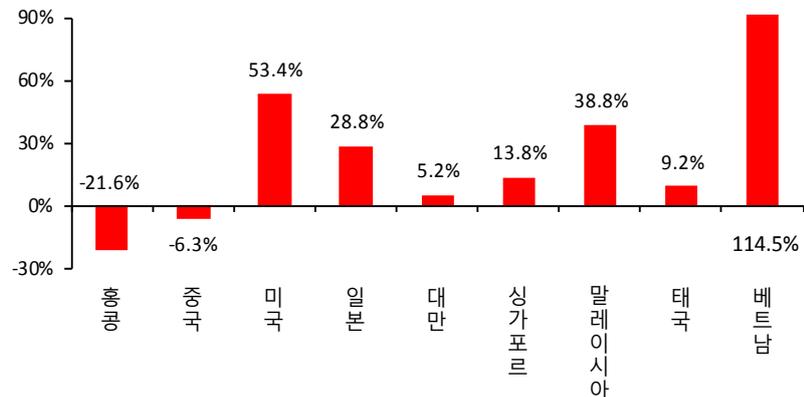
자료 : Kita, SK 증권

2017년 4월~5월 누적기준 한국 화장품 국가별 수출 비중



자료 : Kita, SK 증권

2017년 4월~5월 누적기준 한국 화장품 수출액 y-y 증감률



자료 : Kita, SK 증권

: 개별 기업 확인 시, 4월 < 5월 < 6월 개선 Signal 포착

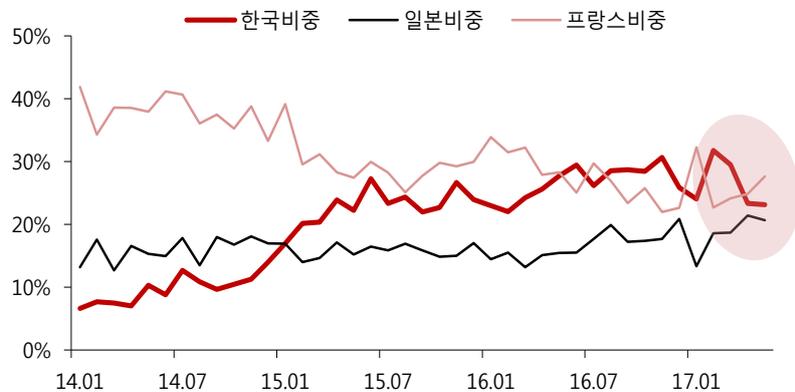
개별 기업에서 반등의 시그널이 포착된다. 아모레퍼시픽의 경우 3월 3주, 4주 중국 현지 매출액은 y-y 역신장하였다. 4월 다시 성장세로 전환되었으나 그 폭이 제한적이었다. 그러나 5월부터 1선 도시를 중심으로 점차 매출이 회복되는 추세를 보였으며, 설화수와 이니스프리 브랜드를 중심으로 두자릿수 매출 성장을 기록하기 시작하였다. 현재 6월의 매출 성장 폭은 5월 대비 높은 수준으로 추정되며, 중국 현지 프로모션 및 광고 또한 재개할 시기를 논의 중인 것으로 파악된다. 업종은 다르지만, 오리온 역시 3월, 4월 현지 유통상의 대규모 반품 사태를 겪은 이후 5월, 6월 Sell-in이 빠르게 회복 중인 것으로 파악된다. 개별 기업들의 반등 시그널을 감안 시, 한국 화장품의 중국 매출은 확실한 회복세에 접어들었음을 알 수 있다.

4 월, 5 월의 데이터 속 불편한 진실

4 월, 5 월 한국이 주춤하는 사이 치고 들어온 일본과 프랑스

하지만 불편한 부분이 하나 있다. 4 월, 5 월 한국 화장품 수출 데이터가 부진했던 반면, 프랑스와 일본의 대중국 화장품 수출이 큰 폭으로 증가한 것이다. 4 월, 5 월 중국의 대일본 화장품 수입액은 y-y +81.6%, +91.8% 증가하였으며, 동기간 대프랑스 화장품 수입액은 y-y +14.3%, +40.1% 증가하였다. 4 월 역신장, 5 월 한자릿 수 증가한 한국과 대조적인 모습이다. 이에 따라 1) 17년 4 월 중국의 대한국 화장품 수입액 증가율은 중국 전체 화장품 수입액 증가율 대비 낮은 수준을 기록하게 되었으며, 2) 1Q17 중국 국가별 화장품 수입액 비중에서 28.4%로 가장 높은 비중을 차지했던 한국은 4 월 23.3%, 5 월 23.1%까지 하락하였다. 반면, 1Q17 16.9%의 비중을 차지했던 일본은 4 월 21.5%, 5 월 20.7%를 기록하였으며, 1Q17 26.3%를 기록하였던 프랑스는 5 월 27.6%의 비중을 차지하였다. 결과적으로 정치적 이슈에 의해 발생된 한국의 공백을 프랑스와 일본이 채운 셈이 되었다.

중국의 국가별 화장품 수입 비중



자료 : Kita, SK 증권

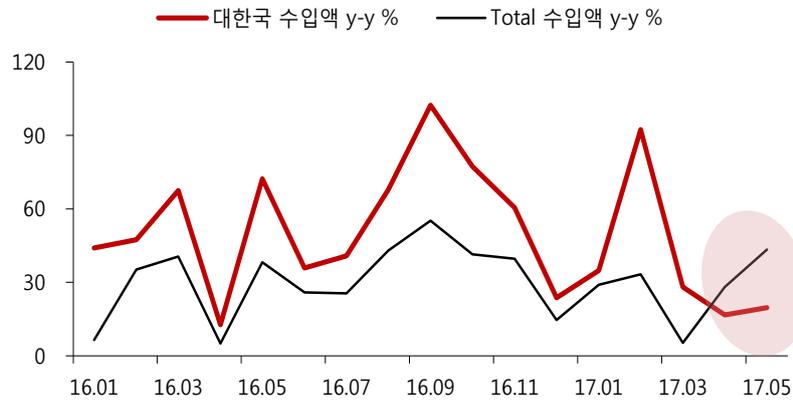
기간별 중국의 국가별 화장품 수입 비중

(1 위 국가 적색표기)

	한국	일본	프랑스
2015 년 Total	17.6%	12.2%	22.7%
2016 년 Total	27.0%	16.8%	27.0%
2017 년 1Q	28.4%	16.9%	26.3%
2017 년 4 월	23.3%	21.5%	24.9%
2017 년 5 월	23.1%	20.7%	27.6%

자료 : Kita, SK 증권

중국의 대한국 화장품 수입액과 Total 화장품 수입액 y-y 증감률



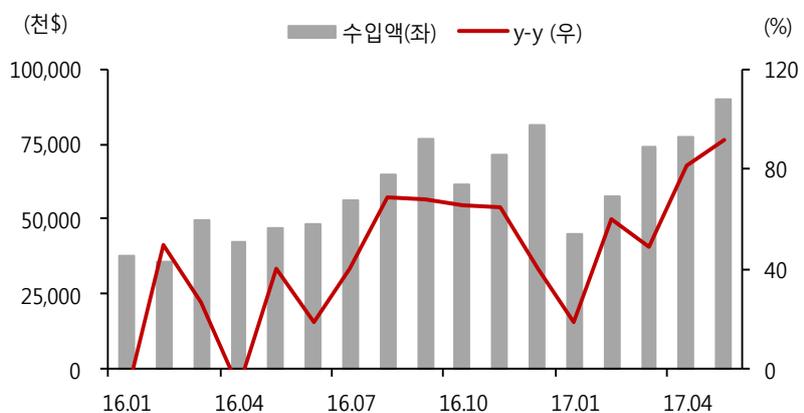
자료 : Kita, SK 증권

가파른 우상향을 보여주고 있는 중국의 대일본 화장품 수입액 증가율

중국의 대일본, 대프랑스 화장품 수입액이 증가했다는 단순한 사실보다 더 불편하게 느껴지는 것은 1) 4월, 5월 한국의 일시적인 공백이 일본 화장품의 중국 내 점유율 상승을 더욱 가속화 시켜주었다는 것과 2) 중국 내에서 점유율이 다소 흔들리기 시작했던 프랑스 화장품에 다시 회복할 수 있는 여지를 제공했다는 것이다.

17년 4월, 5월 중국의 대일본 화장품 수입액은 y-y +81.6%, +91.8%로 2015년, 2016년 연간 화장품 수입액 증가율 y-y ++39.6%, +38.0%를 큰 폭으로 상회하는 수치이다. 고공 성장세를 이어나가던 일본의 대중국 화장품 수출이 한국의 일시적 공백에 의해 더욱 큰 폭의 성장세를 시현할 수 있게끔 빌미를 제공한 것이다.

중국의 대일본 화장품 수입액과 y-y 증감률

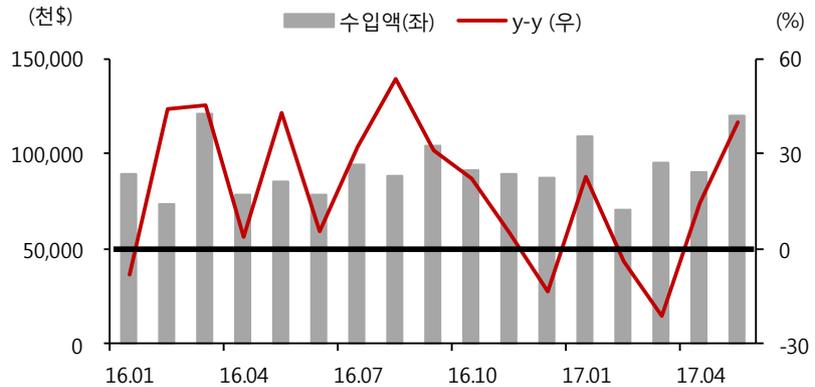


자료 : Kita, SK 증권

프랑스에 회복의 빌미를 제공한 한국 화장품 수출의 일시적 부진

프랑스의 경우는 중국의 대프랑스 화장품 수입액이 16년 12월 y-y -13.6%, 17년 2월 y-y -4.0%, 3월 y-y -21.1% 역성장을 기록할 만큼 중국내 입지가 다소 약화되고 있었다. 그러나 한국의 일시적 공백이 발생하기 시작한 4월 중국의 대프랑스 화장품 수입액은 y-y +14.3% 증가하였으며, 5월에는 y-y +40.1% 증가하는 호조세를 보였다. 한국의 일시적 공백이 중국내 입지가 약화되고 있었던 프랑스에 반등의 빌미를 제공한 셈이다.

중국의 대프랑스 화장품 수입액과 y-y 증감률

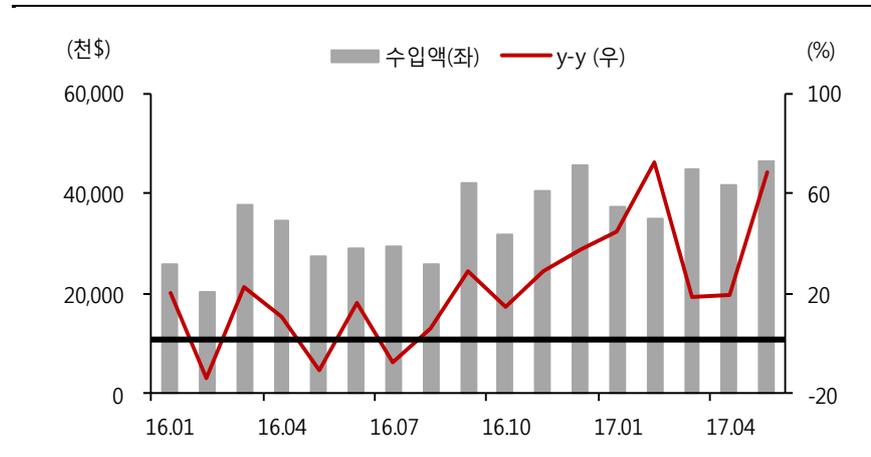


자료 : Kita, SK 증권

미국 또한 안정적 성장세 지속

미국의 약진도 두드러진다. 중국의 대미국 화장품 수입액은 16년 하반기부터 본격적인 증가 국면에 진입하였다. 16년 8월 이후 중국의 대미국 화장품 수입액이 매월 y-y +15.0% 이상 증가하였으며, 한국의 공백이 발생한 4월, 5월에는 각각 y-y +19.7%, +68.5% 증가하였다. 중국 화장품 수입 시장에서 미국의 비중은 네 번째로 큰 규모이며, 16년 기준 9.7% 비중을 차지하고 있다.

중국의 대미국 화장품 수입액과 y-y 증감률



자료 : Kita, SK 증권

무엇보다 중요할 7월 수출 데이터와 6월의 국가별 세부 수출 데이터 당사는 7월, 6월의 수출 성장세를 이어나갔을 것으로 추정

단기적으로 현 시점에서 무엇보다 중요할 것으로 판단되는 것은 6월 중국의 국가별 화장품 수입액과 8월 1일 발표될 7월 한국 화장품 수출데이터이다.

6월 중국의 국가별 화장품 수입액을 통해서도 중국 소비자들의 프랑스, 일본 화장품으로의 이탈이 일시적이었던 것인지, 3분기를 넘어 연말까지도 지속될 수 있는 이벤트였는지를 가늠해 볼 수 있을 것이다. 7월 한국 화장품 수출데이터를 통해서도 중국 현지에서 한국 화장품에 대한 수요의 회복 여부에 대한 확신을 가질 수 있을 것이다.

중국 현지에서 사업을 하고 있는 국내 화장품 업체들과 중국 4대(파이, 비스킷, 껌, 스낵) 제과 카테고리 합산 점유율 1위 업체인 오리온의 최근 분위기를 감안 시, 당사는 7월 한국 화장품 수출이 6월의 성장세를 이어나갔을 것으로 추정한다. 또한 대외적으로는 7월 6일 한중정상회담, 8월 24일 한중수교 25주년 등의 정치적인 이벤트들을 앞두고 있어, 사드 관련 중국의 대한국 제재 해제에 대한 기대까지도 해 볼 수 있는 상황이다.

