

20180117

S K
I N D U S T R Y
A N A L Y S I S

Consumer | Cosmetics
정상(正常)으로의 회귀

화장품·음식료. 서영화, 3773-9182

R.A. 전영현, 3773-9181



Consumer Cosmetics



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



R.A
전영현
yj6752@sk.com
02-3773-9181

Consumer | Cosmetics

201801-17

정상(正常)으로의 회귀

화장품 업종을 둘러싼 모든 환경들이 정상(正常)으로 회귀하고 있습니다. 4Q17을 기점으로 중국인 인바운드가 회복되고 있으며, 11월 중국의 대한국 화장품 수입액은 y-y +87.9% 증가하면서 월간 기준 사상 최고액을 시현하였습니다. 18년, 19년 한국 화장품업체들은 다시금 글로벌 피어를 압도하는 성장성을 보여줄 것입니다. 4Q17 국내 화장품 업종 실적 부진에도 불구하고 18년 모든 것의 정상화가 기대되기에 브랜드업체를 중심으로 화장품 업종에 대한 Overweight 의견을 제시합니다.

● 정상(正常)으로의 회귀

대부분의 Macro 지표들이 회복세에 있다. 수출입 데이터는 2017년 대외 환경이 악화되었음에도 불구하고 견조한 모습을 보였다. 2017년 한국은 중국 수입화장품 시장 점유율 1위를 시현하였으며, 11월 누적기준 중국의 대한국 화장품 수입액은 y-y +42.3% 증가하였다. 중국인 인바운드 데이터도 완연한 회복 추세에 있는데, 중국의 전반적인 아웃바운드가 회복되는 국면과 시기적으로 맞물리고 있다는 점이 긍정적이다. 면세점의 경우는 2017년 11월 이용객수가 y-y (+) 전환되었으며, 전체 매출액 또한 3Q17에 이미 큰 폭의 성장세를 시현하였다. 결과적으로 2018년, 2019년 한국 화장품 회사들은 다시금 글로벌 화장품 회사를 압도하는 성장성을 보여줄 것이다.

● 중소형주 관심종목: 네오팜, 잇츠한불, 에스디생명공학

세 종목의 공통점은 2018년이 아닌 4Q17E에 실적이 선제적으로 개선된다는 것과 밸류에이션 매력을 갖추고 있다는 것이다. 네오팜은 전 브랜드가 고공 성장세를 이어나가고 있으며, 향후 중국 진출을 통한 추가적인 중장기 성장 동력 확보가 가능하다. 잇츠한불과 에스디생명공학은 중국인 인바운드 관련 익스포저가 가장 높은 기업들이며, 밸류에이션 매력 또한 존재하여 현시점에서 접근하기에 부담이 없다. 중소형주 탑픽으로는 네오팜을 제시한다.

● 4Q17E Preview : 컨센서스 하회가 불가피한 상황

4Q17E, 브랜드 업체는 중국인 인바운드 관광객 감소에 따른 면세점, 로드샵 부진이 불가피하며, ODM업체는 고객사 오더 축소에 따른 매출액 감소와 대규모 투자에 따른 비용 부담이 불가피한 상황이다. 업종 전반적으로 매출액 감소에 따른 고정비 증가 효과로 수익성 또한 큰 폭으로 악화될 것으로 추정된다. 당사 커버리지 종목 중 컨센서스를 상회할 것으로 추정되는 종목은 네오팜이며, 컨센서스에 부합할 것으로 추정되는 종목은 LG생활건강이다. 주가 상승 여력을 감안하여 대형주 탑픽으로는 아모레퍼시픽을 제시한다.

Contents



Chapter 1. 정상(正常)으로의 회귀	4
Chapter 2. 중소형 종목 찾기	15
Chapter 3. 4Q17E Preview	25
아모레퍼시픽 (090430/KS 매수(상향) T.P 375,000원(상향))	26
아모레G (002790/KS 중립(유지) T.P 160,000원(상향))	30
LG생활건강 (051900/KS 매수(상향) T.P 1,500,000원(상향))	34
한국콜마 (161890/KS 중립(하향) T.P 95,000원(상향))	38
코스맥스 (192820/KS 중립(유지) T.P 150,000원(상향))	42
코스메카코리아 (241710/KQ 매수(유지) T.P 75,500원(하향))	46
클리오 (237880/KQ 중립(하향) T.P 38,000원(하향))	50
네오팜 (092730/KQ 매수(유지) T.P 61,500원(상향))	54

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 3단계 (6개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK증권 유니버스 투자등급 비율 (2018년 1월 17일 기준)

매수	89.33%	중립	10.67%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

정상(正常)으로의 회귀

Summary : 정상(正常)으로의 회귀

모든 데이터에서 포착되는 개선의 시그널

● 정상으로의 회귀

▪ 사드 이슈가 지속되었던 2017년, 한국은 중국 수입화장품 시장 점유율 1위를 지속

: 2017년 11월 중국 수입화장품 시장 내 한국 화장품 점유율은 32.1%로 사상 최고치를 시현

: 2017년 11월 누적기준으로도 한국은 중국 수입화장품 시장 점유율 1위를 시현

▪ 사드 이슈가 지속되었던 2017년, 중국의 대한국 화장품 수입액은 여전히 큰 폭으로 증가

: 2017년 11월 중국의 대한국 화장품 수입액은 \$2.3억 (y-y +87.9%)로 월간 기준 사상 최고치를 시현

: 2017년 11월 누적기준 중국의 대한국 화장품 수입액은 y-y +42.3% 증가

▪ 사드 이슈가 지속되었던 2017년, 한국은 화장품 수출 국가를 다변화

: 한국의 국가별 화장품 수출 비중에서 중국+홍콩 합산 비중은 16년 67.6%에서 17년 11월 누적 기준 61.7% 하락

: 17년 11월 누적기준 베트남, 태국, 미국, 일본, 대만, 말레이시아로의 수출액 증가율이 중국, 홍콩을 압도

▪ 회복되기 시작한 인바운드

: 중국인 한국 입국자 수 감소폭 둔화. 2Q17 -65.7% → 3Q17 -62.7% → 10월 -49.3% → 11월 -42.1%까지 축소

: 1월 역시 개선 시그널 지속. 평창 동계올림픽을 전후로 본격적으로 중국인 인바운드 회복 전망

▪ 중국 전체 아웃바운드가 살아나고 있는 시점에서 나타나기 시작한 인바운드 회복 시그널

: 2017년 상반기 부진했던 중국의 아웃바운드 수요는 3Q17을 기점으로 대부분 y-y (+) 전환

: 중국 전체 아웃바운드 회복 국면에서 한국의 대중국 인바운드 수요가 회복되고 있는 것이 고무적

▪ 면세점 이용객수 11월 y-y (+) 전환, 월별 매출액은 3Q17부터 이미 큰 폭의 성장세를 시현 중

: 11월 월별 면세점 이용객수 y-y (+) 전환, 월별 매출액은 3Q17부터 큰 폭의 성장세를 시현

: 중국인 인바운드 회복 + 면세점 내국인 이용객 수 증가 + 인당 구매금액 상승의 수혜를 함께 누릴 것

▪ 2018년, 2019년 Korea Cosmetic Company는 다시 Global Peer 대비 높은 성장성을 시현

: 아모레퍼시픽은 2018년, 2019년 글로벌 피어 대비 가장 높은 성장성을 시현할 것으로 추정

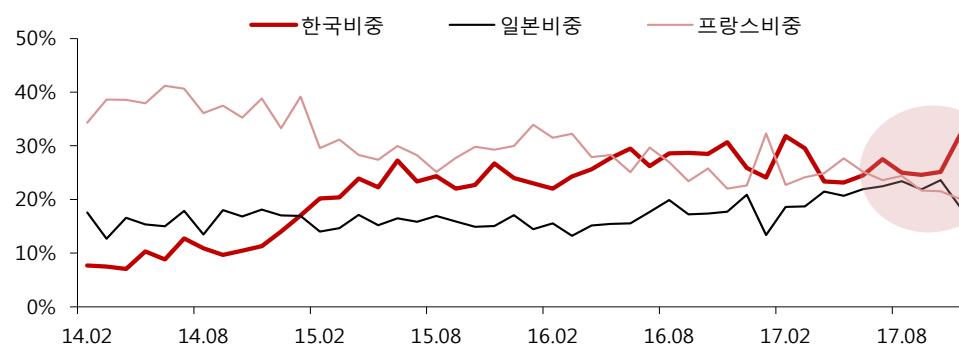
: 시세이도 대비 높은 성장성이 예상되는데, 현재 아모레퍼시픽은 시세이도 대비 낮은 밸류에이션 멀티플에서 거래

정상(正常)으로의 회귀

사드 이슈가 지속되었던 2017년, 한국은 중국 수입화장품 시장 점유율 1위를 지속

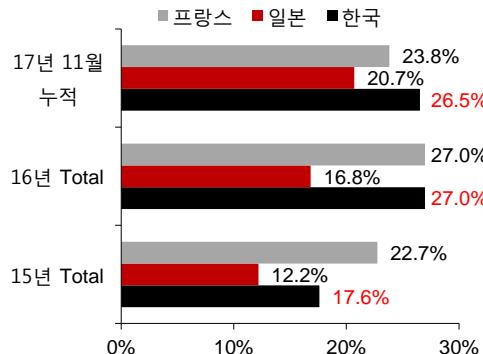
- 2017년 11월 중국 수입화장품 시장 내 한국화장품 점유율은 32.1%로 사상 최고치를 시현
- 2017년 11월 누적기준으로도 한국은 중국 수입화장품 시장 점유율 1위를 시현

중국의 국가별 화장품 수입 비중 추이



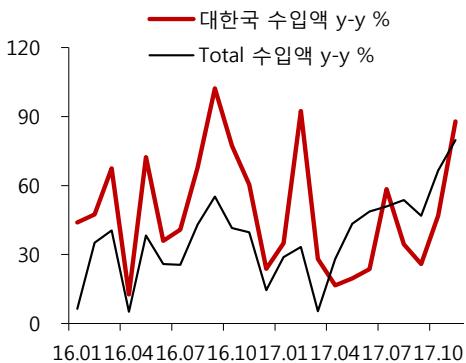
자료 : Kita, SK증권 주 : 중국무역데이터 기준

중국의 국가별 화장품 수입 비중



자료 : Kita, SK증권 주 : 중국무역데이터 기준

중국의 Total 화장품 수입액과 대한국 수입액 y-y %



자료 : Kita, SK증권 주 : 중국무역데이터 기준

Comments

1Q17 점유율 28.4%

2Q17 점유율 23.7%

3Q17 점유율 25.6%

10, 11월 점유율 28.9%

사드 이슈가 본격화된 2Q17 점유율 q-q 4.7%p 하락,
3Q17 점유율 q-q 1.9%p 반등

10월, 11월 점유율 q-q 2.3%p 상승하며

분기 기준 사상 최대 점유율 시현

Comments

17년 11월 누적기준 중국 수입화장품 시장 점유율

한국 26.5%, 프랑스 23.8%, 일본 20.7%

한국의 2016년 점유율은 27%

사드 이슈가 2Q17, 3Q17 강하게 영향을 미쳤음에도 불구하고,

한국의 중국 수입화장품 시장 점유율은 16년 수준을 유지

일본의 점유율 상승이 눈에 띠는데,

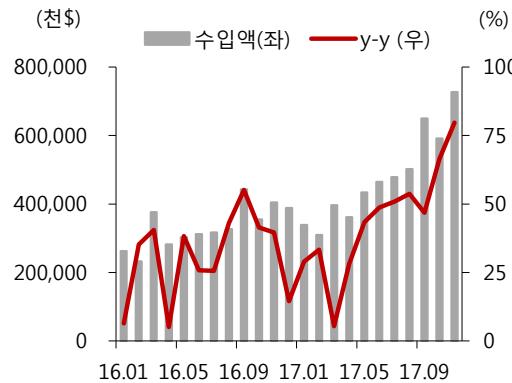
이는 프랑스 점유율을 빼앗아온 것으로 판단

정상(正常)으로의 회귀

사드 이슈가 지속되었던 2017년, 중국의 대한국 화장품 수입액은 여전히 큰 폭으로 증가

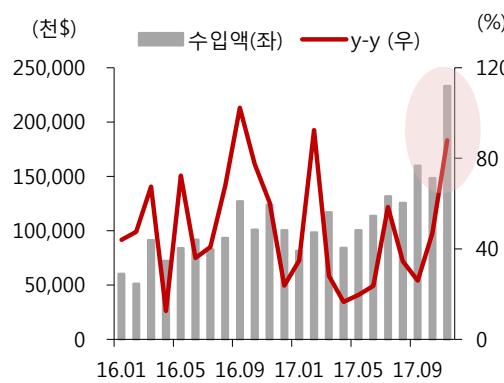
- 2017년 11월 중국의 대한국 화장품 수입액은 \$2.3억 (y-y +87.9%)로 월간 기준 사상 최고치를 시현
- 2017년 11월 누적기준 중국의 대한국 화장품 수입액은 y-y +42.3% 증가

중국의 전체 화장품 수입액 및 y-y 증감률



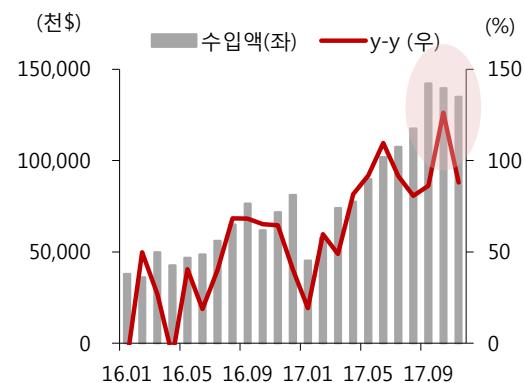
자료 : Kita, SK증권 주 : 중국무역데이터 기준

중국의 대한국 화장품 수입액 및 y-y 증감률



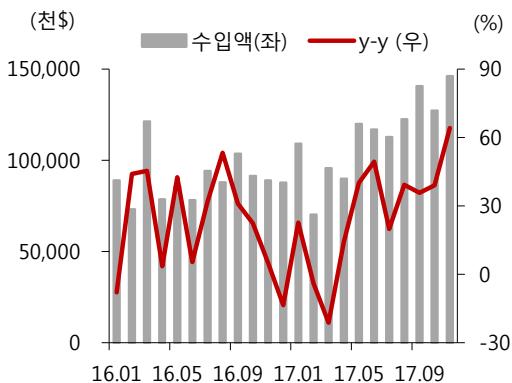
자료 : Kita, SK증권 주 : 중국무역데이터 기준

중국의 대일본 화장품 수입액 및 y-y 증감률



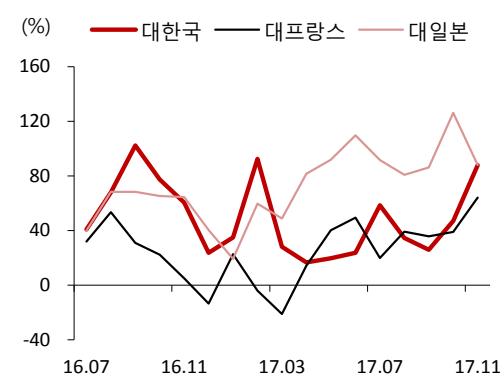
자료 : Kita, SK증권 주 : 중국무역데이터 기준

중국의 대프랑스 화장품 수입액 및 y-y 증감률



자료 : Kita, SK증권 주 : 중국무역데이터 기준

중국의 주요 3개국 화장품 수입액 y-y 증감률 추이



자료 : Kita, SK증권 주 : 중국무역데이터 기준

Comments

17년 중국 수입 화장품 시장에서

압도적인 성장세를 보인 국가는 일본

다만, 최근 3개월 중국의 대한국 화장품 수입액 급증과 함께

중국의 대일본 화장품 수입액은 9월 Peak를 찍고 하락세

일본 이외 중국 수입 화장품 시장에서

성장세가 좋은 국가는 미국 (점유율 9.8%)

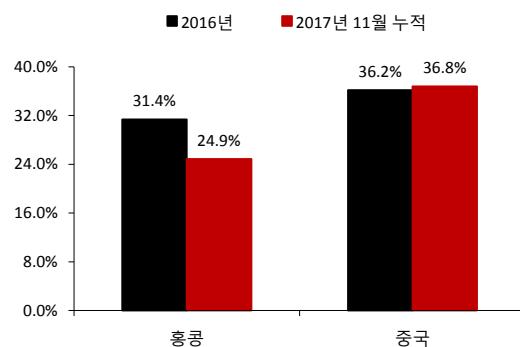
중국의 대미 화장품 수입액은 11월 누적기준 y-y +48.8%

정상(正常)으로의 회귀

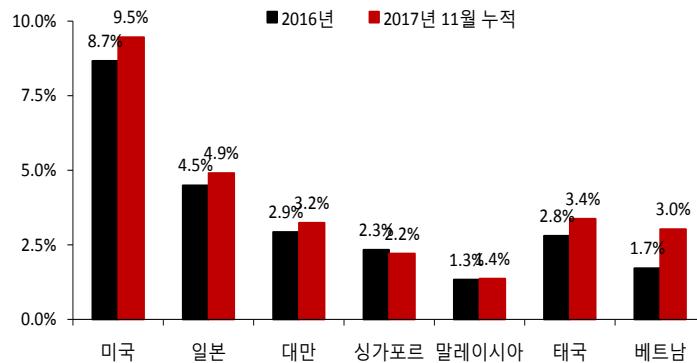
사드 이슈가 지속되었던 2017년, 한국은 화장품 수출 국가를 다변화

- 한국의 국가별 화장품 수출 비중에서 중국+홍콩 합산 비중은 16년 67.6%에서 17년 11월 누적 기준 61.7% 하락
- 17년 11월 누적기준 베트남, 태국, 미국, 일본, 대만, 말레이시아로의 수출액 증가율이 중국, 홍콩을 압도

