

화장품

어두워진 2017년 성장 視界

Industry Note | 2017. 1. 4

중국발 '사드' 관련 리스크 지속되고 있어 당분간 화장품 섹터의 투자 매력 회복 지연 예상. 당장의 우려는 중국인 관광객 감소에 따른 면세 채널 성장률 저하. 장기적으로는 탁월한 브랜드라면 아시아 시장 내 지배력 확대에 기반한 성장률 회복 가능. 다만 그것을 확인하기까지 시간이 필요

4분기 실적보다는 2017년의 성장이 문제

화장품 상위 5개사 4분기 실적은 시장 기대치를 소폭 하회할 것으로 전망. 예상보다 중국인 관광객 유입이 적어 면세 판매가 부진했던 것이 주효

이보다는 2017년 성장률이 문제. 당사 리서치센터는 기존에 2017년 주요 5개 화장품 기업들의 합산 영업이익 성장률이 16%에 이를 것으로 예상한 바 있음. 하지만 1) 중국발 한국행 전세기 운항 불허, 2) 중국向 수출 증가율 둔화를 고려하면 이 성장률은 12%로 낮아질 전망

단기적으로 밸류에이션 논란도 지속될 것

2015년을 정점으로 시작된 이 섹터의 실적 성장 둔화 추세가 지속되면서 밸류에이션 프리미엄의 회복도 지연될 가능성 있음. 시장 컨센서스 기준 화장품 상위 5개사의 합산 영업이익 성장률은 19.8%이고, 2017년 기준 평균 PER은 약 24배임. 이는 글로벌 화장품 기업들의 밸류에이션과 유사한 수준임

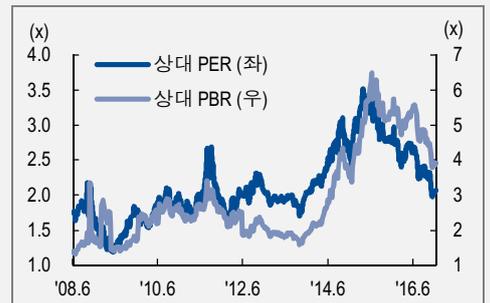
다만 한국 화장품 업체들의 경우 향후 이익 성장률의 하향 조정 가능성이 높기 때문에, 현재 밸류에이션이 절대적으로 낮은 수준이라 보기 힘들

섹터 전반 본격 매수하기엔 아직 일러

그간 중국발 위협을 소화하는 시간을 거쳤음에도 불구하고, 외부 환경의 의미 있는 개선이 없어 향후 실적과 밸류에이션 모두 불안한 흐름이 지속될 수 있음. 당분간 상대 밸류에이션 낮은 기업들(LG생활건강, 한국콜마) 중심으로 대응하는 것이 안전할 것

	PER(배)	PBR(배)
KOSPI	10.2	0.9
Sector	20.6	3.6

Sector Index



업종 시가총액 49,798십억원 (Market 비중 4.0%)
주: KRX업종 분류 기준



Analyst 한국희
02)768-7480, cookie@nhqv.com

RA 이효진
02)768-7684, hyojin.lee@nhqv.com

투자 의견 및 투자 지표

(단위: 원, 배, %, 십억원)

	코드	투자 의견	목표주가 (12M)	현재가	PER		PBR		ROE		순차입금	
					2016E	2017F	2016E	2017F	2016E	2017F	2016E	2017F
LG생활건강	051900.KS	Buy(유지)	960,000(하향)	817,000	20.8	18.9	5.6	4.6	27.2	24.0	56	-560
아모레퍼시픽	090430.KS	Hold(유지)	350,000(하향)	305,500	29.6	25.1	5.7	4.7	18.0	17.4	-1,232	-1,835
아모레G	002790.KS	Buy(유지)	150,000(하향)	122,500	28.2	25.3	3.8	3.4	13.0	13.4	-1,833	-2,471
한국콜마	161890.KS	Buy(유지)	76,000(하향)	61,700	23.3	19.9	4.8	3.9	22.6	21.6	-21	-81
코스맥스	192820.KS	Hold(유지)	119,000(하향)	112,500	36.4	29.7	8.5	6.5	26.4	22.3	216	124

주: 1월 2일 종가 기준; 자료: NH투자증권 리서치센터 전망

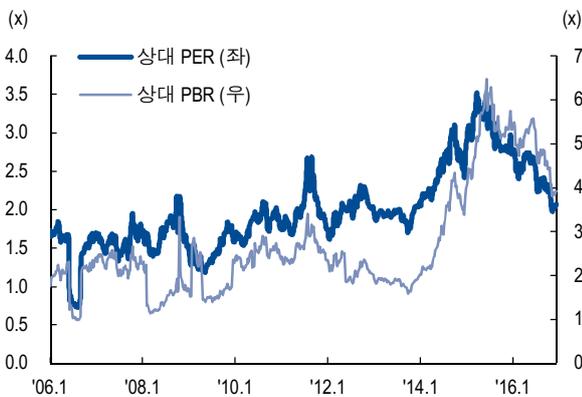
화장품 4 분기 실적 Preview

(단위: 십억원, %)

	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16E			
					당사 추정치	y-y	Consensus	difference
LG생활건강								
매출액	1,329	1,519	1,554	1,563	1,446	8.8	1,473	-1.8
영업이익	147	234	225	244	175	18.6	178	-1.7
<i>영업이익률</i>	11.1	15.4	14.5	15.6	12.1		12.1	
세전이익	137	219	206	233	196	42.6	176	11.4
지배지분순이익	92	158	156	189	123	34.5	123	0.0
아모레퍼시픽								
매출액	1,226	1,485	1,443	1,401	1,360	11	1,419	-4.2
영업이익	123	338	241	167	151	22.2	160	-5.7
<i>영업이익률</i>	10.1	22.7	16.7	12	11.1		11.3	
세전이익	107	346	240	154	146	36.6	165	-11.4
지배지분순이익	70	259	190	116	85	21.2	111	-23.1
아모레G								
매출액	1,458	1,759	1,720	1,654	1,669	14.5	1,715	-2.7
영업이익	161	419.1	309.7	219.7	203.2	26.2	223.0	-8.9
<i>영업이익률</i>	11	23.8	18	13.3	12.2		13.0	
세전이익	141.7	427.3	311.4	201.5	254.9	79.9	236.2	7.9
지배지분순이익	40.9	135.6	106.9	66	41.6	1.7	63.4	-34.4
한국콜마								
매출액	139.2	148.6	173	160.2	178.6	28.3	173.9	2.7
영업이익	12.9	17.5	21.5	15.5	16.7	29.2	16.9	-1.2
<i>영업이익률</i>	9.3	11.8	12.5	9.7	9.4		9.7	
세전이익	12.5	17.3	21.3	13	19.7	57.7	17.0	15.9
지배지분순이익	10	13.3	16.4	9.7	16.4	63.5	13.6	20.6
코스맥스								
매출액	135.7	173.5	197.7	186.1	174.6	28.6	186.3	-6.3
영업이익	5	13.1	18.2	11.9	8.5	70.0	9.6	-11.5
<i>영업이익률</i>	3.7	7.5	9.2	6.4	4.9		5.2	
세전이익	3.3	11.4	16.2	8.8	7.6	127.9	6.8	11.8
지배지분순이익	1.1	9.3	11.2	6.7	4.6	330.6	4.3	7.0

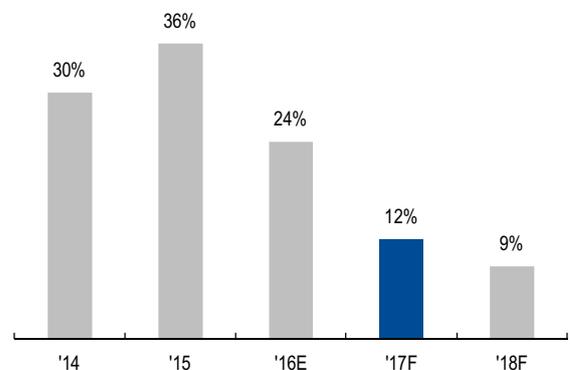
주: K-IFRS 연결 기준. Difference 값은 컨센서스 대비 당사 추정치; 자료: FnGuide, NH투자증권 리서치센터 전망

화장품 섹터 상대 PER과 상대 PBR



자료: Quantwise, NH투자증권 리서치센터

화장품 시가총액 상위 5개 종목 합산 영업이익의 성장률



주: 합산 대상은 LG생활건강, 아모레퍼시픽, 아모레G, 한국콜마, 코스맥스
자료: NH투자증권 리서치센터 전망

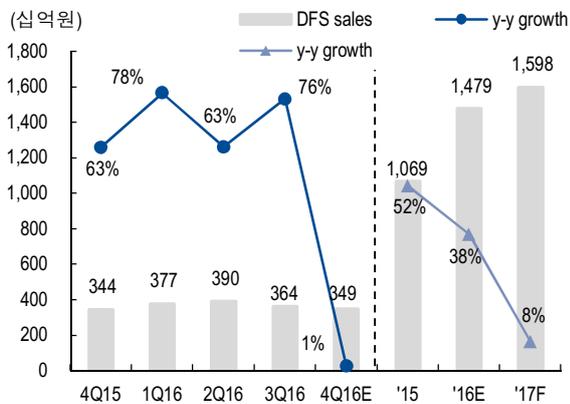
화장품 실적 추정 비교

(단위: 십억원, %)

	2015	2016E				2017F			
		당사 추정치	y-y	Consensus	difference	당사 추정치	y-y	Consensus	difference
LG생활건강									
매출액	5,328	6,083	14.2	6,113	-0.5	6432	5.7	6,751	-4.7
영업이익	684	878	28.3	877	0.1	943	7.4	992	-5.0
영업이익률	12.8	14.4		14.4		14.7		14.7	
세전이익	645	854	32.4	836	2.2	936	9.6	965	-3.0
지배지분순이익	460	627	36.2	617	1.6	687	9.6	702	-2.1
아모레퍼시픽									
매출액	4,767	5,690	19.4	5,743	-0.9	6,291	10.6	6,672	-5.7
영업이익	773	897	16.1	907	-1.1	1,005	12.0	1,105	-9.0
영업이익률	16.2	15.8		15.8		16.0		16.6	
세전이익	778	778	0.0	911	-14.6	1,023	31.5	1,130	-9.5
지배지분순이익	578	661	14.5	682	-3.1	757	14.5	841	-10.0
아모레G									
매출액	4,767	5690	19.4	5,743	-0.9	6291	10.6	6,672	-5.7
영업이익	773	897	16.1	907	-1.1	1005	12.0	1,105	-9.0
영업이익률	16.2	15.8		15.8		16.0		16.6	
세전이익	778	885	13.7	911	-2.8	998	12.8	1,130	-11.7
지배지분순이익	578	651	12.8	682	-4.5	730	12.0	841	-13.3
한국콜마									
매출액	536	660	23.2	653	1.0	833	26.2	803	3.8
영업이익	61	71	16.9	72	-0.8	85	19.7	90	-5.5
영업이익률	11.3	10.8		11.0		10.2		11.2	
세전이익	59	71	20.8	69	2.2	86	21.1	89	-3.5
지배지분순이익	45	56	23.1	54	4.6	66	17.9	69	-3.8
코스맥스									
매출액	533	732	37.2	745	-1.8	886	21.1	951	-6.8
영업이익	35.9	50.7	41.1	52.6	-3.7	70.3	38.7	73.9	-4.8
영업이익률	6.7	6.9		7.1		7.9		7.8	
세전이익	29	41	39.0	45	-9.6	62	50.2	68	-9.1
지배지분순이익	21	29	34.9	33	-14.0	42	46.7	50	-16.4

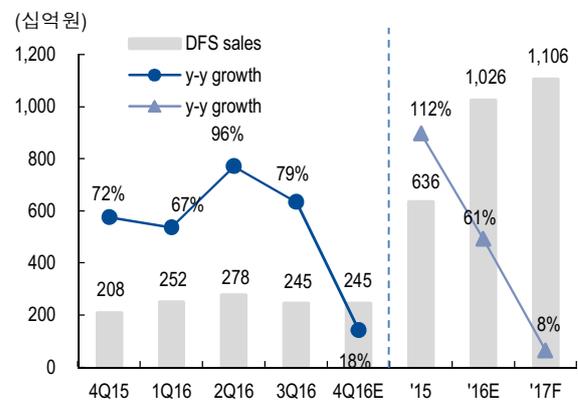
주: K-IFRS 연결 기준. 'difference' 값은 컨센서스 대비 당사 추정치; 자료: FnGuide, NH투자증권 리서치센터 전망