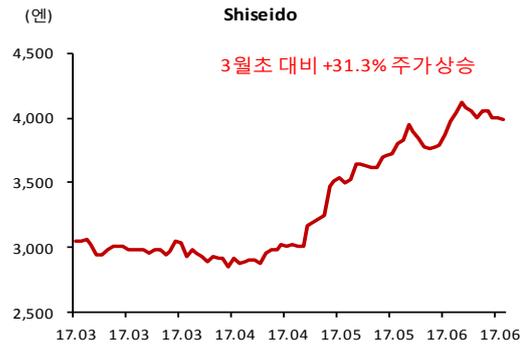
중국에서 호조를 보이는 글로벌 화장품 회사들의 Re-rating

시세이도 12M Fwd PER 추가 추이



자료 : Quantiwise, SK 증권

시세이도 주가 추이



자료 : Quantiwise, SK 증권

에스티로더 12M Fwd PER 추가 추이



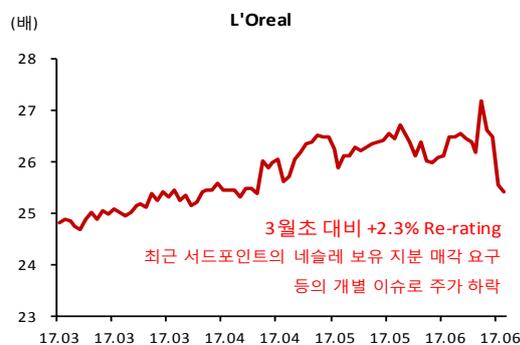
자료 : Quantiwise, SK 증권

에스티로더 주가 추이



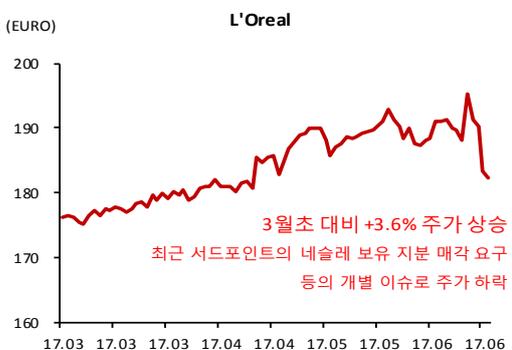
자료 : Quantiwise, SK 증권

로레알 12M Fwd PER 추가 추이



자료 : Quantiwise, SK 증권

로레알 주가 추이



자료 : Quantiwise, SK 증권

Global Peer Valuation

Global Peer Valuation

Company	시가총액	PER			EV/EBITDA		
		2016	2017E	2018E	2016	2017E	2018E
J&J	358,010	18.4	18.7	17.3	11.9	13.2	12.1
P&G	224,405	22.5	22.8	21.3	14.9	14.3	13.8
COTY	14,310	26.7	25.6	21.0	26.0	17.7	13.0
ESTEE LAUDER	35,242	28.0	28.1	25.4	17.0	16.4	15.0
NU SKIN	3,316	18.7	20.1	18.0	8.4	9.9	9.3
UNILEVER	163,118	21.4	22.3	20.1	13.1	15.0	13.9
L'OREAL	116,290	31.2	26.3	24.7	16.3	15.1	14.3
HENKEL	55,538	21.0	20.7	19.3	13.5	12.8	11.9
BEIERSDORF	26,205	25.8	27.3	25.5	14.1	16.9	15.8
SHANGHAI JAHWA	3,084	84.7	49.8	39.6	66.5	32.2	26.4
L'OCITANE	3,317	20.9	24.1	21.7	8.6	11.4	10.3
UNICHARM	15,337	34.4	33.0	29.5	13.4	15.1	13.9
SHISEIDO	13,716	36.8	51.0	39.2	16.4	17.2	14.6
KAO	29,267	21.9	24.0	22.3	10.8	12.4	11.6
LVMH	127,335	22.9	23.1	20.9	10.5	12.0	11.0
Hermes	51,832	37.0	37.5	34.5	20.5	20.9	19.3
Burberry	9,363	19.5	21.3	20.9	9.9	11.1	10.9
아모레퍼시픽	15,745	34.7	28.3	24.1	17.3	15.4	13.2
아모레G	9,746	31.4	29.8	24.9	8.7	8.4	7.2
LG생활건강	11,680	25.3	21.6	19.4	12.9	13.0	11.8
코스맥스	1,298	31.0	29.0	20.9	21.0	18.6	14.1
한국콜마	1,515	26.2	26.0	21.5	16.9	16.7	14.2

자료 : Bloomberg, SK 증권

Company Analysis

SK COMPANY Analysis



Analyst
서영화

donaldseo@sk.com
02-3773-9182

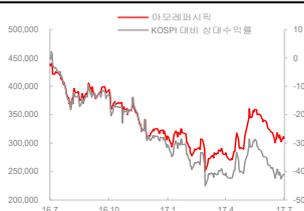
Company Data

자본금	35 십억원
발행주식수	6,902 만주
자사주	4 만주
액면가	500 원
시가총액	18,034 십억원
주요주주	
아모레퍼시픽그룹(외 4)	47.56%
국민연금공단	7.08%
외국인지분률	38.20%
배당수익률	0.50%

Stock Data

주가(17/07/04)	308,500 원
KOSPI	2380.52 pt
52주 Beta	0.97
52주 최고가	441,000 원
52주 최저가	251,500 원
60일 평균 거래대금	61 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-9.4%	-9.7%
6개월	-0.8%	-14.8%
12개월	-29.7%	-41.1%

아모레퍼시픽 (090430/KS | 매수(유지) | T.P 340,000 원(하향))

[2Q17E Preview] 좋아하는 지고 있으나, 2분기 당장은 문제

- 매출액 1 조 2,722 억원(y-y -11.9%), 영업이익 1,334 억원(y-y -44.6%) 추정
- 매출액과 영업이익 모두 컨센서스를 큰 폭으로 하회하는 실적
- 수익성 높은 면세의 부진, 고정비가 높은 로드샵 부진이 실적 약화의 주요 원인
- 중국 현지 매출 회복세는 긍정적. 4월 < 5월 < 6월 지속 개선 추세

2Q17E, 컨센서스 하회가 불가피한 상황

2Q17E 매출액 1 조 2,722 억원(y-y -11.9%), 영업이익 1,334 억원(y-y -44.6%)으로 매출액 컨센서스 1 조 4,049 억원과 영업이익 컨센서스 1,961 억원을 큰 폭으로 하회하는 실적을 추정한다. 실적 부진의 주요 원인은 면세점과 국내 로드샵의 부진이다. 고가 제품 위주로의 제품 Mix 변화, 글로벌 화장품 회사들의 판촉 강화 등으로 2Q17E 전체 면세점 매출액은 부진하지 않았으나, 동사의 면세점 매출액은 y-y -45% 감소한 것으로 추정된다. 중국인 관광객이 주요 고객인 점과 경쟁사들의 강화된 판촉활동에도 불구하고 구매제한 정책을 유지했던 것이 동사 면세점 실적에 부정적 영향을 미친 것으로 판단된다. 국내 로드샵 채널 역시 중국인 인바운드 관광객 축소의 영향을 받았다. 이의 혁신적인 신제품의 부재와 H&B 유통 채널의 확대에 따른 부정적 영향도 국내 부진에 기여했다. 방판과 백화점 채널은 1Q17 과 유사한 흐름으로 추정된다.

중국 현지는 완연한 회복세

중국 현지는 완연한 회복세에 있다. 3월 3, 4주 중국 현지 매출액은 y-y 역신장하였다. 4월 다시 성장세로 전환되었으나 그 폭이 제한적이었다. 그러나 5월부터 1선 도시를 중심으로 점차 매출이 회복되는 추세를 보였으며, 설화수와 이니스프리 브랜드를 중심으로 두자릿수 매출 성장을 재개하였다. 현재 6월의 매출 성장 폭은 5월 대비 높은 수준으로 추정되며, 중국 현지 프로모션 및 광고에 대한 논의가 재개되고 있는 상황이다.

목표주가 기존 370,000 원에서 340,000 원으로 하향

투자 의견 Buy 유지하나, 목표주가는 기존 370,000 원에서 340,000 원으로 하향한다. 연간 실적 추정치 하향 조정하였으며, 목표주가 산출을 위한 밸류에이션 멀티플은 글로벌 화장품 4사의 평균 PER 을 10% 할인하여 적용하였다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	십억원	3,874	4,767	5,645	5,624	6,881	7,735
yoy	%	25.0	23.0	18.4	-0.4	22.4	12.4
영업이익	십억원	564	773	848	730	1,053	1,202
yoy	%	52.4	37.1	9.7	-14.0	44.3	14.1
EBITDA	십억원	700	920	1,029	1,029	1,381	1,543
세전이익	십억원	530	778	857	721	1,070	1,228
순이익(지배주주)	십억원	379	578	639	543	810	930
영업이익률%	%	14.6	16.2	15.0	13.0	15.3	15.5
EBITDA%	%	18.1	19.3	18.2	18.3	20.1	20.0
순이익률	%	9.9	12.3	11.4	9.7	11.8	12.1
EPS	원	5,493	8,368	9,262	7,862	11,739	13,471
PER	배	40.4	49.5	34.7	39.2	26.3	22.9
PBR	배	5.4	8.6	5.7	5.0	4.3	3.7
EV/EBITDA	배	19.6	28.2	19.5	18.3	13.3	11.4
ROE	%	14.0	18.6	17.7	13.3	17.5	17.3
순차입금	십억원	-456	-763	-941	-1,205	-1,733	-2,441
부채비율	%	33.9	31.8	33.0	28.8	29.1	28.5

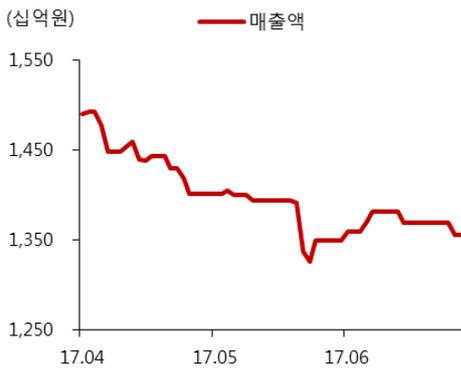
2Q17 Preview & 컨센서스

아모레퍼시픽 2Q17 Preview

아모레퍼시픽	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	yoy	qoq	컨센서스	차이
매출액	1,443.4	1,400.9	1,316.0	1,569.0	1,272.2	-11.9%	-18.9%	1,404.9	-9.4%
영업이익	240.6	167.5	102.2	316.8	133.4	-44.6%	-57.9%	196.1	-32.0%
세전이익	239.6	153.5	117.6	295.0	138.2	-42.3%	-53.1%	191.4	-27.8%
순이익	190.4	116.4	73.4	223.5	104.7	-45.0%	-53.1%	147.1	-28.8%
영업이익률	16.7%	12.0%	7.8%	20.2%	10.5%				
세전이익률	16.6%	11.0%	8.9%	18.8%	10.9%				
순이익률	13.2%	8.3%	5.6%	14.2%	8.2%				

자료: fnguide, SK 증권

아모레퍼시픽 매출액 컨센서스 추이



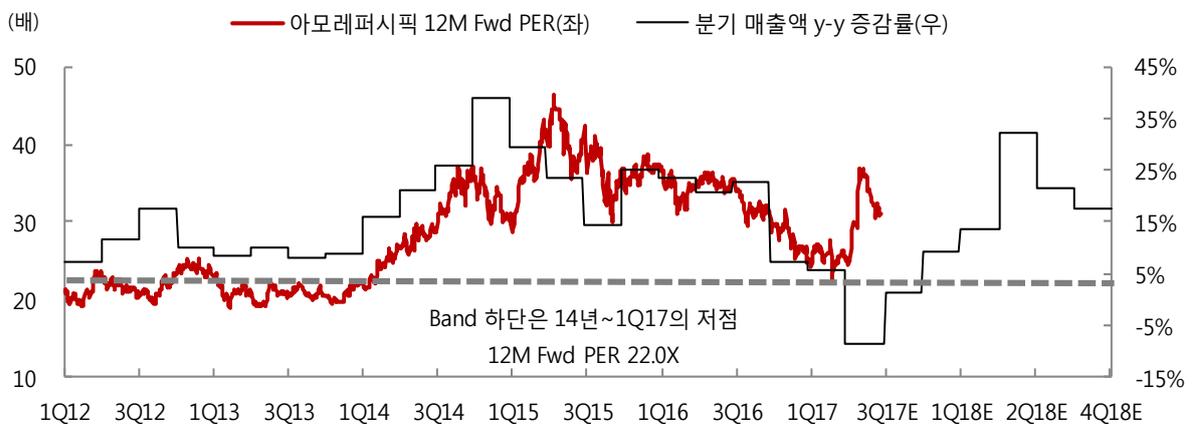
자료: Quantwise, SK 증권

아모레퍼시픽 영업이익 컨센서스 추이



자료: Quantwise, SK 증권

아모레퍼시픽 12M Fwd PER과 분기 매출액 y-y 증감률 추이



자료: Quantwise, SK 증권

아모레퍼시픽 부문별 실적 추정

(단위 십억원, %)

	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	1,272.2	1,359.3	1,423.4	5,645.4	5,623.9	6,880.6
% y-y	23%	21%	23%	7%	6%	-12%	-3%	8%	18%	0%	22%
Cosmetics	943.9	927.3	867.4	784.4	941.3	709.4	750.1	804.2	3,523.1	3,215.2	4,079.1
% y-y	19%	15%	28%	0%	0%	-23%	-14%	3%	15%	-9%	27%
MC&S	141.5	111.5	139.6	84.9	163.1	121.5	153.6	97.6	477.5	535.8	562.6
% y-y	2%	0%	-6%	-9%	15%	9%	10%	15%	-3%	12%	5%
Asia	378.7	387.9	376.2	432.7	448.8	437.9	451.4	519.2	1,575.5	1,857.3	2,228.8
% y-y	50%	49%	29%	27%	19%	13%	20%	20%	38%	18%	20%
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	-7%	11%	-7%	19%	6%	-70%	-70%	-70%	4%	-53%	-33%
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%	25%	17%	-20%	-16%	-10%	-15%	5%	10%	-10%	15%
** Duty Free Shop	377.0	390.2	363.7	368.4	419.0	214.6	272.8	386.8	1,499.3	1,293.2	2,039.0
% y-y	57%	40%	76%	7%	11%	-45%	-25%	5%	40%	-14%	58%
영업이익	337.8	240.6	167.5	102.2	316.8	133.4	164.8	114.7	848.1	729.7	1,053.3
% y-y	22%	16%	3%	-17%	-6%	-45%	-2%	12%	10%	-14%	44%
% Margin	23%	17%	12%	8%	20%	10%	12%	8%	15%	13%	15%
Cosmetics	247.9	194.3	148.3	84.3	214.5	88.7	105.0	86.0	674.8	494.2	750.2
% y-y	23%	13%	38%	-26%	-13%	-54%	-29%	2%	13%	-27%	52%
% Margin	26%	21%	17%	11%	23%	13%	14%	11%	19%	15%	18%
MC&S	20.3	5.3	(11.7)	(11.1)	19.5	7.3	18.4	(6.8)	2.8	38.4	40.7
% y-y	-5%	-46%	적전	적지	-4%	38%	흑전	적지	-94%	1271%	6%
% Margin	14%	5%	-8%	-13%	12%	6%	12%	-7%	1%	7%	7%
Asia	77.6	49.7	45.1	37.0	87.6	47.1	51.7	45.0	209.4	231.3	291.0
% y-y	42%	58%	18%	-3%	13%	-5%	15%	22%	29%	10%	26%
% Margin	20%	13%	12%	9%	20%	11%	11%	9%	13%	12%	13%
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)	0.1	0.8	(2.1)	1.1