16년, 17년 11월 누적 기준 한국 화장품 국가별 수출 비중



16년, 17년 11월 누적 기준 한국 화장품 국가별 수출 비중



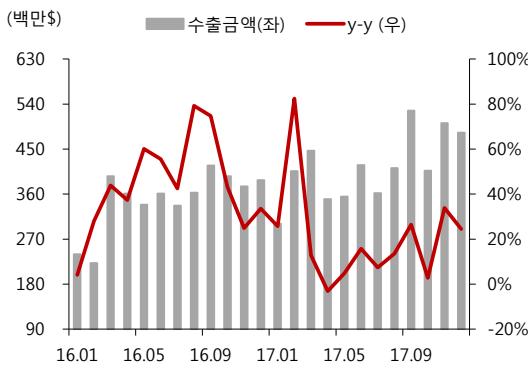
Comments

미국 수출비중 16년 8.7% → 9.5% 확대
: 기초, 마스크팩을 중심으로 호조세 지속

베트남 수출비중 16년 1.7% → 3.0% 확대
태국 수출비중 16년 2.8% → 3.4% 확대
: 매월 큰 폭의 매출 성장세를 시현

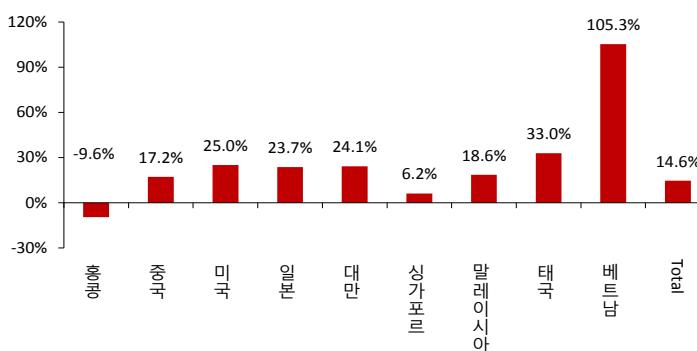
자료 : Kita, SK증권 주 : 한국 무역데이터 기준

한국 화장품 수출액과 y-y 증감률



자료 : Kita, SK증권 주 : 한국 무역데이터 기준

17년 11월 누적 기준 한국 화장품 국가별 수출액 y-y 증감률



Comments

17년 11월 누적기준 대베트남 화장품 수출액
y-y +105.3% 증가하며, 수출비중 3%로 확대
아시아 신흥국에서의 고공 성장세가 지속

한국의 가장 큰 경쟁국가로 분류되는
대일본 수출액의 견조한 증가세가 고무적

자료 : 산업통상자원부, SK증권 주 : 한국 무역데이터 기준

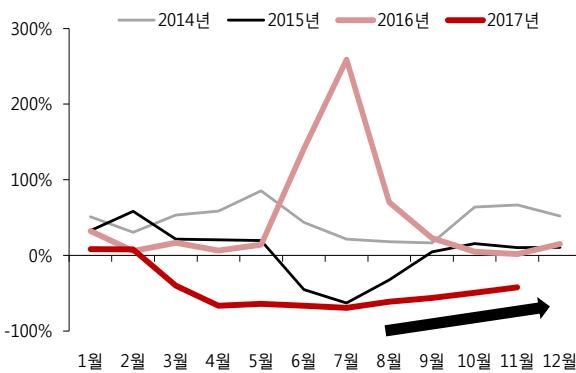
자료 : Kita, SK증권 주 : 한국 무역데이터 기준

정상(正常)으로의 회귀

회복되기 시작한 인바운드

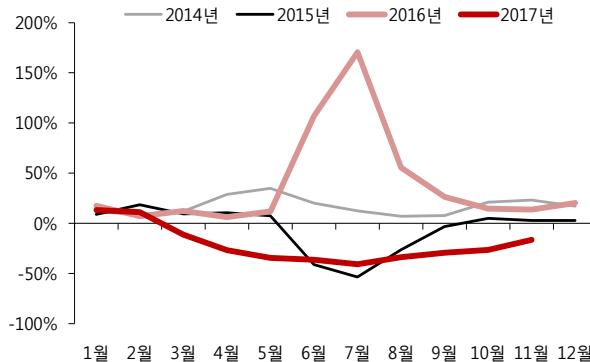
- 중국인 한국 입국자 수 감소폭 둔화. 2Q17 -65.7% → 3Q17 -62.7% → 10월 -49.3% → 11월 -42.1%까지 축소
- 1월 역시 개선 시그널 지속. 평창 동계올림픽을 전후로 본격적으로 중국인 인바운드 회복 전망

중국인 한국 입국자 수 월별 증감율 y-y %



자료 : 관광지식정보시스템, SK증권

한국의 외래객 입국자 수 월별 증감율 y-y %



자료 : Kita, SK증권 주 : 중국무역데이터 기준

중국인 한국 입국자 수 y-y 증감률 추이



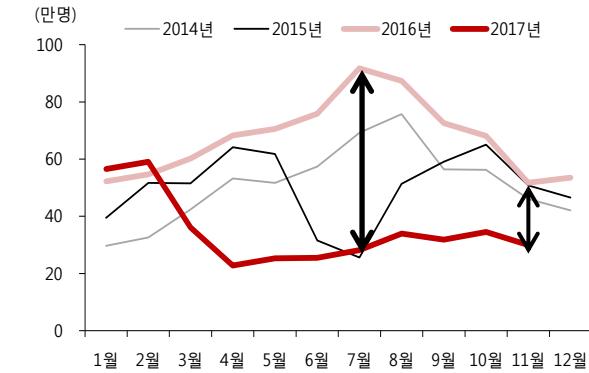
자료 : 관광지식정보시스템, SK증권

한국의 외래객 입국자 수 y-y 증감률 추이



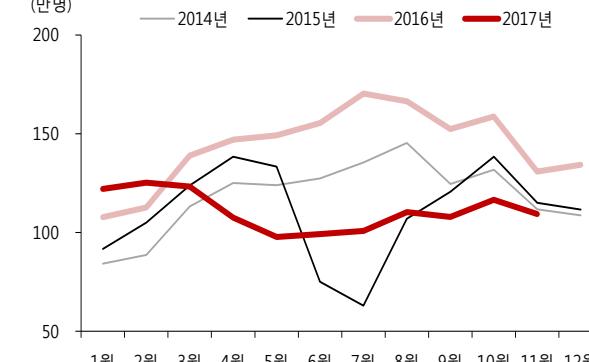
자료 : 관광지식정보시스템, SK증권

중국인 한국 입국자 수 월별 추이



자료 : 관광지식정보시스템, SK증권

한국의 외래객 입국자 수 월간 추이



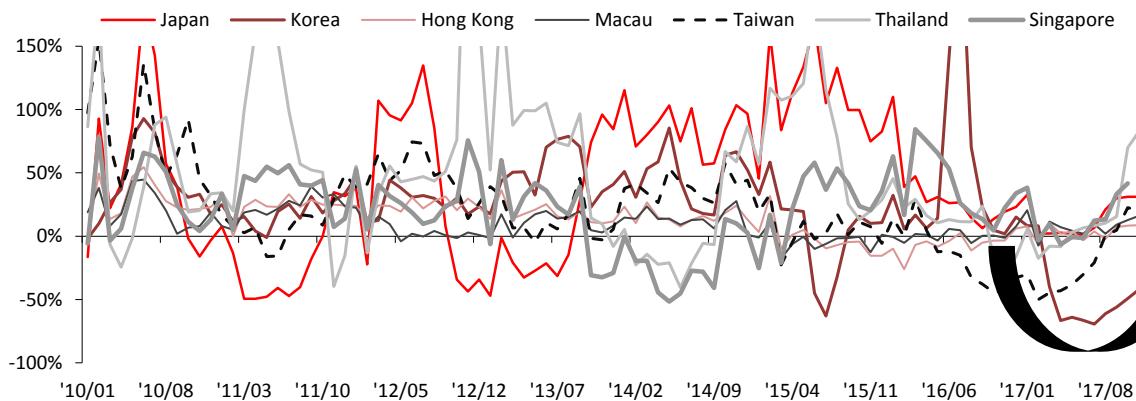
자료 : 관광지식정보시스템, SK증권

정상(正常)으로의 회귀

중국 전체 아웃바운드가 살아나고 있는 시점에서 나타나기 시작한 회복 시그널

- 2017년 상반기 부진했던 중국의 아웃바운드 수요는 3Q17을 기점으로 대부분 y-y (+) 전환
- 중국 전체 아웃바운드 회복 국면에서 한국의 대중국 인바운드 수요가 회복되고 있는 것이 고무적

주요 아시아 국가의 중국인 입국자 수 y-y 증감률 추이

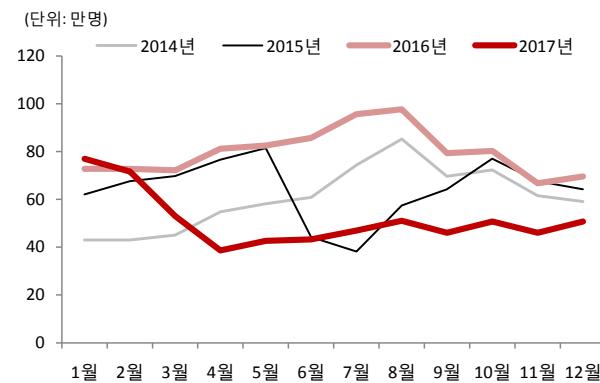


자료 : CEIC, SK증권

Comments

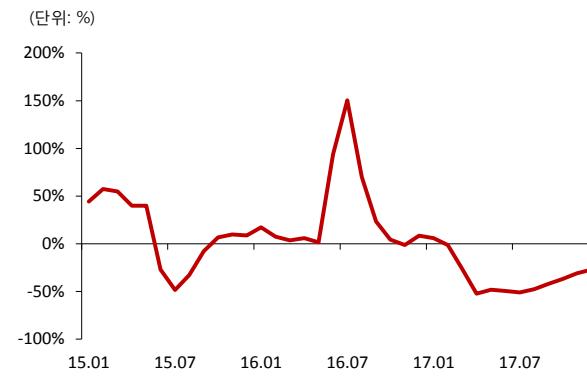
중국 전체 아웃바운드 회복 국면에서
한국의 중국인 인바운드 수요가 개선세
1월 15일 누적 기준 중국 13개 항공사 합산 여객 수송은
y-y -32% 수준으로 원연한 개선세
17년 7월 -51%, 8월 -48%, 9월 -42%,
10월 -37%, 11월 -31%, 12월 -27%

중국 13개 항공사 합산 여객 수송 월별 추이



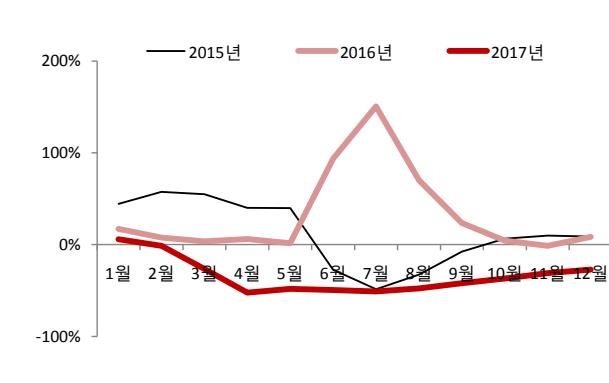
자료 : 항공정보포털시스템, SK증권

중국 13개 항공사 합산 여객 수송 y-y 증감률 추이



자료 : 항공정보포털시스템, SK증권

중국 13개 항공사 합산 여객 수송 월별 증감률 y-y%



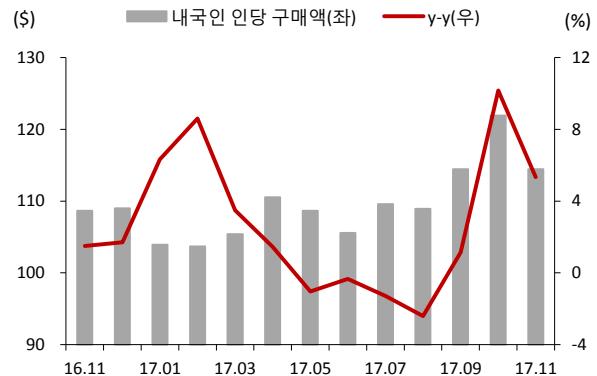
자료 : 항공정보포털시스템, SK증권

정상(正常)으로의 회귀

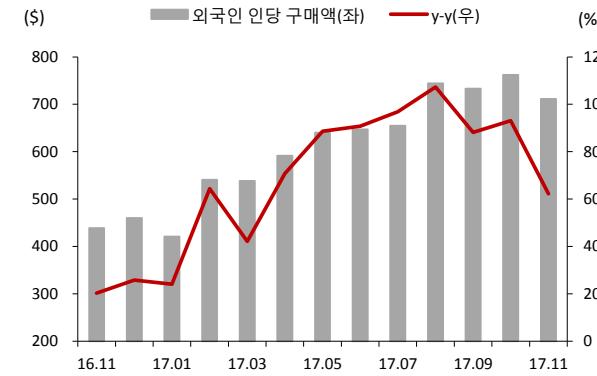
면세점 이용객수 y-y (+) 전환, 면세점은 3Q17부터 이미 큰 폭의 성장세를 시현 중

- 11월 월별 면세점 이용객수 y-y (+) 전환, 월별 매출액은 3Q17부터 이미 큰 폭의 성장세를 시현
- 중국인 인바운드 회복 + 면세점 내국인 이용객 수 증가 + 인당 구매금액 상승의 수혜를 함께 누릴 것

내국인 면세점 인당 구매액과 y-y 증감률

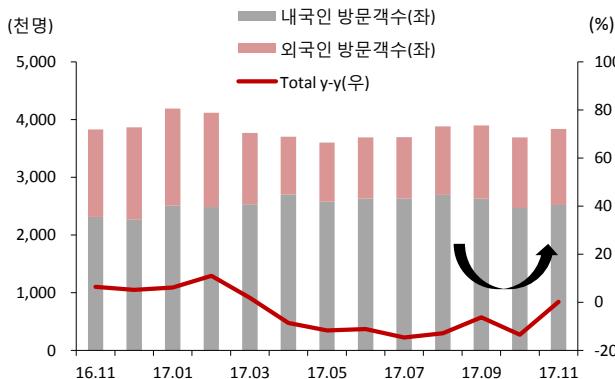


외국인 면세점 인당 구매액과 y-y 증감률



자료 : 한국면세점협회, SK증권

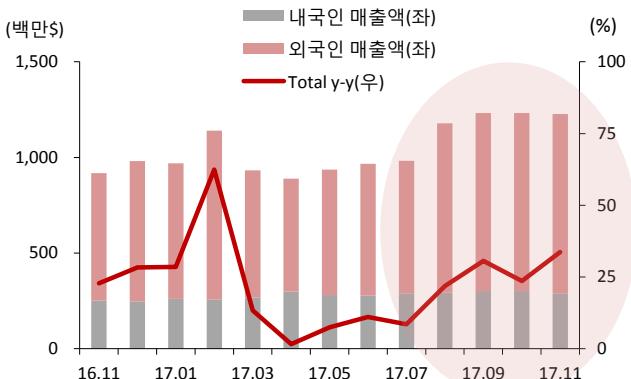
내·외국인 면세점 이용객 수와 y-y 증감률



자료 : 한국면세점협회, SK증권

자료 : 한국면세점협회, SK증권

내·외국인 면세점 매출액과 y-y 증감률



자료 : 한국면세점협회, SK증권

정상(正常)으로의 회귀

면세점 이용객수 y-y (+) 전환, 면세점은 3Q17부터 이미 큰 폭의 성장세를 시현 중

- **11월 월별 면세점 이용객수 y-y (+) 전환, 월별 매출액은 3Q17부터 이미 큰 폭의 성장세를 시현**
- **중국인 인바운드 회복 + 면세점 내국인 이용객 수 증가 + 인당 구매금액 상승의 수혜를 함께 누릴 것**

면세점 월별 이용객 수 / 매출액 / 인당 구매 금액

		16.12	17.01	17.02	17.03	17.04	17.05	17.06	17.07	17.08	17.09	17.10	17.11	2014	2015	2016
면세점 월별 이용객 수 (천명)	내국인	2,272	2,509	2,485	2,534	2,705	2,579	2,628	2,636	2,694	2,631	2,469	2,521	18,557	24,587	27,925
	외국인	1,595	1,682	1,633	1,235	998	1,024	1,064	1,060	1,190	1,270	1,222	1,318	15,766	16,081	20,632
	Total	3,867	4,191	4,118	3,768	3,704	3,603	3,693	3,696	3,884	3,901	3,691	3,840	34,323	40,668	48,556
y-y %	내국인	2	4	12	21	22	15	14	9	5	7	2	9	8	32	14
	외국인	11	10	9	-23	-45	-44	-42	-45	-37	-26	-34	-13	27	2	28
	Total	5	6	11	2	-9	-12	-11	-15	-13	-6	-13	0	16	18	19
면세점 월별 매출액 (백만\$)	내국인	248	261	258	267	299	280	277	289	293	301	301	289	2,452	2,726	2,991
	외국인	734	708	883	665	590	656	689	694	886	931	931	938	5,451	5,417	7,618
	Total	982	969	1,140	932	889	936	966	983	1,179	1,232	1,232	1,227	7,903	8,143	10,609
y-y %	내국인	3	10	22	26	24	14	13	8	3	9	12	15	5	11	10
	외국인	40	37	80	9	-7	5	10	9	30	40	28	41	40	-1	41
	Total	28	29	62	13	2	7	11	9	22	31	24	34	27	3	30
면세점 인당 구매금액 (\$/명)	내국인	109	104	104	105	111	109	106	110	109	114	122	114	132	111	107
	외국인	460	421	541	539	591	640	647	655	744	733	762	712	346	337	369
	Total	254	231	277	247	240	260	262	266	304	316	334	319	230	200	218
y-y %	내국인	2	6	9	3	1	-1	0	-1	-2	1	10	5	-3	-16	-3
	외국인	26	24	64	42	71	89	91	97	107	88	93	62	10	-3	10
	Total	22	21	46	11	11	22	25	27	40	39	43	33	9	-13	9

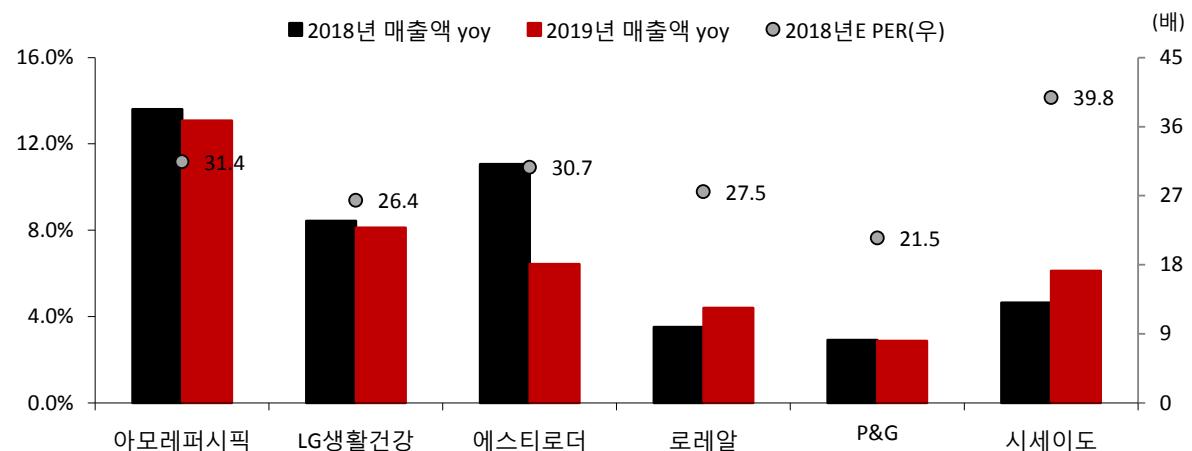
정상(正常)으로의 회귀

2018년, 2019년 Korea Cosmetic Company는 다시 Global Peer 대비 높은 성장성을 시현

- 아모레퍼시픽은 2018년, 2019년 글로벌 피어 대비 가장 높은 성장성을 시현할 것으로 추정
- 시세이도 대비 높은 성장성이 예상되며, 현재 아모레퍼시픽은 시세이도 대비 낮은 밸류에이션 멀티플에서 거래 중