아모레퍼시픽 면세 채널 실적



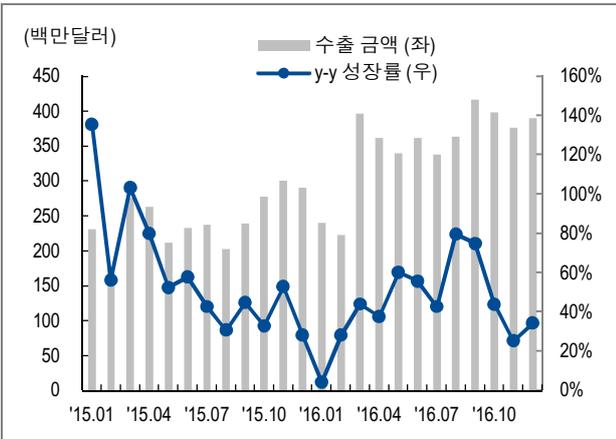
자료: NH투자증권 리서치센터 전망

LG 생활건강 면세 채널 실적



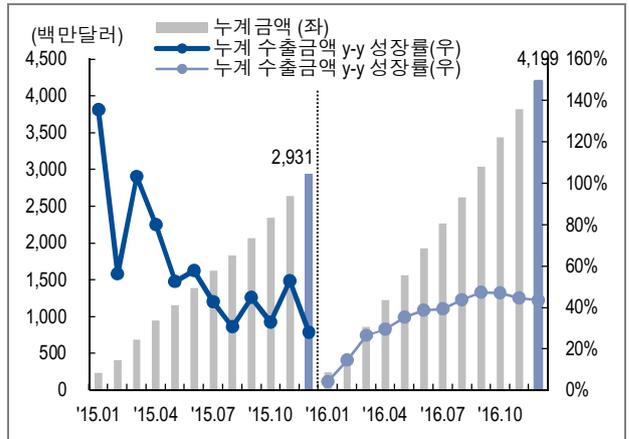
자료: NH투자증권 리서치센터 전망

화장품 수출 데이터: 12월 y-y +34% 기록



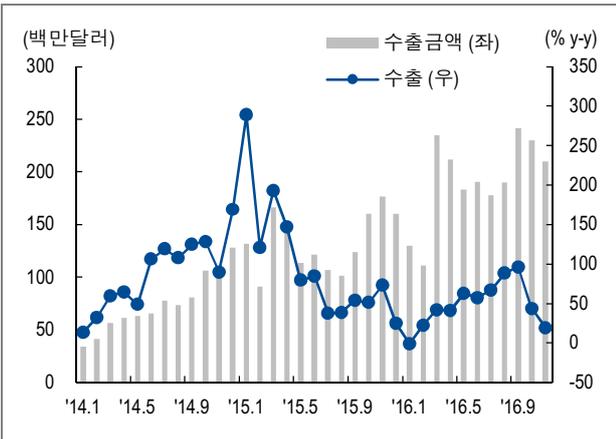
주: 관세청 화장품 신분류 기준
자료: 관세청, NH투자증권 리서치센터

화장품 수출 2015년~2016년 월별 누계 성장률



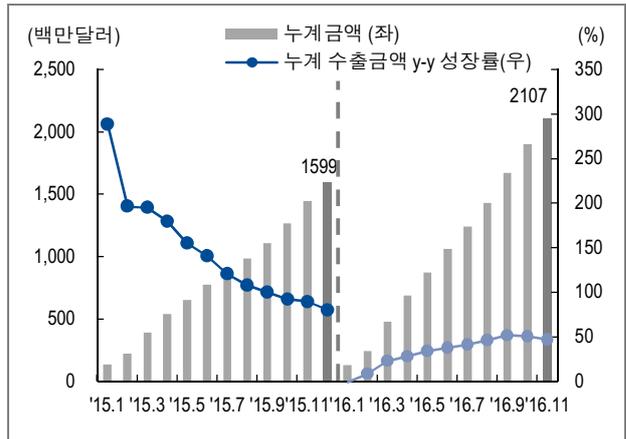
주: 관세청 화장품 신분류 기준
자료: 관세청, NH투자증권 리서치센터

중국 및 홍콩 向 화장품 수출: 11월 y-y +19% 기록



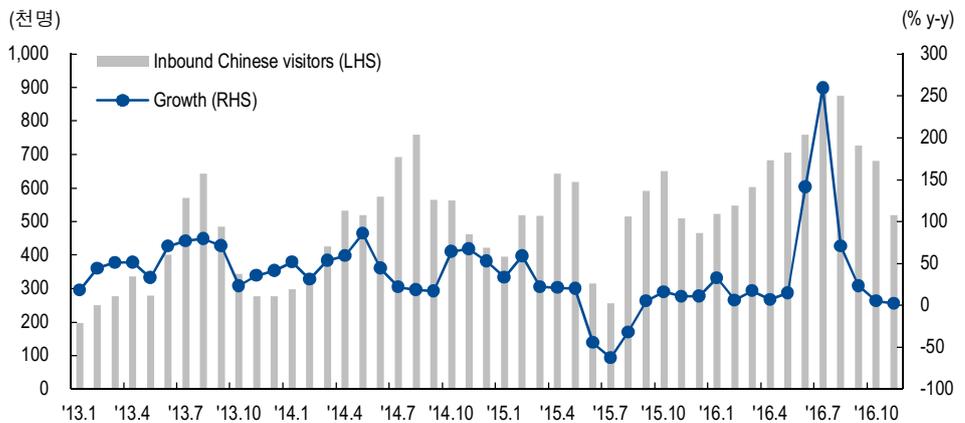
주: 품목코드 3304 기준. 국가별 12월 화장품 수출 데이터 미발표
자료: 관세청, NH투자증권 리서치센터

중국 및 홍콩 向 화장품 수출 '15년~'16년 월별 누계 성장률



주: 품목코드 3304 기준. 국가별 12월 화장품 수출 데이터 미발표
자료: 관세청, NH투자증권 리서치센터

11월 중국인 인바운드 y-y 1.8% 성장에 그쳐



자료: 한국관광공사, NH투자증권 리서치센터

화장품섹터 투자의견과 밸류에이션

(단위: 십억원, %)

종목명		LG 생활건강	아모레퍼시픽	아모레 G	코스맥스	한국콜마
종목코드		051900.KS	090430.KS	002790.KS	192820.KS	161890.KS
최근종가(원)		817,000	305,500	122,500	112,500	61,700
시가총액(십억원)		12,760	17,859	10,101	1,131	1,302
투자의견		Buy(유지)	Hold(유지)	Buy(유지)	Hold(유지)	Buy(유지)
목표주가(원)		960,000	350,000	150,000	119,000	76,000
목표주가 변동사항		하향	하향	하향	하향	하향
상승여력(%)		17.5	14.6	22.4	5.8	23.2
매출액	2015	5,328	4,767	5,661	533	536
	2016E	6,083	5,690	6,770	731	660
	2017F	6,432	6,291	7,630	886	833
영업이익	2015	684	773	914	36	61
	2016E	878	897	1,163	51	71
	2017F	943	1,005	1,328	70	85
영업이익률	2015	13%	16%	16%	7%	11%
	2016E	14%	16%	17%	7%	11%
	2017F	15%	16%	17%	8%	10%
지배순이익	2015	460	578	260	21	45
	2016E	627	651	350	29	56
	2017F	687	730	404	42	66
EPS	2015	28,730	9,635	3,219	2,297	2,155
	2016E	39,371	10,850	4,337	3,091	2,645
	2017F	43,259	12,172	4,846	3,786	3,108
PER	2015	28.4	31.7	38.1	49.0	28.6
	2016E	20.8	28.2	28.2	36.4	23.3
	2017F	18.9	25.1	25.3	29.7	19.9
PBR	2015	7.1	6.3	4.3	10.3	5.9
	2016E	5.6	5.4	3.8	8.5	4.8
	2017F	4.6	4.7	3.4	6.5	3.9
EV/EBITDA	2015	22.5	28.2	12.1	40.9	28.2
	2016E	14.5	18.2	8.9	20.3	16.2
	2017F	13.0	15.0	7.9	13.1	12.4
ROE(%)	2015	25.1	18.6	10.7	23.8	22.7
	2016E	27.2	18.0	13.0	26.4	22.6
	2017F	24.0	17.4	13.4	22.3	21.6
ROA(%)	2015	11.7	14.1	11.6	4.9	13.4
	2016E	14.0	13.8	13.5	5.0	15.0
	2017F	13.2	13.2	13.5	5.7	15.7

주: 1월 2일 종가 기준
 자료: NH투자증권 리서치센터 전망

LG생활건강 (051900.KS)

긴 호흡으로

4분기 실적은 기대치와 크게 다르지 않을 것. 다만 최근 2년간의 면세점 채널 성장률이 두드러졌던 만큼, 향후 중국인 관광객 유입 속도 둔화에 따른 실적 개선 지연 가능성도 염두에 둬야. 다만 Forward PER 19배인 현재 밸류에이션은 10년 PER 밴드 하단에 속함. Buy 유지

4분기 실적은 기대치와 크게 다르지 않을 것

LG생활건강의 4분기 연결 매출액과 영업이익은 각각 1조4,461억원 (+8.8% y-y)과 1,748억원(+18.6% y-y)으로 예상. 화장품, 생활용품, 음료 각각의 영업이익 성장률은 15.5%, 26.1%, 34.2%임. 생활용품은 기저 효과 및 경쟁사 오랄케어 점유율 하락에 따른 반사이익, 음료는 탄산음료 가격 인상에 따른 마진 개선 효과를 기대

2017년에 대한 눈높이 조정 필요

4분기보다는 2017년 이후 실적 개선 여력이 관심의 대상. 2017년 동사의 매출액과 영업이익 성장률은 각각 5.7%, 7.5%로 낮아질 전망. 면세 채널 관련 실적 추정의 핵심 가정을 하향 조정하면서 실적 추정치가 낮아졌음

기존에 2017~18년 중국인 관광객 유입 증가율을 각각 10%, 7%로 가정했으나, 이를 각각 6%, 4%로 하향하면서 면세점 채널 매출 증가율이 7.8%, 5.1%로 하향되었음

역사적 최저 수준의 밸류에이션, 상대 매력에 주목

LG생활건강에 대한 목표주가를 기존 116만원에서 96만원으로 하향 조정함. 1) 면세점 채널을 중심으로 한 실적 추정치 하향 조정, 2) 국내 화장품 사업에 적용하던 PER 배수를 기존 27배에서 22배로 낮춰 잡은 데 따름

목표주가 하향 조정에도 불구하고 Buy 투자 의견 유지. 2017년 기준 PER 19배 수준으로 과거 10년 PER 밴드 하단에 속한 현 주가가 추가적으로 큰 폭 하락할 가능성은 크지 않다고 판단

LG생활건강 4분기 실적 Preview

(단위: 십억원, %)

	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16E					1Q17F
					예상치	y-y	q-q	기존 추정	컨센서스	
매출액	1,329	1,519	1,554	1,563	1,446	8.8	-7.5	1,450	1,473	1,613
영업이익	147	234	225	244	175	18.6	-28.4	176	178	261
영업이익률	11.1	15.4	14.5	15.6	12.1			12.1	12.1	16.2
세전이익	137	219	206	233	196	42.6	-15.7	194	176	250
(지배)순이익	92	158	156	189	123	34.5	-34.8	138	123	182

주: IFRS 연결기준. 자료: FnGuide, NH투자증권 리서치센터 전망

Buy (유지)

목표주가	960,000원 (하향)		
현재가 (17/1/2)	817,000원		
업종	화장품		
KOSPI / KOSDAQ	2,026.16 / 632.04		
시가총액(보통주)	12,760.1십억원		
발행주식수(보통주)	15.6백만주		
52주 최고가('16/7/7)	1,181,000원		
최저가('16/11/24)	741,000원		
평균거래대금(60일)	46.7십억원		
배당수익률(2016E)	0.64%		
외국인지분율	45.3%		
주요주주			
LG	34.0%		
국민연금	7.2%		
주가상승률	3개월	6개월	12개월
절대수익률 (%)	-14.5	-27.4	-22.2
상대수익률 (%p)	-13.7	-28.8	-24.7

	2015	2016E	2017F	2018F
매출액	5,328	6,083	6,432	6,748
증감률	13.9	14.2	5.7	4.9
영업이익	684	878	943	998
영업이익률	12.8	14.4	14.7	14.8
(지배)순이익	460	627	687	737
EPS	28,730	39,371	43,259	46,471
증감률	31.6	37.0	9.9	7.4
PER	36.5	21.8	18.9	17.6
PBR	9.1	5.9	4.6	3.8
EV/EBITDA	22.5	14.5	12.3	11.1
ROE	24.6	26.8	23.7	20.9
부채비율	99.2	84.6	73.9	65.0
순차입금	633	56	-560	-1,236

단위: 십억원, %, 원, 배

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준

자료: NH투자증권 리서치센터 전망



Analyst 한국희

02)768-7480, cookie@nhqv.com

RA 이효진

02)768-7684, hyojin.lee@nhqv.com

가치합산 방식으로 산출된 LG 생활건강의 목표주가 96 만원

(단위: 십억원, 원, 배, %)

	가치	주당가치	밸류에이션 방법
화장품	10,242	655,797	2017년 기준 PER 22배(기준 27배)
생활용품	3,097	198,273	2017년 기준 PER 20배
음료	1,740	111,391	2017년 기준 PER 18배
자사주 가치	597	33,691	현재가의 70%
net cash	-633	-40,547	2015년 기준
Total	15,042	958,606	

자료: LG생활건강, NH투자증권 리서치센터 추정

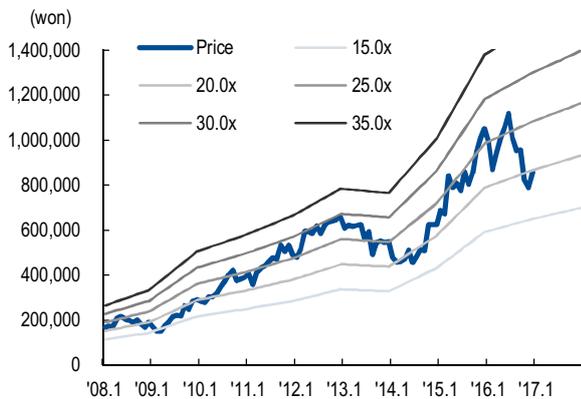
LG 생활건강 실적 전망 (IFRS 연결)

(단위: 십억원, 원, 배, %)

		2015	2016E	2017F	2018F
매출액	- 수정 후	5,328	6,083	6,432	6,748
	- 수정 전		6,087	6,559	6,968
	- 변동률		-0.1	-1.9	-3.2
영업이익	- 수정 후	684	878	943	998
	- 수정 전		879	983	1,062
	- 변동률		-0.1	-4.1	-6.0
영업이익률(수정 후)		12.8	14.4	14.7	14.8
EBITDA		811	1,017	1,085	1,142
(지배지분)순이익		460	627	687	737
EPS	- 수정 후	28,730	39,371	43,259	46,471
	- 수정 전		39,410	45,135	49,507
	- 변동률		-0.1	-4.2	-6.1
PER		36.5	21.8	18.9	17.6
PBR		9.1	5.9	4.6	3.8
EV/EBITDA		22.5	14.5	12.3	11.1
ROE		25.1	27.2	24.0	21.1