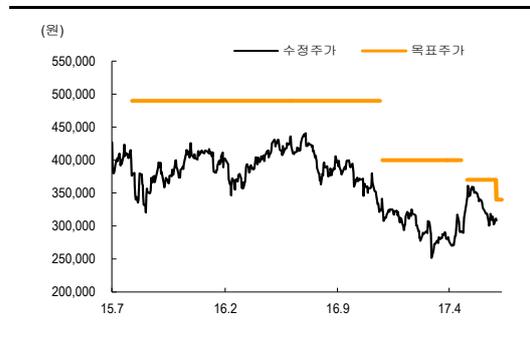
자료 : 아모레퍼시픽, SK 증권

아모레퍼시픽 PER Valuation

	단위	Value	Multiple	Fair Value	비고
2018 년 예상 순이익 (a)	억원	8,102			
2018 년 예상 우선주 배당금 (b)	억원	211			2018 년 예상 지배주주순이익 - 예상 우선주배당금
(a)-(b) X Target Multiple = (c)	억원	7,891	25.0	197,275	글로벌 화장품 4 개사 2018 년 예상실적 기준 PER 10% 할인
Shares outstanding ('000) (d)	천주			58,426	보통주 발행주식수 - 자기주식수
(c)/(b)	원			337,649	
Target Price	원			340,000	

자료: Bloomberg, SK 증권

투자의견변경	일시	투자의견	목표주가
	2017.07.05	매수	340,000원
	2017.05.10	매수	370,000원
	2017.05.01	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 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2017년 7월 4일 기준)

매수	92.81%	중립	7.19%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	1,833	2,116	2,334	3,006	3,839
현금및현금성자산	687	624	919	1,408	2,116
매출채권및기타채권	317	340	339	414	466
재고자산	324	410	408	500	562
비유동자산	2,610	3,065	3,210	3,448	3,570
장기금융자산	49	54	23	23	23
유형자산	1,871	2,359	2,503	2,676	2,735
무형자산	212	228	258	298	338
자산총계	4,443	5,182	5,544	6,454	7,409
유동부채	872	1,171	1,127	1,316	1,471
단기금융부채	118	145	104	64	64
매입채무 및 기타채무	383	481	479	587	659
단기충당부채	7	20	20	24	27
비유동부채	199	114	111	141	171
장기금융부채	51	3	0	0	0
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	3	4	4	5	6
부채총계	1,071	1,285	1,238	1,456	1,642
지배주주지분	3,346	3,879	4,286	4,976	5,744
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	3,591	4,308	5,102
비지배주주지분	27	18	20	21	23
자본총계	3,372	3,897	4,306	4,998	5,767
부채외자본총계	4,443	5,182	5,544	6,454	7,409

현금흐름표

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	617	664	895	1,145	1,258
당기순이익(손실)	585	646	546	814	933
비현금성항목등	371	409	515	567	610
유형자산감가상각비	147	181	300	328	341
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타	22	21	124	0	0
운전자본감소(증가)	-167	-163	-8	22	10
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-92	-11	18	-76	-51
재고자산감소(증가)	-19	-86	-24	-91	-62
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	2	6	157	107	73
기타	-58	-73	-159	81	51
법인세납부	-171	-227	-157	-257	-295
투자활동현금흐름	-203	-593	-547	-520	-413
금융자산감소(증가)	50	-215	72	0	0
유형자산감소(증가)	-214	-494	-600	-500	-400
무형자산감소(증가)	-61	-40	-40	-40	-40
기타	21	156	21	20	27
재무활동현금흐름	-72	-137	-34	-136	-137
단기금융부채증가(감소)	-7	-5	-30	-40	0
장기금융부채증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	-63	-95	-109	-94	-135
기타	-3	-38	-4	-3	-2
현금의 증가(감소)	345	-63	296	489	708
기초현금	343	687	624	919	1,408
기말현금	687	624	919	1,408	2,116
FCF	452	423	211	609	824

자료 : 아모레퍼시픽, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	4,767	5,645	5,624	6,881	7,735
매출원가	1,169	1,425	1,431	1,745	1,954
매출총이익	3,597	4,221	4,193	5,135	5,781
매출총이익률 (%)	75.5	74.8	74.6	74.6	74.7
판매비와관리비	2,824	3,373	3,463	4,082	4,578
영업이익	773	848	730	1,053	1,202
영업이익률 (%)	16.2	15.0	13.0	15.3	15.5
비영업손익	5	8	-9	17	25
순금융비용	-13	-13	-13	-17	-25
외환관련손익	-5	-3	0	0	0
관계기업투자등 관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	778	857	721	1,070	1,228
세전계속사업이익률 (%)	16.3	15.2	12.8	15.6	15.9
계속사업법인세	194	211	175	257	295
계속사업이익	585	646	546	814	933
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	585	646	546	814	933
순이익률 (%)	12.3	11.4	9.7	11.8	12.1
지배주주	578	639	543	810	930
지배주주귀속 순이익률(%)	12.12	11.32	9.65	11.77	12.02
비지배주주	7	6	3	3	3
총포괄이익	556	632	518	786	905
지배주주	548	626	516	784	903
비지배주주	8	7	2	2	2
EBITDA	920	1,029	1,029	1,381	1,543

주요투자지표

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
성장성 (%)					
매출액	23.0	18.4	-0.4	22.4	12.4
영업이익	37.1	9.7	-14.0	44.3	14.1
세전계속사업이익	46.8	10.1	-15.9	48.5	14.7
EBITDA	31.4	11.9	0.0	34.1	11.7
EPS(계속사업)	52.3	10.7	-15.1	49.3	14.8
수익성 (%)					
ROE	18.6	17.7	13.3	17.5	17.3
ROA	14.1	13.4	10.2	13.6	13.5
EBITDA마진	19.3	18.2	18.3	20.1	20.0
안정성 (%)					
유동비율	210.3	180.7	207.1	228.5	261.0
부채비율	31.8	33.0	28.8	29.1	28.5
순차입금/자기자본	-22.6	-24.2	-28.0	-34.7	-42.3
EBITDA/이자비용(배)	299.9	264.0	283.4	537.9	974.4
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	8,368	9,262	7,862	11,739	13,471
BPS	48,475	56,202	62,103	72,102	83,229
CFPS	10,496	11,888	12,205	16,484	18,404
주당 현금배당금	1,350	1,580	1,359	1,962	2,240
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	53.2	47.6	45.9	30.8	26.8
PER(최저)	25.6	33.2	32.0	21.4	18.7
PBR(최고)	9.2	7.9	5.8	5.0	4.3
PBR(최저)	4.4	5.5	4.1	3.5	3.0
PCR	39.5	27.0	25.3	18.7	16.8
EV/EBITDA(최고)	30.0	26.7	21.6	15.7	13.6
EV/EBITDA(최저)	14.1	18.5	14.6	10.5	9.0

SK COMPANY Analysis



Analyst
서영화

donaldseo@sk.com
02-3773-9182

Company Data

자본금	45 십억원
발행주식수	8,246 만주
자사주	599 만주
액면가	500 원
시가총액	11,049 십억원
주요주주	
서경배(외7)	61.95%
아모레G 자사주	6.08%
외국인지분률	20.50%
배당수익률	0.30%

Stock Data

주가(17/07/04)	134,000 원
KOSPI	2380.52 pt
52주 Beta	0.83
52주 최고가	171,500 원
52주 최저가	109,500 원
60일 평균 거래대금	20 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-10.1%	-10.4%
6개월	5.5%	-9.3%
12개월	-18.5%	-31.7%

아모레 G (002790/KS | 중립(유지) | T.P 145,000 원(하향))

[2Q17E Preview] 피할 수 없는 부진

- 매출액 1 조 5,550 억원(y-y -9.6%), 영업이익 1,872 억원(y-y -39.6%) 추정
- 매출액, 영업이익, 지배주주순이익 모두 컨센서스를 큰 폭으로 하회하는 실적
- 수익성 높은 면세의 부진, 고정비가 높은 로드샵의 부진이 수익성 악화로 연결
- 전체 화장품 판매 부진에 따른 생산법인들의 실적 부진 또한 불가피한 상황

2Q17E, 아모레퍼시픽의 부진에 생산법인들의 부진까지 불가피한 상황

2Q17E 매출액 1 조 5,550 억원(y-y -9.6%), 영업이익 1,872 억원(y-y -39.6%), 지배주주순이익 589 억원(y-y -44.9%)을 추정한다. 이는 매출액 컨센서스 1 조 6,973 억원, 영업이익 컨센서스 2,689 억원, 지배주주순이익 컨센서스 838 억원을 큰 폭으로 하회하는 실적이다. 실적 부진의 주요 원인은 중국인 인바운드 관광객 감소에 따른 면세점과 국내 로드샵의 부진이다. 고정비가 높은 로드샵의 부진과 전사 비용 분담에 가장 큰 비중을 차지하는 면세점의 부진이 수익성을 큰 폭으로 악화시켰다. 2Q17E 이니스프리와 에뛰드는 각각 매출액 y-y -7.0%, -9.0% 감소할 것으로 추정된다. 전체 화장품 판매 부진에 따라 생산법인들의 가동률 하락 역시 불가피한 상황이다. 현재는 전사적으로 고정비 부담이 커질 수 밖에 없는 구간이다.

우려가 축소되는 중국, 계속해서 우려되는 국내

중국 현지는 이니스프리, 설화수를 중심으로 매출 성장성이 회복되고 있다. 3 월, 4 월, 5 월, 6 월 뒤로 갈수록 개선 폭이 커지고 있다. 하반기로 갈수록 중국 현지에 대한 우려는 축소될 전망이다. 국내는 로드샵, 브랜드샵이라는 유통 채널 자체의 부진까지도 겹친 상황으로 단기간 내 우려가 해소되기는 쉽지 않은 상황이다.

목표주가 기존 160,000 원에서 145,000 원으로 하향

투자의견 Hold 유지하며, 목표주가는 기존 160,000 원에서 145,000 원으로 하향한다. 연간 실적 추정치 하향 조정하였으며, 목표주가 산출을 위한 밸류에이션 멀티플은 글로벌 화장품 4 사의 평균 PER 을 10% 할인하여 적용하였다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	십억원	4,712	5,661	6,698	6,758	8,237	9,275
yoy	%	21.0	20.2	18.3	0.9	21.9	12.6
영업이익	십억원	659	914	1,083	952	1,402	1,619
yoy	%	40.3	38.6	18.5	-12.1	47.2	15.5
EBITDA	십억원	833	1,103	1,304	1,307	1,790	2,019
세전이익	십억원	682	922	1,088	953	1,435	1,668
순이익(지배주주)	십억원	222	260	342	285	450	523
영업이익률%	%	14.0	16.1	16.2	14.1	17.0	17.5
EBITDA%	%	17.7	19.5	19.5	19.3	21.7	21.8
순이익률	%	10.6	11.9	12.1	10.6	13.0	13.4
EPS	원	2,501	2,929	3,851	3,203	5,059	5,879
PER	배	39.9	50.5	34.5	41.8	26.5	22.8
PBR	배	3.8	5.2	4.2	3.9	3.4	3.0
EV/EBITDA	배	11.2	12.2	9.6	9.6	6.8	5.8
ROE	%	10.0	10.7	12.8	9.7	13.7	13.9
순차입금	십억원	-1,003	-1,345	-1,600	-2,032	-2,904	-4,052
부채비율	%	27.2	25.8	27.3	24.1	23.4	22.4

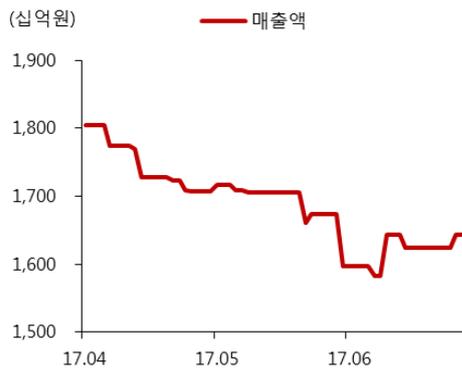
1. 2Q Preview & 컨센서스 & Valuation

아모레 G 2Q17 Preview

	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	yoy	qoq	컨센서스	차이
매출액	1,719.7	1,654.3	1,564.3	1,855.4	1,555.0	-9.6%	-16.2%	1,697.3	-9.1%
영업이익	309.7	219.7	134.4	378.5	187.2	-39.6%	-50.5%	268.9	-43.7%
세전이익	311.4	201.5	148.0	353.6	197.4	-36.6%	-44.2%	266.7	-35.1%
순이익	106.9	66.0	33.9	105.9	58.9	-44.9%	-44.4%	83.8	-42.2%
영업이익률	18.0%	13.3%	8.6%	20.4%	12.0%				
세전이익률	18.0%	13.3%	8.6%	20.4%	12.0%				
순이익률	6.2%	4.0%	2.2%	5.7%	3.8%				

자료: fnguide, SK 증권

아모레 G 매출액 컨센서스 추이



자료: Quantiwise, SK 증권

아모레 G 영업이익 컨센서스 추이



자료: Quantiwise, SK 증권

아모레 G PER Valuation

(억원 배, 천주 원)

	단위	Value	Multiple	Fair Value	비고
2018 년 예상 순이익 (a)	억원	4,497			
2018 년 예상 우선주 배당금 (b)	억원	40			2018 년 예상 지배주주순이익 - 예상 우선주배당금
(a)-(b) X Target Multiple = (c)	억원	4,457	25.0	111,435	글로벌 화장품 4 개사 2018 년 예상실적 기준 PER 10% 할인
Shares outstanding ('000) (d)	천주			76,908	보통주 발행주식수 - 자기주식수
(d)/(b)	원			144,893	
Target Price	원			145,000	