글로벌 화장품 회사 실적 및 밸류에이션 멀티플 추이

	아모레퍼시픽	LG생활건강	에스티로더	로레알	P&G	시세이도
2018년E PER	31.4	26.4	30.7	27.5	21.5	39.8
2018년 매출액 yoy	13.6%	8.4%	11.1%	3.5%	2.9%	4.6%
2019년 매출액 yoy	13.1%	8.1%	6.4%	4.4%	2.9%	6.1%
2018년 영업이익 yoy	33.3%	12.8%	29.9%	4.9%	6.8%	25.8%
2019년 영업이익 yoy	22.1%	10.4%	10.5%	6.3%	5.4%	19.7%



자료 : Bloomberg, SK증권

주 : 2018, 2019년 추정치는 블룸버그 컨센서스 데이터

정상(正常)으로의 회귀

2018년, 2019년 Korea Cosmetic Company는 다시 Global Peer 대비 높은 성장성을 시현

글로벌 화장품 회사 실적 및 밸류에이션 멀티플 추이

	2015	2016	2017	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
에스티로더 매출액	10,780	11,262	11,824	13,133	13,978	시세이도 매출액	7,110	7,840	8,899	9,312	9,881
6월 결산 영업이익	1,606	1,610	1,692	2,198	2,428	12월 결산 영업이익	252	339	615	773	926
(백만\$) 매출액 y-y	-1.7%	4.5%	5.0%	11.1%	6.4%	(백만\$) 매출액 y-y	-6.6%	10.3%	13.5%	4.6%	6.1%
영업이익 y-y	-12.1%	0.2%	5.1%	29.9%	10.5%	영업이익 y-y	-49.1%	34.3%	81.3%	25.8%	19.7%
12M fwd PER 연말	26.8	22.0	29.9	29.6		12M fwd PER 연말	76.1	25.2	42.9		
12M fwd PER 연평균	26.0	25.6	26.0	29.3		12M fwd PER 연평균	76.7	46.1	42.7		
P&G 매출액	70,749	65,299	65,058	66,949	68,869	아모레퍼시픽 매출액	4,767	5,645	5,226	5,937	6,713
6월 결산 영업이익	11,049	13,441	13,955	14,904	15,711	12월 결산 영업이익	773	848	605	807	986
(백만\$) 매출액 y-y	-12.1%	-7.7%	-0.4%	2.9%	2.9%	(십억원) 매출액 y-y	23.0%	18.4%	-7.4%	13.6%	13.1%
영업이익 y-y	-25.0%	21.6%	3.8%	6.8%	5.4%	영업이익 y-y	37.1%	9.7%	-28.6%	33.3%	22.1%
12M fwd PER 연말	20.5	21.3	21.8	21.3		12M fwd PER 연말	27.6	20.4	40.8	37.9	
12M fwd PER 연평균	19.6	21.5	21.9	21.2		12M fwd PER 연평균	35.7	67.7	32.3	37.7	
로레알 매출액	28,036	28,597	31,186	32,282	33,705	LG생활건강 매출액	5,328	6,094	6,267	6,796	7,347
12월 결산 영업이익	4,724	4,385	5,675	5,954	6,329	12월 결산 영업이익	684	881	936	1,055	1,166
(백만\$) 매출액 y-y	-6.3%	2.0%	9.1%	3.5%	4.4%	(십억원) 매출액 y-y	13.9%	14.4%	2.8%	8.4%	8.1%
영업이익 y-y	0.2%	-7.2%	29.4%	4.9%	6.3%	영업이익 y-y	33.9%	28.8%	6.2%	12.8%	10.4%
12M fwd PER 연말	24.9	26.7	27.3	26.2		12M fwd PER 연말	30.4	18.9	27.6	25.4	
12M fwd PER 연평균	25.8	24.5	26.3	25.9		12M fwd PER 연평균	26.8	24.2	23.4	26.0	

자료 : Bloomberg, SK증권 주 : 2017년, 2018년, 2019년 추정치는 블룸버그 컨센서스 데이터

중소형 종목 찾기

Summary : 정상으로의 회귀

선제적 실적 턴어라운드, 밸류에이션 부담이 적은 중소형주 3사

● 화장품 중소형주 관심 종목: 네오팜, 잇츠한불, 에스디생명공학

- 세 종목은 2018년이 아니라, 4Q17 실적이 선제적으로 개선 된다는 공통점을 가지고 있음
- 2018년 역시 큰 폭의 매출 성장, 이익 성장이 예상
- 화장품업종 투자에 가장 큰 걸림돌이 밸류에이션인데, 세 종목 모두 확실한 밸류에이션 매력을 보유
- 잇츠한불, 에스디생명공학은 중국 관련 익스포저가 가장 높은 중소형주

중소형주 3사 요약

		Sales				OP				Valuation Multiple		
		2015	2016	2017E	2018E	2015	2016	2017E	2018E	17년 E PER	18년 E PER	
네오팜	(억원)	360	424	533	635	63	96	136	172	32.8	26.0	
	y-y %	40.5%	17.8%	25.8%	19.2%	25.1%	52.6%	41.9%	26.7%			
	비고	전 브랜드 고공 성장세 지속, 자체 생산설비를 보유하고 있는 점과 성장세 감안 시 업종 평균 이상의 멀티플도 가능										
잇츠한불	(억원)	3,254	3,261	2,320	2,827	1,233	909	408	675	54.3	25.2	
	y-y %	24.8%	0.2%	-28.9%	21.9%	17.1%	-26.3%	-55.0%	65.2%			
	비고	보유 현금(Net Cash) 약 3,000억원, 자사주 24.5%, 네오팜 지분 31.5% (시가총액 3,600억원), 18년E 별도기준 영업이익 504억원 추정										
에스디생명공학	(억원)	746	1,047	1,210	1,610	265	281	211	335	22.9	14.3	
	y-y %	669.8%	40.3%	62.2%	33.0%	764.6%	5.9%	-20.4%	58.7%			
	비고	4Q17E 부터 시작되는 강한 실적 턴어라운드 및 밸류에이션 매력										

자료 : 각 사, SK증권

주 : 2017, 2018년 실적은 당사 추정치

네오팜 (092730/KQ | 매수(유지) | T.P 61,500원(상향))

최고의 브랜드 포트폴리오, 전 브랜드의 고공 성장

투자포인트 및 벤류에이션

네오팜	Sales				OP				Valuation Multiple	
	2015	2016	2017E	2018E	2015	2016	2017E	2018E	17년E PER	18년E PER
(억원)	359.6	423.7	532.8	635.0	62.6	95.5	135.5	171.7	32.8	26.0
y-y %	40.5%	17.8%	25.8%	19.2%	25.1%	52.6%	41.9%	26.7%		
밸류에이션	2018년 예상실적 기준 PER 26.0배, 업종 평균 대비 -12% 디스카운트 당사 2018년 예상 EPS에(자사주 차감) 업종 평균의 멀티플을 적용하여 목표주가 산출 투자의견 Buy, 목표주가 기준 4.9만원에서 6.1만원으로 상향 17년, 18년의 성장성, 자체 생산설비를 통한 생산 감안 시 업종 평균 이상의 멀티플도 가능									
투자포인트	1) 확실한 브랜드 포트폴리오와 세그먼트에서 압도적인 브랜드력 2) 전 브랜드의 고공 성장 3) 리얼베리어 이후 지속될 수 있는 해외 진출 Story 4) 신규브랜드 더마트로지의 성공적인 시장 진입									
아토팜	매출액 3Q y-y +25%, 3Q누적 y-y +14%, 유아동 카테고리 인지도 1등 브랜드 1) 유아동 카테고리에서 독보적인 입지를 확보하고 있는 아토팜은 Kids라인 출시를 통해서 Target 연령층을 확대할 예정 2) 콩순이 캐릭터를 이용한 신제품 확대 3) 리얼베리어 이후 중국 시장 진출(현재 위생허가 품목 6개, 추가 6개 진행 중) 가능성성이 가장 높은 브랜드									
리얼베리어	매출액 3Q y-y +64%, 3Q누적 y-y +79%, 17년 성장세가 본격화된 성인용 화장품 1) 2017년 입점을 시작한 올리브영은 현재 400~500개까지 입점 매장 수가 확대. 중장기적으로는 전점 입점이 예상 2) 전점 입점 완료 되어있는 왓슨스 매장 수 17년초 120개에서 17년말 200개까지 확대 3) 18년부터 본격화될 킹킹그룹을 통한 중국 시장 진출									
제로이드	매출액 3Q y-y +68%, 3Q누적 y-y +64%, 마진율이 가장 높은 병의원 전문 브랜드 1) 제로이드MD(의료기기로 등록되어 실손보험 처리가 가능)의 피부과 입점 병원수 확대. 현재 1,000개에서 1,500개까지 확대 가능 2) 소아과, 종합병원 등으로 진출 병의원 영역 확대									
더마비	매출액 3Q y- y +149%, 3Q 누적 y-y +79%, 올리브영 바디부문 점유율 1~2위 브랜드 16년말 올리브영 입점 완료, 올리브영 확대에 따른 수혜 기대									
더마트로지	4Q17 런칭한 신규브랜드, 4Q17 방송횟수 5회 회사 목표 매출 달성, 회당 매출액 1.5억원 수준 추정									

네오팜 (092730/KQ | 매수(유지) | T.P 61,500원(상향))

최고의 브랜드 포트폴리오, 전 브랜드의 고공 성장

분기별 실적 추정

(단위 : 억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17E	2016	2017E	2018E	
매출액	122.9	94.5	84.4	121.8	130.9	130.3	114.7	157.0	423.7	532.8	635.0	
y-y	37.6%	39.5%	14.9%	-5.6%	6.5%	37.8%	35.8%	28.9%	17.8%	25.8%	19.2%	
매출총이익	93.9	67.7	61.9	90.9	100.9	96.1	83.5	118.5	314.4	399.1	477.5	
y-y	35.8%	38.7%	20.4%	-5.6%	7.5%	42.0%	35.0%	30.4%	19.9%	26.9%	19.7%	
% Sales	76.4%	71.6%	73.3%	74.6%	77.1%	73.8%	72.8%	75.5%	77.4%	74.9%	75.2%	
판관비	57.6	45.8	40.9	78.9	58.4	61.0	58.5	85.6	223.2	263.6	305.9	
y-y	28.7%	21.0%	2.0%	-1.9%	1.4%	33.3%	43.3%	8.4%	16.4%	18.1%	16.0%	
% Sales	46.9%	48.5%	48.4%	64.8%	44.6%	46.9%	51.0%	54.5%	43.5%	49.5%	48.2%	
인건비및복리후생비	8.8	10.8	13.1	22.5	12.3	17.2	13.4	19.2	55.2	62.0	68.2	
일반관리비(지급수수료)	15.3	4.5	5.7	18.0	13.6	10.6	9.0	22.0	43.5	55.1	65.6	
판매비	6.4	5.6	4.5	9.0	6.4	11.8	8.6	11.9	25.5	38.7	44.9	
연구개발비	4.3	6.9	4.3	6.3	4.3	5.7	4.7	8.2	21.8	22.8	27.2	
광고선전비	11.7	10.8	5.3	14.9	10.3	7.9	13.1	15.7	42.7	47.0	54.7	
기타	11.2	7.1	8.0	8.2	11.6	8.0	9.8	8.6	34.6	37.9	45.2	
% sales	인건비및복리후생비	7.1%	11.4%	15.5%	18.5%	9.4%	13.2%	11.7%	11.5%	13.0%	11.6%	10.7%
	일반관리비(지급수수료)	12.5%	4.8%	6.7%	14.7%	10.4%	8.1%	7.8%	14.0%	10.3%	10.3%	10.3%
	판매비	5.2%	6.0%	5.3%	7.4%	4.9%	9.0%	7.5%	7.6%	6.0%	7.3%	7.1%
	연구개발비	3.5%	7.3%	5.1%	5.2%	3.3%	4.4%	4.1%	5.2%	5.1%	4.3%	4.3%
	광고선전비	9.5%	11.5%	6.2%	12.3%	7.9%	6.0%	11.4%	10.0%	10.1%	8.8%	8.6%
	기타	9.1%	7.5%	9.5%	6.7%	8.8%	6.1%	8.5%	5.5%	8.2%	7.1%	7.1%
영업이익	36.3	21.9	21.7	15.6	42.5	35.1	25.0	33.0	95.5	135.5	171.7	
y-y	48.9%	99.4%	91.5%	-1.6%	17.1%	60.2%	15.1%	110.8%	52.6%	41.9%	26.7%	
% Sales	29.5%	23.2%	25.7%	12.8%	32.5%	26.9%	21.8%	21.0%	22.5%	25.4%	27.0%	

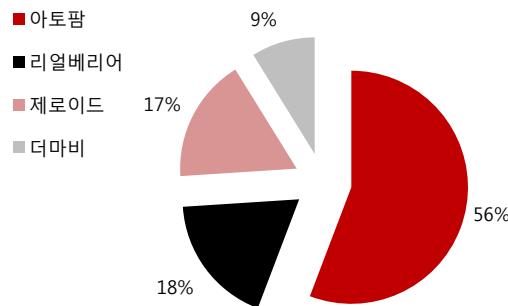
자료 : 네오팜, SK증권

네오팜 (092730/KQ | 매수(유지) | T.P 61,500원(상향))

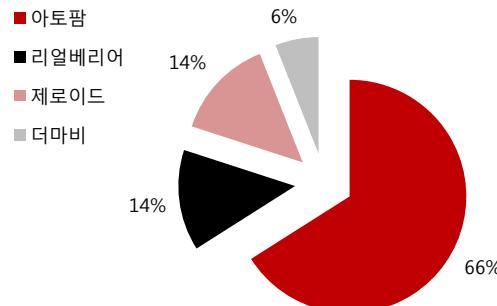
최고의 브랜드 포트폴리오, 전 브랜드의 고공 성장

- 2017년 연간 예상 브랜드별 매출 성장률
- 아토팜 y-y +12.8%, 리얼베리어 y-y +70.1%, 제로이드 y-y +66.7%, 더마비 y-y +106.3%

2017년 예상 브랜드별 매출 비중

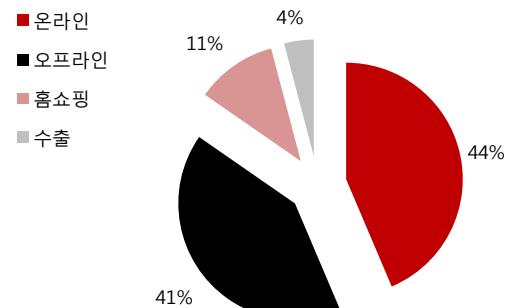


2016년 브랜드별 매출 비중



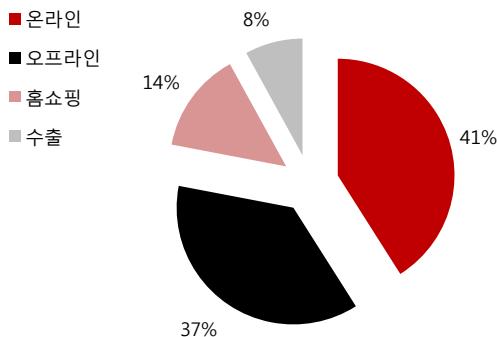
자료 : 네오팜, SK증권

2017년 예상 유통채널별 매출 비중



자료 : 네오팜, SK증권

2016년 예상 유통채널별 매출 비중



자료 : 네오팜, SK증권

잇츠한불 (226320 | Not Rated)

중국인 인바운드 관련 익스포저가 가장 높은 기업

투자포인트 및 벤류에이션

잇츠한불	Sales				OP				Valuation Multiple	
	2015	2016	2017E	2018E	2015	2016	2017E	2018E	17년 E PER	18년 E PER
(억원)	3,254	3,261	2,320	2,827	1,233	909	408	653	54.3	25.2
y-y %	24.8%	0.2%	-28.9%	21.9%	17.1%	-26.3%	-55.0%	59.9%		

밸류에이션
 2018년 예상실적 기준 PER 25.2배, 국내 화장품업종 평균 대비 -15.0% 디스카운트 (잇츠한불 지배주주순이익 459억원 추정)
 현재 시가총액 1조 1,557억원 수준
 보유 현금 약 3,000억원, 자사주 비중 24.5%, 네오팜 지분율 31.5% (네오팜 시가총액 3,760억원)
 2018년 잇츠한불 별도기준 예상 영업이익 482억원을 추정 함을 감안시 현재 주가는 저평가 구간

4Q17E Preview
 연결기준 매출액 626억원(y-y -23.3%, q-q +12.3%), 영업이익 152억원(y-y -19.1%, q-q +83.1%) 추정,
 별도기준 매출액 469억원(y-y -32.5%, q-q +5.6%), 영업이익 626억원(y-y -30.9%, q-q +106.0%) 추정,
 로드샵, 유통점, 면세점, 직수출, 수출대행, 온라인 등 모든 유통채널별 매출액 q-q 성장 추정
 수출대행 채널의 매출 성장이 전사 매출 성장을 견인
 전사 매출 성장에 따른 고정비 감소 효과, 수익성 높은 수출대행 채널의 호조로 수익성 개선이 가능한 상황
 잇츠한불 별도기준 4Q17E 추정 영업이익률은 25.5p로 y-y +0.6p, q-q +12.4p 개선될 것으로 추정

투자포인트

1) 벤류에이션 매력

상기에 언급한 현금, 자사주, 계열사 지분 이외에도 18년 본격 가동될 중국 생산공장에 대한 가치도 반영되어야 할 것

2) 중국 생산법인 Setup을 통한 중국 시장 진출

후저우의 중국공장 Capa는 3,500만개/년으로 기준 음성공장 5,000만개/년 대비 70% 수준

과거 동사 중국 진출에 발목을 잡은 것은 달팽이크림 위생허가 미승인, 중국 현지공장 Setup으로 위생허가 이슈에서 자유로워진 상황
 현재 중국 후저우 공장은 달팽이크림 관련 생산허가 완료