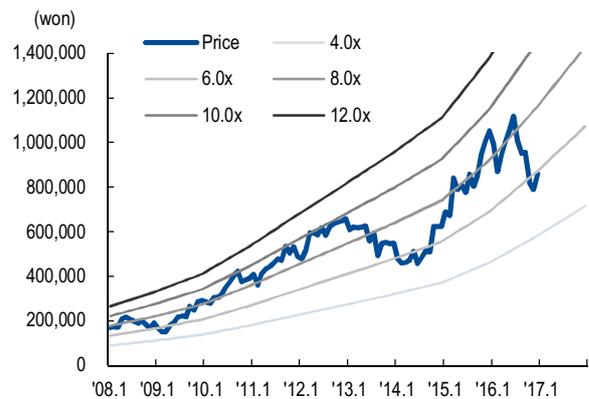
주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준
 자료: NH투자증권 리서치센터 전망

LG 생활건강 Forward PER Band



자료: DataGuide Pro

LG 생활건강 Trailing PBR Band



자료: DataGuide Pro

LG 생활건강의 부문별 실적 추정

(단위: 십억원, %)

	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16E	2015	2016E	2017F
매출액(십억원)	1,302	1,311	1,387	1,329	1,519	1,554	1,563	1,446	5,328	6,083	6,432
화장품	633	616	586	698	797	820	742	776	2,533	3,134	3,366
생활용품	394	348	432	339	419	374	439	370	1,513	1,602	1,684
음료	276	347	368	291	304	360	383	299	1,282	1,346	1,382
매출성장률(%)	11.3	11.5	14.3	13.6	16.7	18.5	12.7	8.8	13.9	14.2	5.7
화장품	34.5	28.3	17.6	21.5	25.9	33.1	26.6	11.1	29.5	23.7	7.4
생활용품	3.5	8.2	11.0	2.4	6.5	7.4	1.5	9.2	0.8	5.9	5.1
음료	1.1	2.8	7.8	9.1	10.1	3.7	4.0	2.7	5.2	5.0	2.7
영업이익(십억원)	178	168	190	147	234	225	244	175	684	878	943
화장품	113	99	82	111	157	153	131	128	404	569	613
생활용품	48	35	64	24	54	37	68	30	171	189	204
음료	17	34	44	13	22	35	45	17	109	120	127
영업이익 성장률(%)	39.1	38.4	26.6	32.7	30.9	34.1	28.4	18.6	33.9	28.3	7.5
화장품	64.3	51.0	22.1	36.0	39.4	54.8	59.9	15.5	48.2	40.7	7.7
생활용품	15.8	27.6	17.3	0.5	11.6	6.4	5.8	26.1	7.0	10.4	7.8
음료	2.8	22.6	55.9	128.7	27.6	2.7	2.2	34.2	37.8	10.2	6.1
영업이익률(%)	13.7	12.8	13.7	11.1	15.4	14.5	15.6	12.1	12.8	14.4	14.7
화장품	17.8	16.0	14.0	15.9	19.7	18.6	17.7	16.5	16.0	18.2	18.2
생활용품	12.3	10.1	14.8	7.0	12.9	10.0	15.4	8.1	11.3	11.8	12.1
음료	6.3	9.9	12.0	4.4	7.3	9.8	11.8	5.7	8.5	8.9	9.2

자료: LG생활건강, NH투자증권 리서치센터 전망

LG 생활건강 화장품 채널별 매출 전망

(단위: 십억원, 원, 배, %)

	2014	2015	2016E	2017F	2018F
화장품 매출액	1,956	2,533	3,134	3,366	3,567
Prestige	660	1,069	1,537	1,665	1,753
백화점	158	167	185	192	199
면세점	300	636	1,026	1,106	1,163
방문판매	202	266	326	367	391
Masstige	1,140	1,069	1,123	1,163	1,204
기타	158	395	475	537	610
매출액 성장률(y-y)	17.7	29.5	23.7	7.4	6.0
Prestige	60.3	61.9	43.8	8.4	5.3
백화점	4.0	5.6	10.4	4.3	3.4
면세점	202.9	112.1	61.4	7.8	5.1
방문판매	25.8	31.6	22.6	12.4	6.7
Masstige	3.3	-6.3	5.0	3.6	3.5
기타	7.9	150.8	20.2	13.1	13.6

주: The Face Shop 매출은 Masstige에 포함

자료: NH투자증권 리서치센터 전망

STATEMENT OF COMPREHENSIVE INCOME				
(십억원)	2015/12A	2016/12E	2017/12F	2018/12F
매출액	5,328	6,083	6,432	6,748
증감률 (%)	13.9	14.2	5.7	4.9
매출원가	2,226	2,389	2,462	2,549
매출총이익	3,102	3,694	3,970	4,198
Gross 마진 (%)	58.2	60.7	61.7	62.2
판매비와 일반관리비	2,418	2,816	3,026	3,201
영업이익	684	878	943	998
증감률 (%)	33.9	28.4	7.4	5.8
OP 마진 (%)	12.8	14.4	14.7	14.8
EBITDA	811	1,017	1,085	1,142
영업외손익	-40	-24	-7	7
금융수익(비용)	-28	-19	-4	7
기타영업외손익	-18	-5	-3	0
종속, 관계기업관련손익	6	0	0	0
세전계속사업이익	645	854	936	1,005
법인세비용	174	213	234	251
계속사업이익	470	640	702	753
당기순이익	470	640	702	753
증감률 (%)	32.4	36.2	9.7	7.3
Net 마진 (%)	8.8	10.5	10.9	11.2
지배주주지분 순이익	460	627	687	737
비지배주주지분 순이익	10	14	15	16
기타포괄이익	24	0	0	0
총포괄이익	494	640	702	753

Valuation / Profitability / Stability				
	2015/12A	2016/12E	2017/12F	2018/12F
PER(X)	36.5	21.8	18.9	17.6
PBR(X)	9.1	5.9	4.6	3.8
PCR(X)	19.6	13.3	11.8	11.2
PSR(X)	3.1	2.2	2.0	1.9
EV/EBITDA(X)	22.5	14.5	12.3	11.1
EV/EBIT(X)	26.7	16.8	14.2	12.8
EPS(W)	28,730	39,371	43,259	46,471
BPS(W)	114,985	145,140	178,722	215,136
SPS(W)	341,172	389,469	411,818	432,033
자기자본이익률(ROE, %)	25.1	27.2	24.0	21.1
총자산이익률(ROA, %)	11.7	14.0	13.2	12.4
투자자본이익률 (ROIC, %)	16.9	26.0	26.3	27.7
배당수익률(%)	0.5	0.6	0.6	0.6
배당성장(%)	17.5	12.9	11.7	10.9
총현금배당금(십억원)	92	92	92	92
보통주 주당배당금(W)	5,500	5,500	5,500	5,500
순부채(현금)/자기자본(%)	29.9	2.1	-17.1	-31.4
총부채/ 자기자본(%)	1,061	1,069	1,078	1,068
이자발생부채	99.2	84.6	73.9	65.0
유동비율(%)	114.8	159.9	199.6	239.6
총발행주식수(mn)	18	18	18	18
액면가(W)	5,000	5,000	5,000	5,000
주가(W)	1,050,000	857,000	817,000	817,000
시가총액(십억원)	17,543	14,567	12,760	12,760

STATEMENT OF FINANCIAL POSITION				
(십억원)	2015/12A	2016/12E	2017/12F	2018/12F
현금및현금성자산	397	981	1,604	2,269
매출채권	420	478	541	596
유동자산	1,331	2,043	2,803	3,587
유형자산	1,290	1,309	1,324	1,338
투자자산	54	62	70	80
비유동자산	2,884	2,873	2,889	2,904
자산총계	4,215	4,915	5,693	6,492
단기성부채	373	381	390	380
매입채무	217	248	280	309
유동부채	1,159	1,277	1,405	1,497
장기성부채	688	688	688	688
장기충당부채	59	67	76	87
비유동부채	940	975	1,015	1,060
부채총계	2,099	2,252	2,419	2,557
자본금	89	89	89	89
자본잉여금	97	97	97	97
이익잉여금	2,066	2,601	3,196	3,841
비지배주주지분	78	92	107	123
자본총계	2,115	2,663	3,273	3,934

CASH FLOW STATEMENT				
(십억원)	2015/12A	2016/12E	2017/12F	2018/12F
영업활동 현금흐름	638	798	867	928
당기순이익	470	640	702	753
+ 유/무형자산상각비	127	139	142	144
+ 종속, 관계기업관련손익	-7	0	0	0
+ 외화환산손실(이익)	4	0	0	0
Gross Cash Flow	838	1,007	1,082	1,142
- 운전자본의증가(감소)	-16	19	22	30
투자활동 현금흐름	-347	-130	-160	-161
+ 유형자산 감소	17	0	0	0
- 유형자산 증가(CAPEX)	-302	-150	-150	-150
+ 투자자산의매각(취득)	6	-8	-9	-10
Free Cash Flow	336	648	717	778
Net Cash Flow	291	668	706	767
재무활동현금흐름	-232	-84	-83	-102
자기자본 증가	0	0	0	0
부채증감	-232	-84	-83	-102
현금의증가	59	584	623	665
기말현금 및 현금성자산	397	981	1,604	2,269
기말 순부채(순현금)	633	56	-560	-1,236

아모레퍼시픽 (090430.KS)

당분간 약한 성장 흐름 예상

면세점 성장률 둔화, 치약 리콜 관련 추가 비용 발생 가능성 등으로 4분기 실적 컨센서스 소폭 하회 예상. 2017년 영업이익의 성장률 12%로 낮아질 전망. 해외 고성장 지속은 긍정적이거나 전반적인 이익 성장률에 대한 기대치 하향 조정 필요. Hold 유지

4분기 실적 컨센서스 소폭 하회 전망

아모레퍼시픽의 4분기 연결 매출액과 영업이익은 각각 1조3,603억원 (+11.0% y-y)과 1,508억원(+22.2% y-y)으로 컨센서스 소폭 하회할 전망

실적 차질은 주로 시내 면세점 부문에서 발생했을 것. 4분기 들어 중국인 관광객 유입이 본격 둔화되었고, 촛불집회로 시내 주요 면세점 트래픽도 부진했을 것이기 때문. 치약 리콜 관련 추가 비용 발생도 염두에 두어야

이익 성장 둔화, 기대치 하향 조정 필요

2017년 동사의 매출액과 영업이익 성장률은 각각 10.6%, 12.1%로 낮아질 전망. 면세 채널 관련 실적 추정치의 핵심 가정을 하향 조정하면서 실적 추정치가 낮아졌음. 기존에 2017~18년 중국인 관광객 유입 증가율을 각각 10%, 7%로 가정했으나, 이를 각각 6%, 4%로 하향하면서 면세점 채널 매출 증가율이 8.0%, 4.5%로 하향되었음

밸류에이션 회복에 시간 걸릴 듯

이에 따라 아모레퍼시픽에 대한 목표주가를 기존 40만원에서 35만원으로 하향함. 그간의 주가 조정에도 불구하고 새로운 목표주가 대비 주가 상승 여력이 제한적이어서 기존의 Hold 의견 유지함

목표주가 산정 기준은 기존과 대체로 동일하나, 국내와 해외 화장품 사업에 적용하던 PER 배수를 각각 25배에서 20배로, 35배에서 30배로 하향하였음. 다만 對중국 관계 호전의 시그널이나, 예상보다 빠른 관광객 유입 회복이 나타날 경우 밸류에이션 배수 상승의 가능성 열어둬야 할 것

아모레퍼시픽 4분기 실적 Preview

(단위: 십억원, %)

	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16E					1Q17F
					예상치	y-y	q-q	기존 추정	컨센서스	
매출액	1,226	1,485	1,443	1,401	1,360	11.0	-2.9	1,360	1,419	1,624
영업이익	123	338	241	167	151	22.2	-10.0	151	160	354
영업이익률	10.1	22.7	16.7	12.0	11.1			11.1	11.3	21.8
세전이익	107	346	240	154	159	48.8	3.7	141	165	354
(지배)순이익	70	259	190	116	95	34.8	-18.4	82	111	255

주: IFRS 연결기준. 자료: FnGuide, NH투자증권 리서치센터 전망

Hold (유지)

목표주가	350,000원 (하향)		
현재가 (17/1/2)	305,500원		
업종	화장품		
KOSPI / KOSDAQ	2,026.16 / 632.04		
시가총액(보통주)	17,859.1십억원		
발행주식수(보통주)	58.5백만주		
52주 최고가('16/7/7)	441,000원		
최저가('17/1/2)	305,500원		
평균거래대금(60일)	53.0십억원		
배당수익률(2016E)	0.48%		
외국인지분율	36.8%		
주요주주			
아모레퍼시픽그룹 외 3인	47.6%		
The Capital Group Companies, Inc. 외 42인	8.4%		
주가상승률	3개월	6개월	12개월
절대수익률 (%)	-21.5	-29.6	-26.3
상대수익률 (%)	-20.8	-31.0	-28.7

	2015	2016E	2017F	2018F
매출액	4,767	5,690	6,291	6,781
증감률	23.1	19.4	10.6	7.8
영업이익	773	897	1,005	1,080
영업이익률	16.2	15.8	16.0	15.9
(지배)순이익	578	651	730	798
EPS	9,635	10,850	12,172	13,299
증감률	52.4	12.6	12.2	9.3
PER	43.0	29.6	25.1	23.0
PBR	8.6	5.7	4.7	4.1
EV/EBITDA	28.2	18.2	15.0	13.5
ROE	18.6	18.0	17.4	16.5
부채비율	31.8	30.5	33.3	31.5
순차입금	-785	-1,232	-1,835	-2,533