자료: Bloomberg, SK 증권

2. 실적추정

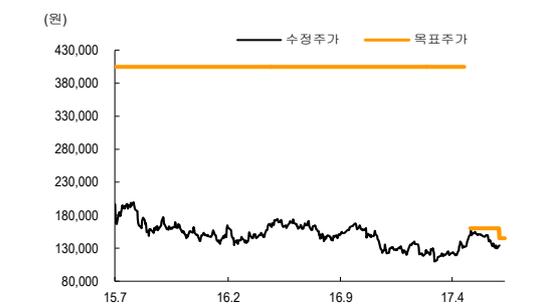
아모레G 부문별 실적 추정

(단위 : 십억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2016	2017E	2018E
매출액	1,759.3	1,719.7	1,654.3	1,564.3	1,855.4	1,555.0	1,630.4	1,717.7	6,697.6	6,758.5	8,237.1
y-y %	21.8	21.7	22.9	7.3	5.5	-9.6	-14	9.8	18.3	0.9	21.9
화장품	1,807.6	1,802.8	1,708.3	1,631.6	1,914.6	1,619.1	1,692.0	1,783.7	6,950.3	7,009.5	8,558.3
아모레퍼시픽	1,485.1	1,443.4	1,400.9	1,316.0	1,569.0	1,272.2	1,359.3	1,423.4	5,645.4	5,623.9	6,880.6
이니스프리	186.6	213.6	176.9	190.8	198.4	198.6	189.3	219.4	767.9	805.8	996.7
에뛰드	81.4	84.5	75.7	75.0	81.3	76.9	79.5	82.5	316.6	320.2	380.0
AMOS, ESPOIR, AESTURA	54.6	61.3	54.8	49.8	65.9	71.4	64.0	58.4	220.5	259.6	301.0
비화장품	47.7	46.2	42.3	47.4	44.5	38.2	38.1	46.0	183.6	166.8	189.7
y-y%											
화장품	23.7	23.7	23.5	8.6	5.9	-10.2	-1.0	9.3	19.8	0.9	22.1
아모레퍼시픽	23.3	20.8	22.8	7.4	5.6	-11.9	-3.0	8.2	18.4	-0.4	22.3
이니스프리	30.8	45.8	29.2	14.8	6.3	-7.0	7.0	15.0	29.7	4.9	23.7
에뛰드	13.7	31.2	34.1	14.7	-0.1	-9.0	5.0	10.0	22.8	1.1	18.7
AMOS, ESPOIR, AESTURA	28.5	19.7	13.5	11.4	20.8	16.5	16.7	17.2	18.1	17.8	15.9
비화장품	8.6	12.7	20.9	13.5	-6.6	-17.3	-9.8	-3.1	13.6	-9.1	13.7
영업이익	419.2	309.7	219.7	134.4	378.5	187.2	215.9	170.6	1,083.0	952.2	1,401.9
y-y %	30.7	27.1	16.8	-16.5	-9.7	-39.6	-1.7	26.9	18.5	-12.1	47.2
OPM	23.8	18.0	13.3	8.6	20.4	12.0	13.2	9.9	16.2	14.1	17.0
화장품	408.3	323.3	216.1	143.7	380.9	183.9	211.9	167.9	1,091.4	944.6	1,367.2
아모레퍼시픽	337.8	240.6	167.5	102.2	316.8	133.4	164.8	114.7	848.1	729.7	1,053.3
이니스프리	51.9	62.8	37.2	44.6	46.3	37.7	34.1	51.7	196.5	169.8	255.9
에뛰드	12.3	12.1	6.9	-1.8	8.8	5.8	6.4	0.1	29.5	21.0	29.1
AMOS, ESPOIR, AESTURA	6.2	7.8	4.5	-1.3	9.0	7.0	6.6	1.4	17.2	24.0	28.9
비화장품	5.9	4.0	1.8	-2.6	-3.2	0.5	0.9	0.1	9.1	-1.7	14.0
y-y %											
화장품	22.6	17.9	12.7	8.8	19.9	11.4	12.5	9.4	15.7	13.5	16.0
아모레퍼시픽	22.7	16.7	12.0	7.8	20.2	10.5	12.1	8.1	15.0	13.0	15.3
이니스프리	27.8	29.4	21.0	23.4	23.3	19.0	18.0	23.6	25.6	21.1	25.7
에뛰드	15.1	14.3	9.1	-2.4	10.8	7.5	8.0	0.1	9.3	6.6	7.7
AMOS, ESPOIR, AESTURA	11.4	12.7	8.2	-2.6	13.7	9.8	10.4	2.4	7.8	9.3	9.6
비화장품	12.4	8.7	4.3	-5.5	-7.2	1.4	2.3	0.3	5.0	-1.0	7.4

자료 : 아모레G, SK 증권

투자의견변경	일시	투자의견	목표주가
	2017.07.04	중립	145,000원
	2017.05.10	중립	160,000원
	2017.05.01	담당자 변경	



Compliance Notice

- 작성자(서명화)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 기관투자자 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 (2017년 7월 4일 기준)

매수	92.81%	중립	7.19%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	2,538	2,943	3,329	4,326	5,618
현금및현금성자산	1,003	969	1,457	2,249	3,397
매출채권및기타채권	338	360	364	443	499
재고자산	393	478	483	588	662
비유동자산	3,610	4,146	4,285	4,528	4,656
장기금융자산	73	73	42	42	42
유형자산	2,212	2,774	2,905	3,067	3,118
무형자산	731	749	785	830	876
자산총계	6,148	7,088	7,614	8,855	10,275
유동부채	979	1,321	1,281	1,447	1,620
단기금융부채	139	206	155	75	75
매입채무 및 기타채무	404	499	504	614	692
단기충당부채	12	23	23	28	31
비유동부채	282	200	198	229	259
장기금융부채	51	3	0	0	0
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	3	4	4	5	6
부채총계	1,260	1,522	1,479	1,676	1,879
지배주주지분	2,533	2,833	3,072	3,513	4,028
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	2,497	2,946	3,469
비지배주주지분	2,355	2,734	3,064	3,666	4,368
자본총계	4,888	5,567	6,135	7,179	8,396
부채외자본총계	6,148	7,088	7,614	8,855	10,275

현금흐름표

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	712	856	1,106	1,434	1,595
당기순이익(손실)	674	812	714	1,071	1,244
비현금성항목등	433	526	642	719	775
유형자산감가상각비	189	221	354	388	400
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타	-5	37	161	0	0
운전자본감소(증가)	-174	-213	-24	9	0
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-69	-12	1	-80	-56
재고자산감소(증가)	-21	-92	-11	-106	-74
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-20	0	147	110	77
기타	-63	-109	-161	84	52
법인세납부	-221	-269	-226	-365	-424
투자활동현금흐름	-56	-789	-554	-559	-445
금융자산감소(증가)	253	-302	105	0	0
유형자산감소(증가)	-271	-601	-650	-550	-450
무형자산감소(증가)	-64	-46	-46	-46	-46
기타	27	160	37	37	50
재무활동현금흐름	-74	-103	-46	-84	-2
단기금융부채증가(감소)	1	35	-40	-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	-6	-4	-2
현금의 증가(감소)	586	-34	488	792	1,148
기초현금	417	1,003	969	1,457	2,249
기말현금	1,003	969	1,457	2,249	3,397
FCF	496	510	369	847	1,112

자료 : 아모레G, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	5,661	6,698	6,758	8,237	9,275
매출원가	1,415	1,641	1,655	2,002	2,245
매출총이익	4,246	5,057	5,104	6,235	7,030
매출총이익률 (%)	75.0	75.5	75.5	75.7	75.8
판매비와관리비	3,333	3,974	4,152	4,833	5,410
영업이익	914	1,083	952	1,402	1,619
영업이익률 (%)	16.1	16.2	14.1	17.0	17.5
비영업손익	8	5	1	33	49
순금융비용	-24	-24	-26	-33	-49
외환관련손익	-3	-1	0	0	0
관계기업투자등 관련손익	1	2	0	0	0
세전계속사업이익	922	1,088	953	1,435	1,668
세전계속사업이익률 (%)	16.3	16.3	14.1	17.4	18.0
계속사업법인세	248	277	240	365	424
계속사업이익	674	812	714	1,071	1,244
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	674	812	714	1,071	1,244
순이익률 (%)	11.9	12.1	10.6	13.0	13.4
지배주주	260	342	285	450	523
지배주주귀속 순이익률(%)	4.6	5.11	4.21	5.46	5.64
비지배주주	414	469	429	621	722
총포괄이익	635	792	686	1,043	1,217
지배주주	242	333	277	442	514
비지배주주	393	460	409	602	702
EBITDA	1,103	1,304	1,307	1,790	2,019

주요투자지표

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
성장성 (%)					
매출액	20.2	18.3	0.9	21.9	12.6
영업이익	38.6	18.5	-12.1	47.2	15.5
세전계속사업이익	35.2	18.1	-12.4	50.6	16.2
EBITDA	32.4	18.3	0.2	37.0	12.8
EPS(계속사업)	17.1	31.5	-16.8	57.9	16.2
수익성 (%)					
ROE	10.7	12.8	9.7	13.7	13.9
ROA	11.6	12.3	9.7	13.0	13.0
EBITDA마진	19.5	19.5	19.3	21.7	21.8
안정성 (%)					
유동비율	259.4	222.7	259.9	298.9	346.8
부채비율	25.8	27.3	24.1	23.4	22.4
순차입금/자기자본	-27.5	-28.8	-33.1	-40.5	-48.3
EBITDA/이자비용(배)	324.2	289.8	278.0	511.6	1,189.3
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	2,929	3,851	3,203	5,059	5,879
BPS	28,489	31,869	34,549	39,516	45,303
CFPS	5,054	6,338	7,189	9,424	10,374
주당 현금배당금	390	460	0	0	0
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	71.0	45.3	48.9	30.9	26.6
PER(최저)	32.8	31.7	34.2	21.7	18.6
PBR(최고)	7.3	5.5	4.5	4.0	3.5
PBR(최저)	3.4	3.8	3.2	2.8	2.4
PCR	29.3	21.0	18.6	14.2	12.9
EV/EBITDA(최고)	16.6	12.0	11.0	7.9	6.8
EV/EBITDA(최저)	8.2	8.6	8.0	5.7	4.8

SK COMPANY Analysis



Analyst
서영화

donaldseo@sk.com
02-3773-9182

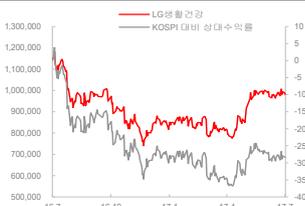
Company Data

자본금	89 십억원
발행주식수	1,772 만주
자사주	96 만주
액면가	5,000 원
시가총액	15,337 십억원
주요주주	
(주)엘지(외2)	34.03%
국민연금공단	6.15%
외국인지분률	46.80%
배당수익률	0.80%

Stock Data

주가(17/07/04)	982,000 원
KOSPI	2380.52 pt
52주 Beta	0.61
52주 최고가	1,181,000 원
52주 최저가	741,000 원
60일 평균 거래대금	32 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-2.0%	-2.4%
6개월	15.4%	-0.8%
12개월	-14.6%	-28.4%

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

[2Q17E Preview] 경쟁사 대비 안정적인 실적 시현 추정

- 매출액 1 조 5,287 억원(y-y -1.6%), 영업이익 1,979 억원(y-y -12.2%) 추정
- 매출액과 영업이익 모두 컨센서스를 소폭 하회하는 실적
- 경쟁사와 마찬가지로 면세점, 국내 로드샵 부진이 불가피한 상황
- 현재는 동사의 안정화된 사업포트폴리오가 부각될 수 있는 시점

2Q17E, 경쟁사 대비 안정적인 실적 시현 추정

2Q17E 매출액 1 조 5,287 억원(y-y -1.6%), 영업이익 1,979 억원(y-y -12.2%)으로 매출액 컨센서스 1 조 5,557 억원과 영업이익 컨센서스 2,135 억원을 소폭 하회하는 실적을 추정한다. 동사 역시 매출액, 영업이익 역신장의 중심에는 화장품이 있으며, 화장품 실적 부진의 주요 원인은 면세점과 국내 로드샵의 부진이다. 동사의 2Q17E 면세점 매출액은 y-y -22.0% 역신장을 추정한다. 경쟁사 역신장 폭 추정치 대비 낮은 수준이다. 동사 면세점 매출의 약 90%(후 70%, 숨 20%)가 럭셔리 라인으로 변동성이 상대적으로 작은 점과 숨이 브랜드 성장 초기 국면으로 동사의 ASP 가 경쟁사 대비 빠른 속도로 상승하고 있는 점을 반영하였다.

음료부문은 경쟁사의 사이다 가격 인상에 따라 5월부터 실질적인 P 인상 효과가 나타난 것으로 추정된다. 또한 음료시장 점유율 확대 및 시장 성장에 따른 Q의 성장도 가능한 상황이다. 다만, 2Q17E 부터는 2018년 평창올림픽을 앞두고 마케팅이 확대될 수 있는 상황으로 비용 증가를 염두에 두어야 하는 상황이다. 생활용품은 마진율이 높은 퍼스널케어의 헤어, 바디 부문 경쟁 강도가 여전히 센 상황이며, 일부 중국인 인바운드 관광객 감소의 영향도 있는 것으로 추정된다. 생활용품은 1분기와 유사한 흐름이 전개된 것으로 추정한다.