3) 중국인 인바운드 관련 익스포저가 높은 기업

2016년 기준 동사 채널별 매출 비중은 면세점 20.4%, 수출대행 32.6%, 로드샵 23.9%

중국인 인바운드가 직접적으로 영향을 미치는 채널 비중이 77% 수준에 이를

중국인 인바운드 회복 시 큰 폭의 매출 성장과 이익 성장이 가능

잇츠한불 (226320 | Not Rated)

중국인 인바운드 관련 익스포저가 가장 높은 기업

분기별 실적 추정

(단위 : 백만원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17E	2016	2017E	2018E
매출액	87,236	88,701	68,504	81,611	71,021	42,679	55,701	62,564	326,052	231,963	282,693
로드샵	18,126	16,993	14,799	18,023	15,413	8,155	9,597	9,885	67,941	43,050	48,634
유통점	5,892	5,988	5,642	7,870	6,747	5,695	6,453	6,614	25,393	25,509	27,780
면세점	18,955	13,698	12,495	12,670	8,432	3,850	7,778	8,167	57,818	28,227	42,468
직수출	5,735	5,459	4,833	5,976	3,841	2,908	4,124	4,248	22,003	15,121	18,690
수출대행	34,207	19,327	19,065	19,937	19,270	5,188	13,664	15,030	92,536	53,152	66,134
온라인	517	476	367	408	477	408	352	370	1,769	1,607	1,626
OEDM 및 기타	3,799	5,026	2,894	4,577	3,671	3,403	2,429	2,550	16,296	12,053	13,861
잇츠한불	87,232	66,967	60,094	69,461	57,851	29,606	44,398	46,864	283,755	178,719	219,193
네오팜	0	21,744	8,444	12,181	13,088	13,026	11,470	15,700	42,369	53,284	63,500
매출액 y-y					-18.6%	-51.9%	-18.7%	-23.3%		-28.9%	21.9%
로드샵					-15.0%	-52.0%	-35.2%	-45.2%		-36.6%	13.0%
유통점					14.5%	-4.9%	14.4%	-16.0%		0.5%	8.9%
면세점					-55.5%	-71.9%	-37.8%	-35.5%		-51.2%	50.5%
직수출					-33.0%	-46.7%	-14.7%	-28.9%		-31.3%	23.6%
수출대행					-43.7%	-73.2%	-28.3%	-24.6%		-42.6%	24.4%
온라인					-7.7%	-14.3%	-4.1%	-9.4%		-9.2%	1.2%
OEDM 및 기타					-3.4%	-32.3%	-16.1%	-44.3%		-26.0%	15.0%
잇츠한불					-33.7%	-55.8%	-26.1%	-32.5%		-37.0%	22.6%
네오팜					#DIV/0!	-40.1%	35.8%	28.9%		25.8%	19.2%
영업이익	29,114	23,194	19,711	18,847	18,791	-1,490	8,299	15,246	90,866	40,846	65,303
잇츠한불	25,484	21,006	17,540	17,284	14,540	-4,996	5,800	11,950	81,313	27,295	48,223
네오팜	3,630	2,188	2,171	1,563	4,251	3,506	2,499	3,296	9,553	13,552	17,080
y-y					-35.5%	-106.4%	-57.9%	-19.1%		-55.0%	59.9%
잇츠한불					-42.9%	-123.8%	-66.9%	-30.9%		-66.4%	76.7%
네오팜					17.1%	60.2%	15.1%	110.8%		41.9%	26.0%
OPM	33.4%	26.1%	28.8%	23.1%	26.5%	-3.5%	14.9%	24.4%	27.9%	17.6%	23.1%
잇츠한불	29.2%	31.4%	29.2%	24.9%	25.1%	-16.9%	13.1%	25.5%	28.7%	15.3%	22.0%
네오팜	#DIV/0!	10.1%	25.7%	12.8%	32.5%	26.9%	21.8%	21.0%	22.5%	25.4%	26.9%

자료 : 잇츠한불, SK증권

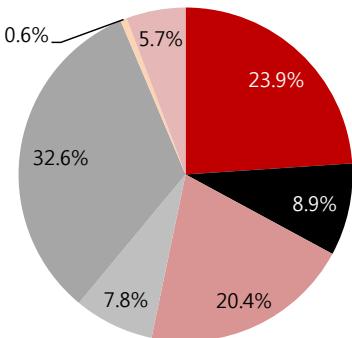
잇츠한불 (226320 | Not Rated)

중국인 인바운드 관련 익스포저가 가장 높은 기업

- 2017년 예상 유통 채널별 매출 비중 : **로드샵 24%, 유통점 14%, 면세점 16%, 직수출 9%, 수출대행 30%**
- 2017년 예상 잇츠한불 별도 기준 중국인 인바운드 관련 익스포저 **70% 수준**

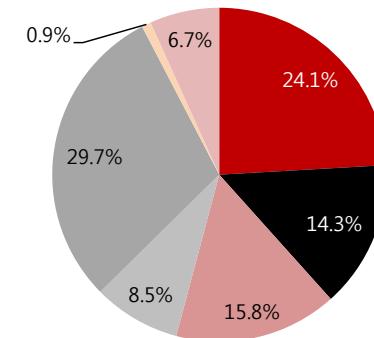
2017년 예상 유통채널별 매출 비중 (잇츠한불 별도기준)

■ 로드샵
■ 유통점
■ 면세점
■ 직수출
■ 수출대행
■ 온라인
■ OEMD 및 기타



2016년 유통채널별 매출 비중 (잇츠한불 별도기준)

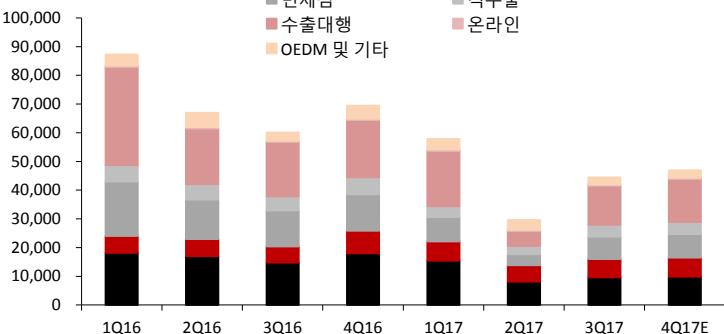
■ 로드샵
■ 유통점
■ 면세점
■ 직수출
■ 수출대행
■ 온라인
■ OEMD 및 기타



자료 : 잇츠한불, SK증권

2016년 ~ 2017년E 분기별 유통채널별 매출액 (잇츠한불 별도기준)

(단위: 백만원)
■ 로드샵
■ 면세점
■ 수출대행
■ 온라인
■ OEMD 및 기타

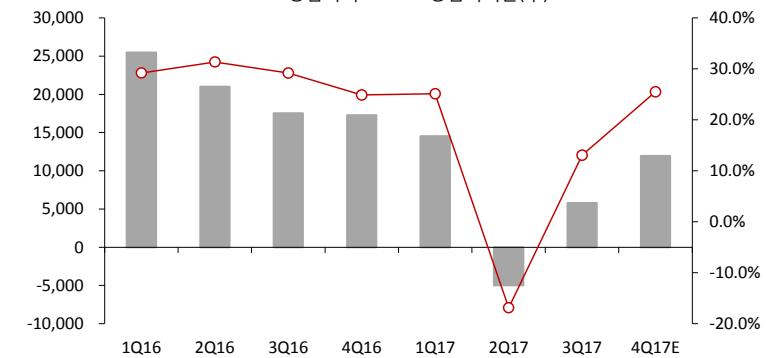


자료 : 잇츠한불, SK증권

자료 : 잇츠한불, SK증권

2016년 ~ 2017년E 분기별 영업이익과 영업이익률 (잇츠한불 별도기준)

(단위: 백만원)
■ 영업이익
● 영업이익률(우)



자료 : 잇츠한불, SK증권

에스디생명공학 (226320 | Not Rated)

한 발 빠른 턴어라운드

투자포인트 및 밸류에이션

에스디생명공학	Sales				OP				Valuation Multiple	
	2015	2016	2017E	2018E	2015	2016	2017E	2018E	17년E PER	18년E PER
(억원)	746	1,047	1,210	1,610	265	281	211	335	22.9	14.3
y-y %	670%	40.3%	62.2%	33.0%	765%	5.9%	-20.4%	58.7%		

밸류에이션
2018년 예상실적 기준 PER 14.3X, 업종 평균 28.7X 대비 큰 폭으로 디스카운트
화장품 피어 대비 큰 폭으로 저평가 되어 있는 상황

4Q17E Preview
연결기준 매출액 396억원(y-y +57.1%, q-q +34.1%), 영업이익 83억원(y-y -22.4%, q-q +35.6%) 추정
별도기준 매출액 346억원(y-y +32.9%, q-q +25.2%) 추정
2017년 3분기 누적기준 매출비중 65%를 차지하는 중국이 q-q +45.0% 성장하면서 전체 매출 성장을 견인
수익성 높은 중국향 매출액 증가함에 따라 4Q17E 연결기준 영업이익률은 21.0%p를 시현할 것으로 추정 (q-q +0.2%p)
중국 온라인은 광군절 물량의 일부 반영되었으며, 중국 전체적으로는 유통채널 통합 및 단순화 작업 이후 큰 폭의 외형 성장 시현
총판의 개념으로 규모있는 벤더로 옮겨갔으며, 이러한 작업들의 결과가 4Q17E 부터 본격 반영되기 시작함

- 투자포인트
- 1) 밸류에이션 매력
 - 2) 4Q17E 유통망 재정비 효과는 2018년 연간으로 지속될 전망
중국 오프라인 매출의 20~30% 비중이 왓슨스이며, 왓슨스를 통한 본격적인 판매가 시작된 것은 2017년 3분기
 - 3) 대중국 관련 익스포저가 가장 높은 기업
2016년 별도 기준 동사 채널별 매출 비중은 면세점 24.8%, 중국 온라인 50.5%, 중국 오프라인 10.1%
중국 관련 매출에 영향을 미치는 채널 비중이 85% 수준에 이를
사드 이슈 해소에 따른 큰 폭의 수혜가 가능
 - 4) 인도네시아 AG그룹의 전문 화장품 계열사와 합작투자법인 설립에 따른 해외 매출 증가 기대
 - 5) 2Q17, 3Q17 실적악화 주요원인 셀레뷰 비용 축소에 따른 실적 개선 기대

에스디생명공학 (226320 | Not Rated)

한 발 빠른 턴어라운드

분기별 실적 추정

(단위 : 백만원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	2016	2017	2018
연결 매출액	25,352	24,803	29,322	25,216	24,425	27,450	29,546	39,610	104,692	121,031	161,015
에스디생명공학(별도)	25,160	23,318	27,510	26,039	21,541	17,200	27,639	34,610	102,028	100,990	141,015
중국	15,862	11,420	17,534	16,969	15,064	10,647	17,372	25,189	61,785	68,271	94,647
온라인	15,862	11,420	15,467	8,766	10,963	9,275	9,953	14,432	51,515	44,623	54,229
오프라인	-	-	2,067	8,203	4,101	1,372	7,418	10,757	10,270	23,648	40,418
중국외 해외	1,347	3,572	3,072	3,707	1,491	2,069	5,636	5,354	11,697	14,550	23,080
면세점	7,267	7,584	6,164	4,294	3,926	1,427	2,350	2,585	25,308	10,288	17,887
내수	684	742	741	1,070	1,061	3,057	2,281	1,481	3,237	7,881	5,402
H&B	128	43	148	297	107	185	125	144	615	561	658
온라인	125	208	201	198	194	174	217	249	732	835	979
홈쇼핑	137	445	191	110	403	704	452	588	882	2,147	2,564
기타 (슬렉상품매출)	295	46	201	465	358	1,994	1,487	500	1,008	4,339	1,200
연결 매출액					-3.7%	10.7%	0.8%	57.1%		15.6%	33.0%
에스디생명공학(별도)					-14.4%	-26.2%	0.5%	32.9%		-1.0%	39.6%
중국					-5.0%	-6.8%	-0.9%	48.4%		10.5%	38.6%
온라인					-30.9%	-18.8%	-35.6%	64.6%		-13.4%	21.5%
오프라인							258.9%	31.1%		130.3%	70.9%
중국외 해외					10.7%	-42.1%	83.5%	44.4%		24.4%	58.6%
면세점					-46.0%	-81.2%	-61.9%	-39.8%		-59.4%	73.9%
내수					55.1%	312.1%	207.9%	38.4%		143.5%	-31.5%
H&B					-16.5%	331.7%	-15.1%	-51.5%		-8.8%	17.4%
온라인					55.2%	-16.1%	7.8%	26.0%		14.0%	17.3%
홈쇼핑					194.9%	58.3%	136.6%	435.2%		143.3%	19.5%
기타					21.2%	4199.0%	638.9%	7.4%		330.4%	-72.3%
연결 영업이익	6,377	5,707	9,201	6,795	4,463	2,200	6,133	8,318	28,081	21,114	33,520
y-y					-30.0%	-61.4%	-33.3%	22.4%		-24.8%	58.8%
연결 OPM	25.2%	23.0%	31.4%	26.9%	18.3%	8.0%	20.8%	21.0%	26.8%	17.4%	21.0%

자료 : 에스디생명공학, SK증권

화장품 4Q17E Preview

과거 보다는 2018년을 보아야 하는 시점

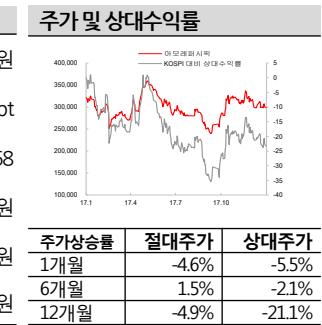
● 4Q17E Preview

- ① 4분기 매출액 1조 2,536억원(y-y -4.7%), 영업이익 723억원(y-y -29.3%)로 영업이익 컨센서스 817억원을 하회할 것으로 추정
- ② 국내 화장품은 면세점 매출액이 y-y -15.0% 역신장하는 가운데 백화점, 방판, 전문점, 할인점 모두 매출액 역신장하면서 매출액 y-y -14.3% 역신장할 것으로 추정
- ③ 중국은 프로모션 및 마케팅활동 일부 재개됨에 따라 매출액 y-y +17% 증가할 것으로 예상. 3Q17과 마찬가지로 설화수, 이니스프리, 에뛰드가 전체 성장을 견인할 것으로 전망
- ④ 미국은 세포라에 본격적으로 입점을 시작한 라네즈와 로드샵을 새롭게 출점한 이니스프리가 호조를 보이며 매출액 y-y +10.0% 성장한 것으로 추정

● 부문별 전망 및 투자의견

- ① 1)중국 현지 매출 성장세가 회복세에 있으며, 2)전반적인 중국 아웃바운드가 회복되고 있는 국면에서 국내 중국인 인바운드가 서서히 개선되고 있으며, 3)미국 시장을 비롯하여 중국 이외의 국가에서도 호조세가 지속되고 있는 상황으로 2018년 큰 폭의 외형 성장과 수익 성장이 기대됨
- ② 목표주가 기준 36만원에서 37.5만원으로 상향하며, 주가 상승 여력을 감안하여 투자의견 기존 Hold에서 Buy로 상향함. 목표주가는 2018년 예상 EPS에 글로벌 화장품 3사의 평균 PER을 10% 할증한 36.0X를 적용하여 산출. 2018년, 2019년 동사의 매출액, 영업이익 성장률이 글로벌 경쟁사들의 성장률을 상회함을 감안 시, 업종 평균 이상의 Target Multiple 부여는 합리적인 벌류에이션이라 판단

Company Data		Stock Data		주가 및 상대수익률	
자본금	35 십억원	주가(18/01/16)	305,000 원		
발행주식수	6,902 만주	KOSPI	2521.74 pt		
자사주	4 만주	52주 Beta	0.68		
액면가	500 원	52주 최고가	361,000 원		
시가총액	17,830 십억원	52주 최저가	239,500 원		
주요주주		외국인지분율			
아모레그룹(외3)	47.56%	34.20%	60일 평균 거래대금	주가상승률	절대주가
국민연금공단	6.05%	0.50%	66 십억원	1개월	-4.6%
외국인지분율				6개월	1.5%
배당수익률				12개월	-21.1%



영업실적 및 투자지표

구분	단위	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	십억원	3,874	4,767	5,645	5,237	6,003	6,665
yoY	%	25.0	23.0	18.4	-7.2	14.6	11.0
영업이익	십억원	564	773	848	592	813	939
yoY	%	52.4	37.1	9.7	-30.2	37.5	15.4
EBITDA	십억원	700	920	1,029	873	1,039	1,186
세전이익	십억원	530	778	857	590	835	967
순이익(지배주주)	십억원	379	578	639	436	623	722
영업이익률%	%	14.6	16.2	15.0	11.3	13.6	14.1
EBITDA%	%	18.1	19.3	18.2	16.7	17.3	17.8
순이익률	%	9.9	12.3	11.4	8.4	10.4	10.9
EPS	원	5,493	8,368	9,262	6,313	9,024	10,457
PER	배	40.4	49.5	34.7	48.2	33.1	28.6
PBR	배	5.4	8.6	5.7	5.0	4.4	3.9
EV/EBITDA	배	19.6	28.2	19.5	20.7	16.7	14.2
ROE	%	14.0	18.6	17.7	10.8	13.9	14.3
순차입금	십억원	-456	-763	-941	-1,525	-1,917	-2,352
부채비율	%	33.9	31.8	33.0	28.2	27.2	26.4

아모레퍼시픽(090430/KS | 매수(상향) | T.P 375,000원(상향))