단위: 십억원, %, 원, 배

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준

자료: NH투자증권 리서치센터 전망



Analyst 한국희

02)768-7480, cookie@nhqv.com

RA 이효진

02)768-7684, hyojin.lee@nhqv.com

가치합산 방식으로 산출된 아모레퍼시픽의 목표주가 35만원

(단위: 십억원, 원, 배, %)

	가치	주당가치	밸류에이션 방법
한국 사업			
화장품	11,545	197,490	2017년 기준 PER 20배 (기존 25배)
생활용품	273	4,675	2017년 기준 PER 18배
해외 사업	7,645	130,784	2017년 기준 PER 30배 (기존 35배)
net cash	785	13,435	2015년 말 기준
Total	20,249	346,385	

자료: 아모레퍼시픽, NH투자증권 리서치센터 추정

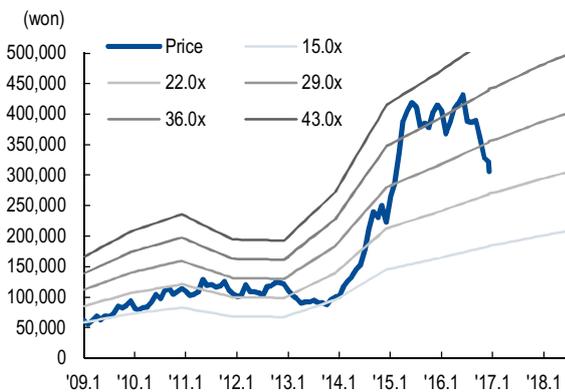
아모레퍼시픽 실적 전망 (IFRS 연결)

(단위: 십억원, 원, 배, %)

		2015	2016E	2017F	2018F
매출액	- 수정 후	4,766.6	5,689.7	6,291.4	6,781.4
	- 수정 전		5,689.7	6,369.8	6,960.6
	- 변동률		0.0	-1.2	-2.6
	영업이익	772.9	896.7	1,004.8	1,080.0
영업이익	- 수정 후		896.7	1,020.2	1,114.9
	- 수정 전			0.0	-1.5
	- 변동률				-3.1
영업이익률(수정 후)		16.2	15.8	16.0	15.9
EBITDA		919.8	1,083.2	1,202.9	1,285.4
(지배지분)순이익		577.5	651.2	729.5	797.5
EPS	- 수정 후	9,635	10,850	12,172	13,299
	- 수정 전		10,786	12,264	13,609
	- 변동률		0.6	-0.8	-2.3
	PER		43.0	29.6	25.1
PBR		8.6	5.7	4.7	4.1
EV/EBITDA		28.2	18.2	15.0	13.5
ROE		18.6	18.0	17.4	16.5

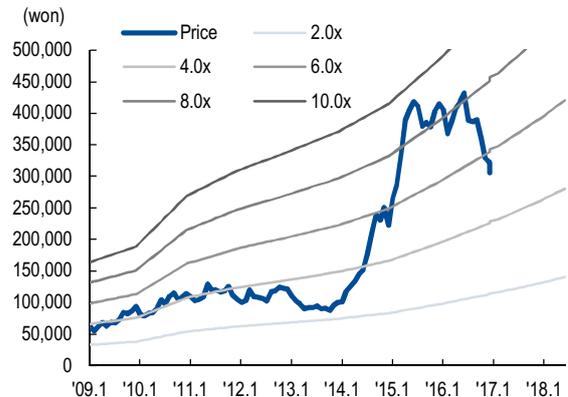
주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준
 자료: NH투자증권 리서치센터 전망

아모레퍼시픽 Forward PER Band



자료: DataGuide Pro

아모레퍼시픽 Trailing PBR Band



자료: DataGuide Pro

아모레퍼시픽의 실적 전망

(단위: 십억원, 원, 배, %)

	2014	2015	2016E	2017F	2018F
매출액(십억원)					
한국	3,041.5	3,559.0	4,016.3	4,187.3	4,307.2
화장품	2,578.9	3,066.0	3,533.1	3,718.6	3,824.5
생활용품	462.6	493.0	483.1	468.6	482.7
해외	832.4	1,257.3	1,673.4	2,104.1	2,474.2
Total	3,874.0	4,766.6	5,689.7	6,291.4	6,781.4
매출성장률(%)					
한국	18.8	17.0	12.8	4.3	2.9
화장품	23.5	18.9	15.2	5.2	2.8
생활용품	-2.1	6.6	-2.0	(3.0)	3.0
해외	54.2	51.0	33.1	25.7	17.6
영업이익(십억원)					
한국	501.9	641.0	710.5	749.9	769.9
화장품	469.8	595.8	696.0	728.8	745.8
생활용품	32.1	45.2	14.5	21.1	24.1
해외	61.7	144.7	186.2	254.8	310.1
Total	563.8	772.9	896.7	1,004.8	1,080.0
영업이익률(%)					
한국	16.5	18.0	17.7	17.9	17.9
화장품	18.2	19.4	19.7	19.6	19.5
생활용품	6.9	9.2	3.0	4.5	5.0
해외	7.4	12.0	11.1	12.1	12.5

자료: 아모레퍼시픽, NH투자증권 리서치센터 전망

아모레퍼시픽의 분기별 실적 추정

(단위: 십억원, %)

	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16E	2015	2016E	2017F
매출액	1,204.4	1,195.4	1,141.1	1,225.8	1,485.1	1,443.4	1,400.9	1,360.3	4,766.6	5,689.7	6,291.4
증감률(y-y)	29.2	23.7	14.5	25.2	23.3	20.7	22.8	11.0	23.0	19.4	10.6
한국	935.1	917.7	828.0	878.1	1,085.4	1,038.8	1,007.0	885.0	3,559.0	4,016.3	4,187.3
화장품	796.2	805.9	679.0	784.8	943.9	927.3	867.4	794.4	3,066.0	3,533.1	3,718.6
전문점	119.6	122.9	106.3	106.2	127.9	125.5	107.7	106.4	455.0	467.5	467.8
할인점	42.9	41.8	41.1	30.6	39.5	35.6	34.6	29.5	156.4	139.2	132.2
온라인	129.2	109.7	84.4	97.3	115.0	106.2	108.6	103.4	420.6	433.2	463.5
백화점	81.8	82.2	73.6	72.7	84.6	86.1	75.1	74.7	310.3	320.5	341.8
면세점	239.4	279.1	206.1	344.4	377.0	390.2	363.7	348.6	1,069.0	1,479.5	1,597.9
방판	169.8	156.2	154.7	121.7	182.3	165.0	155.5	126.8	602.4	629.6	651.7
직판	7.5	8.3	8.5	5.9	8.0	8.0	6.7	7.8	30.2	30.5	30.5
기타	5.9	5.9	4.4	5.9	9.7	10.7	15.5	-2.7	22.1	33.2	33.2
생활용품	138.9	111.8	149.0	93.3	141.5	111.5	139.6	90.5	493.0	483.1	468.6
해외	269.3	277.7	313.1	358.6	399.6	404.7	393.9	485.5	1,257.3	1,673.4	2,104.1
영업이익	278.0	208.1	163.4	123.4	337.8	240.6	167.5	150.8	772.9	896.7	1,004.8
증감률(y-y)	58.2	37.7	10.7	38.2	21.5	15.6	2.5	22.2	37.1	16.0	12.1
한국	223.5	182.6	131.2	103.7	268.2	199.6	136.6	106.1	641.0	710.5	749.9
화장품	202.1	172.7	107.8	113.2	247.9	194.3	148.3	105.5	595.8	696.0	728.8
생활용품	21.4	9.9	23.4	-9.5	20.3	5.3	-11.7	0.6	45.2	14.5	21.1
해외	54.5	25.5	32.3	32.4	79.4	49.0	47.2	10.6	144.7	186.2	254.8
영업이익률	23.1	17.4	14.3	10.1	22.7	16.7	12.0	11.1	16.2	15.8	16.0

자료: 아모레퍼시픽, NH투자증권 리서치센터 전망

STATEMENT OF COMPREHENSIVE INCOME				
(십억원)	2015/12A	2016/12E	2017/12F	2018/12F
매출액	4,767	5,690	6,291	6,781
증감률 (%)	23.1	19.4	10.6	7.8
매출원가	1,169	1,318	1,622	1,936
매출총이익	3,597	4,372	4,670	4,846
Gross 마진 (%)	75.5	76.8	74.2	71.5
판매비와 일반관리비	2,824	3,475	3,665	3,766
영업이익	773	897	1,005	1,080
증감률 (%)	37.1	16.0	12.0	7.5
OP 마진 (%)	16.2	15.8	16.0	15.9
EBITDA	920	1,083	1,203	1,285
영업외손익	5	-12	-7	26
금융수익(비용)	22	12	18	26
기타영업외손익	-17	-30	-25	0
종속, 관계기업관련손익	0	6	0	0
세전계속사업이익	778	885	998	1,106
법인세비용	194	226	260	299
계속사업이익	585	659	739	808
당기순이익	585	659	739	808
증감률 (%)	51.8	12.8	12.0	9.3
Net 마진 (%)	12.3	11.6	11.7	11.9
지배주주지분 순이익	578	651	730	798
비지배주주지분 순이익	7	8	9	10
기타포괄이익	-29	0	0	0
총포괄이익	556	659	739	808

Valuation / Profitability / Stability				
	2015/12A	2016/12E	2017/12F	2018/12F
PER(X)	43.0	29.6	25.1	23.0
PBR(X)	8.6	5.7	4.7	4.1
PCR(X)	25.4	17.8	15.2	13.9
PSR(X)	5.1	3.3	2.8	2.6
EV/EBITDA(X)	28.2	18.2	15.0	13.5
EV/EBIT(X)	33.5	22.0	18.0	16.1
EPS(W)	9,635	10,850	12,172	13,299
BPS(W)	48,475	56,353	65,224	74,880
SPS(W)	81,539	97,329	107,622	116,004
자기자본이익률(ROE, %)	18.6	18.0	17.4	16.5
총자산이익률(ROA, %)	14.1	13.8	13.2	12.5
투자자본이익률 (ROIC, %)	26.0	29.5	32.3	34.1
배당수익률(%)	0.3	0.5	0.6	0.6
배당성장(%)	13.7	13.9	13.6	13.9
총현금배당금(십억원)	93	107	117	131
보통주 주당배당금(W)	1,350	1,550	1,700	1,900
순부채(현금)/자기자본(%)	-23.3	-31.4	-40.4	-48.5
총부채/ 자기자본(%)	31.8	30.5	33.3	31.5
이자발생부채	169	203	415	429
유동비율(%)	210.3	257.2	302.0	345.2
총발행주식수(mn)	69	69	69	69
액면가(W)	500	500	500	500
주가(W)	414,500	321,500	305,500	305,500
시가총액(십억원)	26,659	20,964	19,876	19,876

STATEMENT OF FINANCIAL POSITION				
(십억원)	2015/12A	2016/12E	2017/12F	2018/12F
현금및현금성자산	687	1,167	1,977	2,684
매출채권	280	294	309	318
유동자산	1,833	2,352	3,196	3,932
유형자산	1,871	2,024	2,106	2,161
투자자산	52	64	78	96
비유동자산	2,610	2,768	2,865	2,937
자산총계	4,443	5,120	6,060	6,869
단기성부채	118	103	181	195
매입채무	158	198	243	291
유동부채	872	915	1,058	1,139
장기성부채	51	100	233	233
장기충당부채	32	40	49	60
비유동부채	199	281	457	508
부채총계	1,071	1,196	1,515	1,647
자본금	35	35	35	35
자본잉여금	720	720	720	720
이익잉여금	2,623	3,167	3,779	4,445
비지배주주지분	27	35	44	54
자본총계	3,372	3,924	4,546	5,222

CASH FLOW STATEMENT				
(십억원)	2015/12A	2016/12E	2017/12F	2018/12F
영업활동 현금흐름	628	878	1,000	1,088
당기순이익	585	659	739	808
+ 유/무형자산상각비	147	186	198	205
+ 종속, 관계기업관련손익	0	-6	0	0
+ 외화환산손실(이익)	9	0	0	0
Gross Cash Flow	955	1,053	1,178	1,285
- 운전자본의증가(감소)	-167	39	63	75
투자활동 현금흐름	-217	-339	-295	-278
+ 유형자산 감소	2	0	0	0
- 유형자산 증가(CAPEX)	-215	-340	-280	-260
+ 투자자산의매각(취득)	-4	-6	-15	-18
Free Cash Flow	412	538	720	828
Net Cash Flow	411	540	705	810
재무활동현금흐름	-69	-60	105	-103
자기자본 증가	0	0	0	0
부채증감	-69	-60	105	-103
현금의증가	345	480	810	707
기말현금 및 현금성자산	687	1,167	1,977	2,684
기말 순부채(순현금)	-785	-1,232	-1,835	-2,533

아모레G (002790.KS)

당분간 아모레P의 부진을 반영할 것

아모레퍼시픽의 실적 부진으로 동사의 4분기 실적도 예상 하회할 전망. 지주회사의 특성상 주가변동성이 높은 국면 지속될 가능성이 있음. 다만 장기적으로는 상대적 성장성 우위가 지속될 가능성 높음. 목표주가 하향 하나 상대 매력에 기반한 Buy 유지

4분기 실적 컨센서스 하회 전망

아모레G의 4분기 연결 매출액과 영업이익은 각각 1조6,691억원(+ 14.5% y-y)과 2,032억원(+ 26.2% y-y)으로 시장 컨센서스를 하회할 전망

아모레P의 실적이 컨센서스를 하회할 것으로 예상되는데다, 기타 브랜드들의 국내 실적 또한 당초 예상보다 약할 가능성이 높기 때문. 또 4분기 특성상 비핵심 계열사들의 일시적 비용 상승 가능성도 염두에 뒤야할 것