투자의견 Buy, 목표주가 1,100,000 원 유지

투자의견 Buy, 목표주가 1,100,000 원을 유지한다. 현재는 동사의 안정화된 사업포트폴리오가 부각될 수 있는 시점이다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	십억원	4,677	5,328	6,094	6,290	7,133	7,728
yoy	%	8.1	13.9	14.4	3.2	13.4	8.3
영업이익	십억원	511	684	881	898	1,070	1,181
yoy	%	3.0	33.9	28.8	2.0	19.1	10.4
EBITDA	십억원	632	811	1,015	1,133	1,353	1,486
세전이익	십억원	480	645	753	876	1,060	1,176
순이익(지배주주)	십억원	349	460	568	656	795	882
영업이익률%	%	10.9	12.8	14.5	14.3	15.0	15.3
EBITDA%	%	13.5	15.2	16.7	18.0	19.0	19.2
순이익률	%	7.6	8.8	9.5	10.5	11.2	11.5
EPS	원	19,722	25,982	32,070	37,030	44,868	49,808
PER	배	31.6	40.4	26.7	26.5	21.9	19.7
PBR	배	6.7	9.1	6.0	5.7	4.7	4.0
EV/EBITDA	배	17.8	22.6	14.9	15.0	12.2	10.7
ROE	%	22.9	25.1	24.9	23.5	23.7	21.9
순차입금	십억원	852	633	429	179	-234	-843
부채비율	%	124.1	99.2	71.8	58.5	49.3	39.6

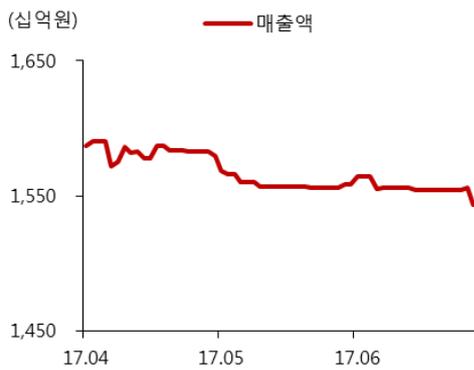
1. 2Q17E Preview & 컨센서스 & Valuation

LG 생활건강 2Q17 Preview

LG 생활건강	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	yoy	qoq	컨센서스	차이
매출액	1,553.9	1,563.5	1,457.3	1,600.7	1,528.7	-1.6%	-4.5%	1,556.7	-1.8%
영업이익	225.4	244.2	177.9	260.0	197.9	-12.2%	-23.9%	213.5	-7.9%
세전이익	206.2	232.5	95.2	245.4	194.5	-5.6%	-20.7%	198.8	-2.2%
순이익	156.3	188.8	64.8	177.1	146.8	-6.0%	-17.1%	148.3	-1.0%
영업이익률	14.5%	15.6%	12.2%	16.2%	12.9%				
세전이익률	13.3%	14.9%	6.5%	15.3%	12.7%				
순이익률	10.1%	12.1%	4.4%	11.1%	9.6%				

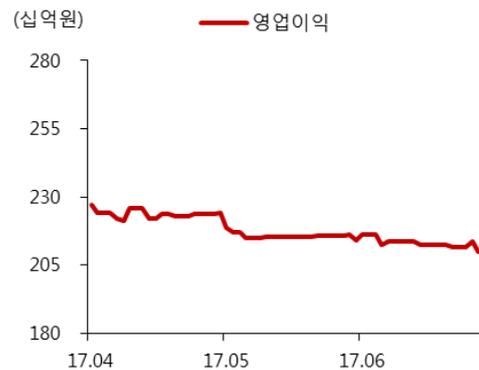
자료: fnguide, SK 증권

LG 생활건강 매출액 컨센서스 추이



자료: Quantwise, SK 증권

LG 생활건강 영업이익 컨센서스 추이



자료: Quantwise, SK 증권

LG 생활건강 PER Valuation

	단위	12M Fwd NOPLAT	Multiple	Value	비고
Healthy & Refreshing (a)	십억원	251	14.6	3,660	국내 음료업종 18년 예상실적 기준 PER 10% 할인
Beautiful (b)	십억원	552	23.5	12,963	글로벌 화장품 4사 18년 예상실적 기준 PER 15% 할인
우선주 배당금 (c)	십억원	19	23.5	456	18년 예상 우선주 배당금
순차입금 (d)	십억원			(212)	18년 예상 순차입금
Total Value (a)+(b)+(c)+(d)	십억원			16,378	
Shares outstanding ('000)	천주			14,660	
Fair Value Per Share	원			1,117,236	
Target Price	원			1,100,000	

자료: Bloomberg, SK 증권

2. 실적추정

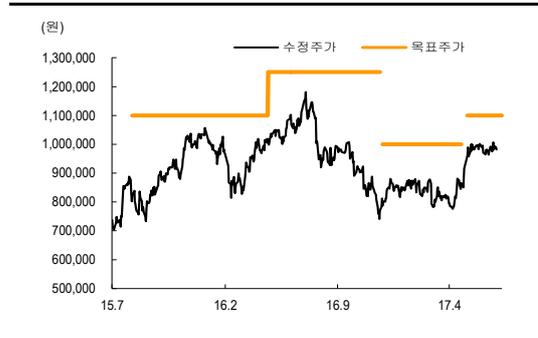
LG 생활건강 부문별 실적 추정

(단위 : 십억원)

	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	1,528.7	1,597.8	1,563.1	6,093.7	6,290.4	7,132.8
% growth (y-y)	16.7%	18.5%	12.7%	9.7%	5.4%	-1.6%	2.2%	7.3%	14.4%	3.2%	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%	25.0%	28.1%	23.8%	26.2%	26.0%	23.5%
Beautiful	796.6	819.9	741.5	797.6	854.2	769.4	746.8	878.4	3,155.5	3,248.8	3,979.6
% growth (y-y)	25.9%	33.1%	26.5%	14.2%	7.2%	-6.2%	0.7%	10.1%	24.6%	3.0%	22.5%
% Sales	52.4%	52.8%	47.4%	54.7%	53.4%	50.3%	46.7%	56.2%	51.8%	51.6%	55.8%
DFS	251.7	277.9	244.7	256.0	279.3	216.8	232.5	294.4	1,030.4	1,023.0	1,566.2
% growth (y-y)	66.5%	96.2%	79.1%	23.0%	11.0%	-22.0%	-5.0%	15.0%	61.6%	-0.7%	53.1%
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%	24.7%	25.1%	20.0%	22.1%	22.4%	20.7%
영업이익	233.5	225.4	244.2	177.9	260.0	197.9	244.9	195.7	880.9	898.4	1,070.1
% growth (y-y)	30.8%	34.2%	28.4%	20.7%	11.3%	-12.2%	0.3%	10.0%	28.8%	2.0%	19.1%
% Margin	15.4%	14.5%	15.6%	12.2%	16.2%	12.9%	15.3%	12.5%	14.5%	14.3%	15.0%
Healthy	54.1	37.4	67.7	27.5	54.7	37.4	70.1	29.1	186.6	191.2	198.5
% growth (y-y)	12%	6%	6%	16%	1%	0%	4%	6%	9%	2%	4%
% Margin	13%	10%	15%	8%	13%	10%	16%	8%	12%	12%	12%
Beautiful	156.9	152.5	131.2	136.4	176.8	123.1	127.0	152.0	577.1	578.8	735.5
% growth (y-y)	39.4%	54.8%	59.9%	22.8%	12.7%	-19.3%	-3.3%	11.4%	42.8%	0.3%	27.1%
% Margin	19.7%	18.6%	17.7%	17.1%	20.7%	16.0%	17.0%	17.3%	18.3%	17.8%	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%
% Margin	7.3%	9.8%	11.8%	4.6%	9.0%	9.9%	11.9%	4.7%	8.7%	9.1%	9.2%

자료: LG 생활건강, SK 증권

투자의견변경	일시	투자의견	목표주가
	2017.07.04	매수	1,100,000원
	2017.06.13	매수	1,100,000원
	2017.05.10	매수	1,100,000원
	2017.04.29	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 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2017년 7월 4일 기준)

매수	92.81%	중립	7.19%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	1,331	1,425	1,628	2,067	2,580
현금및현금성자산	397	339	513	806	1,215
매출채권및기타채권	436	493	509	577	625
재고자산	441	536	553	627	680
비유동자산	2,884	3,078	3,330	3,564	3,676
장기금융자산	6	6	7	7	7
유형자산	1,290	1,464	1,736	1,972	2,085
무형자산	1,380	1,420	1,398	1,387	1,376
자산총계	4,215	4,502	4,958	5,631	6,255
유동부채	1,159	1,147	1,356	1,357	1,441
단기금융부채	373	277	459	339	339
매입채무 및 기타채무	420	444	458	519	562
단기충당부채	13	11	11	13	14
비유동부채	940	734	474	503	333
장기금융부채	688	517	255	255	55
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	18	37	38	42	46
부채총계	2,099	1,881	1,831	1,860	1,774
지배주주지분	2,037	2,532	3,041	3,683	4,390
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	3,069	3,733	4,462
비지배주주지분	78	88	86	89	91
자본총계	2,115	2,621	3,127	3,772	4,481
부채와자본총계	4,215	4,502	4,958	5,631	6,255

현금흐름표

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	660	730	795	1,062	1,175
당기순이익(손실)	470	579	660	798	886
비현금성항목등	367	452	480	554	600
유형자산감가상각비	111	116	216	264	287
무형자산감가상각비	16	18	19	19	18
기타	44	137	16	-1	-1
운전자본감소(증가)	-16	-135	-170	-29	-21
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-2	-48	17	-68	-48
재고자산감소(증가)	-21	-93	-23	-74	-52
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	1	9	-25	61	43
기타	6	-4	-139	52	36
법인세납부	-161	-165	-174	-262	-290
투자활동현금흐름	-340	-402	-502	-502	-399
금융자산감소(증가)	-13	3	6	0	0
유형자산감소(증가)	-285	-327	-500	-500	-400
무형자산감소(증가)	-6	-8	-8	-8	-8
기타	-35	-70	0	5	8
재무활동현금흐름	-262	-388	-96	-267	-367
단기금융부채증가(감소)	-315	-287	-79	-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	-15	-13
현금의 증가(감소)	59	-58	174	293	409
기초현금	338	397	339	513	806
기말현금	397	339	513	806	1,215
FCF	430	406	397	552	766

자료 : LG생활건강, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	5,328	6,094	6,290	7,133	7,728
매출원가	2,226	2,434	2,480	2,777	2,970
매출총이익	3,102	3,660	3,810	4,356	4,758
매출총이익률 (%)	58.2	60.1	60.6	61.1	61.6
판매비와관리비	2,418	2,779	2,912	3,286	3,577
영업이익	684	881	898	1,070	1,181
영업이익률 (%)	12.8	14.5	14.3	15.0	15.3
비영업손익	-39	-128	-23	-10	-5
순금융비용	25	16	13	10	5
외환관련손익	-5	0	-1	-1	-1
관계기업투자등 관련손익	7	7	1	0	0
세전계속사업이익	645	753	876	1,060	1,176
세전계속사업이익률 (%)	12.1	12.4	13.9	14.9	15.2
계속사업법인세	174	174	216	262	290
계속사업이익	470	579	660	798	886
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	470	579	660	798	886
순이익률 (%)	8.8	9.5	10.5	11.2	11.5
지배주주	460	568	656	795	882
지배주주귀속 순이익률(%)	8.64	9.32	10.43	11.15	11.42
비지배주주	10	11	3	3	3
총포괄이익	494	602	637	776	863
지배주주	485	591	634	773	861
비지배주주	10	11	2	2	2
EBITDA	811	1,015	1,133	1,353	1,486

주요투자지표

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
성장성 (%)					
매출액	13.9	14.4	3.2	13.4	8.3
영업이익	33.9	28.8	2.0	19.1	10.4
세전계속사업이익	34.3	16.7	16.3	21.1	11.0
EBITDA	28.3	25.1	11.7	19.3	9.9
EPS(계속사업)	31.7	23.4	15.5	21.2	11.0
수익성 (%)					
ROE	25.1	24.9	23.5	23.7	21.9
ROA	11.7	13.3	13.9	15.1	14.9
EBITDA마진	15.2	16.7	18.0	19.0	19.2
안정성 (%)					
유동비율	114.8	124.2	120.0	152.4	179.0
부채비율	99.2	71.8	58.5	49.3	39.6
순차입금/자기자본	29.9	16.4	5.7	-6.2	-18.8
EBITDA/이자비용(배)	24.7	51.1	66.6	88.5	116.9
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	25,982	32,070	37,030	44,868	49,808
BPS	114,985	142,927	171,633	207,866	247,760
CFPS	33,154	39,616	50,294	60,812	67,048
주당 현금배당금	5,500	7,500	7,825	9,174	10,092
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	40.7	36.8	27.2	22.4	20.2
PER(최저)	23.0	23.1	21.0	17.3	15.6
PBR(최고)	9.2	8.3	5.9	4.8	4.1
PBR(최저)	5.2	5.2	4.5	3.7	3.1
PCR	31.7	21.6	19.5	16.2	14.7
EV/EBITDA(최고)	22.6	20.1	15.3	12.5	11.0
EV/EBITDA(최저)	13.2	12.9	11.9	9.6	8.4

SK COMPANY Analysis



Analyst
서영화

donaldseo@sk.com
02-3773-9182

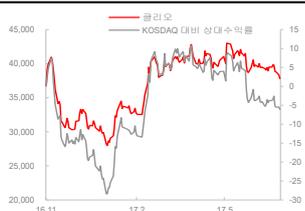
Company Data

자본금	8 십억원
발행주식수	1,944 만주
자사주	15 만주
액면가	500 원
시가총액	641 십억원
주요주주	
한현옥(외5)	76.87%
The Capital Group Companies, Inc.(외1)	5.49%
외국인지분률	16.80%
배당수익률	1.60%

Stock Data

주가(17/07/04)	37,800 원
KOSDAQ	656.19 pt
52주 Beta	1.01
52주 최고가	43,000 원
52주 최저가	28,000 원
60일 평균 거래대금	1 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-2.3%	-1.9%
6개월	25.8%	22.7%
12개월	%	%

클리오 (237880/KQ | 매수(유지) | T.P 43,000 원(하향))

[2Q17E Preview] 눈에 띄는 H&B 향 매출 성장세

- 매출액 448 억원(y-y +0.6%), 영업이익 36 억원(y-y -15.3%) 추정
- 매출액과 영업이익 모두 컨센서스를 큰 폭으로 하회하는 실적
- H&B 스토어와 온라인을 제외한 모든 채널의 역성장이 불가피한 상황
- 투자의견 Buy 유지, 목표주가는 49,000 원에서 43,000 원으로 하향

2Q17E, H&B 스토어와 온라인을 제외한 모든 채널의 역성장 불가피

2Q17E 별도기준 매출액 448 억원(y-y +0.6%), 영업이익 36 억원(y-y -15.3%)으로 추정한다. 기존 매출액 추정치 500 억원, 영업이익 추정치 78 억원 대비 큰 폭으로 낮은 수준이다.