기업분석

분기별 실적 추정 & 벨류에이션

(단위 : 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2016	2017E	2018E
Aomrepacific											
매출액	1,569.0	1,205.0	1,209.9	1,253.6	1,585.5	1,470.1	1,473.5	1,473.7	5,645.4	5,237.5	6,002.7
% y-y	6%	-17%	-14%	-5%	1%	22%	22%	18%	18%	-7%	15%
Cosmetics	941.3	694.7	638.9	672.0	892.9	883.2	822.8	798.5	3,523.1	2,948.6	3,397.4
% y-y	0%	-25%	-26%	-14%	-5%	27%	29%	19%	15%	-16%	15%
MC&S	163.1	110.9	151.3	91.7	168.0	118.7	161.9	98.1	477.5	517.0	546.7
% y-y	15%	-1%	8%	8%	3%	7%	7%	7%	-3%	8%	6%
Asia	448.8	391.9	406.4	485.5	519.6	462.8	479.5	572.0	1,575.5	1,732.6	2,033.9
% y-y	19%	1%	8%	12%	16%	18%	18%	18%	38%	10%	17%
Europe	16.4	5.4	7.2	7.3	6.9	6.2	7.9	8.0	68.1	36.3	29.0
% y-y	6%	-67%	-53%	-65%	-58%	15%	10%	10%	4%	-47%	-20%
USA	11.7	11.3	13.7	12.2	13.5	13.0	15.8	14.0	53.3	48.9	56.2
% y-y	-16%	-12%	-12%	10%	15%	15%	15%	15%	10%	-8%	15%
** Duty Free Shop	419.0	235.8	237.0	313.1	358.2	390.2	381.9	405.2	1,499.3	1,204.9	1,535.5
% y-y	11%	-40%	-35%	-15%	-15%	65%	61%	29%	40%	-20%	27%
영업이익	316.8	101.6	101.1	72.3	264.1	210.6	208.9	129.8	848.1	591.8	813.4
% y-y	-6%	-58%	-40%	-29%	-17%	107%	107%	80%	10%	-30%	37%
% Margin	20%	8%	8%	6%	17%	14%	14%	9%	15%	11%	14%
Cosmetics	214.5	84.6	56.3	47.0	160.7	150.1	139.9	87.8	674.8	402.4	538.6
% y-y	-13%	-56%	-62%	-44%	-25%	77%	148%	87%	13%	-40%	34%
% Margin	23%	12%	9%	7%	18%	17%	17%	11%	19%	14%	16%
MC&S	19.5	(2.0)	10.6	(6.4)	16.8	7.1	13.0	(6.8)	2.8	21.7	30.1
% y-y	-4%	적전	흑전	적지	-14%	흑전	22%	5%	-94%	674%	39%
% Margin	12%	-2%	7%	-7%	10%	6%	8%	-7%	1%	4%	6%
Asia	87.6	32.2	51.9	45.5	95.9	62.2	61.3	54.1	209.4	217.2	273.5
% y-y	13%	-35%	15%	23%	9%	93%	18%	19%	29%	4%	26%
% Margin	20%	8%	13%	9%	18%	13%	13%	9%	13%	13%	13%
Europe	1.2	(9.1)	(5.5)	(3.5)	(3.0)	(3.0)	0.2	0.2	0.3	(16.9)	(5.5)
USA	(0.7)	(3.4)	(0.9)	(0.4)	(0.3)	0.1	0.5	0.4	0.8	(5.4)	0.8

단위	구분	Value	Multiple	Fair Value	비고
억원	2018년 예상 순이익 (a)	6,228			글로벌 화장품 3개사 2018년 예상실적 기준 PER 10% 할증
억원	2018년 예상 우선주 배당금 (b)	162			2018년 예상 지배주주순이익 - 예상 우선주배당금
억원, 배	(a)-(b) X Target Multiple = (c)	6,066	36.0	218,364	
천주	Shares outstanding ('000) (d)			58,426	보통주 발행주식수 - 자기주식수
원	(d)/(b)			373,744	
원	Target Price			375,000	

자료 : 아모레퍼시픽, SK증권 추정

아모레퍼시픽(090430/KS | 매수(상향) | T.P 375,000원(상향))

기업분석

재무상태표						포괄손익계산서					
월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	1,833	2,116	2,611	3,076	3,608	매출액	4,767	5,645	5,237	6,003	6,665
현금및현금성자산	687	624	1,492	1,844	2,279	매출원가	1,169	1,425	1,389	1,593	1,762
매출채권및기타채권	317	340	315	361	401	매출총이익	3,597	4,221	3,848	4,410	4,903
재고자산	324	410	380	436	484	매출총이익률 (%)	75.5	74.8	73.5	73.5	73.6
비유동자산	2,610	3,065	2,806	2,993	3,203	판매비와관리비	2,824	3,373	3,257	3,597	3,964
장기금융자산	49	54	28	28	28	영업이익	773	848	592	813	939
유형자산	1,871	2,359	2,121	2,246	2,399	영업이익률 (%)	16.2	15.0	11.3	13.6	14.1
무형자산	212	228	248	288	328	비영업순익	5	8	-1	22	28
자산총계	4,443	5,182	5,417	6,069	6,811	순금융비용	-13	-13	-13	-22	-28
유동부채	872	1,171	1,030	1,129	1,250	외환관련손익	-5	-3	0	0	0
단기금융부채	118	145	73	33	33	관계기업투자등 관련손익	0	0	0	0	0
매입채무 및 기타채무	383	481	446	512	568	세전계속사업이익	778	857	590	835	967
단기충당부채	7	20	23	26	28	세전계속사업이익률 (%)	16.3	15.2	11.3	13.9	14.5
비유동부채	199	114	162	167	172	계속사업법인세	194	211	151	209	242
장기금융부채	51	3	46	46	46	계속사업이익	585	646	439	626	725
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0	중단사업이익	0	0	0	0	0
장기충당부채	3	4	4	4	5	*법인세효과	0	0	0	0	0
부채총계	1,071	1,285	1,192	1,297	1,422	당기순이익	585	646	439	626	725
지배주주지분	3,346	3,879	4,202	4,746	5,360	순이익률 (%)	12.3	11.4	8.4	10.4	10.9
자본금	35	35	35	35	35	지배주주	578	639	436	623	722
자본잉여금	720	720	720	720	720	지배주주귀속 순이익률 (%)	12.12	11.32	8.32	10.38	10.83
기타자본구성요소	-18	-18	-18	-18	-18	비지배주주	7	6	4	4	4
자기주식	-1	-1	-1	-1	-1	총포괄이익	556	632	436	623	722
이익잉여금	2,623	3,159	3,483	4,029	4,646	지배주주	548	626	433	620	719
비지배주주지분	27	18	23	26	30	비지배주주	8	7	3	3	3
자본총계	3,372	3,897	4,225	4,772	5,390	EBITDA	920	1,029	873	1,039	1,186
부채와자본총계	4,443	5,182	5,417	6,069	6,811						

아모레퍼시픽(090430/KS | 매수(상향) | T.P 375,000원(상향))

기업분석

현금흐름표						주요투자지표					
월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	617	664	974	837	952	성장성 (%)					
당기순이익(손실)	585	646	439	626	725	매출액	23.0	18.4	-7.2	14.6	11.0
비현금성항목등	371	409	526	412	461	영업이익	37.1	9.7	-30.2	37.5	15.4
유형자산감가상각비	147	181	282	225	248	세전계속사업이익	46.8	10.1	-31.1	41.5	15.8
무형자산상각비	0	0	0	0	0	EBITDA	31.4	11.9	-15.1	18.9	14.2
기타	22	21	238	0	0	EPS(계속사업)	52.3	10.7	-31.8	42.9	15.9
운전자본감소(증가)	-167	-163	217	7	8	수익성 (%)					
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-92	-11	81	-46	-40	ROE	18.6	17.7	10.8	13.9	14.3
재고자산감소(증가)	-19	-86	-20	-56	-48	ROA	14.1	13.4	8.3	10.9	11.3
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	2	6	222	65	56	EBITDA마진	19.3	18.2	16.7	17.3	17.8
기타	-58	-73	-65	43	39	안정성 (%)					
법인세납부	-171	-227	-208	-209	-242	유동비율	210.3	180.7	253.5	272.3	288.7
투자활동현금흐름	-203	-593	33	-365	-410	부채비율	31.8	33.0	28.2	27.2	26.4
금융자산감소(증가)	50	-215	309	0	0	순차입금/자기자본	-22.6	-24.2	-36.1	-40.2	-43.7
유형자산감소(증가)	-214	-494	-500	-350	-400	EBITDA/이자비용(배)	299.9	264.0	240.5	354.8	610.5
무형자산감소(증가)	-61	-40	-40	-40	-40	주당지표 (원)					
기타	21	156	264	25	30	EPS(계속사업)	8,368	9,262	6,313	9,024	10,457
재무활동현금흐름	-72	-137	-134	-119	-107	BPS	48,475	56,202	60,890	68,767	77,663
단기금융부채증가(감소)	-7	-5	-66	-40	0	CFPS	10,496	11,888	10,396	12,286	14,043
장기금융부채증가(감소)	0	0	46	0	0	주당 현금배당금	1,350	1,580	1,102	1,515	1,749
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0	Valuation지표 (배)					
배당금의 지급	-63	-95	-109	-76	-105	PER(최고)	53.2	47.6	57.2	34.6	29.9
기타	-3	-38	-5	-3	-2	PER(최저)	25.6	33.2	37.9	33.0	28.5
현금의 증가(감소)	345	-63	868	352	436	PBR(최고)	9.2	7.9	5.9	4.5	4.0
기초현금	343	687	624	1,492	1,844	PBR(최저)	4.4	5.5	3.9	4.3	3.8
기밀현금	687	624	1,492	1,844	2,279	PCR	39.5	27.0	29.3	24.3	21.3
FCF	452	423	183	452	519	EV/EBITDA(최고)	30.0	26.7	25.1	17.5	14.9
자료 : 아모레퍼시픽, SK증권 추정						EV/EBITDA(최저)	14.1	18.5	16.2	16.6	14.2

불가피한 로드샵 부진, 그러나 현재는 2018년을 보아야 할 때

● 4Q17E Preview

- ① 4분기 매출액 1조 4,797억원(y-y -5.4%), 영업이익 1,030억원(y-y -23.3%), 지배주주순이익 315억원(y-y -7.2%)로 영업이익 컨센서스 1,007억원을 상회하나 지배주주순이익 컨센서스 391억원을 하회하는 실적 예상
- ② 이니스프리와 에뛰드는 중국인 인바운드 관광객 감소에 따른 국내 로드샵 부진 영향으로 4분기 매출액 y-y -15.0% 역신장 예상. 고정비 증가 영향으로 이니스프리 영업이익 또한 y-y -34.5% 역신장을 추정하며, 에뛰드는 -6억원의 영업적자 추정
- ③ 이외 전반적인 가동률 하락에 따라 비화장품부문 역시 매출액 y-y -7.5% 역신장 및 영업적자 지속할 것으로 전망

● 부문별 전망 및 투자의견

- ① 현재는 전반적인 중국 아웃바운드가 회복되고 있는 국면에서 국내 중국인 인바운드가 서서히 개선되고 있는 상황. 국내 이니스프리와 에뛰드 로드샵의 실적 개선이 기대되며, 생산법인 가동률 회복에 따른 수익성 개선 역시 기대해 볼 수 있는 상황
- ② 목표주가 기존 15만원에서 16만원으로 상향하며, 주가 상승 여력을 감안하여 기존 투자의견 Hold를 유지. 목표주가는 아모레퍼시픽과 동일하게 2018년 예상 EPS에 글로벌 화장품 3사의 평균 PER을 10% 할증한 36.0X를 적용하여 산출. 2018년, 2019년 동사의 예상 매출액, 영업이익 성장률이 글로벌 경쟁사들의 성장률을 상회함을 감안 시, 업종 평균 이상의 Target Multiple 부여는 합리적인 밸류에이션이라 판단

Company Data		Stock Data		주가 및 상대수익률		
자본금	45 십억원	주가(18/01/16)	148,500 원			
발행주식수	8,246 만주	KOSPI	2521.74 pt			
자사주	599 만주	52주 Beta	0.82			
액면가	500 원	52주 최고가	158,500 원			
시가총액	12,245 십억원	52주 최저가	109,500 원			
주요주주		60일 평균 거래대금	18 십억원	주가상승률	절대주가	상대주가
서경배(외8)	61.95%			1개월	-2.1%	-2.9%
자사주	6.08%			6개월	14.9%	10.8%
외국인지분율	21.00%			12개월	10.4%	-8.4%
배당수익률	0.30%					

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	십억원	4,712	5,661	6,698	6,167	7,166	7,986
yoY	%	21.0	20.2	18.3	-7.9	16.2	11.4
영업이익	십억원	659	914	1,083	744	1,096	1,283
yoY	%	40.3	38.6	18.5	-31.3	47.3	17.1
EBITDA	십억원	833	1,103	1,304	1,099	1,422	1,632
세전이익	십억원	682	922	1,088	740	1,131	1,328
순이익(지배주주)	십억원	222	260	342	226	337	416
영업이익률%	%	14.0	16.1	16.2	12.1	15.3	16.1
EBITDA%	%	17.7	19.5	19.5	17.8	19.9	20.4
순이익률	%	10.6	11.9	12.1	8.9	11.8	12.4
EPS	원	2,501	2,929	3,851	2,538	3,796	4,680
PER	배	39.9	50.5	34.5	55.6	37.7	30.6
PBR	배	3.8	5.2	4.2	4.2	3.8	3.4
EV/EBITDA	배	11.2	12.2	9.6	11.7	9.1	7.8
ROE	%	10.0	10.7	12.8	7.7	10.6	11.7
순차입금	십억원	-1,003	-1,345	-1,600	-2,112	-2,683	-3,527
부채비율	%	27.2	25.8	27.3	24.2	22.6	21.6

아모레G (002790/KS | 중립(유지) | T.P 160,000원(상향))

기업분석

분기별 실적 추정 & 벨류에이션

(단위 : 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2016	2017E	2018E
매출액	1,855.4	1,413.0	1,418.7	1,479.7	1,872.7	1,782.6	1,749.3	1,761.6	6,697.6	6,166.8	7,166.2
y-y %	5.5	-17.8	-14.2	-5.4	0.9	26.2	23.3	19.0	18.3	-7.9	16.2
화장품	1,914.6	1,482.4	1,469.9	1,534.1	1,955.0	1,886.2	1,828.6	1,841.0	6,950.3	6,401.0	7,510.8
아모레퍼시픽	1,569.0	1,205.0	1,209.9	1,253.6	1,585.5	1,470.1	1,473.5	1,473.7	5,645.4	5,237.5	6,002.7
이니스프리	198.4	153.5	141.2	162.2	205.2	245.6	203.4	219.4	767.9	655.3	873.7
에뛰드	81.3	58.6	61.4	63.8	93.6	97.2	87.1	86.3	316.6	265.1	364.1
AMOS, ESPOIR, AESTURA	65.9	65.3	57.4	54.6	70.7	73.4	64.7	61.6	220.5	243.2	270.3
비화장품	44.5	33.4	36.8	43.9	47.7	45.5	47.0	53.5	183.6	158.6	193.7
y-y % 화장품	5.9	-17.8	-14.0	-6.0	2.1	27.2	24.4	20.0	19.8	-7.9	17.3
아모레퍼시픽	5.6	-16.5	-13.6	-4.7	1.1	22.0	21.8	17.6	18.4	-7.2	14.6
이니스프리	6.3	-28.1	-20.2	-15.0	3.4	60.0	44.1	35.3	29.7	-14.7	33.3
에뛰드	-0.1	-30.7	-18.9	-15.0	15.2	65.8	41.8	35.3	22.8	-16.3	37.4
AMOS, ESPOIR, AESTURA	20.8	6.5	4.7	9.6	7.2	12.3	12.7	12.9	18.1	10.3	11.1
비화장품	8.6	12.7	20.9	13.5	7.2	36.1	27.7	22.0	13.6	-13.6	22.1
영업이익	378.5	130.4	132.4	103.0	335.7	298.1	272.3	190.2	1,083.0	744.3	1,096.2
y-y %	-9.7	-57.9	-39.7	-23.3	-11.3	128.6	105.6	84.6	18.5	-31.3	47.3
OPM	20.4	9.2	9.3	7.0	17.9	16.7	15.6	10.8	16.2	12.1	15.3
화장품	380.9	129.5	125.2	101.9	326.9	289.6	264.9	183.5	1,091.4	737.5	1,064.9
아모레퍼시픽	316.8	101.6	101.1	72.3	264.1	210.6	208.9	129.8	848.1	591.8	813.4
이니스프리	46.3	22.2	20.5	29.2	47.2	61.4	42.7	50.5	196.5	118.2	201.8
에뛰드	8.8	-0.5	-0.7	-0.6	6.6	10.7	7.0	0.4	29.5	7.0	24.6
AMOS, ESPOIR, AESTURA	9.0	6.2	4.3	1.1	9.0	7.0	6.4	2.8	17.2	20.6	25.1
비화장품	-3.2	-0.3	-1.5	-0.4	3.8	4.1	3.3	3.9	9.1	-5.4	15.1
OPM 화장품	19.9	8.7	8.5	6.6	16.7	15.4	14.5	10.0	15.7	11.5	14.2
아모레퍼시픽	20.2	8.4	8.4	5.8	16.7	14.3	14.2	8.8	15.0	11.3	13.6
이니스프리	23.3	14.5	14.5	18.0	23.0	25.0	21.0	23.0	25.6	18.0	23.1
에뛰드	10.8	-0.9	-1.1	-1.0	7.0	11.0	8.0	0.5	9.3	2.6	6.8
AMOS, ESPOIR, AESTURA	13.7	9.5	7.5	2.0	12.7	9.5	9.9	4.5	7.8	8.5	9.3
비화장품	-7.2	-0.9	-4.1	-0.9	8.0	8.9	7.0	7.4	5.0	-3.4	7.8

단위	구분	Value	Multiple	Fair Value	비고
억원	2018년 예상 순이익 (a)	3,374			글로벌 화장품 3개사 2018년 예상실적 기준 PER 10% 할증
억원	2018년 예상 우선주 배당금 (b)	29.5			2018년 예상 지배주주순이익 - 예상 우선주배당금
억원, 배	(a)-(b) X Target Multiple = (c)	3,344	36.0	120,401	
천주	Shares outstanding ('000) (d)			76,908	보통주 발행주식수 - 자기주식수
원	(d)/(b)			156,551	
원	Target Price			160,000	

자료 : 아모레G, SK증권 추정

아모레G (002790/KS | 중립(유지) | T.P 160,000원(상향))