2017년 아모레P의 실적 성장 둔화 반영할 것

동사의 2017년 연결 매출액과 영업이익은 각각 7조6,295억원(+ 12.7% y-y)과 1조3,283억원(+ 14.3% y-y)으로 예상. 이는 당초 영업이익 예상치 대비 약 5% 하향 조정된 수치임. 아모레퍼시픽의 실적 하향 조정, 이니스프리 및 에뛰드의 아시아 시장 확장 비용 증가 가능성을 반영한 것

동사도 타 대형 화장품 기업들과 마찬가지로 영업이익 성장률 둔화를 경험하게 될 것. 동사의 2015~16년 이익 성장률은 각각 39%, 27%(E)

對중국 관계 악화 고려한 눈높이 조정 필요

아모레G에 대한 목표주가를 기존 19만원에서 15만원으로 하향 조정함. 1) 아모레P 목표주가 하향 조정, 2) 對중국 관계 악화에 따라, 한국 화장품 브랜드의 아시아 지역 확장 속도 둔화 가능성을 고려하여 이니스프리와 에뛰드에 적용하던 PER 배수를 각각 30배(기존 35배), 22배(기존 25배)로 하향한 데 따른 것. 목표주가 하향 조정에도 불구하고 상대 매력에 기반한 Buy 의견 유지

아모레G 4분기 실적 Preview

(단위: 십억원, %)

	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16E					1Q17F
					예상치	y-y	q-q	기존 추정	컨센서스	
매출액	1,458	1,759	1,720	1,654	1,669	14.5	0.9	1,669	1,715	1,983
영업이익	161.0	419.1	309.7	219.7	203.2	26.2	-7.5	240.0	223.0	476.6
영업이익률	11.0	23.8	18.0	13.3	12.2			14.4	13.0	24.0
세전이익	141.7	427.3	311.4	201.5	254.9	79.9	26.5	291.9	236.2	476.6
(지배)순이익	40.9	135.6	106.9	66.0	41.6	1.7	-36.9	47.7	63.4	143.0

주: IFRS 연결기준. 자료: FnGuide, NH투자증권 리서치센터 전망

Buy (유지)

목표주가	150,000원 (하향)		
현재가 (17/1/2)	122,500원		
업종	화장품		
KOSPI / KOSDAQ	2,026.16 / 632.04		
시가총액(보통주)	10,101.1십억원		
발행주식수(보통주)	82.5백만주		
52주 최고가('16/5/9)	174,500원		
최저가('16/12/2)	122,000원		
평균거래대금(60일)	20.9십억원		
배당수익률(2016E)	0.41%		
외국인지분율	17.2%		
주요주주			
서경배 외 5인	62.0%		
국민연금	5.8%		
주가상승률	3개월	6개월	12개월
절대수익률 (%)	-26.0	-25.8	-17.2
상대수익률 (%)	-25.3	-27.2	-19.9

	2015	2016E	2017F	2018F
매출액	5,661	6,770	7,630	8,363
증감률	20.1	19.6	12.7	9.6
영업이익	914	1,163	1,328	1,457
영업이익률	16.1	17.2	17.4	17.4
(지배)순이익	260	350	404	448
EPS	3,219	4,337	4,846	5,376
증감률	17.1	34.7	11.7	10.9
PER	46.0	30.7	25.3	22.8
PBR	5.2	4.2	3.4	3.0
EV/EBITDA	12.1	8.9	7.3	6.7
ROE	14.6	16.7	16.3	15.4
부채비율	25.8	22.4	19.5	17.2
순차입금	-1,367	-1,833	-2,471	-3,240

단위: 십억원, %, 원, 배

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준

자료: NH투자증권 리서치센터 전망



Analyst 한국희

02)768-7480, cookie@nhqv.com

RA 이효진

02)768-7684, hyojin.lee@nhqv.com

가치합산 방식으로 산출된 아모레 G의 목표주가 150,000 원

(단위: 십억원, 원, 배, %)

	지분율	가치	주당가치	밸류에이션 방법
아모레퍼시픽	35	5,441	65,981	목표주가 35만원의 30% 할인 적용
에뛰드	80	612	7,425	2017년 PER 22배 (기존 25배)
이니스프리	82	4,512	54,723	2017년 PER 30배 (기존 35배)
아모스프로	100	98.77	1,198	PBR 2배
태평양제약	100	175	2,124	PBR 2배
퍼시픽글라스	100	87	1,058	PBR 2배
퍼시픽패키지	99	96	1,169	PBR 2배
장원	98	253	3,067	PBR 2배
Net cash		667	8,088	2015년 말
		11,943	144,833	

자료: 아모레G, NH투자증권 리서치센터 추정

아모레 G 실적 전망 (IFRS 연결)

(단위: 십억원, 원, 배, %)

		2015	2016E	2017F	2018F
매출액	- 수정 후	5,661	6,770	7,630	8,363
	- 수정 전	-	6,770	7,708	8,542
	- 변동률	-	0.0	-1.0	-2.1
영업이익	- 수정 후	914	1,163	1,328	1,457
	- 수정 전	-	1,183	1,400	1,581
	- 변동률	-	-1.8	-5.1	-7.8
영업이익률(수정 후)		16.1	17.2	17.4	17.4
EBITDA		1,103	1,388	1,565	1,703
(지배지분)순이익		260	350	404	448
EPS	- 수정 후	3,219	4,337	4,846	5,376
	- 수정 전	-	4,401	5,253	5,994
	- 변동률	-	-1.5	-7.8	-10.3
PER		46.0	30.7	27.4	24.7
PBR		5.2	4.2	3.7	3.3
EV/EBITDA		12.1	8.9	7.9	7.2
ROE		10.7	13.0	13.4	13.3

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준

자료: NH투자증권 리서치센터 전망

아모레 G 의 분기별 실적 추정

(단위: 십억원, %)

	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16E	2015	2016E	2017F
매출액(십억원)											
화장품	1,444	1,413	1,347	1,502	1,783	1,770	1,683	1,681	5,706	6,885	7,726
아모레퍼시픽	1,204	1,195	1,141	1,226	1,485	1,443	1,401	1,360	4,767	5,690	6,291
에뛰드	72	64	57	65	81	85	76	87	258	328	369
이니스프리	143	147	137	166	187	214	177	213	592	790	980
AMOR Prof.	16	18	18	13	22	19	21	15	65	76	85
비화장품	62	70	58	64	72	79	67	67	254	285	303
Total	1,444	1,413	1,347	1,458	1,759	1,720	1,654	1,669	5,661	6,770	7,630
매출성장률(%)											
화장품	28	21	12	27	24	25	25	12	22	21	12
아모레퍼시픽	29	24	14	25	23	21	23	11	23	19	11
에뛰드	-9	-15	-27	-13	14	31	34	33	-16	27	12
이니스프리	35	27	17	41	31	46	29	28	30	33	24
AMOR Prof.	8	34	26	4	40	10	13	11	18	18	12
비화장품	8	0	4	5	17	13	16	3	4	12	6
Total	27	20	11	23	22	22	23	15	20	20	13
영업이익(십억원)											
화장품	321	242	189	161	408	320	216	206	914	1,149	1,313
아모레퍼시픽	278	208	163	123	338	241	168	151	786	897	1,005
에뛰드	4	-0	-1	-0	12	12	7	8	-1	39	46
이니스프리	35	30	24	36	52	63	37	46	126	198	245
AMOR Prof.	5	5	5	-0	6	5	4	0	13	16	17
비화장품	-1	2	-	-0	6	7	2	-2	2	13	15
Total	321	244	188	161	419	310	220	203	914	1,163	1,328
영업이익률(%)											
화장품	22.2	17.1	14.1	10.7	22.9	18.1	12.8	12.2	16.0	16.7	17.0
아모레퍼시픽	23.1	17.4	14.3	10.1	22.7	16.7	12.0	11.1	16.5	15.8	16.0
에뛰드	4.9	-0.2	-1.8	-0.2	15.1	14.3	9.1	9.3	-0.2	12.0	12.5
이니스프리	24.8	20.7	17.4	21.7	27.8	29.4	21.0	21.4	21.2	25.0	25.0
AMOR Prof.	30.8	27.1	25.3	-0.8	27.1	24.7	21.5	3.3	20.4	20.4	20.4
비화장품	-1.0	3.4	0.0	-0.2	8.9	8.8	3.3	-3.5	0.9	4.7	4.9
Total	22.2	17.3	14.0	11.0	23.8	18.0	13.3	12.2	16.1	17.2	17.4

자료: 아모레G, NH투자증권 리서치센터 전망

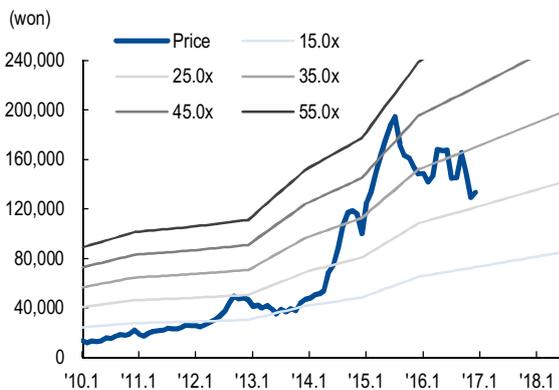
아모레 G 의 실적 전망

(단위: 십억원, 원, 배, %)

	2014	2015	2016E	2017F	2018F
매출액(십억원)					
화장품	4,694.0	5,705.5	6,884.6	7,726.1	8,442.2
아모레퍼시픽	3,874.0	4,766.7	5,689.7	6,291.4	6,781.4
에뛰드	306.5	257.9	328.3	368.8	387.7
이니스프리	456.6	592.1	790.3	980.4	1,179.2
AMOR Prof.	54.6	64.6	76.2	85.4	93.9
비화장품	244.1	253.7	285.0	303.5	320.4
Total	4,711.9	5,661.2	6,769.6	7,629.5	8,362.7
매출성장률(%)					
화장품	22.9	21.5	20.7	12.2	9.3
아모레퍼시픽	24.9	23.0	19.4	10.6	7.8
에뛰드	(9.1)	(15.9)	27.3	12.3	5.1
이니스프리	37.2	29.7	33.5	24.1	20.3
AMOR Prof.	11.4	18.3	18.0	12.0	10.0
비화장품	(9.8)	3.9	12.3	6.5	5.6
Total	21.0	20.1	19.6	12.7	9.6
영업이익(십억원)					
화장품	657.2	913.6	1,149.3	1,313.4	1,442.4
아모레퍼시픽	563.6	785.7	896.7	1,004.8	1,080.0
에뛰드	5.6	(0.6)	39.4	46.1	48.5
이니스프리	76.5	125.6	197.6	245.1	294.8
AMOR Prof.	11.6	13.2	15.6	17.4	19.2
비화장품	(4.7)	2.4	13.3	14.8	14.9
Total	659.1	913.6	1,162.5	1,328.2	1,457.3
영업이익률(%)					
화장품	14.0	16.0	16.7	17.0	17.1
아모레퍼시픽	14.5	16.5	15.8	16.0	15.9
에뛰드	1.8	(0.2)	12.0	12.5	12.5
이니스프리	16.7	21.2	25.0	25.0	25.0
AMOR Prof.	21.2	20.4	20.4	20.4	20.4
비화장품	(1.9)	0.9	4.7	4.9	4.6
Total	14.0	16.1	17.2	17.4	17.4

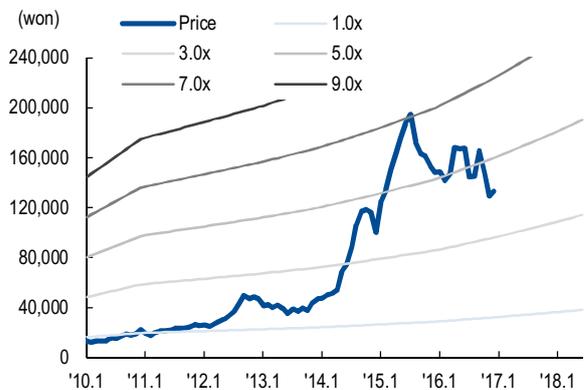
자료: 아모레G, NH투자증권 리서치센터 전망

아모레 G Forward PER Band



자료: Dataguide Pro

아모레 G Trailing PBR Band



자료: Dataguide Pro

STATEMENT OF COMPREHENSIVE INCOME				
(십억원)	2015/12A	2016/12E	2017/12F	2018/12F
매출액	5,661	6,770	7,630	8,363
증감률 (%)	20.1	19.6	12.7	9.6
매출원가	1,415	1,692	1,907	2,090
매출총이익	4,246	5,078	5,723	6,272
Gross 마진 (%)	75.0	75.0	75.0	75.0
판매비와 일반관리비	3,333	3,915	4,394	4,815
영업이익	914	1,163	1,328	1,457
증감률 (%)	38.6	27.2	14.3	9.7
OP 마진 (%)	16.1	17.2	17.4	17.4
EBITDA	1,103	1,388	1,565	1,703
영업외손익	8	43	55	69
금융수익(비용)	34	43	55	69
기타영업외손익	-28	0	0	0
중속, 관계기업관련손익	1	0	0	0
세전계속사업이익	922	1,206	1,383	1,526
법인세비용	248	320	373	420
계속사업이익	674	886	1,009	1,106
당기순이익	674	886	1,009	1,106
증감률 (%)	35.5	31.5	13.9	9.6
Net 마진 (%)	11.9	13.1	13.2	13.2
지배주주지분 순이익	260	350	404	448
비지배주주지분 순이익	414	536	606	658
기타포괄이익	-39	0	0	0
총포괄이익	635	886	1,009	1,106