2Q17E 클럽클리오는 매출액 y-y -16% 감소한 것으로 추정된다. 중국인 인바운드 관광객 감소 및 로드샵 채널 자체의 부진이 겹치면서 큰 폭의 역성장이 불가피한 상황이다. 반면, H&B 스토어 매출액은 y-y +100% 증가한 것으로 추정된다. 구달의 올리브영 신규 입점 효과와 H&B 스토어 점포수 확대 및 H&B 시장 자체 성장 효과가 함께 나타났다. 온라인 매출액은 1Q17과 유사한 y-y +40% 수준의 매출액 성장을 이룬 것으로 추정된다. 채널 자체의 성장성이 견조하여서 하반기 역시 현재의 성장세가 지속될 전망이다. 글로벌 매출액은 y-y -5% 감소한 것으로 추정되나, 중국 세포라 입점 매장 수 확대(현재 100 개, 연말까지 200 개로 확대), 중국 왓슨스 입점(기존 홍콩, 싱가포르, 말레이시아 왓슨스 300 개 입점), 중국 클럽 클리오 신규 매장 오픈 등을 통해서 하반기 성장모멘텀이 재개될 전망이다. 면세점 매출액은 y-y -54.8% 감소한 것으로 추정되며, 도매수출 역시 매출액 y-y -6.6% 감소한 것으로 추정된다.

목표주가 기존 49,000 원에서 43,000 원으로 하향

색조부문에서 국내 최고 수준의 경쟁력을 가지고 있으며, 글로벌 시장 진출의 초기 국면으로 긍정적 투자의견을 유지하나, 목표주가 기존 49,000 원에서 43,000 원으로 하향 조정한다. 연간 실적 추정치 하향 조정하였으며, 목표주가 산출을 위한 밸류에이션 멀티플은 글로벌 화장품 4사의 평균 PER 을 10% 할인하여 적용하였다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	십억원	42	107	196	223	275	316
yoy	%	26.6	151.6	83.7	13.3	23.5	15.1
영업이익	십억원	1	22	28	26	41	48
yoy	%	-60.1	3,184.3	24.2	-7.7	59.0	17.7
EBITDA	십억원	2	24	30	46	62	65
세전이익	십억원	1	23	30	25	41	48
순이익(지배주주)	십억원	1	18	23	20	31	37
영업이익률%	%	1.6	21.0	14.2	11.6	14.9	15.3
EBITDA%	%	4.0	22.4	15.4	20.6	22.4	20.6
순이익률	%	1.5	16.5	11.6	8.8	11.4	11.8
EPS	원	44	1,226	1,479	1,027	1,647	1,963
PER	배	0.0	0.0	20.7	36.8	23.0	19.3
PBR	배	0.0	0.0	3.9	4.7	4.1	3.6
EV/EBITDA	배	0.0	0.0	14.0	12.2	8.8	8.0
ROE	%	7.2	99.5	26.9	13.0	18.7	19.4
순차입금	십억원	4	-15	-98	-88	-103	-126
부채비율	%	213.3	131.9	68.9	58.8	46.0	38.8

클리오 2Q17E Preview

(십억원)	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	yoy	qoq	컨센서스	차이
매출액	44.5	50.2	55.9	57.3	44.8	0.6%	-21.9%	51.0	-13.9%
영업이익	4.2	7.8	4.7	6.5	3.6	-15.3%	-45.2%	4.9	-36.8%
순이익	3.1	5.7	4.8	4.8	2.7	-11.3%	-43.6%	4.7	-72.9%
영업이익률	9.5%	15.5%	8.4%	11.4%	8.0%				
순이익률	6.9%	11.4%	8.6%	8.4%	6.1%				

자료: fnguide, SK 증권

주: 당사 추정치는 별도기준, 컨센서스는 연결기준

클리오 PER Valuation

(단위: 억원 배, 천주, 원)

	Value	Multiple	Fair Value	비고
2018 년 예상 실적기준 지배주주순이익	310	25	7,750	2018 년 예상실적 기준 글로벌 화장품 4 개사 평균 PER 10% 할인
Shares Outstanding('000)			18155	
Fair Value per share			42,688	
Target Price			43,000	

자료: Bloomberg, SK 증권

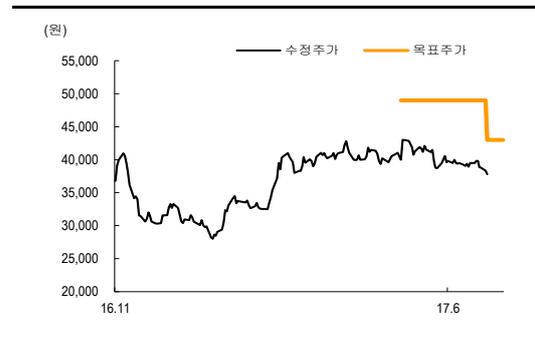
클리오 유통 채널별 실적 추정

(단위: 백만원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17E	3E17E	4Q17E	2016E	2017E	2018E
Sales	45,800	44,500	50,200	55,900	57,340	44,761	56,805	63,625	196,400	222,531	274,714
y-y	220.9%	139.3%	89.8%	17.1%	25.2%	0.6%	13.2%	13.8%	83.7%	13.3%	23.4%
Club Clio	12,800	12,200	10,900	11,900	11,094	10,248	11,445	13,685	47,800	46,472	55,902
H&B	6,000	5,900	9,600	8,200	10,823	11,800	13,440	11,480	29,700	47,543	61,806
Online	3,900	4,000	5,400	6,400	5,554	5,600	6,480	7,680	19,700	25,314	33,188
Global	4,700	6,000	6,200	10,100	5,282	5,700	7,440	11,110	27,000	29,532	38,298
Duty free	1,600	8,100	9,100	11,300	9,339	3,661	7,500	10,170	30,100	30,670	44,670
도매수출	16,800	8,300	9,000	8,000	15,248	7,752	10,500	9,500	42,100	43,000	40,850
Club Clio	225.0%	125.8%	72.1%	0.0%	-13.3%	-16%	5%	15%	73.4%	-2.8%	20.3%
H&B	27.1%	27.0%	79.3%	32.8%	80.4%	100%	40%	40%	42.1%	60.1%	30.0%
Online	100.3%	74.5%	112.2%	79.5%	42.4%	40%	20%	20%	90.4%	28.5%	31.1%
Global	77.9%	95.4%	70.7%	72.7%	12.4%	-5%	20%	10%	77.7%	9.4%	29.7%
Duty free	261.8%	4282.5%	4321.7%	3196.3%	483.7%	-54.8%	-17.6%	-10.0%	2460.1%	1.9%	45.6%
도매수출	2787.7%	176.7%	7.3%	-59.9%	-9.2%	-6.6%	16.7%	18.8%	32.0%	2.1%	-5.0%
OP	11,225	4,227	7,756	4,696	6,533	3,581	6,472	9,194	27,932	25,780	40,986
y-y	1777.5%	124.2%	31.7%	-66.9%	-41.8%	-15.3%	-16.6%	95.8%	24.2%	-7.7%	59.0%
OPM	24.5%	9.5%	15.5%	8.4%	11.4%	8.0%	11.4%	14.5%	14.2%	11.6%	14.9%

자료: 클리오, SK 증권

투자의견변경	일시	투자의견	목표주가
	2017.07.04	매수	43,000원
	2017.05.10	매수	49,000원
	2017.05.01	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 (6개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2017년 7월 4일 기준)

매수	92.81%	중립	7.19%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	32	197	184	190	211
현금및현금성자산	15	53	17	12	25
매출채권및기타채권	8	22	25	31	36
재고자산	8	19	21	26	30
비유동자산	30	44	66	71	74
장기금융자산	0	5	19	19	19
유형자산	22	24	24	24	23
무형자산	1	2	2	2	2
자산총계	61	241	250	261	285
유동부채	32	94	88	77	74
단기금융부채	0	57	48	28	18
매입채무 및 기타채무	24	31	33	41	47
단기충당부채	1	0	0	0	0
비유동부채	3	5	5	5	6
장기금융부채	0	0	0	0	0
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	0	1	1	1	1
부채총계	35	98	92	82	80
지배주주지분	26	143	157	178	206
자본금	1	8	8	8	8
자본잉여금	0	94	64	64	64
기타자본구성요소	0	-3	-3	-3	-3
자기주식	0	-4	-5	-5	-5
이익잉여금	26	44	88	110	137
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	26	143	157	178	206
부채외자본총계	61	241	250	261	285

현금흐름표

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	39	5	27	48	50
당기순이익(손실)	18	23	20	31	37
비현금성항목등	9	11	25	30	28
유형자산감가상각비	1	2	20	20	16
무형자산상각비	0	1	1	1	1
기타	3	1	0	0	0
운전자본감소(증가)	12	-22	-11	-5	-4
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-2	-15	-2	-6	-5
재고자산감소(증가)	-4	-12	-2	-5	-4
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	16	6	7	8	6
기타	1	-2	-14	-1	-2
법인세납부	0	-8	-6	-9	-11
투자활동현금흐름	-20	-118	-44	-22	-17
금융자산감소(증가)	-1	-106	-17	0	0
유형자산감소(증가)	-19	-4	-20	-20	-15
무형자산감소(증가)	0	-1	-1	-1	-1
기타	0	-8	-7	-1	-1
재무활동현금흐름	-9	152	-18	-32	-21
단기금융부채증가(감소)	0	0	-15	-20	-10
장기금융부채증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의증가(감소)	0	98	-1	0	0
배당금의 지급	0	-4	-4	-10	-10
기타	0	0	-2	-1	-1
현금의 증가(감소)	9	38	-35	-5	12
기초현금	6	15	53	17	12
기말현금	15	53	17	12	25
FCF	20	-7	13	27	34

자료 : 클리오, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	107	196	223	275	316
매출원가	41	73	85	105	120
매출총이익	66	124	138	170	196
매출총이익률 (%)	62.0	62.9	61.9	62.0	62.1
판매비와관리비	44	96	112	129	148
영업이익	22	28	26	41	48
영업이익률 (%)	21.0	14.2	11.6	14.9	15.3
비영업손익	0	2	0	0	0
순금융비용	0	2	0	0	0
외환관련손익	0	1	0	0	0
관계기업투자등 관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	23	30	25	41	48
세전계속사업이익률 (%)	21.3	15.0	11.4	14.8	15.3
계속사업법인세	5	7	6	9	11
계속사업이익	18	23	20	31	37
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	18	23	20	31	37
순이익률 (%)	16.5	11.6	8.8	11.4	11.8
지배주주	18	23	20	31	37
지배주주귀속 순이익률(%)	16.51	11.6	8.77	11.4	11.8
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	18	22	20	31	37
지배주주	18	22	20	31	37
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	24	30	46	62	65

주요투자지표

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
성장성 (%)					
매출액	151.6	83.7	13.3	23.5	15.1
영업이익	3,184.3	24.2	-7.7	59.0	17.7
세전계속사업이익	3,053.9	29.8	-14.2	60.3	19.2
EBITDA	1,294.7	26.2	52.0	34.2	5.9
EPS(계속사업)	2,667.0	20.7	-30.5	60.3	19.2
수익성 (%)					
ROE	99.5	26.9	13.0	18.7	19.4
ROA	39.4	15.1	8.0	12.3	13.7
EBITDA마진	22.4	15.4	20.6	22.4	20.6
안정성 (%)					
유동비율	99.3	210.7	210.4	247.3	284.9
부채비율	131.9	68.9	58.8	46.0	38.8
순차입금/자기자본	-57.7	-68.7	-56.2	-57.7	-61.0
EBITDA/이자비용(배)	93.6	13.9	27.0	42.8	77.8
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	1,226	1,479	1,027	1,647	1,963
BPS	1,838	7,945	8,087	9,179	10,579
CFPS	1,324	1,624	2,083	2,727	2,853
주당 현금배당금	0	600	600	600	600
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	0.0	27.7	41.9	26.1	21.9
PER(최저)	0.0	20.5	27.3	17.0	14.3
PBR(최고)	0.0	5.2	5.3	4.7	4.1
PBR(최저)	0.0	3.8	3.5	3.1	2.7
PCR	0.0	18.8	18.2	13.9	13.3
EV/EBITDA(최고)	0.0	19.8	14.1	10.3	9.3
EV/EBITDA(최저)	0.0	13.9	-1.8	-1.6	-1.9

SK COMPANY Analysis



Analyst
서영화

donaldseo@sk.com
02-3773-9182

Company Data

자본금	5 십억원
발행주식수	1,005 만주
자사주	0 만주
액면가	500 원
시가총액	1,141 십억원
주요주주	
코스맥스비티아이(외 4)	26.02%
국민연금공단	9.52%
외국인지분률	22.10%
배당수익률	0.90%

Stock Data

주가(17/07/04)	113,500 원
KOSPI	2380.52 pt
52주 Beta	0.71
52주 최고가	172,593 원
52주 최저가	97,300 원
60일 평균 거래대금	19 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-8.5%	-8.8%
6개월	-3.4%	-17.0%
12개월	-33.7%	-44.4%

코스맥스 (192820/KS | 매수(유지) | T.P 150,000 원(하향))

[2Q17E Preview] 낮아진 눈높이에는 충족

-매출액 2,348 억원(y-y +18.8%), 영업이익 156 억원(y-y -14.0%) 추정

-낮아진 눈높이를 충족시키는 실적

-여전히 계속되는 국내 고정비 부담. 견조한 성장세의 중국

-18년 예상 실적 기준 PER 18.9X. 현재 주가는 충분히 매력적

-긍정적 투자 의견 유지하나, 목표주가는 기존 17.5 만원에서 15 만원으로 하향

2Q17E, 낮아진 눈높이에는 충족

2Q17E 매출액 2,348 억원(y-y +18.8%), 영업이익 156 억원(y-y -14.0%)으로 매출액 컨센서스 2,348 억원, 영업이익 컨센서스 157 억원에 부합하는 실적을 추정한다.

국내 부문은 수출 호조에도 불구하고 로드샵 및 브랜드샵 부진의 부정적 영향이 불가 피한 상황이다. 2Q17E 국내 매출액이 y-y +8.5% 증가하며, 늘어난 고정비에 대한 부담이 지속된 것으로 추정된다. 이에 따라 국내 부문 영업이익률은 y-y -4.9%p 하락한 5.5%p 를 시현한 것으로 추정된다.

중국은 기존 고객사의 오더 확대와 신규 고객사 확보가 함께 이루어지면서 견조한 성장세를 이어나가고 있다. 상해와 광저우 모두 수익성이 유지되는 가운데 2Q17E 에도 y-y +25% 이상의 매출 성장을 시현한 것으로 추정된다.

미국은 생산성 개선작업이 지속 이루어지면서, 4Q16 부터 지속되어온 q-q 성장 모멘텀을 이어간 것으로 추정된다. 2Q17E 당사가 추정하는 미국법인 매출액은 72 억원이다. 수익성 측면에서는 2Q17E 역시 -50 억원 이상의 영업적자가 예상되지만, 현재 수준의 매출 성장이 지속될 경우 2018년에는 BEP 전환도 가능한 상황이라 판단한다.