기업분석

재무상태표						포괄손익계산서					
월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	2,538	2,943	3,374	4,004	4,962	매출액	5,661	6,698	6,167	7,166	7,986
현금및현금성자산	1,003	969	1,956	2,447	3,291	매출원가	1,415	1,641	1,601	1,856	2,061
매출채권및기타채권	338	360	332	386	430	매출총이익	4,246	5,057	4,566	5,310	5,926
재고자산	393	478	440	512	570	매출총이익률 (%)	75.0	75.5	74.0	74.1	74.2
비유동자산	3,610	4,146	4,074	4,377	4,549	판매비와관리비	3,333	3,974	3,821	4,214	4,643
장기금융자산	73	73	50	50	50	영업이익	914	1,083	744	1,096	1,283
유형자산	2,212	2,774	2,727	2,951	3,052	영업이익률 (%)	16.1	16.2	12.1	15.3	16.1
무형자산	731	749	772	818	863	비영업순익	8	5	-4	35	45
자산총계	6,148	7,088	7,448	8,381	9,511	순금융비용	-24	-24	-26	-35	-45
유동부채	979	1,321	1,188	1,274	1,411	외환관련손익	-3	-1	0	0	0
단기금융부채	139	206	156	76	76	관계기업투자등 관련손익	1	2	1	0	0
매입채무 및 기타채무	404	499	460	534	595	세전계속사업이익	922	1,088	740	1,131	1,328
단기충당부채	12	23	26	29	32	세전계속사업이익률 (%)	16.3	16.3	12.0	15.8	16.6
비유동부채	282	200	265	271	277	계속사업법인세	248	277	193	287	337
장기금융부채	51	3	46	46	46	계속사업이익	674	812	547	844	991
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0	중단사업이익	0	0	0	0	0
장기충당부채	3	4	4	4	5	*법인세효과	0	0	0	0	0
부채총계	1,260	1,522	1,453	1,546	1,688	당기순이익	674	812	547	844	991
지배주주지분	2,533	2,833	3,020	3,356	3,771	순이익률 (%)	11.9	12.1	8.9	11.8	12.4
자본금	44	44	44	44	44	지배주주	260	342	226	337	416
자본잉여금	696	696	696	696	696	지배주주귀속 순이익률 (%)	4.6	5.11	3.66	4.71	5.21
기타자본구성요소	-146	-146	-146	-146	-146	비지배주주	414	469	322	506	575
자기주식	-140	-140	-140	-140	-140	총포괄이익	635	792	544	841	988
이익잉여금	1,948	2,251	2,437	2,774	3,190	지배주주	242	333	225	336	415
비지배주주지분	2,355	2,734	2,975	3,480	4,052	비지배주주	393	460	320	504	573
자본총계	4,888	5,567	5,995	6,836	7,823	EBITDA	1,103	1,304	1,099	1,422	1,632
부채와자본총계	6,148	7,088	7,448	8,381	9,511						

아모레G (002790/KS | 중립(유지) | T.P 160,000원(상향))

기업분석

현금흐름표						주요투자지표					
월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	712	856	1,205	1,132	1,295	성장성 (%)					
당기순이익(손실)	674	812	547	844	991	매출액	20.2	18.3	-7.9	16.2	11.4
비현금성항목등	433	526	631	579	642	영업이익	38.6	18.5	-31.3	47.3	17.1
유형자산감가상각비	189	221	354	326	349	세전계속사업이익	35.2	18.1	-32.0	52.7	17.4
무형자산상각비	0	0	0	0	0	EBITDA	32.4	18.3	-15.7	29.5	14.8
기타	-5	37	276	0	0	EPS(계속사업)	17.1	31.5	-34.1	49.6	23.3
운전자본감소(증가)	-174	-213	300	-3	0	수익성 (%)					
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-69	-12	87	-54	-44	ROE	10.7	12.8	7.7	10.6	11.7
재고자산감소(증가)	-21	-92	-1	-71	-59	ROA	11.6	12.3	7.5	10.7	11.1
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-20	0	272	75	61	EBITDA마진	19.5	19.5	17.8	19.9	20.4
기타	-63	-109	-58	48	42	안정성 (%)					
법인세납부	-221	-269	-273	-287	-337	유동비율	259.4	222.7	284.0	314.2	351.7
투자활동현금흐름	-56	-789	-91	-557	-448	부채비율	25.8	27.3	24.2	22.6	21.6
금융자산감소(증가)	253	-302	474	0	0	순차입금/자기자본	-27.5	-28.8	-35.2	-39.3	-45.1
유형자산감소(증가)	-271	-601	-650	-550	-450	EBITDA/이자비용(배)	324.2	289.8	233.7	312.7	594.1
무형자산감소(증가)	-64	-46	-46	-46	-46	주당지표 (원)					
기타	27	160	131	39	47	EPS(계속사업)	2,929	3,851	2,538	3,796	4,680
재무활동현금흐름	-74	-103	-123	-85	-3	BPS	28,489	31,869	33,965	37,749	42,418
단기금융부채증가(감소)	1	35	-48	-80	0	CFPS	5,054	6,338	6,524	7,464	8,607
장기금융부채증가(감소)	0	0	50	0	0	주당 현금배당금	390	460	0	0	0
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0	Valuation지표 (배)					
배당금의 지급	-72	-100	-38	0	0	PER(최고)	71.0	45.3	62.5	38.5	31.2
기타	-3	-39	-7	-5	-3	PER(최저)	32.8	31.7	43.2	36.1	29.3
현금의 증가(감소)	586	-34	987	491	844	PBR(최고)	7.3	5.5	4.7	3.9	3.4
기초현금	417	1,003	969	1,956	2,447	PBR(최저)	3.4	3.8	3.2	3.6	3.2
기밀현금	1,003	969	1,956	2,447	3,291	PCR	29.3	21.0	21.6	19.2	16.6
FCF	496	510	216	545	811	EV/EBITDA(최고)	16.6	12.0	13.1	9.3	7.9
자료 : 아모레G, SK증권 추정						EV/EBITDA(최저)	8.2	8.6	9.3	8.8	7.5

대외 악재에도 지속되는 실적 성장세

● 4Q17E Preview

- ① 4분기 매출액 1조 5,291억 원(y-y +4.9%), 영업이익 1,912억 원(y-y +7.5%)로 영업이익 컨센서스 1,903억 원에 부합할 것으로 추정
- ② 화장품 부문은 매출액 y-y +6.4%, 영업이익 y-y +7.7% 증가, 면세점 매출액은 y-y +5.0% 증가할 것으로 예상. 중국은 현지, 면세점 모두 3분기 와 유사한 성장 기조를 보일 것으로 추정됨
- ③ 생활용품 부문은 매출액 y- y +2.3%, 영업이익 y-y +5.0% 증가를 추정. 제품 Mix 개선에 따른 수익성 개선 정도를 기대해 볼 수 있는 상황. 음료 부문은 매출액 y-y +4.2%, 영업이익 y-y +13.3% 증가 전망. 원재료 및 환율 하락 효과가 반영될 것으로 예상되기 때문

● 부문별 전망 및 투자의견

- ① 중국 화장품은 신규 브랜드 런칭 효과, 기존 브랜드 매장 확대 효과, 그리고 점당 매출액 증가 효과가 함께 나타나고 있는 구간. 18년 신규 럭셔리 브랜드의 런칭으로 중국 럭셔리 비중은 더 높아질 수 밖에 없는 상황. 국내 화장품은 중국인 인바운드 관광객 회복에 따른 면세점 성장을 회복이 기대됨
- ② 목표주가를 기존 125만 원에서 150만 원으로 상향하며, 주가 상승 여력 감안하여 투자의견도 기존 Hold에서 Buy로 상향. 목표주가는 SOTP 방식으로 산출. 생활용품과 음료사업 부문에는 필수소비재인 음식료 업종의 평균 PER Multiple을 적용하였고 화장품 부문에는 글로벌 화장품 3사의 평균 PER Multiple을 적용하여 부문별 가치를 산출하였음. 동사 화장품 부문은 18년, 19년 글로벌 경쟁사들의 평균 성장률을 상회할 전망

Company Data		Stock Data		주가 및 상대수익률	
자본금	89십억원	주가(18/01/16)	1,233,000원		
발행주식수	1,772만주	KOSPI	2521.74 pt		
자사주	96만주	52주 Beta	0.53		
액면가	5,000원	52주 최고가	1,250,000원		
시가총액	19,257십억원	52주 최저가	776,000원		
주요주주		60일 평균 거래대금	39십억원		
(주)엘지(외2)	34.03%	주가상승률	4.6%	1개월	3.7%
국민연금공단	6.15%	절대주가	34.2%	6개월	29.4%
외국인지분률	45.70%	상대주가	45.2%	12개월	20.4%
배당수익률	0.60%				

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	십억원	4,677	5,328	6,094	6,269	6,881	7,433
yoY	%	8.1	13.9	14.4	2.9	9.8	8.0
영업이익	십억원	511	684	881	936	1,077	1,185
yoY	%	3.0	33.9	28.8	6.3	15.0	10.0
EBITDA	십억원	632	811	1,015	1,172	1,355	1,487
세전이익	십억원	480	645	753	899	1,070	1,185
순이익(지배주주)	십억원	349	460	568	668	797	884
영업이익률%	%	10.9	12.8	14.5	14.9	15.7	15.9
EBITDA%	%	13.5	15.2	16.7	18.7	19.7	20.0
순이익률	%	7.6	8.8	9.5	10.8	11.8	12.1
EPS	원	19,722	25,982	32,070	37,684	44,977	49,869
PER	배	31.6	40.4	26.7	31.6	27.6	24.9
PBR	배	6.7	9.1	6.0	6.9	5.9	4.9
EV/EBITDA	배	17.8	22.6	14.9	17.4	15.3	13.5
ROE	%	22.9	25.1	24.9	23.9	23.5	21.6
순차입금	십억원	852	633	429	191	-236	-852
부채비율	%	124.1	99.2	71.8	54.5	44.5	35.0

LG생활건강 (051900/KS | 매수(상향) | T.P 1,500,000원(상향))

기업분석

분기별 실적 추정 & 벨류에이션

(단위 : 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2016	2017E	2018E
LG HH											
매출액	1,600.7	1,530.1	1,608.8	1,529.1	1,712.6	1,754.5	1,748.1	1,665.9	6,093.7	6,274.2	6,881.0
% growth (y-y)	5.4%	-1.5%	2.9%	4.9%	7.0%	14.7%	8.7%	8.9%	14.4%	3.0%	9.7%
Healthy	430.4	373.2	435.8	370.5	440.4	382.4	445.8	379.8	1,594.2	1,609.9	1,648.4
% growth (y-y)	2.7%	-0.1%	-0.8%	2.3%	2.3%	2.5%	2.3%	2.5%	5.4%	1.0%	2.4%
% Sales	26.9%	24.4%	27.1%	24.2%	25.7%	21.8%	25.5%	22.8%	26.2%	25.7%	24.0%
Beautiful	854.2	781.2	778.8	848.7	940.3	977.7	882.6	960.7	3,155.5	3,262.9	3,761.3
% growth (y-y)	7.2%	-4.7%	5.0%	6.4%	10.1%	25.1%	13.3%	13.2%	24.6%	3.4%	15.3%
% Sales	53.4%	51.1%	48.4%	55.5%	54.9%	55.7%	50.5%	57.7%	51.8%	52.0%	54.7%
DFS	279.3	206.2	251.6	268.8	314.7	347.4	305.9	320.0	1,030.4	1,005.9	1,288.0
% growth (y-y)	11.0%	-25.8%	2.8%	5.0%	12.6%	68.5%	21.6%	19.0%	61.6%	-2.4%	28.0%
Refreshing	316.1	375.7	394.1	309.9	331.9	394.5	419.6	325.3	1,344.0	1,401.3	1,471.3
% growth (y-y)	4.1%	4.3%	3.0%	4.2%	5.0%	5.0%	6.5%	5.0%	4.8%	4.3%	5.0%
% Sales	19.7%	24.6%	24.5%	20.3%	19.4%	22.5%	24.0%	19.5%	22.1%	22.3%	21.4%
영업이익	260.0	232.5	252.7	191.2	288.9	282.2	284.6	221.5	880.9	936.4	1,077.2
% growth (y-y)	11.3%	3.1%	3.5%	7.5%	11.1%	21.4%	12.6%	15.8%	28.8%	6.3%	15.0%
% Margin	16.2%	15.2%	15.7%	12.5%	16.9%	16.1%	16.3%	13.3%	14.5%	14.9%	15.7%
Healthy	54.7	38.8	65.4	28.9	55.9	40.5	67.8	30.4	186.6	187.7	194.6
% growth (y-y)	1%	4%	-3%	5%	2%	4%	4%	5%	9%	1%	4%
% Margin	13%	10%	15%	8%	13%	11%	15%	8%	12%	12%	12%
Beautiful	176.8	148.4	141.7	146.8	204.1	195.5	169.5	175.8	577.1	613.8	744.9
% growth (y-y)	12.7%	-2.7%	8.0%	7.7%	15.4%	31.7%	19.6%	19.7%	42.8%	6.4%	21.3%
% Margin	20.7%	19.0%	18.2%	17.3%	21.7%	20.0%	19.2%	18.3%	18.3%	18.8%	19.8%
Refreshing	28.4	45.1	45.7	15.5	28.9	46.2	47.4	15.3	116.3	134.7	137.7
% growth (y-y)	28.3%	27.7%	1.3%	13.3%	1.5%	2.4%	3.7%	-1.3%	6.9%	15.9%	2.2%
% Margin	9.0%	12.0%	11.6%	5.0%	8.7%	11.7%	11.3%	4.7%	8.7%	9.6%	9.4%

단위	구분	2018E NOPLAT	Multiple	Value	비고
십억원, 배	Healthy & Refreshing (a)	253	14.5	3,662	국내 음식료업종 18년 예상실적 기준 평균 PER
십억원, 배	Beautiful (b)	566	32.7	18,511	글로벌 화장품 3사 18년 예상실적 기준 평균 PER
십억원, 배	우선주 배당금 (c)	19	26.1	506	18년 예상 우선주 배당금
십억원	순차입금 (d)			(220)	18년 예상 순차입금
십억원	Total Value (a)+(b)+(c)+(d)			21,887	
천주	Shares outstanding ('000)			14,660	
원	Fair Value Per Share			1,493,019	
원	Target Price			1,500,000	

자료 : LG생활건강, SK증권 추정

LG생활건강 (051900/KS | 매수(상향) | T.P 1,500,000원(상향))

기업분석

재무상태표						포괄손익계산서					
월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	1,331	1,425	1,505	1,918	2,430	매출액	5,328	6,094	6,269	6,881	7,433
현금및현금성자산	397	339	399	705	1,122	매출원가	2,226	2,434	2,495	2,704	2,884
매출채권및기타채권	436	493	507	557	601	매출총이익	3,102	3,660	3,774	4,177	4,549
재고자산	441	536	551	605	654	매출총이익률 (%)	58.2	60.1	60.2	60.7	61.2
비유동자산	2,884	3,078	3,367	3,605	3,719	판매비와관리비	2,418	2,779	2,838	3,099	3,364
장기금융자산	6	6	12	12	12	영업이익	684	881	936	1,077	1,185
유형자산	1,290	1,464	1,742	1,983	2,100	영업이익률 (%)	12.8	14.5	14.9	15.7	15.9
무형자산	1,380	1,420	1,424	1,413	1,401	비영업순익	-39	-128	-37	-7	0
자산총계	4,215	4,502	4,871	5,523	6,150	순금융비용	25	16	12	7	0
유동부채	1,159	1,147	1,248	1,216	1,294	외환관련손익	-5	0	-1	0	0
단기금융부채	373	277	354	234	234	관계기업투자등 관련손익	7	7	4	0	0
매입채무 및 기타채무	420	444	456	501	541	세전계속사업이익	645	753	899	1,070	1,185
단기충당부채	13	11	11	12	13	세전계속사업이익률 (%)	12.1	12.4	14.4	15.6	15.9
비유동부채	940	734	471	484	299	계속사업법인세	174	174	220	262	290
장기금융부채	688	517	252	252	52	계속사업이익	470	579	680	809	896
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0	중단사업이익	0	0	0	0	0
장기충당부채	18	37	37	40	44	*법인세효과	0	0	0	0	0
부채총계	2,099	1,881	1,719	1,700	1,593	당기순이익	470	579	680	809	896
지배주주지분	2,037	2,532	3,066	3,724	4,446	순이익률 (%)	8.8	9.5	10.8	11.8	12.1
자본금	89	89	89	89	89	지배주주	460	568	668	797	884
자본잉여금	97	97	97	97	97	지배주주귀속 순이익률 (%)	8.64	9.32	10.65	11.58	11.89
기타자본구성요소	-97	-101	-101	-101	-101	비지배주주	10	11	12	12	12
자기주식	-71	-71	-71	-71	-71	총포괄이익	494	602	672	801	888
이익잉여금	2,066	2,539	3,080	3,746	4,476	지배주주	485	591	660	789	876
비지배주주지분	78	88	86	98	110	비지배주주	10	11	12	12	12
자본총계	2,115	2,621	3,153	3,823	4,556	EBITDA	811	1,015	1,172	1,355	1,487
부채와자본총계	4,215	4,502	4,871	5,523	6,150						

LG생활건강 (051900/KS | 매수(상향) | T.P 1,500,000원(상향))

기업분석

현금흐름표						주요투자지표					
월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	660	730	928	1,072	1,177	성장성 (%)					
당기순이익(손실)	470	579	680	809	896	매출액	13.9	14.4	2.9	9.8	8.0
비현금성항목등	367	452	507	546	591	영업이익	33.9	28.8	6.3	15.0	10.0
유형자산감가상각비	111	116	216	259	283	세전계속사업이익	34.3	16.7	19.5	19.0	10.7
무형자산상각비	16	18	19	19	19	EBITDA	28.3	25.1	15.5	15.7	9.7
기타	44	137	44	0	0	EPS(계속사업)	31.7	23.4	17.5	19.4	10.9
운전자본감소(증가)	-16	-135	-21	-21	-20	수익성 (%)					
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-2	-48	-17	-50	-45	ROE	25.1	24.9	23.9	23.5	21.6
재고자산감소(증가)	-21	-93	-12	-54	-49	ROA	11.7	13.3	14.5	15.6	15.4
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	1	9	0	45	40	EBITDA마진	15.2	16.7	18.7	19.7	20.0
기타	6	-4	8	37	33	안정성 (%)					
법인세납부	-161	-165	-238	-262	-290	유동비율	114.8	124.2	120.5	157.8	187.7
투자활동현금흐름	-340	-402	-501	-501	-397	부채비율	99.2	71.8	54.5	44.5	35.0
금융자산감소(증가)	-13	3	4	0	0	순차입금/자기자본	29.9	16.4	6.1	-6.2	-18.7
유형자산감소(증가)	-285	-327	-500	-500	-400	EBITDA/이자비용(배)	24.7	51.1	68.9	104.3	142.6
무형자산감소(증가)	-6	-8	-8	-8	-8	주당지표 (원)					
기타	-35	-70	2	6	11	EPS(계속사업)	25,982	32,070	37,684	44,977	49,869
재무활동현금흐름	-262	-388	-339	-264	-364	BPS	114,985	142,927	173,055	210,190	250,940
단기금융부채증가(감소)	-315	-287	-185	-120	0	CFPS	33,154	39,616	50,964	60,669	66,903
장기금융부채증가(감소)	152	13	-2	0	-200	주당 현금배당금	5,500	7,500	7,825	9,174	10,092
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0	Valuation지표 (배)					
배당금의 지급	-68	-93	-126	-131	-154	PER(최고)	40.7	36.8	33.2	27.8	25.1
기타	-32	-20	-17	-13	-10	PER(최저)	23.0	23.1	20.6	25.5	23.0
현금의 증가(감소)	59	-58	60	307	416	PBR(최고)	9.2	8.3	7.2	6.0	5.0
기초현금	338	397	339	399	705	PBR(최저)	5.2	5.2	4.5	5.5	4.6
기밀현금	397	339	399	705	1,122	PCR	31.7	21.6	23.3	20.4	18.5
FCF	430	406	430	563	770	EV/EBITDA(최고)	22.6	20.1	18.2	15.4	13.6
자료 : LG생활건강, SK증권 추정						EV/EBITDA(최저)	13.2	12.9	11.5	14.2	12.6