Valuation / Profitability / Stability				
	2015/12A	2016/12E	2017/12F	2018/12F
PER(배)	46.0	30.7	27.4	24.7
PBR(배)	5.2	4.2	3.7	3.3
PCR(배)	10.7	7.6	7.0	6.4
PSR(배)	2.1	1.6	1.4	1.3
EV/EBITDA(배)	12.1	8.9	7.9	7.2
EV/EBIT(배)	14.6	10.6	9.3	8.4
EPS(원)	3,219	4,337	4,846	5,376
BPS(원)	28,489	31,911	35,844	40,181
SPS(원)	70,950	84,718	92,526	101,417
자기자본이익률(ROE, %)	10.7	13.0	13.4	13.3
총자산이익률(ROA, %)	11.6	13.5	13.5	13.0
투하자본이익률 (ROIC, %)	21.3	26.4	27.6	28.2
배당수익률(%)	0.3	0.4	0.5	0.6
배당성향(%)	11.1	12.1	12.4	12.9
총현금배당금(십억원)	33	46	54	62
보통주 주당배당금(원)	390	550	650	750
순부채(현금)/자기자본(%)	-28.0	-32.0	-37.0	-41.9
총부채/ 자기자본(%)	25.8	22.4	19.5	17.2
이자발생부채	191	199	209	217
유동비율(%)	259.4	333.4	423.8	522.1
총발행주식수(백만주)	89	89	89	89
액면가(원)	500	500	500	500
주가(원)	148,000	133,000	122,500	122,500
시가총액(십억원)	12,363	11,322	10,423	10,423

STATEMENT OF FINANCIAL POSITION				
(십억원)	2015/12A	2016/12E	2017/12F	2018/12F
현금및현금성자산	1,003	1,473	2,113	2,882
매출채권	317	379	427	468
유동자산	2,538	3,209	4,007	4,911
유형자산	2,212	2,387	2,550	2,704
투자자산	79	94	106	116
비유동자산	3,610	3,804	3,980	4,144
자산총계	6,148	7,013	7,986	9,055
단기성부채	139	152	162	170
매입채무	134	138	142	146
유동부채	979	963	945	941
장기성부채	51	47	47	47
장기충당부채	39	46	52	57
비유동부채	282	322	357	387
부채총계	1,260	1,285	1,303	1,328
자본금	44	44	44	44
자본잉여금	696	696	696	696
이익잉여금	1,948	2,252	2,602	2,988
비지배주주지분	2,355	2,891	3,497	4,155
자본총계	4,888	5,728	6,684	7,728

CASH FLOW STATEMENT				
(십억원)	2015/12A	2016/12E	2017/12F	2018/12F
영업활동 현금흐름	737	919	1,093	1,231
당기순이익	674	886	1,009	1,106
+ 유/무형자산상각비	189	225	236	246
+ 중속, 관계기업관련손익	-1	0	0	0
+ 외화환산손실(이익)	3	0	0	0
Gross Cash Flow	1,107	1,398	1,575	1,713
- 운전자본의증가(감소)	-174	-193	-153	-121
투자활동 현금흐름	-83	-424	-417	-416
+ 유형자산 감소	6	0	0	0
- 유형자산 증가(CAPEX)	-278	-400	-400	-400
+ 투자자산의매각(취득)	-7	-15	-12	-10
Free Cash Flow	459	519	693	831
Net Cash Flow	653	494	676	815
재무활동 현금흐름	-71	-25	-36	-46
자기자본 증가	0	0	0	0
부채증감	-71	-25	-36	-46
현금의증가	586	470	640	769
기말현금 및 현금성자산	1,003	1,473	2,113	2,882
기말 순부채(순현금)	-1,367	-1,833	-2,471	-3,240

한국콜마 (161890.KS)

2017년 외형 확장 가능성에 주목

Company Report | 2016. 1. 4

4분기 실적은 일시적 비용 증가로 시장 컨센서스 소폭 하회할 전망. 또 2017년에는 중국 증설 후 사업 확대 본격화, M&A 후 외형 성장 기여로 매출 성장률이 두드러질 것. 다만 성장을 위한 비용 지출 국면임을 감안

4분기 시장 컨센서스 소폭 하회

한국콜마의 4분기 연결 매출액과 영업이익은 각각 1,786억원(+28.3% y-y)과 167억원(+71.2% y-y)으로 외형 성장률 양호하나 영업이익의 시장 컨센서스를 소폭 하회할 전망

국내 화장품 성장률 양호하고, 북경콜마 실적이 고성장을 지속하고 있으며, 제약 부문도 10%대 후반 성장 지속. 또 최근 인수한 미국 OEM 기업인 PTP의 신규 매출 기여도 기대. 다만 북경 법인의 수익성 하락과 국내 법인의 성과급 규모가 예상보다 큰 것이 원인

2017년 외형 성장 제고의 해

2017년 한국콜마의 연결 매출액과 영업이익은 각각 8,333억원(+26.2% y-y)과 831억원(+16.6% y-y)으로 전망. M&A 효과와, 북경 콜마의 가동률 상승이 외형 성장을 이끌 전망. 2017년 중국 (무석 지구) 신규 공장 건립으로 이후에도 성장 모멘텀을 이어질 것. 다만 OEM 기업은 대규모 증설이나 M&A 후 통상 수익성 정상화에 어느 정도의 시간이 필요하기 때문에, 동사의 2017년 이익 성장률은 매출액 성장률에는 미치지 못할 전망

업황 악화 반영하여 PER 배수 하향 조정

한국콜마에 대한 목표주가를 기존 11만원에서 7만6천원으로 하향 조정함. 1) 비용 상승 전망에 따라 2017년 EPS 추정치가 약 10% 하향 조정되었고, 2) 국내 화장품 사업 가치 산정 시 적용 PER을 25배(기존 30배)로 낮춰 잡은 데 따른 것. 다만 최근 주가 급락에 따른 섹터 내 상대 매력도 부각될 수 있는 시점으로 판단, Buy 의견 유지

한국콜마 4분기 실적 Preview

(단위: 십억원, %)

	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16E				1Q17F
					예상치	y-y	q-q	컨센서스	
매출액	139.2	148.6	173.0	160.2	178.6	28.3	11.5	173.9	190.4
영업이익	12.9	17.5	21.5	15.5	16.7	29.2	7.5	16.9	19.4
영업이익률	9.3	11.8	12.5	9.7	9.4			9.7	10.2
세전이익	12.5	17.3	21.3	13.0	19.7	57.7	51.7	17.0	20.4
(지배)순이익	10.0	13.3	16.4	9.7	16.4	63.5	69.4	13.6	15.3

주: IFRS 연결기준. 자료: FnGuide, NH투자증권 리서치센터 전망

Buy (유지)

목표주가	76,000원 (하향)		
현재가 (17/1/2)	61,700원		
업종	화장품		
KOSPI / KOSDAQ	2,026.16 / 632.04		
시가총액(보통주)	1,301.9십억원		
발행주식수(보통주)	21.1백만주		
52주 최고가('16/2/1)	107,500원		
최저가('17/1/2)	61,700원		
평균거래대금(60일)	10.1십억원		
배당수익률(2016E)	0.30%		
외국인지분율	47.9%		
주요주주			
한국콜마홀딩스 외 23 인	22.5%		
NIHON KOLMAR	13.2%		
주가상승률	3개월	6개월	12개월
절대수익률 (%)	-35.9	-39.2	-35.0
상대수익률 (%p)	-35.4	-40.4	-37.1

	2015	2016E	2017F	2018F
매출액	536	660	833	1,036
증감률	16.2	23.2	26.2	24.3
영업이익	61	71	85	106
영업이익률	11.3	10.8	10.2	10.3
(지배)순이익	45	56	66	81
EPS	2,155	2,645	3,108	3,836
증감률	31.4	22.7	17.5	23.4
PER	44.0	24.9	19.9	16.1
PBR	9.1	5.1	3.9	3.2
EV/EBITDA	28.2	16.2	12.4	9.5
ROE	22.7	22.6	21.6	21.8
부채비율	56.0	46.0	38.2	31.8
순차입금	-15	-21	-81	-154

단위 : 십억원, %, 원, 배

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준

자료: NH투자증권 리서치센터 전망



Analyst 한국희

02)768-7480, cookie@nhqv.com

RA 이효진

02)768-7684, hyojin.lee@nhqv.com

가치합산 방식으로 산출된 한국콜마의 목표주가 7만6천원

(단위: 십억원, 원, 배, %)

	가치	주당가치	밸류에이션 방법
한국 사업			
화장품	995	47,139	2017년 PER 25배 (기존 30배)
제약	422	20,009	2017년 PER 25배 (기존 30배)
중국 사업	111	5,264	2017년 PER 27배
미주 사업	55	2,620	2017년 PER 20배
순현금	15	731	2015년말 기준
Total	1,599	75,763	

자료: NH투자증권 리서치센터 추정

한국콜마 실적 전망 (IFRS 연결)

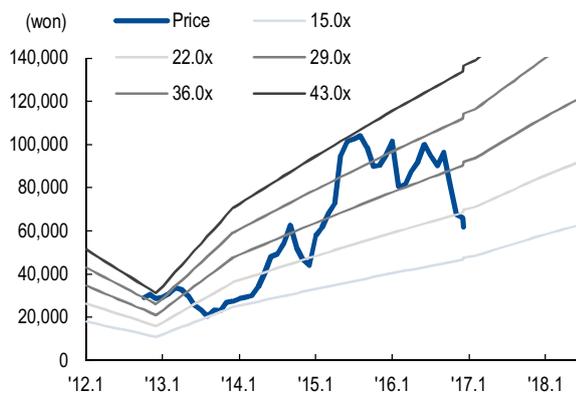
(단위: 십억원, 원, 배, %)

		2015	2016E	2017F	2018F
매출액	- 수정 후	535.8	660.4	833.3	1,036.1
	- 수정 전	-	657.8	818.8	1,001.6
	- 변동률	-	0.4	1.8	3.4
영업이익	- 수정 후	60.7	71.2	84.9	106.2
	- 수정 전	-	72.2	89.5	108.9
	- 변동률	-	-1.3	-5.2	-2.5
영업이익률(수정 후)		11.3	10.8	10.2	10.3
EBITDA		70.4	84.3	98.9	121.7
(지배지분)순이익		45.5	55.8	65.6	80.9
EPS	- 수정 후	2,155	2,645	3,108	3,836
	- 수정 전	-	2,687	3,390	4,116
	- 변동률	-	-1.6	-8.3	-6.8
PER		44.0	24.9	19.9	16.1
PBR		9.1	5.1	3.9	3.2
EV/EBITDA		28.2	16.2	12.4	9.5
ROE		22.7	22.6	21.6	21.8

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준

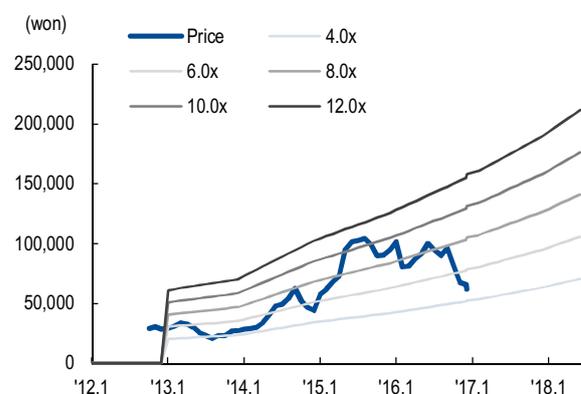
자료: NH투자증권 리서치센터 전망

한국콜마 Forward PER Band



자료: DataGuide Pro

한국콜마 Trailing PBR Band



자료: DataGuide Pro

한국콜마의 실적 전망

(단위: 십억원, 원, 배, %)

	2014	2015	2016E	2017F	2018F
매출액(십억원)	461.3	536.7	660.4	833.3	1036.1
국내	438.6	508.9	610.2	705.3	805.9
화장품	324.3	377.4	448.4	522.5	599.4
제약	114.3	131.5	161.7	182.8	206.5
중국	27.0	37.1	59.4	89.0	154.7
북경	27.0	37.1	59.4	89.0	124.7
강소성					30.0
미국			10.0	55.0	100.0
캐나다				18.0	27.0
매출성장률(%)	23	16	23	26	24
국내	23	16	20	16	14
화장품	27	16	19	17	15
제약	15	15	23	13	13
중국	48	37	60	50	74
북경	48	37	60	50	40
강소성					
미국				450	82
캐나다					50
영업이익(십억원)					
국내	40.7	55.2	66.8	73.6	86.1
중국	4.3	5.8	3.7	5.3	8.0
미주			0.7	5.9	10.2
Total	46.8	60.7	71.2	84.9	106.2
영업이익률(%)					
국내	9.3	10.8	10.9	10.4	10.7
중국	16.0	15.6	6.3	6.0	5.2
미주			7.0	10.8	10.2
Total	10.2	11.3	10.8	10.2	10.3

자료: 한국콜마, NH투자증권 리서치센터 전망

한국콜마의 분기별 실적 추정

	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16E	2015	2016E	2017F
매출액(십억원)	126.4	142.1	128.2	139.1	148.6	173.1	160.2	178.5	536.7	660.4	833.3
국내	122.3	133.9	121.9	128.4	144.5	166.6	147.3	151.8	508.9	610.2	705.3
화장품	91.4	101.9	88.7	93.0	109.1	124.7	104.4	110.2	377.4	448.4	522.5
제약	30.9	32.0	33.2	35.4	35.4	41.9	42.9	41.5	131.5	161.7	182.8
중국	5.7	9.8	8.8	12.8	7.1	12.9	16.6	22.8	37.1	59.4	89.0
미국								10.0		10.0	55.0
캐나다											18.0
매출성장률(%)	19	16	15	16	18	22	25	28	16	23	26
국내	19	15	14	15	19	22	18	19	18	19	17
화장품	19	15	14	15	19	22	18	19	18	19	17
제약	16	11	11	22	15	31	29	17	15	23	13
중국	48	67	50	12	24	32	88	78	37	60	50
영업이익(십억원)	14.5	17.6	15.7	12.9	17.5	21.5	15.6	16.7	60.7	71.2	84.9
국내	13.8	15.1	14.5	11.7	17.1	20.9	14.3	14.5	55.2	66.8	73.6
중국	0.6	2.6	1.2	1.3	0.4	0.6	1.3	1.4	5.8	3.7	5.3
미국								0.7		0.7	4.1
캐나다											1.8
영업이익률(%)	11.5	12.4	12.3	9.3	11.8	12.4	9.8	9.3	11.3	10.8	10.2