목표주가 기존 175,000 원에서 150,000 원으로 하향

국내 부문 정상화 및 미국 법인의 의미있는 변화가 나타날 때까지는 6 개월 이상의 시간이 필요할 것으로 판단한다. 단기 모멘텀이 부재하지만 동사의 중장기 성장성 감안 시, 18년 예상실적 기준 PER 18.9X 수준인 현재 주가는 충분히 매력적인 수준이라 판단한다. 연간 실적 추정치 하향 조정 및 Target Multiple 변경함에 따라 목표주가 기존 175,000 원에서 150,000 원으로 하향한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	십억원	334	533	757	925	1,104	1,285
yoy	%	0.0	59.7	41.9	22.2	19.4	16.4
영업이익	십억원	24	36	53	58	95	123
yoy	%	0.0	47.7	46.4	10.1	63.1	30.5
EBITDA	십억원	31	45	65	80	123	152
세전이익	십억원	22	29	46	52	87	116
순이익(지배주주)	십억원	17	21	35	36	60	80
영업이익률%	%	7.3	6.7	7.0	6.3	8.6	9.6
EBITDA%	%	9.3	8.5	8.6	8.7	11.2	11.9
순이익률	%	4.7	3.5	4.2	3.8	5.4	6.2
EPS	원	1,798	2,301	3,759	3,623	6,019	7,988
PER	배	54.1	78.0	31.8	31.3	18.9	14.2
PBR	배	11.1	16.9	5.7	4.9	4.1	3.3
EV/EBITDA	배	33.5	41.2	21.4	17.2	11.2	8.9
ROE	%	20.6	23.8	22.5	16.4	23.6	25.7
순차입금	십억원	130	190	179	226	233	200
부채비율	%	304.4	354.8	221.2	226.9	205.8	180.8

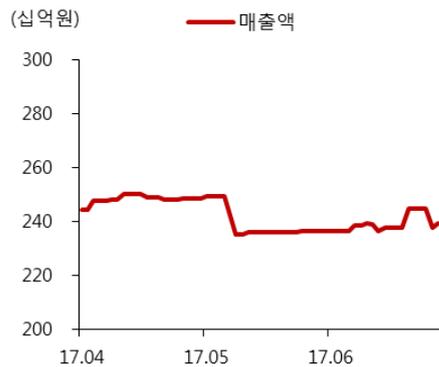
1.2Q17E Preview & 컨센서스 & Valuation

코스맥스 2Q17E Preview

	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	yoy	qoq	컨센서스	차이
매출액	197.7	186.1	199.7	219.1	234.8	18.8%	7.2%	236.7	-0.8%
영업이익	18.2	11.9	9.5	9.4	15.6	-14.0%	66.2%	15.7	-0.4%
세전이익	16.2	8.8	10.1	4.5	14.1	-12.6%	212.2%	14.5	-2.6%
순이익	11.2	6.7	7.6	3.4	10.1	-10.0%	195.9%	10.9	-7.7%
영업이익률	9.2%	6.4%	4.7%	4.3%	6.7%				
세전이익률	8.2%	4.7%	5.1%	2.1%	6.0%				
순이익률	5.7%	3.6%	3.8%	1.6%	4.3%				

자료: Fnguide, SK 증권

코스맥스 매출액 컨센서스 추이



자료: Quantwise, SK 증권

코스맥스 영업이익 컨센서스 추이



자료: Quantwise, SK 증권

코스맥스 PER Valuation

구분	단위	Value	Multiple	Fair Value	비고
2018년 예상실적기준 지배주주순이익	억원	605	25.0	15,125	글로벌 화장품 4개사 18년 예상실적 기준 per 10% 할인
Shares Outstanding('000)	천주			10,046	보통주 발행 주식수 - 자기주식수
Fair Value per share	원			150,557	
Target Price	원			150,000	

자료: Bloomberg, SK 증권

2. 실적추정 & 12M Fwd PER Chart

코스맥스 부문별 실적 추정

(단위 : 십억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2016	2017E	2018E
Sales	173.5	197.7	186.1	199.7	219.1	234.8	226.1	245.2	757.0	925.1	1,104.5
y-y	49.1%	33.3%	40.0%	47.1%	26.3%	18.8%	21.5%	22.8%	41.9%	22.2%	19.4%
KOREA	123.9	128.0	123.7	129.9	142.3	138.9	138.5	149.4	505.5	569.1	675.3
CHINA	58.1	81.3	71.1	73.5	77.0	105.2	92.4	95.5	283.9	370.1	460.6
Shanghai	50.6	71.9	63.5	66.8	67.7	93.5	82.6	86.9	252.9	330.7	413.3
Guangzhou	7.4	9.3	7.6	6.6	9.3	11.7	9.8	8.6	31.0	39.4	47.3
Indonesia	0.5	0.5	0.6	1.4	2.9	2.5	2.5	3.0	3.0	10.9	4.0
USA	2.8	4.7	4.1	5.9	7.2	8.0	9.0	10.0	17.6	34.2	40.0
KOREA	53.0%	25.3%	39.2%	25.4%	14.8%	8.5%	12.0%	15.0%	35.7%	12.6%	18.7%
CHINA	30.2%	34.5%	21.4%	42.1%	32.6%	29.4%	30.0%	30.0%	31.9%	30.4%	24.5%
Shanghai	36.9%	42.0%	28.7%	52.0%	33.8%	30.0%	30.0%	30.0%	39.7%	30.8%	25.0%
Guangzhou	-2.2%	-4.2%	-17.5%	-14.0%	24.7%	25.0%	30.0%	30.0%	-9.5%	27.2%	20.0%
Indonesia	23.0%	39.1%	18.5%	245.1%	527.6%	378.0%	293.7%	119.0%	77.5%	264.4%	-63.3%
USA					155.3%	71.9%	117.8%	68.4%	0.0%	94.9%	16.9%
OP	13.1	18.2	11.9	9.5	9.4	15.6	16.3	16.6	52.6	59.1	94.5
y-y	71.7%	31.4%	25.8%	88.1%	-28.0%	-14.0%	36.7%	75.9%	46.4%	12.3%	60.0%
OPM	7.5%	9.2%	6.4%	4.7%	4.3%	6.7%	7.2%	6.8%	7.0%	6.4%	8.6%

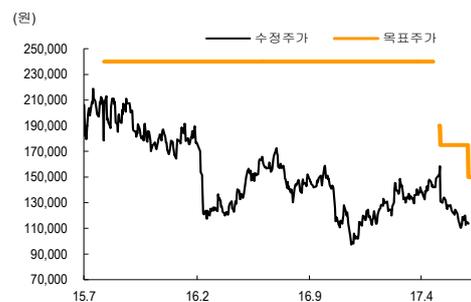
자료 : 코스맥스, SK 증권

코스맥스 12M Fwd PER Chart



자료 : Quantwise, SK 증권

투자의견변경	일시	투자의견	목표주가
	2017.07.04	매수	150,000원
	2017.05.12	매수	175,000원
	2017.05.10	매수	190,000원
	2017.05.01	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 (6개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2017년 7월 4일 기준)

매수	92.81%	중립	7.19%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	256	396	440	510	621
현금및현금성자산	17	68	39	33	66
매출채권및기타채권	145	192	235	280	326
재고자산	84	125	153	183	212
비유동자산	183	270	309	330	335
장기금융자산	3	11	14	14	14
유형자산	163	236	265	287	288
무형자산	5	6	6	6	6
자산총계	439	666	749	841	956
유동부채	296	384	428	474	520
단기금융부채	177	190	191	191	191
매입채무 및 기타채무	103	162	198	236	275
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	46	75	92	92	95
장기금융부채	34	60	77	77	77
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	0	0	0	0	0
부채총계	342	459	520	566	615
지배주주지분	98	211	233	279	346
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	82	132	202
비지배주주지분	-1	-4	-4	-5	-5
자본총계	97	207	229	275	340
부채외자본총계	439	666	749	841	956

현금흐름표

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	-1	31	26	62	82
당기순이익(손실)	19	31	35	60	79
비현금성항목등	32	43	46	64	73
유형자산감가상각비	9	12	22	28	28
무형자산상각비	0	1	1	1	1
기타	6	10	2	0	0
운전자본감소(증가)	-40	-31	-38	-34	-35
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-49	-47	-44	-45	-46
재고자산감소(증가)	-28	-46	-28	-30	-30
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	27	56	30	38	39
기타	10	6	5	3	2
법인세납부	-12	-13	-18	-27	-36
투자활동현금흐름	-47	-97	-63	-50	-31
금융자산감소(증가)	1	-7	-4	0	0
유형자산감소(증가)	-43	-88	-60	-50	-30
무형자산감소(증가)	-2	-1	-1	-1	-1
기타	-2	-2	1	0	0
재무활동현금흐름	54	117	8	-18	-18
단기금융부채증가(감소)	23	-5	1	0	0
장기금융부채증가(감소)	42	44	18	0	0
자본의증가(감소)	0	93	0	0	0
배당금의 지급	-4	-6	-10	-10	-10
기타	-6	-8	-10	-8	-8
현금의 증가(감소)	7	51	-29	-6	33
기초현금	11	17	68	39	33
기말현금	17	68	39	33	66
FCF	-57	-58	-32	9	48

자료 : 코스맥스, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	533	757	925	1,104	1,285
매출원가	445	639	771	906	1,051
매출총이익	88	118	154	198	234
매출총이익률 (%)	16.5	15.6	16.6	17.9	18.2
판매비와관리비	52	65	96	104	111
영업이익	36	53	58	95	123
영업이익률 (%)	6.7	7.0	6.3	8.6	9.6
비영업손익	-6	-6	-6	-8	-8
순금융비용	5	7	7	8	8
외환관련손익	-2	-1	0	0	0
관계기업투자등 관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	29	46	52	87	116
세전계속사업이익률 (%)	5.5	6.1	5.6	7.9	9.0
계속사업법인세	11	15	16	27	36
계속사업이익	19	31	35	60	79
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	19	31	35	60	79
순이익률 (%)	3.5	4.2	3.8	5.4	6.2
지배주주	21	35	36	60	80
지배주주귀속 순이익률(%)	3.98	4.59	3.94	5.48	6.25
비지배주주	-2	-3	-1	-1	-1
총포괄이익	19	24	32	56	76
지배주주	22	28	32	56	76
비지배주주	-2	-4	0	0	0
EBITDA	45	65	80	123	152

주요투자지표

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
성장성 (%)					
매출액	59.7	41.9	22.2	19.4	16.4
영업이익	47.7	46.4	10.1	63.1	30.5
세전계속사업이익	33.8	57.6	11.1	67.8	33.2
EBITDA	45.7	44.6	23.1	53.7	23.5
EPS(계속사업)	27.9	63.4	-3.6	66.1	32.7
수익성 (%)					
ROE	23.8	22.5	16.4	23.6	25.7
ROA	4.9	5.7	5.0	7.5	8.8
EBITDA마진	8.5	8.6	8.7	11.2	11.9
안정성 (%)					
유동비율	86.4	103.2	102.7	107.7	119.4
부채비율	354.8	221.2	226.9	205.8	180.8
순차입금/자기자본	196.7	86.5	98.8	84.6	58.6
EBITDA/이자비용(배)	7.9	9.5	10.7	15.4	19.0
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	2,301	3,759	3,623	6,019	7,988
BPS	10,599	20,990	23,202	27,809	34,385
CFPS	3,289	5,115	5,841	8,882	10,870
주당 현금배당금	700	1,000	1,000	1,000	1,000
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	97.9	51.0	43.7	26.3	19.8
PER(최저)	42.1	25.9	30.5	18.4	13.8
PBR(최고)	21.3	9.1	6.8	5.7	4.6
PBR(최저)	9.1	4.6	4.8	4.0	3.2
PCR	54.6	23.4	19.4	12.8	10.4
EV/EBITDA(최고)	50.6	30.1	22.8	14.9	11.8
EV/EBITDA(최저)	24.3	17.9	16.8	11.0	8.7

SK COMPANY Analysis



Analyst
서영화

donaldseo@sk.com
02-3773-9182

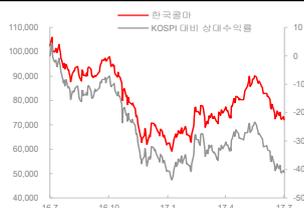
Company Data

자본금	11 십억원
발행주식수	2,110 만주
자사주	0 만주
액면가	500 원
시가총액	1,521 십억원
주요주주	
한국콜마홀딩스(외21)	23.28%
국민연금공단	9.27%
외국인지분률	45.50%
배당수익률	0.30%

Stock Data

주가(17/07/04)	72,100 원
KOSPI	2380.52 pt
52주 Beta	0.67
52주 최고가	106,000 원
52주 최저가	59,200 원
60일 평균 거래대금	14 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-12.9%	-13.2%
6개월	15.4%	-0.9%
12개월	-29.7%	-41.0%

한국콜마 (161890/KS | 매수(유지) | T.P 94,000 원(하향))

[2Q17E Preview] 국내 화장품 빼고 다 좋은 상황

- 매출액 2,207 억원(y-y +27.6%), 영업이익 213 억원(y-y -1.1%) 추정
- 제한적인 국내 화장품 부문 매출 성장에 따른 고정비 부담으로 수익성 악화 추정
- 대규모 증설을 앞둔 제약부문은 2Q17E 역시 큰 폭의 외형 성장이 가능할 것으로 추정
- 현재 주가 2018년 예상실적 기준 PER 19.2X로 Band 하단
- 국내 화장품 이외의 모멘텀 감안 시, 현재 주가는 충분히 매력적인 구간

2Q17E, 국내 화장품부문의 제한적인 성장에 따른 고정비 부담

2Q17E 매출액 2,207 억원(y-y +27.6%), 영업이익 213 억원(y-y -1.1%)으로 영업이익 컨센서스 242 억원을 하회하는 실적을 추정한다. 국내 화장품 부문의 제한적인 매출 성장에 따른 고정비 부담으로 2Q17E 수익성이 악화될 것으로 추정된다.

국내 화장품은 수출 y-y +2.0%, 내수 y-y +4.0% 매출액 증가한 것으로 추정한다. 수출은 일부 품목의 오더가 3 분기로 이연된 것으로 추정되며, 내수는 매출 비중의 38%를 차지하는 LG HH & AP, 원브랜드샵향 제품 오더에 부정적인 영향이 불가피했던 것으로 추정된다. 이외 북미법인들은 안정적으로 y-y +10% 수준의 외형 성장과 8~9%p의 영업이익률을 시현 중인 것으로 추정된다.