[4Q17E Preview] 아쉬운 수익성

● 4Q17E Preview

- ① 4분기 매출액 2,175억원(y-y +17.2%), 영업이익 178억원(y-y -6.0%)로 영업이익 컨센서스 196억원을 하회할 것으로 추정
- ② 국내 화장품은 에터미향 및 홈쇼핑향 제품 호조를 보였음에도 불구하고 브랜드샵 고객사 부진 영향으로 매출액 y-y +7.8% 증가에 그칠 것으로 예상. 제약은 증설 이후 신규 설비 셋업에 따른 업무 공백 발생으로 3분기와 유사한 y-y +13.0% 수준의 매출 성장을 시현할 것으로 추정. 증설에 따른 고정비 상승 효과도 지속되어 4분기 제약 영업이익률은 11% 수준에 그칠 것으로 전망
- ③ 북경은 오더 상황 개선 및 춘절 가수요가 발생됨에 따라 분기 기준 사상 최대 매출액인 202억원을 시현할 것으로 예상. 북미법인은 색조 위주의 PTP가 전체 성장을 견인한 것으로 추정됨

● 부문별 전망 및 투자의견

- ① 화장품 부문은 중국 사드 이슈 이후, 국내 대부분 고객사가 재고를 타이트하게 가져가고 있는 상황. 업황 회복 시, 고객사 오더 상황이 빠른 속도로 개선될 수 있음. 현재 전반적인 Macro 상황은 확실한 개선 추세에 있음. 18년 제약은 제네릭 위주의 시장 대응이 예상되는 상황으로 매출 성장세는 17년 대비 다소 둔화될 전망
- ② 목표주가 기준 8.4만원에서 9.5만원으로 상향하며, 주가 상승 여력을 감안하여 투자의견 기존 Buy에서 Hold로 하향. 목표주가는 2018년 예상 EPS에 글로벌 화장품 3사의 평균 PER을 10% 할인한 29.4X를 적용하여 산출. 경쟁사 대비 낮은 성장성과 제약 부문을 감안하여 Target Multiple 을 할인 적용함

Company Data		Stock Data		주가 및 상대수익률	
자본금	11 십억원	주가(18/01/16)	88,000 원		
발행주식수	2,110 만주	KOSPI	2521.74 pt		
자사주	0 만주	52주 Beta	0.19		
액면가	500 원	52주 최고가	90,200 원		
시가총액	1,857 십억원	52주 최저가	62,000 원		
주요주주		외국인지분율	60일 평균 거래대금		
한국콜마홀딩스(외21)	23.30%	50.20%	13 십억원		
국민연금공단	12.00%	0.30%			
				주가상승률	절대주가
				1개월	0.8%
				6개월	19.6%
				12개월	11.7%

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	십억원	461	536	667	820	930	1,047
yoY	%	63.4	16.2	24.6	22.9	13.4	12.5
영업이익	십억원	47	61	73	71	90	103
yoY	%	138.1	29.6	20.9	-3.7	26.6	15.5
EBITDA	십억원	54	70	85	91	113	128
세전이익	십억원	43	59	71	69	86	100
순이익(지배주주)	십억원	33	45	53	54	67	78
영업이익률%	%	10.2	11.3	11.0	8.6	9.6	9.9
EBITDA%	%	11.7	13.1	12.8	11.0	12.2	12.2
순이익률	%	7.1	8.5	8.0	6.7	7.3	7.5
EPS	원	1,641	2,155	2,516	2,537	3,155	3,693
PER	배	26.9	44.0	26.2	32.3	27.3	23.3
PBR	배	5.2	9.1	5.1	5.6	5.0	4.2
EV/EBITDA	배	17.1	28.3	16.9	20.0	16.4	14.1
ROE	%	22.3	22.7	21.6	18.5	19.8	19.6
순차입금	십억원	-10	-15	31	45	4	-52
부채비율	%	87.1	56.0	71.3	113.7	104.2	95.0

한국콜마 (161890/KS | 중립(하향) | T.P 95,000원(상향))

기업분석

분기별 실적 추정

(단위 : 백만원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2016	2017E	2018E
한국콜마											
Sales	201,409	207,100	194,218	217,511	224,053	238,847	223,960	243,560	667,469	820,238	930,420
y-y %	35.5%	19.7%	21.2%	17.2%	11.2%	15.3%	15.3%	12.0%	24.6%	22.9%	13.4%
KOREA	169,500	171,100	162,500	176,073	186,112	197,100	185,223	199,447	619,636	679,173	767,882
Cosmetic	123,000	122,000	114,100	124,997	132,637	140,635	129,563	140,710	454,150	484,097	543,545
Domestic	115,100	115,300	105,100	116,072	123,157	132,595	118,763	130,000	410,872	451,572	504,515
Export	7,900	6,700	9,000	8,925	9,480	8,040	10,800	10,710	43,278	32,525	39,030
Bio	46,500	49,100	48,400	51,076	53,475	56,465	55,660	58,737	165,486	195,076	224,337
Beijing	10,700	14,300	11,400	20,150	15,515	17,875	16,530	20,755	52,117	56,550	70,675
PTP					18,260	18,150	21,230	18,604		69,313	76,244
CSR					7,260	9,020	4,070	8,118		25,880	28,468
% growth KOREA	17.3%	2.7%	10.3%	9.2%	9.8%	15.2%	14.0%	13.3%	22.3%	9.6%	13.1%
% growth Cosmetic	12.8%	-2.2%	9.3%	7.8%	7.8%	15.3%	13.6%	12.6%	21.2%	6.6%	12.3%
% growth Domestic	14.2%	2.4%	12.5%	11.5%	7.0%	15.0%	13.0%	12.0%	17.5%	9.9%	11.7%
% growth Export	-4.6%	-44.6%	-18.2%	-25.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	72.6%	-24.8%	20.0%
% growth Bio	31.0%	17.2%	12.8%	13.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	25.8%	17.9%	15.0%
% growth Beijing	50.3%	10.9%	-31.3%	30.0%	45.0%	25.0%	45.0%	3.0%	40.5%	8.5%	25.0%
OP											
y-y %	20,607	16,967	15,406	17,750	22,008	22,759	21,475	23,311	73,430	70,729	89,554
% Sales	18.0%	-21.3%	-0.8%	-6.0%	6.8%	34.1%	39.4%	31.3%	20.9%	-3.7%	26.6%
KOREA	10.2%	8.2%	7.9%	8.2%	9.8%	9.5%	9.6%	9.6%	11.0%	8.6%	9.6%
Cosmetic (추정)	17,700	15,100	13,311	14,743	18,622	19,012	17,970	19,303	69,955	60,854	74,907
Bio (추정)	11,655	8,717	7,987	9,125	11,937	11,954	11,013	11,960	49,342	37,484	46,865
Beijing (추정)	6,045	6,383	5,324	5,618	6,684	7,058	6,958	7,342	20,613	23,370	28,042
PTP (추정)	589	1,144	228	1,612	1,319	1,519	1,405	1,764	4,697	3,573	6,007
CSR (추정)					1,479	1,488	1,762	1,563		5,050	6,292
%margin KOREA					588	740	338	682		2,070	2,347
%margin Cosmetic	10.4%	8.8%	8.2%	8.4%	10.0%	9.6%	9.7%	9.7%	11.3%	9.0%	9.8%
%margin Bio	9.5%	7.1%	7.0%	7.3%	9.0%	8.5%	8.5%	8.5%	10.9%	7.7%	8.6%
%margin Beijing	13.0%	13.0%	11.0%	11.0%	12.5%	12.5%	12.5%	12.5%	12.5%	12.0%	12.5%
%margin PTP	5.5%	8.0%	2.0%	8.0%	8.5%	8.5%	8.5%	8.5%	9.0%	6.3%	8.5%
%margin CSR	8.0%	5.0%	8.0%	8.0%	8.1%	8.2%	8.3%	8.4%	0.0%	7.3%	8.3%

단위	구분	Value	Multiple	Fair Value	비고
억원, 배, 원	2018년 예상 지배주주순이익	666	29.4	19,600	글로벌 화장품 3개사 18년 예상실적 기준 PER을 10% 할인
천주	Shares Outstanding('000)			21,100	
원	Fair Value per share			92,892	
원	Target Price			95,000	

자료 : 한국콜마, SK증권 추정

한국콜마 (161890/KS | 중립(하향) | T.P 95,000원(상향))

기업분석

재무상태표						포괄손익계산서					
월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	186	264	451	522	611	매출액	536	667	820	930	1,047
현금및현금성자산	16	27	71	103	152	매출원가	410	514	639	733	823
매출채권및기타채권	91	128	158	179	201	매출총이익	126	154	181	198	224
재고자산	46	86	106	120	135	매출총이익률 (%)	23.6	23.0	22.1	21.3	21.4
비유동자산	159	229	271	284	291	판매비와관리비	66	80	110	108	121
장기금융자산	0	0	3	3	3	영업이익	61	73	71	90	103
유형자산	146	185	210	225	233	영업이익률 (%)	11.3	11.0	8.6	9.6	9.9
무형자산	10	40	54	51	49	비영업순익	-2	-2	-2	-4	-4
자산총계	344	493	722	805	901	순금융비용	1	1	1	3	2
유동부채	115	196	268	282	298	외환관련손익	0	-2	0	0	0
단기금융부채	25	59	98	90	82	관계기업투자등 관련손익	0	0	0	0	0
매입채무 및 기타채무	74	114	141	160	180	세전계속사업이익	59	71	69	86	100
단기충당부채	0	0	0	0	0	세전계속사업이익률 (%)	11.0	10.7	8.4	9.2	9.6
비유동부채	9	9	116	129	141	계속사업법인세	13	18	14	18	21
장기금융부채	4	5	112	112	112	계속사업이익	45	53	55	68	79
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0	중단사업이익	0	0	0	0	0
장기충당부채	0	0	0	0	0	*법인세효과	0	0	0	0	0
부채총계	124	205	384	411	439	당기순이익	45	53	55	68	79
지배주주지분	221	270	308	364	431	순이익률 (%)	8.5	8.0	6.7	7.3	7.5
자본금	11	11	11	11	11	지배주주	45	53	54	67	78
자본잉여금	116	116	116	116	116	지배주주귀속 순이익률 (%)	8.49	7.95	6.53	7.16	7.45
기타자본구성요소	0	0	0	0	0	비지배주주	0	0	1	1	1
자기주식	0	0	0	0	0	총포괄이익	44	55	44	57	68
이익잉여금	94	141	180	246	324	지배주주	44	53	43	56	68
비지배주주지분	0	18	30	31	31	비지배주주	0	2	0	0	0
자본총계	221	288	338	394	462	EBITDA	70	85	91	113	128
부채와자본총계	344	493	722	805	901						

한국콜마(161890/KS | 중립(하향) | T.P 95,000원(상향))

기업분석

현금흐름표						주요투자지표					
월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	50	39	53	79	90	성장성 (%)					
당기순이익(손실)	45	53	55	68	79	매출액	16.2	24.6	22.9	13.4	12.5
비현금성항목등	26	35	39	46	49	영업이익	29.6	20.9	-3.7	26.6	15.5
유형자산감가상각비	9	11	16	20	21	세전계속사업이익	36.8	21.3	-3.7	24.7	16.8
무형자산상각비	1	1	4	3	3	EBITDA	30.7	21.2	6.2	25.0	12.9
기타	2	3	4	1	1	EPS(계속사업)	31.4	16.7	0.9	24.4	17.1
운전자본감소(증가)	-9	-32	-24	-16	-17	수익성 (%)					
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-3	-28	-26	-21	-22	ROE	22.7	21.6	18.5	19.8	19.6
재고자산감소(증가)	-9	-24	-15	-14	-15	ROA	13.4	12.7	9.0	8.9	9.3
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	9	29	16	19	20	EBITDA마진	13.1	12.8	11.0	12.2	12.2
기타	-6	-10	1	0	0	안정성 (%)					
법인세납부	-13	-17	-17	-18	-21	유동비율	161.9	134.6	168.6	184.8	204.7
투자활동현금흐름	-7	-21	-144	-34	-29	부채비율	56.0	71.3	113.7	104.2	95.0
금융자산감소(증가)	30	23	-93	0	0	순차입금/자기자본	-7.0	10.9	13.2	1.1	-11.3
유형자산감소(증가)	-33	-45	-40	-35	-30	EBITDA/이자비용(배)	35.1	85.2	65.9	24.8	29.1
무형자산감소(증가)	-6	-1	-1	-1	-1	주당지표 (원)					
기타	2	2	-11	2	2	EPS(계속사업)	2,155	2,516	2,537	3,155	3,693
재무활동현금흐름	-47	10	136	-13	-12	BPS	10,459	12,790	14,580	17,241	20,440
단기금융부채증가(감소)	0	0	-2	-8	-8	CFPS	2,612	3,077	3,477	4,274	4,847
장기금융부채증가(감소)	-43	15	149	0	0	주당 현금배당금	200	250	0	0	0
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0	Valuation지표 (배)					
배당금의 지급	-3	-4	-5	0	0	PER(최고)	52.7	42.7	35.6	27.9	23.9
기타	-2	-1	-6	-5	-4	PER(최저)	20.3	24.7	23.3	25.8	22.0
현금의 증가(감소)	-5	11	44	32	48	PBR(최고)	10.9	8.4	6.2	5.1	4.3
기초현금	21	16	27	71	103	PBR(최저)	4.2	4.9	4.1	4.7	4.0
기밀현금	16	27	71	103	152	PCR	36.3	21.4	23.6	20.2	17.8
FCF	11	-22	13	42	58	EV/EBITDA(최고)	33.9	27.2	21.9	16.8	14.4
자료 : 한국콜마, SK증권 추정						EV/EBITDA(최저)	12.9	16.0	14.7	15.5	13.3

[4Q17E Preview] 2018년, 대규모 투자의 결실을 기대

● 4Q17E Preview

- ① 4분기 매출액 2,298억원(y-y +15.1%), 영업이익 65억원(y-y -31.3%)으로 영업이익 컨센서스 72억원을 하회할 것으로 추정
- ② 국내 화장품은 고객사 부진 영향으로 매출액 y-y +3.0% 증가에 그칠 것으로 예상. 수익성 또한 고정비 증가 영향으로 영업이익 y-y -51.4% 감소 예상
- ③ 중국법인은 색조 시장 성장에 따른 수혜가 지속되고 있는 상황. 상해, 광저우 합산 매출액은 y-y +30.9% 증가 추정. 다만, 중국 경쟁 심화와 대규모 증설에 따른 고정비 증가 영향으로 영업이익은 y-y -33.2% 감소 예상. 이외 미국과 인도네시아는 매출액 증가로 합산 영업 적자는 다소 축소될 것으로 전망

● 부문별 전망 및 투자의견

- ① 중국 사드 이슈 이후, 국내 대부분 고객사가 재고를 타이트하게 가져가고 있는 상황. 업황 회복 시 고객사 오더 상황이 빠른 속도로 개선될 수 있음. 현재 전반적인 Macro 상황은 확실한 개선 추세에 있음. 이외 중국 법인은 큰 폭의 외형 성장이 지속되고 있는 상황으로 18년 고정비 감소 효과가 빠르게 나타날 전망이며, 미국법인 역시 유사한 상황
- ② 목표주가 기준 13.5만원에서 15만원으로 상향하며, 주가 상승 여력을 감안하여 투자의견 기준 Hold 유지함. 목표주가는 2018년 예상 EPS에 글로벌 화장품 3사의 평균 PER을 10% 할증한 36.0X를 적용하여 산출. 2018년, 2019년 동사의 매출액, 영업이익 성장률이 글로벌 경쟁사들의 성장률을 상회함을 감안 시, 업종 평균 이상의 Target Multiple 부여는 합리적인 밸류에이션이라 판단

Company Data		Stock Data		주가 및 상대수익률		
자본금	5 십억원	주가(18/01/16)	131,000 원			
발행주식수	1,005 만주	KOSPI	2521.74 pt			
자사주	0 만주	52주 Beta	0.66			
액면가	500 원	52주 최고가	158,500 원			
시가총액	1,316 십억원	52주 최저가	102,500 원			
주요주주		60일 평균 거래대금	17 십억원			
코스맥스비티아이(외4)	26.02%	주가상승률	5.8%	1개월	4.9%	
국민연금공단	10.01%	절대주가	23.1%	6개월	18.7%	
외국인자본률	24.10%	상대주가	6.2%	12개월	-11.9%	
배당수익률	0.80%					

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	십억원	334	533	757	890	1,197	1,392
yoY	%	0.0	59.7	41.9	17.6	34.5	16.3
영업이익	십억원	24	36	53	35	67	93
yoY	%	0.0	47.7	46.4	-33.0	88.8	39.0
EBITDA	십억원	31	45	65	59	99	125
세전이익	십억원	22	29	46	29	56	82
순이익(지배주주)	십억원	17	21	35	22	42	60
영업이익률%	%	7.3	6.7	7.0	4.0	5.6	6.6
EBITDA%	%	9.3	8.5	8.6	6.6	8.3	9.0
순이익률	%	4.7	3.5	4.2	2.2	3.3	4.1
EPS	원	1,798	2,301	3,759	2,144	4,160	5,960
PER	배	54.1	78.0	31.8	54.6	30.8	21.5
PBR	배	11.1	16.9	5.7	5.3	5.2	4.3
EV/EBITDA	배	33.5	41.2	21.4	24.3	15.9	12.5
ROE	%	20.6	23.8	22.5	10.0	17.8	21.9
순차입금	십억원	130	190	179	253	279	267
부채비율	%	304.4	354.8	221.2	255.4	260.2	237.6

코스맥스 (192820/KS | 중립(유지) | T.P 150,000원(상향))

기업분석

분기별 실적 추정

(단위 : 십억원)