자료: 한국콜마, NH투자증권 리서치센터 전망

STATEMENT OF COMPREHENSIVE INCOME				
(십억원)	2015/12A	2016/12E	2017/12F	2018/12F
매출액	536	660	833	1,036
증감률 (%)	16.3	23.1	26.2	24.4
매출원가	410	522	656	792
매출총이익	126	139	178	244
Gross 마진 (%)	23.5	21.1	21.4	23.6
판매비와 일반관리비	66	85	106	127
영업이익	61	71	85	106
증감률 (%)	29.8	16.4	19.7	24.7
OP 마진 (%)	11.4	10.8	10.2	10.2
EBITDA	70	84	99	122
영업외손익	-2	0	1	1
금융수익(비용)	-2	0	1	1
기타영업외손익	0	0	0	0
종속, 관계기업관련손익	0	0	0	0
세전계속사업이익	59	71	86	108
법인세비용	13	15	19	23
계속사업이익	45	56	68	84
당기순이익	45	56	68	84
증감률 (%)	36.4	24.4	21.4	23.5
Net 마진 (%)	8.4	8.5	8.2	8.1
지배주주지분 순이익	45	56	66	81
비지배주주지분 순이익	0	0	2	3
기타포괄이익	-1	0	0	0
총포괄이익	44	56	68	84

Valuation / Profitability / Stability				
	2015/12A	2016/12E	2017/12F	2018/12F
PER(X)	44.0	24.9	19.9	16.1
PBR(X)	9.1	5.1	3.9	3.2
PCR(X)	28.0	16.5	13.0	10.7
PSR(X)	3.7	2.1	1.6	1.3
EV/EBITDA(X)	28.2	16.2	12.4	9.5
EV/EBIT(X)	32.7	19.2	14.4	10.9
EPS(W)	2,155	2,645	3,108	3,836
BPS(W)	10,459	12,904	15,812	19,449
SPS(W)	25,395	31,299	39,493	49,102
자기자본이익률(ROE, %)	22.7	22.6	21.6	21.8
총자산이익률(ROA, %)	13.4	15.0	15.7	16.7
투자자본이익률 (ROIC, %)	26.1	25.9	28.8	33.7
배당수익률(%)	0.2	0.3	0.3	0.3
배당성장률(%)	9.3	7.6	6.4	5.2
총현금배당금(십억원)	4	4	4	4
보통주 주당배당금(W)	200	200	200	200
순부채(현금)/자기자본(%)	-6.8	-7.7	-24.1	-37.0
총부채/ 자기자본(%)	29	29	29	29
이자발생부채	56.0	46.0	38.2	31.8
유동비율(%)	161.9	180.0	230.8	288.1
총발행주식수(mn)	21	21	21	21
액면가(W)	500	500	500	500
주가(W)	94,900	61,700	61,700	61,700
시가총액(십억원)	2,002	1,388	1,302	1,302

STATEMENT OF FINANCIAL POSITION				
(십억원)	2015/12A	2016/12E	2017/12F	2018/12F
현금및현금성자산	16	22	82	155
매출채권	90	94	99	104
유동자산	186	209	274	354
유형자산	146	174	176	182
투자자산	0	0	0	0
비유동자산	159	189	190	194
자산총계	344	397	464	548
단기성부채	25	25	24	25
매입채무	67	70	74	78
유동부채	115	116	119	123
장기성부채	4	4	4	4
장기충당부채	5	5	5	5
비유동부채	9	9	9	10
부채총계	124	125	128	132
자본금	11	11	11	11
자본잉여금	116	116	116	116
이익잉여금	94	145	207	283
비지배주주지분	0	0	2	5
자본총계	221	272	336	416

CASH FLOW STATEMENT				
(십억원)	2015/12A	2016/12E	2017/12F	2018/12F
영업활동 현금흐름	49	53	79	97
당기순이익	45	56	68	84
+ 유/무형자산상각비	10	13	14	15
+ 종속, 관계기업관련손익	0	0	0	0
+ 외화환산손실(이익)	0	0	0	0
Gross Cash Flow	72	84	100	122
- 운전자본의증가(감소)	-9	-16	-3	-3
투자활동 현금흐름	-9	-43	-15	-20
+ 유형자산 감소	0	0	0	0
- 유형자산 증가(CAPEX)	-33	-40	-15	-20
+ 투자자산의매각(취득)	0	0	0	0
Free Cash Flow	16	13	64	77
Net Cash Flow	41	10	64	77
재무활동현금흐름	-46	-4	-5	-4
자기자본 증가	0	0	0	0
부채증감	-46	-4	-5	-4
현금의증가	-5	6	59	73
기말현금 및 현금성자산	16	22	82	155
기말 순부채(순현금)	-15	-21	-81	-154

코스맥스 (192820.KS)

밸류에이션 부담 여전

17년 영업이익 성장률 36% 전망되나 16년 비용 부담 상승 후 기저 효과 측면 큼. 당분간 생산 기반 강화를 위한 투자 지속될 것. 최근의 주가 급락에도 불구하고, 여전히 밸류에이션은 업종 내 최고 수준이어서 투자 매력 높지 않음. Hold 의견 유지

2017년 기저 효과에 따른 이익 성장률 상승

코스맥스의 2017년 연결 매출액과 영업이익은 각각 8,862억원(+ 21% y-y)과 703억원(+ 36.2% y-y)으로 전망

2016년 미국 법인 적자 확대, 중국 성장률 둔화에 따라 영업이익 성장률이 예상보다 크게 낮게 나타난 바 있음. 이러한 기저 효과에 따라 2017년 영업이익 성장률은 크게 개선될 전망

코스맥스의 4분기 연결 매출액과 영업이익은 각각 1,746억원(+ 28.6% y-y)과 85억원(+ 70.0% y-y) 으로 컨센서스를 소폭 하회할 전망

해외 부문의 이익 가시성 회복이 핵심

코스맥스에 대한 목표주가를 기존 135,000원에서 119,000원으로 하향 조정함. 최근 업황 부진에 따른 실적 전망치 하향 조정과 함께, 해외 사업 가치 산정에 적용하던 PER을 30배(기존 35배)로 하향 조정한 데 따른 것

해외 PER 조정은 동사의 'next China' 지역 확대가 아직은 이익 가시성 제고의 시그널을 보이지 않고 있는 데 따른 것

최근 지속된 주가 하락에도 불구하고 동사의 현 주가는 2017년 기준 PER 30배 수준으로 화장품 섹터 내 가장 높게 형성. 상대 밸류에이션 부담이 커져 당분간 트레이딩 매력으로 접근하기도 쉽지 않을 전망. Hold 의견 유지

Hold (유지)

목표주가	119,000원 (하향)
현재가 (17/1/2)	112,500원
업종	화장품
KOSPI / KOSDAQ	2,026.16 / 632.04
시가총액(보통주)	1,012.4십억원
발행주식수(보통주)	10.0백만주
52주 최고가('16/1/13)	191,608원
최저가('16/11/24)	97,300원
평균거래대금(60일)	11.0십억원
배당수익률(2016E)	0.59%
외국인지분율	22.2%
주요주주	
코스맥스비티아이 외 4 인	26.0%
국민연금	11.1%
주가상승률	3개월 6개월 12개월
절대수익률 (%)	-23.8 -32.9 -37.3
상대수익률 (%p)	-23.2 -34.2 -39.3

	2015	2016E	2017F	2018F
매출액	533	731	886	1,094
증감률	59.7	37.2	21.2	23.5
영업이익	36	51	70	93
영업이익률	6.7	6.9	7.9	8.5
(지배지분)순이익	21	29	42	56
EPS	2,297	3,091	3,786	5,062
증감률	5.9	34.6	22.5	33.7
PER	78.1	38.7	29.7	22.2
PBR	17.0	10.1	4.4	3.6
EV/EBITDA	40.9	20.3	13.1	10.0
ROE	23.8	26.4	22.3	19.6
부채비율	354.8	431.6	214.3	190.3
순차입금	190	216	124	100

단위: 십억원, %, 원, 배
 주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준
 자료: NH투자증권 리서치센터 전망

코스맥스 4분기 실적 Preview

(단위: 십억원, %)

	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16E					1Q17F
					예상치	y-y	q-q	기존 추정	컨센서스	
매출액	135.7	173.5	197.7	186.1	174.6	28.6	-6.2	135.7	186.3	215.2
영업이익	5.0	13.1	18.2	11.9	8.5	70.0	-28.2	6.7	9.6	18.0
영업이익률	3.7	7.5	9.2	6.4	4.9			4.9	5.2	8.4
세전이익	3.3	11.4	16.2	8.8	7.6	127.9	-12.9	3.6	6.8	14.4
(지배)순이익	1.1	9.3	11.2	6.7	4.6	330.6	-30.4	-0.7	4.3	10.7

주: IFRS 연결기준. 자료: FnGuide, NH투자증권 리서치센터 전망



Analyst 한국희

02)768-7480, cookie@nhqv.com

RA 이효진

02)768-7684, hyojin.lee@nhqv.com

가치합산 방식으로 산출된 코스맥스의 목표주가 11 만 9 천원

(단위: 십억원, 원, 배, %)

	가치	주당가치	밸류에이션 방법
한국 사업	1,045	94,138	2017년 PER 30배
해외 사업	461	41,544	2017년 PER 30배 (기존 35배)
순부채	-190	-17,107	2015년말 기준
Total	1,316	118,575	

자료: NH투자증권 리서치센터 추정

코스맥스 실적 전망 (IFRS 연결)

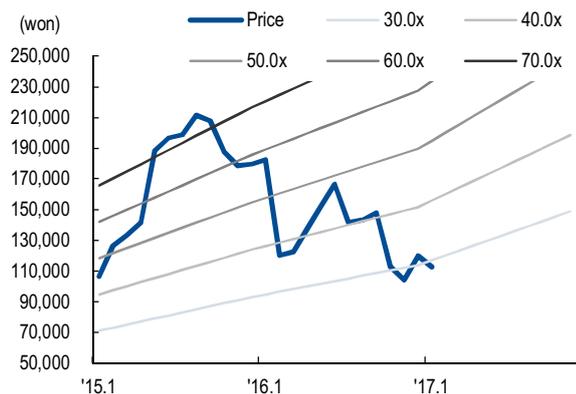
(단위: 십억원, 원, 배, %)

		2015	2016E	2017F	2018F
매출액	- 수정 후	533.3	731.5	886.2	1,094.4
	- 수정 전	-	722.7	874.9	1,080.7
	- 변동률	-	1.2	1.3	1.3
영업이익	- 수정 후	35.9	50.7	70.3	93.5
	- 수정 전	-	48.9	72.1	92.5
	- 변동률	-	3.8	-2.5	1.1
영업이익률(수정 후)		6.7	6.9	7.9	8.5
EBITDA		45.1	63.5	86.1	110.5
(지배지분)순이익		21.2	28.7	42.0	56.2
EPS	- 수정 후	2,297	3,091	3,786	5,062
	- 수정 전	-	2,948	4,248	5,512
	- 변동률	-	4.8	-10.9	-8.2
PER		78.1	38.7	29.7	22.2
PBR		17.0	10.1	4.4	3.6
EV/EBITDA		40.9	20.3	13.1	10.0
ROE		23.8	26.4	22.3	19.6

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준

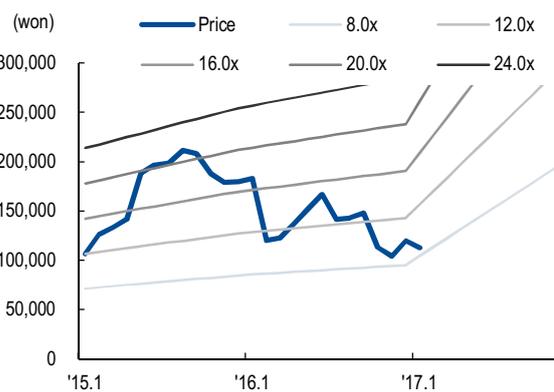
자료: NH투자증권 리서치센터 전망

코스맥스 Forward PER Band



자료: DataGuide Pro

코스맥스 Trailing PBR Band



자료: DataGuide Pro

코스맥스의 분기별 실적 추정

(단위: 십억원, %)

	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16E	2015	2016E	2017F
매출액(십억원)	116.4	148.3	132.9	135.7	173.5	197.7	186.1	174.6	533.3	731.5	886.2
Korea	81.0	98.9	88.8	103.8	123.9	128.0	123.7	118.0	372.5	493.6	574.3
China	43.1	60.0	50.5	49.1	57.0	79.4	60.9	80.1	202.6	277.3	342.3
영업이익	7.6	13.8	9.5	4.6	13.1	18.2	11.9	8.5	35.5	50.7	70.3
영업이익 증감률	43.6	43.3	93.0	7.8	72.1	31.5	25.8	84.2	12.7	42.7	38.6
영업이익률	6.5	9.3	7.1	3.4	7.5	9.2	6.4	4.9	6.7	6.9	7.9

자료: 코스맥스, NH투자증권 리서치센터 전망

코스맥스의 실적 전망

(단위: 십억원, 원, 배, %)