1Q17 매출액 y-y +31.0% 증가한 제약부문은 2Q17E 역시 y-y +23.0%의 매출 성장을 시현하며 고공 성장세를 이어간 것으로 추정된다. 매분기 품목 수가 확대되고 있으며, 2Q17E 은 퍼스트제네릭 트윈스타가 온기에 반영된 시기이다. 2Q17E Capa 증설 완료(1,500 억원/년에서 2,500 억원/년으로 확대)됨에 따라 관계사에 외주를 주던 물량이 자체 생산됨에 따라 추가적인 마진 개선 또한 가능한 상황이다.

목표주가 기준 100,000 원에서 94,000 원으로 하향

현재 주가 2018년 예상 실적 기준 PER 19.2X로 PER Band 하단 수준이다. 국내 화장품에서의 단기 모멘텀을 기대해 보기는 힘들지만, 제약부문 자체 생산 능력 확대에 따른 수익성 개선과 지속되는 고공 매출 성장세 그리고 향후 북미법인을 통해 나올 시너지효과들을 감안 시, 현재 주가는 충분히 매력적인 수준이라 판단한다. 다만, 연간 실적 추정치 조정 함에 따라 목표주가 기준 100,000 원에서 94,000 원으로 하향한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	십억원	461	536	667	863	996	1,133
yoy	%	63.4	16.2	24.6	29.3	15.5	13.7
영업이익	십억원	47	61	73	89	109	125
yoy	%	138.1	29.6	20.9	21.1	22.2	15.3
EBITDA	십억원	54	70	85	109	132	150
세전이익	십억원	43	59	71	87	107	124
순이익(지배주주)	십억원	33	45	53	66	79	92
영업이익률%	%	10.2	11.3	11.0	10.3	10.9	11.1
EBITDA%	%	11.7	13.1	12.8	12.7	13.3	13.2
순이익률	%	7.1	8.5	8.0	7.7	8.0	8.2
EPS	원	1,641	2,155	2,516	3,109	3,757	4,370
PER	배	26.9	44.0	26.2	23.2	19.2	16.5
PBR	배	5.2	9.1	5.1	4.7	3.8	3.1
EV/EBITDA	배	17.1	28.3	16.9	14.5	11.6	9.8
ROE	%	22.3	22.7	21.6	22.0	21.8	20.7
순차입금	십억원	-10	-15	31	27	-22	-89
부채비율	%	87.1	56.0	71.3	80.6	72.9	65.9

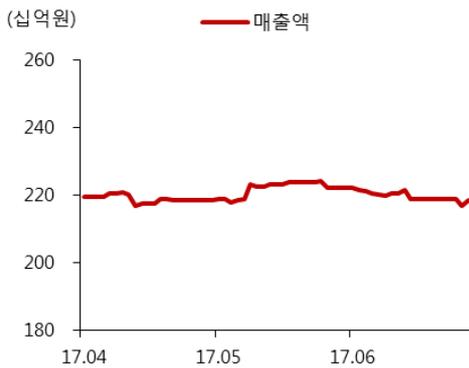
1. 2Q17E Preview & 컨센서스

한국콜마 2Q17E Preview

	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	yoy	qoq	컨센서스	차이
매출액	1730	1602	1856	2014	220.7	27.6%	9.6%	220.4	0.1%
영업이익	21.5	15.5	18.9	20.6	21.3	-1.1%	3.4%	24.2	-13.6%
세전이익	21.3	13.0	19.7	19.8	21.1	-0.8%	6.4%	24.0	-13.7%
순이익	16.4	9.7	13.7	15.0	15.8	-3.4%	5.8%	18.5	-16.9%
영업이익률	12.5%	9.7%	10.2%	10.2%	9.7%				
세전이익률	12.3%	8.1%	10.6%	9.8%	9.6%				
순이익률	9.5%	6.0%	7.4%	7.4%	7.2%				

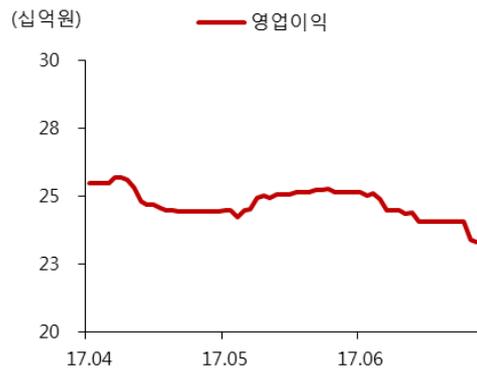
자료: fnguide, SK 증권

한국콜마 매출액 컨센서스 추이



자료: Quantwise, SK 증권

한국콜마 영업이익 컨센서스 추이



자료: Quantwise, SK 증권

한국콜마 12M Fwd PER Chart



자료: Quantwise, SK 증권

2. 실적추정 & Valuation

한국콜마 부문별 실적 추정

(단위 : 백만원)

		1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17F	3Q17F	4Q17F	2016	2017E	2018E	
Sales	Sales	148,615	173,013	160,210	185,631	201,409	220,725	210,466	230,160	667,469	862,760	996,197	
	y-y %	17.5%	21.8%	25.0%	33.4%	35.5%	27.6%	31.4%	24.0%	24.6%	29.3%	15.5%	
	KOREA	144,536	166,600	147,300	161,200	169,500	180,983	165,938	186,228	619,636	702,649	803,561	
	Cosmetic	109,050	124,700	104,400	116,000	123,000	129,446	114,458	131,988	454,150	498,892	569,241	
	Domestic	100,772	112,600	93,400	104,100	115,100	117,104	99,938	117,113	410,872	449,255	509,676	
	Export	8,278	12,100	11,000	11,900	7,900	12,342	14,520	14,875	43,278	49,637	59,564	
	Bio	35,486	41,900	42,900	45,200	46,500	51,537	51,480	54,240	165,486	203,757	234,321	
	Beijing	7,117	12,900	16,600	15,500	10,700	18,963	23,240	22,475	52,117	75,378	101,760	
	PTP				13,600	16,600	14,960	15,368	15,232		62,160	67,133	
	CSR					6,600	8,000	8,000	8,500		31,100	33,588	
y-y	KOREA	18.2%	24.4%	20.8%	25.6%	17.3%	8.6%	12.7%	15.5%	22.3%	13.4%	14.4%	
	Cosmetic	19.4%	22.4%	17.8%	24.9%	12.8%	3.8%	9.6%	13.8%	21.2%	9.9%	14.1%	
	Domestic	16.4%	12.4%	20.1%	22.5%	14.2%	4.0%	7.0%	12.5%	17.5%	9.3%	13.4%	
	Export	75.6%	627.2%	1.8%	50.7%	-4.6%	2.0%	32.0%	25.0%	72.6%	14.7%	20.0%	
	Bio	14.8%	31.0%	29.3%	27.6%	31.0%	23.0%	20.0%	20.0%	25.8%	23.1%	15.0%	
	Beijing	24.1%	31.6%	88.5%	21.7%	50.3%	47.0%	40.0%	45.0%	40.5%	44.6%	35.0%	
	PTP										0.0%	8.0%	
	CSR										0.0%	8.0%	
	OP	OP	17,466	21,546	15,534	18,885	20,607	21,304	21,881	25,164	73,430	88,956	108,666
		y-y %	20.6%	22.6%	-1.2%	46.1%	18.0%	-1.1%	40.9%	33.2%	20.9%	21.1%	22.2%
% Sales		11.8%	12.5%	9.7%	10.2%	10.2%	9.7%	10.4%	10.9%	11.0%	10.3%	10.9%	
KOREA		17,111	20,944	14,200	17,700	17,700	17,577	17,615	20,910	69,955	73,801	89,431	
Beijing		762	1,290	1,328	1,318	856	1,707	2,208	2,135	4,697	6,906	9,976	
PTP						1,328	1,197	1,229	1,219		4,973	5,536	
CSR						528	640	640	680		2,488	2,774	
OPM		KOREA	11.8%	12.6%	9.6%	11.0%	10.4%	9.7%	10.6%	11.2%	11.3%	10.5%	11.1%
		Beijing	10.7%	10.0%	8.0%	8.5%	8.0%	9.0%	9.5%	9.5%	9.0%	9.2%	9.8%
		PTP					8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	0.0%	8.0%	8.2%
	CSR					8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	0.0%	8.0%	8.3%	

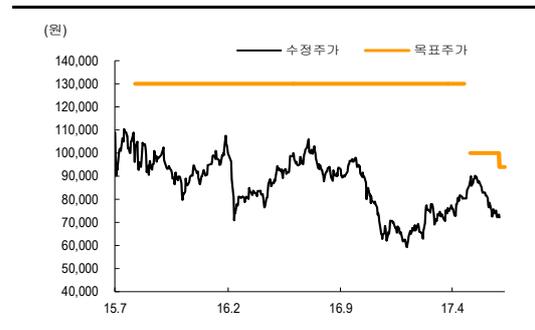
자료 : 한국콜마, SK 증권

한국콜마 PER Valuation

구분	단위	Value	Multiple	Fair Value	비고
2018년 예상 당기순이익	억원	793	25.0	19,825	글로벌 화장품 4개사 18년 예상실적 기준 PER 10% 할인
Shares Outstanding('000)	천주			21,100	
Fair Value per share	원			93,957	
Target Price	원			94,000	

자료: Bloomberg, SK 증권

투자의견변경	일시	투자의견	목표주가
	2017.07.04	매수	94,000원
	2017.06.13	매수	100,000원
	2017.05.15	매수	100,000원
	2017.05.10	매수	100,000원
	2017.05.01	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 (6개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2017년 7월 4일 기준)

매수	92.81%	중립	7.19%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	186	264	377	464	570
현금및현금성자산	16	27	69	109	168
매출채권및기타채권	91	128	166	192	218
재고자산	46	86	111	128	146
비유동자산	159	229	263	276	284
장기금융자산	0	0	0	0	0
유형자산	146	185	208	223	232
무형자산	10	40	51	48	46
자산총계	344	493	640	740	854
유동부채	115	196	277	296	317
단기금융부채	25	59	99	91	83
매입채무 및 기타채무	74	114	148	171	194
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	9	9	9	16	22
장기금융부채	4	5	4	4	4
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	0	0	0	0	0
부채총계	124	205	286	312	339
지배주주지분	221	270	326	401	490
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	202	281	373
비지배주주지분	0	18	28	27	25
자본총계	221	288	354	428	515
부채외자본총계	344	493	640	740	854

현금흐름표

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	50	39	57	86	99
당기순이익(손실)	45	53	66	80	93
비현금성항목등	26	35	43	52	57
유형자산감가상각비	9	11	16	20	21
무형자산상각비	1	1	4	3	3
기타	2	3	1	0	0
운전자본감소(증가)	-9	-32	-31	-19	-20
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-3	-28	-37	-26	-26
재고자산감소(증가)	-9	-24	-23	-17	-18
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	9	29	35	23	23
기타	-6	-10	-6	1	1
법인세납부	-13	-17	-21	-27	-31
투자활동현금흐름	-7	-21	-43	-35	-30
금융자산감소(증가)	30	23	-3	0	0
유형자산감소(증가)	-33	-45	-40	-35	-30
무형자산감소(증가)	-6	-1	-1	-1	-1
기타	2	2	1	1	1
재무활동현금흐름	-47	10	41	-10	-10
단기금융부채증가(감소)	0	0	-6	-8	-8
장기금융부채증가(감소)	-43	15	48	0	0
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	-3	-4	-5	0	0
기타	-2	-1	-1	-2	-2
현금의 증가(감소)	-5	11	42	41	59
기초현금	21	16	27	69	109
기말현금	16	27	69	109	168
FCF	11	-22	18	50	67

자료 : 한국콜마, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	536	667	863	996	1,133
매출원가	410	514	662	763	867
매출총이익	126	154	200	233	266
매출총이익률 (%)	23.6	23.0	23.2	23.4	23.5
판매비와관리비	66	80	111	124	141
영업이익	61	73	89	109	125
영업이익률 (%)	11.3	11.0	10.3	10.9	11.1
비영업손익	-2	-2	-2	-2	-1
순금융비용	1	1	1	1	1
외환관련손익	0	-2	0	0	0
관계기업투자등 관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	59	71	87	107	124
세전계속사업이익률 (%)	11.0	10.7	10.1	10.7	10.9
계속사업법인세	13	18	21	27	31
계속사업이익	45	53	66	80	93
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	45	53	66	80	93
순이익률 (%)	8.5	8.0	7.7	8.0	8.2
지배주주	45	53	66	79	92
지배주주귀속 순이익률(%)	8.49	7.95	7.6	7.96	8.14
비지배주주	0	0	1	1	1
총포괄이익	44	55	60	74	87
지배주주	44	53	62	75	88
비지배주주	0	2	-2	-2	-2
EBITDA	70	85	109	132	150

주요투자지표

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
성장성 (%)					
매출액	16.2	24.6	29.3	15.5	13.7
영업이익	29.6	20.9	21.1	22.2	15.3
세전계속사업이익	36.8	21.3	22.5	22.1	16.2
EBITDA	30.7	21.2	28.0	21.1	13.2
EPS(계속사업)	31.4	16.7	23.6	20.8	16.3
수익성 (%)					
ROE	22.7	21.6	22.0	21.8	20.7
ROA	13.4	12.7	11.7	11.6	11.7
EBITDA마진	13.1	12.8	12.7	13.3	13.2
안정성 (%)					
유동비율	161.9	134.6	136.0	156.5	180.1
부채비율	56.0	71.3	80.6	72.9	65.9
순차입금/자기자본	-7.0	10.9	7.5	-5.2	-17.3
EBITDA/이자비용(배)	35.1	85.2	79.5	59.1	72.5
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	2,155	2,516	3,109	3,757	4,370
BPS	10,459	12,790	15,458	19,023	23,201
CFPS	2,612	3,077	4,066	4,871	5,520
주당 현금배당금	200	250	0	0	0
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	52.7	42.7	29.0	24.0	20.6
PER(최저)	20.3	24.7	19.0	15.8	13.6
PBR(최고)	10.9	8.4	5.8	4.7	3.9
PBR(최저)	4.2	4.9	3.8	3.1	2.6
PCR	36.3	21.4	17.7	14.8	13.1
EV/EBITDA(최고)	33.9	27.2	18.0	14.5	12.3
EV/EBITDA(최저)	12.9	16.0	12.0	9.5	8.0

memo