	2014	2015E	2016F	2017F	2018F
매출액(십억원)					
Cosmax Korea	290.5	372.5	493.6	574.3	636.9
Cosmax China	123.3	202.6	277.3	342.3	474.5
Cosmax Indonesia		1.7	2.1	2.6	3.3
Cosmax USA		1.9	16.9	33.8	57.5
Cosmax Icure		1.3	5.1	10.3	17.4
Total	390.2	533.3	731.5	886.2	1,094.4
매출성장률(%)					
Cosmax Korea	11.4	28.2	32.5	16.4	10.9
Cosmax China	54.3	64.3	36.9	23.4	38.6
Cosmax Indonesia			25.0	25.0	25.0
Cosmax USA			800.0	100.0	70.0
Cosmax Icure			300.0	100.0	70.0
Total	23.9	36.7	37.2	21.2	23.5
영업이익(십억원)					
Cosmax Korea	21.8	27.9	42.0	49.8	55.9
Cosmax China	12.9	16.5	27.3	29.1	42.1
Total	31.5	35.5	50.7	70.3	93.5
영업이익률(%)					
Cosmax Korea	7.5	7.5	8.5	8.7	8.8
Cosmax China	10.5	8.1	9.9	8.5	8.9
Total	8.1	6.7	6.9	7.9	8.5

자료: 코스맥스, NH투자증권 리서치센터 전망

STATEMENT OF COMPREHENSIVE INCOME				
(십억원)	2015/12A	2016/12E	2017/12F	2018/12F
매출액	533	731	886	1,094
증감률 (%)	59.6	37.1	21.2	23.5
매출원가	445	675	814	1,000
매출총이익	88	57	72	94
Gross 마진 (%)	16.5	7.8	8.1	8.6
판매비와 일반관리비	52	81	92	113
영업이익	36	51	70	93
증감률 (%)	50.0	41.7	37.3	32.9
OP 마진 (%)	6.8	7.0	7.9	8.5
EBITDA	45	63	86	110
영업외손익	-6	-10	-9	-10
금융수익(비용)	-5	-9	-10	-9
기타영업외손익	-1	-1	1	-1
종속, 관계기업관련손익	0	0	0	0
세전계속사업이익	29	41	62	83
법인세비용	11	14	22	29
계속사업이익	19	27	40	54
당기순이익	19	27	40	54
증감률 (%)	19.9	41.1	50.2	35.4
Net 마진 (%)	3.5	3.6	4.5	5.0
지배주주지분 순이익	21	29	42	56
비지배주주지분 순이익	-2	-2	-2	-2
기타포괄이익	0	0	9	9
총포괄이익	19	27	49	63

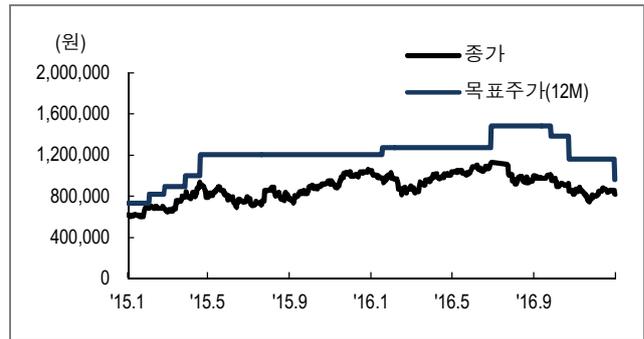
Valuation / Profitability / Stability				
	2015/12A	2016/12E	2017/12F	2018/12F
PER(X)	78.1	38.7	29.7	22.2
PBR(X)	17.0	10.1	4.4	3.6
PCR(X)	32.4	17.9	13.1	10.4
PSR(X)	3.1	1.5	1.3	1.0
EV/EBITDA(X)	40.9	20.3	13.1	10.0
EV/EBIT(X)	51.3	25.4	16.1	11.8
EPS(W)	2,297	3,091	3,786	5,062
BPS(W)	10,581	11,889	25,608	31,395
SPS(W)	57,665	78,908	88,188	108,899
자기자본이익률(ROE, %)	23.8	26.4	22.3	19.6
총자산이익률(ROA, %)	4.9	5.0	5.7	6.4
투자자본이익률 (ROIC, %)	8.9	10.4	13.6	16.1
배당수익률(%)	0.4	0.6	0.6	0.6
배당성장률(%)	29.6	24.5	16.7	12.5
총현금배당금(십억원)	6	7	7	7
보통주 주당배당금(W)	700	700	700	700
순부채(현금)/자기자본(%)	196.7	186.0	49.3	32.4
총부채/ 자기자본(%)	354.8	431.6	214.3	190.3
이자발생부채	211	315	315	315
유동비율(%)	86.4	105.0	129.1	136.5
총발행주식수(mn)	9	10	10	10
액면가(W)	500	500	500	500
주가(W)	179,419	119,500	112,500	112,500
시가총액(십억원)	1,656	1,075	1,012	1,012

STATEMENT OF FINANCIAL POSITION				
(십억원)	2015/12A	2016/12E	2017/12F	2018/12F
현금및현금성자산	17	94	185	208
매출채권	142	181	201	228
유동자산	256	408	547	635
유형자산	163	181	216	229
투자자산	4	11	11	12
비유동자산	183	210	245	260
자산총계	439	617	792	894
단기성부채	177	219	219	219
매입채무	78	106	129	159
유동부채	296	388	423	465
장기성부채	34	96	96	96
장기충당부채	12	16	19	24
비유동부채	46	113	117	121
부채총계	342	501	540	586
자본금	4	4	5	5
자본잉여금	60	60	153	153
이익잉여금	32	53	87	135
비지배주주지분	-1	-2	-3	-4
자본총계	97	116	252	308

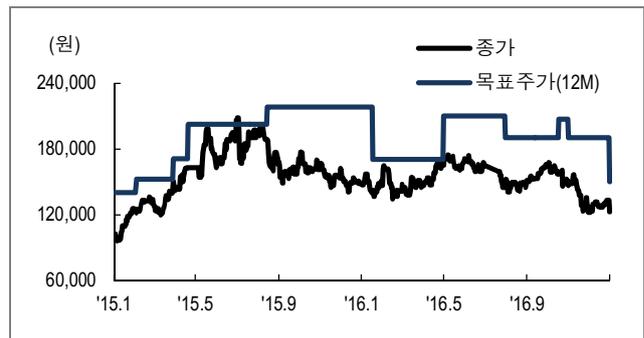
CASH FLOW STATEMENT				
(십억원)	2015/12A	2016/12E	2017/12F	2018/12F
영업활동 현금흐름	-7	20	47	54
당기순이익	19	27	40	54
+ 유/무형자산상각비	9	13	16	17
+ 종속, 관계기업관련손익	0	0	0	0
+ 외화환산손실(이익)	1	0	0	0
Gross Cash Flow	51	62	87	109
- 운전자본의증가(감소)	-43	-20	-9	-17
투자활동 현금흐름	-47	-41	-43	-24
+ 유형자산 감소	0	0	0	0
- 유형자산 증가(CAPEX)	-43	-30	-50	-30
+ 투자자산의매각(취득)	0	-7	9	8
Free Cash Flow	-50	-10	-3	24
Net Cash Flow	-54	-21	4	30
재무활동현금흐름	60	98	87	-7
자기자본 증가	0	0	94	0
부채증감	60	98	-7	-7
현금의증가	7	77	91	23
기말현금 및 현금성자산	17	94	185	208
기말 순부채(순현금)	190	216	124	100

투자이건 및 목표주가 변경내역

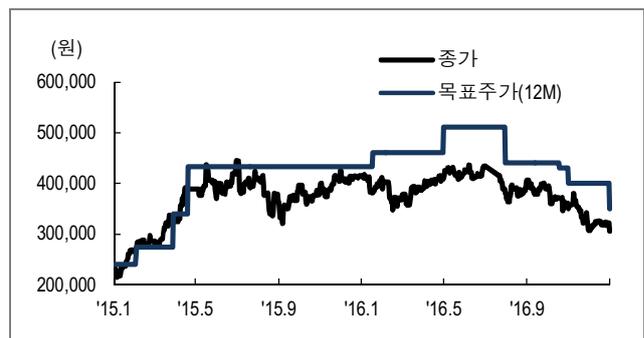
종목명	코드	제시일자	투자이건	목표가
LG생활건강	051900.KS	2017.01.04	Buy	960,000원(12개월)
		2016.10.25	Buy	1,160,000원(12개월)
		2016.09.28	Buy	1,380,000원(12개월)
		2016.07.01	Buy	1,480,000원(12개월)
		2016.01.20	Buy	1,270,000원(12개월)
		2015.04.22	Buy	1,200,000원(12개월)
		2015.03.31	Buy	1,000,000원(12개월)
		2015.02.25	Buy	890,000원(12개월)
		2015.02.04	Buy	820,000원(12개월)
		2014.10.22	Buy	730,000원(12개월)



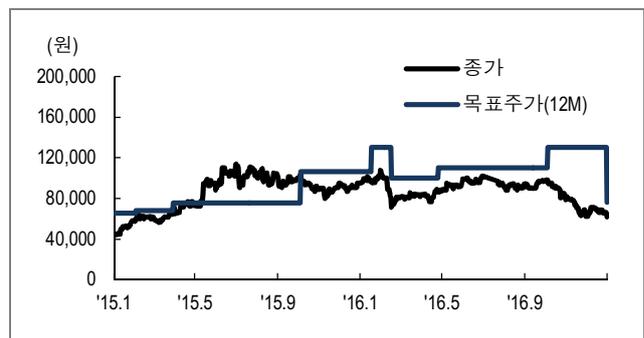
종목명	코드	제시일자	투자이건	목표가	
아모레 G	002790.KS	2017.01.04	Buy	150,000원(12개월)	
		2016.11.02	Buy	190,000원(12개월)	
		2016.10.20	Buy	207,000원(12개월)	
		2016.08.01	Buy	190,000원(12개월)	
		2016.05.03	Buy	210,000원(12개월)	
		2016.01.20	Buy	170,000원(12개월)	
		2015.08.17	Buy	218,000원(12개월)	
				1/10 액면분할로 목표주가 202,000원으로 조정	
		2015.04.22	Buy	2,020,000원(12개월)	
		2015.03.31	Buy	1,710,000원(12개월)	



종목명	코드	제시일자	투자이건	목표가	
아모레퍼시픽	090430.KS	2017.01.04	Hold	350,000원(12개월)	
		2016.11.02	Hold	400,000원(12개월)	
		2016.10.20	Hold	430,000원(12개월)	
		2016.08.01	Hold	440,000원(12개월)	
		2016.05.03	Buy	510,000원(12개월)	
		2016.01.20	Buy	460,000원(12개월)	
				1/10 액면분할로 목표주가 433,000원으로 조정	
		2015.04.22	Hold	4,330,000원(12개월)	
		2015.03.31	Hold	3,400,000원(12개월)	
		2015.02.04	Hold	2,740,000원(12개월)	

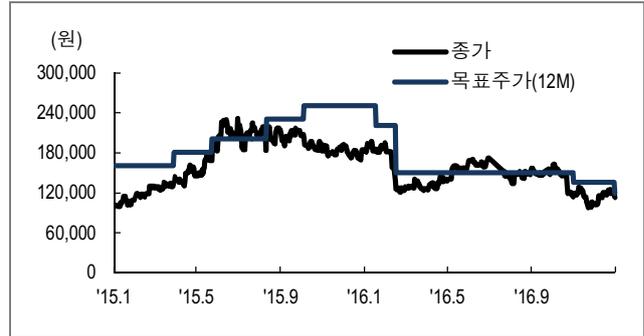


종목명	코드	제시일자	투자이건	목표가
한국콜마	161890.KS	2017.01.04	Buy	76,000원(12개월)
		2016.04.27	Buy	110,000원(12개월)
		2016.01.20	Buy	130,000원(12개월)
		2015.10.07	Hold	106,000원(12개월)
		2015.05.08	Hold	75,000원(12개월)
		2015.03.31	Buy	75,000원(12개월)
		2015.02.04	Buy	68,000원(12개월)
		2014.10.28	Buy	65,000원(12개월)



투자이건 및 목표주가 변경내역

종목명	코드	제시일자	투자이건	목표가
코스맥스	192820.KS	2017.01.04	Hold	119,000원(12개월)
		2016.11.03	Hold	135,000원(12개월)
		2016.02.17	Hold	150,000원(12개월)
		2016.01.19	Buy	220,000원(12개월)
		2015.10.06	Buy	250,000원(12개월)
		2015.08.13	Buy	230,000원(12개월)
		2015.05.25	Buy	200,000원(12개월)
		2015.03.31	Buy	180,000원(12개월)
		2014.10.28	Buy	160,500원(12개월)



종목 투자등급(Stock Ratings) 및 투자등급 분포 고지

- 투자등급(Ratings): 목표주가 제시일 현재가 기준으로 향후 12개월간 종목의 목표수익률에 따라
 - Buy : 15% 초과
 - Hold : -15% ~ 15%
 - Sell : -15% 미만

2. 당사의 한국 내 상장기업에 대한 투자이건 분포는 다음과 같습니다. (2016년 12월 30일기준)

- 투자이건 분포

Buy	Hold	Sell
77.4%	22.6%	0.0%

- 당사의 개별 기업에 대한 투자이건은 변경되는 주기가 정해져 있지 않습니다. 당사는 투자이건 비율을 구간 단위로 집계하여 기재하고 있으니 참조하시기 바랍니다.

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 발행주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지 사항

본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 금융투자분석사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 최선을 다해 분석한 결과이나 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 투자자의 투자판단을 위해 작성된 것이며 어떠한 경우에도 주식 등 금융투자상품 투자의 결과에 대한 법적 책임소재를 판단하기 위한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 지적 재산권은 당사에 귀속되며 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다. 동사에 대한 조사분석자료의 작성 및 공표가 중단되는 경우, 당사 홈페이지(www.nhqv.com)에서 이를 조회하실 수 있습니다.