코스맥스	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2016	2017E	2018E
Sales	219.1	232.3	208.5	229.8	286.0	313.8	283.0	314.1	757.0	889.8	1,196.9
y-y	26.3%	17.5%	12.0%	15.1%	30.5%	35.1%	35.7%	36.7%	41.9%	17.5%	34.5%
KOREA	142.3	137.7	119.2	133.8	156.6	158.3	143.1	160.5	505.5	533.0	618.5
CHINA	77.0	105.5	88.0	96.2	95.8	131.3	109.4	119.7	283.9	366.6	456.2
Shanghai	67.7	92.2	77.5	86.9	84.6	115.2	96.8	108.6	252.9	324.2	405.3
Guangzhou	9.3	13.4	10.5	9.3	11.1	16.0	12.6	11.1	31.0	42.4	50.9
Indonesia	2.9	1.9	2.3	2.5	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	9.6	12.0
USA	7.2	6.3	11.9	10.0	11.0	11.0	12.0	12.0	17.6	35.5	46.0
% growth KOREA	14.8%	7.5%	-3.6%	3.0%	10.0%	15.0%	20.0%	20.0%	35.7%	5.4%	16.0%
% growth CHINA	32.6%	29.8%	23.8%	30.9%	24.4%	24.4%	24.4%	24.5%	31.9%	29.2%	24.4%
% growth Shanghai	33.8%	28.1%	22.0%	30.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	39.7%	28.2%	25.0%
% growth Guangzhou	24.7%	43.0%	38.9%	40.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	-9.5%	37.0%	20.0%
% growth Indonesia	527.6%	254.5%	264.4%	82.5%	3.9%	61.8%	29.6%	20.0%	77.5%	219.8%	25.6%
% growth USA				52.5%	73.4%	0.5%	20.0%		0.0%	102.3%	29.6%

OP	9.4	14.3	5.0	6.5	14.0	19.7	15.1	17.7	52.6	35.2	66.6
y-y	-28.0%	-21.2%	-57.8%	-31.3%	49.2%	37.6%	200.7%	172.5%	46.4%	-33.0%	88.9%
OPM	4.3%	6.2%	2.4%	2.8%	4.9%	6.3%	5.3%	5.6%	7.0%	4.0%	5.6%
KOREA	8.0	7.0	2.4	4.3	8.6	8.7	5.7	7.2	43.3	21.6	30.3
CHINA	7.2	11.7	4.4	4.6	8.2	11.3	8.6	10.0	29.5	27.8	38.2
Shanghai (추정)	5.8	8.8	3.1	3.5	6.8	9.2	7.3	8.7	22.9	21.1	31.9
Guangzhou (추정)	1.4	2.9	1.3	1.1	1.4	2.1	1.4	1.3	6.5	6.7	6.3

단위	구분	Value	Multiple	Fair Value	비고
억원, 배	2018년 예상실적기준 지배주주순이익	418	36.0	15,048	글로벌 화장품 3개사 18년 평균 PER 10% 할증
천주	Shares Outstanding('000)			10,046	발행 주식수 - 자기주식수
원	Fair Value per share			149,790	
원	Target Price			150,000	

코스맥스(192820/KS | 중립(유지) | T.P 150,000원(상향))

기업분석

재무상태표					포괄손익계산서						
월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	256	396	436	541	638	매출액	533	757	890	1,197	1,392
현금및현금성자산	17	68	49	23	35	매출원가	445	639	768	983	1,140
매출채권및기타채권	145	192	226	303	353	매출총이익	88	118	122	214	253
재고자산	84	125	147	198	230	매출총이익률(%)	16.5	15.6	13.7	17.9	18.2
비유동자산	183	270	327	331	333	판매비와관리비	52	65	87	147	160
장기금융자산	3	11	17	17	17	영업이익	36	53	35	67	93
유형자산	163	236	284	283	281	영업이익률(%)	6.7	7.0	4.0	5.6	6.6
무형자산	5	6	6	6	6	비영업손익	-6	-6	-6	-10	-10
자산총계	439	666	763	872	971	순금융비용	5	7	7	9	9
유동부채	296	384	460	538	589	외환관련손익	-2	-1	-1	-1	-1
단기금융부채	177	190	232	232	232	관계기업투자등 관련손익	0	0	0	0	0
매입채무 및 기타채무	103	162	190	256	298	세전계속사업이익	29	46	29	56	82
단기충당부채	0	0	0	0	0	세전계속사업이익률(%)	5.5	6.1	3.3	4.7	5.9
비유동부채	46	75	88	91	95	계속사업법인세	11	15	10	17	25
장기금융부채	34	60	73	73	73	계속사업이익	19	31	19	39	58
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0	중단사업이익	0	0	0	0	0
장기충당부채	0	0	0	0	0	*법인세효과	0	0	0	0	0
부채총계	342	459	548	630	683	당기순이익	19	31	19	39	58
지배주주지분	98	211	220	250	297	순이익률(%)	3.5	4.2	2.2	3.3	4.1
자본금	5	5	5	5	5	지배주주	21	35	22	42	60
자본잉여금	60	151	151	151	151	지배주주귀속 순이익률(%)	3.98	4.59	2.42	3.49	4.3
기타자본구성요소	0	0	0	0	0	비지배주주	-2	-3	-2	-2	-2
자기주식	0	0	0	0	0	총포괄이익	19	24	17	37	56
이익잉여금	32	58	67	98	148	지배주주	22	28	19	40	58
비지배주주지분	-1	-4	-6	-8	-10	비지배주주	-2	-4	-2	-2	-2
자본총계	97	207	215	242	288	EBITDA	45	65	59	99	125
부채와자본총계	439	666	763	872	971						

코스맥스(192820/KS | 중립(유지) | T.P 150,000원(상향))

기업분석

현금흐름표						주요투자지표					
월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	-1	31	23	23	63	성장성 (%)					
당기순이익(손실)	19	31	19	39	58	매출액	59.7	41.9	17.6	34.5	16.3
비현금성항목등	32	43	44	59	67	영업이익	47.7	46.4	-33.0	88.8	39.0
유형자산감가상각비	9	12	23	32	32	세전계속사업이익	33.8	57.6	-37.6	94.2	45.9
무형자산상각비	0	1	1	1	1	EBITDA	45.7	44.6	-9.3	67.3	26.1
기타	6	10	4	0	0	EPS(계속사업)	27.9	63.4	-43.0	94.1	43.3
운전자본감소(증가)	-40	-31	-21	-59	-37	수익성 (%)					
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-49	-47	-26	-78	-50	ROE	23.8	22.5	10.0	17.8	21.9
재고자산감소(증가)	-28	-46	-22	-51	-32	ROA	4.9	5.7	2.7	4.8	6.3
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	27	56	29	66	42	EBITDA마진	8.5	8.6	6.6	8.3	9.0
기타	10	6	-1	4	3	안정성 (%)					
법인세납부	-12	-13	-20	-17	-25	유동비율	86.4	103.2	94.7	100.5	108.4
투자활동현금흐름	-47	-97	-82	-30	-31	부채비율	354.8	221.2	255.4	260.2	237.6
금융자산감소(증가)	1	-7	-7	0	0	순차입금/자기자본	196.7	86.5	117.7	115.4	92.7
유형자산감소(증가)	-43	-88	-75	-30	-30	EBITDA/이자비용(배)	7.9	9.5	7.9	10.8	13.7
무형자산감소(증가)	-2	-1	-1	-1	-1	주당지표 (원)					
기타	-2	-2	1	0	0	EPS(계속사업)	2,301	3,759	2,144	4,160	5,960
재무활동현금흐름	54	117	40	-19	-19	BPS	10,599	20,990	21,915	24,847	29,579
단기금융부채증가(감소)	23	-5	39	0	0	CFPS	3,289	5,115	4,515	7,375	9,159
장기금융부채증가(감소)	42	44	17	0	0	주당 현금배당금	700	1,000	1,000	1,000	1,000
자본의증가(감소)	0	93	0	0	0	Valuation지표 (배)					
배당금의 지급	-4	-6	-10	-10	-10	PER(최고)	97.9	51.0	73.9	30.8	21.5
기타	-6	-8	-6	-9	-9	PER(최저)	42.1	25.9	47.8	29.0	20.2
현금의 증가(감소)	7	51	-19	-27	13	PBR(최고)	21.3	9.1	7.2	5.2	4.3
기초현금	11	17	68	49	23	PBR(최저)	9.1	4.6	4.7	4.9	4.1
기밀현금	17	68	49	23	35	PCR	54.6	23.4	25.9	17.4	14.0
FCF	-57	-58	-55	-11	29	EV/EBITDA(최고)	50.6	30.1	31.4	15.9	12.5
자료 : 코스맥스, SK증권 추정						EV/EBITDA(최저)	24.3	17.9	21.9	15.2	11.9

[4Q17E Preview] 고정비 부담 증가

● 4Q17E Preview

- ① 4분기 매출액 455억원(y-y +1.9%), 영업이익 19억원(y-y -46.2%)로 영업이익 컨센서스 29억원을 하회할 것으로 추정
- ② 내수 화장품은 탈모닷컴 및 온라인(방판, H&B, 인터넷 포함)향 신규고객사 오더 증가에도 불구하고 3분기 누적기준 매출 비중 28%를 차지하는 로드샵향 매출 감소로 매출액 y-y +2.5% 증가한 것으로 추정됨. 수출은 계절적 비수기 영향으로 3분기 대비 소폭 증가한 것으로 추정. 중국은 y-y +10.0% 수준의 매출 증가가 예상되며 연간 y-y +61.2%의 매출 성장세를 시현한 것으로 추정됨. 이외 대규모 신규 인력 채용 및 매출액 감소에 따른 고정비 상승 효과로 4분기 수익성 악화가 불가피한 상황

● 부문별 전망 및 투자의견

- ① 내수 화장품 부문은 중국 사드 이슈 이후, 국내 대부분 고객사가 재고를 타이트하게 가져가고 있는 상황. 업황 회복 시 고객사 오더 상황이 빠른 속도로 개선될 수 있음. 동사는 로드샵 이외의 채널이 호조를 보이고 있는 상황으로 로드샵 채널 회복은 큰 폭의 실적 개선으로 연결될 전망. 이외 동사는 상반기말 국내 공장 대규모 증설(1.2억개/년 → 3.1억개/년), 연말 중국 저장성 신규공장(1.2억개/년) 셋업이 예정되어 있는 상황
- ② 목표주가 기존 84,000원에서 75,500원으로 하향하며, 주가 상승 여력을 감안하여 투자의견 Buy를 유지. 목표주가는 2018년 예상 EPS에 코스맥스, 한국콜마의 평균 PER을 10% 할인한 25.6X를 적용하여 산출함. 경쟁사 대비 낮은 중국 비중과 매출 규모를 감안하여 Target Multiple을 할인 적용함

Company Data		Stock Data		주가 및 상대수익률		
자본금	27 억원	주가(18/01/16)	64,800 원			
발행주식수	534 만주	KOSDAQ	901.23 pt			
자사주	0 만주	52주 Beta	0.39			
액면가	500 원	52주 최고가	75,200 원			
시가총액	3,460 억원	52주 최저가	50,400 원			
주요주주		60일 평균 거래대금	12 억원			
한현욱(외5)	38.95%	주가상승률	0.3%	한국콜마	17.1	25
The Capital Group Companies, Inc.(외1)	7.11%	절대주가	-13.2%	KOSPI 대비 상대 수익률	17.4	10
외국인지분율	20.80%	상대주가	-23.5%		17.7	5
배당수익률		12개월	-11.6%		17.10	-5

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	십억원	68	99	165	183	221	269
yoY	%	8.7	45.1	66.6	11.0	20.8	21.7
영업이익	십억원	2	6	13	12	18	22
yoY	%	32.8	156.2	105.5	-5.1	43.7	25.7
EBITDA	십억원	5	9	16	20	26	32
세전이익	십억원	1	6	13	13	18	23
순이익(지배주주)	십억원	1	5	12	11	16	20
영업이익률%	%	3.7	6.4	8.0	6.8	8.1	8.4
EBITDA%	%	6.7	8.9	9.6	11.2	11.8	12.0
순이익률	%	2.0	5.1	7.0	5.9	7.1	7.3
EPS	원	339	1,257	2,701	2,038	2,935	3,670
PER	배	0.0	0.0	20.7	31.9	22.2	17.8
PBR	배	0.0	0.0	2.9	3.0	2.7	2.4
EV/EBITDA	배	0.0	0.0	15.8	15.5	12.0	9.6
ROE	%	8.5	24.6	18.0	9.9	12.8	14.1
순차입금	십억원	13	12	-50	-31	-36	-40
부채비율	%	182.7	205.7	36.4	36.4	38.4	40.5

코스메카코리아 (241710/KQ | 매수(유지) | T.P 75,500원(하향))

기업분석

분기별 실적 추정

(단위 : 백만원)

코스메카코리아	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2016	2017E	2018E
Sales	50,570	49,859	37,349	45,491	56,977	57,023	51,912	55,508	165,176	183,268	221,420
y-y %	48.2	14.6	-12.9	1.9	12.7	14.4	39.0	22.0	66.6	11.0	20.8
<i>Domestic</i>	33,626	31,497	23,012	30,860	35,307	34,647	29,915	35,489	113,246	118,994	135,358
<i>Export</i>	11,251	14,578	7,519	8,168	12,376	13,849	12,030	9,801	40,213	41,516	48,057
<i>China</i>	8,942	8,433	9,146	9,488	13,413	12,650	13,719	14,231	22,339	36,009	54,013
<i>연결조정</i>	-3,249	-4,648	-2,328	-3,024	-4,119	-4,122	-3,753	-4,013	-10,622	-13,249	-16,008
<i>growth% Domestic</i>	26.0	7.5	-15.2	2.5	5.0	10.0	30.0	15.0	0.3	5.1	13.8
<i>growth% Export</i>	50.8	35.6	-42.9	-7.5	10.0	-5.0	60.0	20.0	0.0	3.2	15.8
<i>growth% China</i>	258.5	41.8	73.5	10.0	50.0	50.0	50.0	50.0	0.0	61.2	50.0
<i>growth% 연결조정</i>	29.3	87.7	-14.7	0.0	26.8	-11.3	61.2	32.7	0.0	24.7	20.8
<i>OP</i>	4,825	5,237	481	1,915	4,267	4,681	4,332	4,619	13,128	12,458	17,899
<i>y-y %</i>	40.9	31.8	-77.8	-46.2	-11.6	-10.6	800.6	141.2	105.5	-5.1	43.7
<i>OPM</i>	9.5	10.5	1.3	4.2	7.5	8.2	8.3	8.3	7.9	6.8	8.1
<i>코스메카 개별</i>	3,099	4,321	-69	1,440	2,832	3,328	2,864	3,096	10,333	8,791	12,120
<i>이외</i>	1,726	916	550	474	1,435	1,353	1,468	1,523	2,795	3,666	5,779
<i>OPM% 코스메카 개별</i>	7.4	10.4	-0.2	4.0	6.5	7.5	7.5	7.5	0.0	0.0	0.0
<i>OPM% 이외</i>	19.3	10.9	6.0	5.0	10.7	10.7	10.7	10.7	0.0	-14.9	37.9

단위	구분	Value	Multiple	Fair Value	비고
억원, 배	2018년 예상 실적기준 지배주주순이익	157	25.6	4,020	코스맥스, 한국콜마 평균 2018년E PER을 10% 할인
천주	Shares Outstanding('000)			5,340	
원	Fair Value per share			75,281	
원	Target Price			75,500	

코스메카코리아 (241710/KQ | 매수(유지) | T.P 75,500원(하향))

기업분석

재무상태표						포괄손익계산서					
월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	20	40	101	88	104	매출액	68	99	165	183	221
현금및현금성자산	2	3	50	31	36	매출원가	53	77	130	142	172
매출채권및기타채권	9	23	31	35	42	매출총이익	15	22	35	41	50
재고자산	5	10	15	17	20	매출총이익률 (%)	21.8	22.0	21.3	22.3	22.5
비유동자산	31	30	42	69	76	판매비와관리비	12	15	22	28	32
장기금융자산	3	2	2	2	2	영업이익	2	6	13	12	18
유형자산	25	26	38	65	71	영업이익률 (%)	3.7	6.4	8.0	6.8	8.1
무형자산	0	1	1	1	1	비영업손익	-1	-1	0	1	1
자산총계	51	70	143	157	179	순금융비용	0	0	0	0	0
유동부채	29	40	36	40	48	외환관련손익	0	-1	0	0	0
단기금융부채	14	13	2	2	2	관계기업투자등 관련손익	0	0	0	0	0
매입채무 및 기타채무	14	26	31	34	41	세전계속사업이익	1	6	13	13	18
단기충당부채	0	0	0	0	0	세전계속사업이익률 (%)	1.9	5.6	8.1	7.1	8.3
비유동부채	4	7	2	2	2	계속사업법인세	0	1	2	2	3
장기금융부채	3	5	0	0	0	계속사업이익	1	5	12	11	16
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0	중단사업이익	0	0	0	0	0
장기충당부채	0	0	0	0	0	*법인세효과	0	0	0	0	0
부채총계	33	47	38	42	50	당기순이익	1	5	12	11	16
지배주주지분	18	23	105	115	130	순이익률 (%)	2.0	5.1	7.0	5.9	7.1
자본금	2	2	3	3	3	지배주주	1	5	12	11	16
자본잉여금	0	0	70	70	70	지배주주귀속 순이익률 (%)	1.98	5.07	6.97	5.94	7.08
기타자본구성요소	0	0	0	0	0	비지배주주	0	0	0	0	0
자기주식	0	0	0	0	0	총포괄이익	1	5	11	10	15
이익잉여금	16	21	32	42	58	지배주주	1	5	11	10	15
비지배주주지분	0	0	0	0	0	비지배주주	0	0	0	0	0
자본총계	18	23	105	115	130	EBITDA	5	9	16	20	26
부채와자본총계	51	70	143	157	179						

코스메카코리아(241710/KQ | 매수(유지) | T.P 75,500원(하향))

기업분석

현금흐름표						주요투자지표					
월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	5	3	4	20	20	성장성 (%)					
당기순이익(손실)	1	5	12	11	16	매출액	8.7	45.1	66.6	11.0	20.8
비현금성항목등	3	4	7	11	10	영업이익	32.8	156.2	105.5	-5.1	43.7
유형자산감가상각비	2	2	3	8	8	세전계속사업이익	22.5	329.8	142.1	-2.4	41.2
무형자산상각비	0	0	0	0	0	EBITDA	19.6	94.1	79.5	29.2	27.5
기타	1	1	2	1	0	EPS(계속사업)	29.0	270.9	114.9	-24.5	44.0
운전자본감소(증가)	1	-6	-14	-1	-4	수익성 (%)					
매출채권및기타채권의 감소(증가)	1	-13	-9	-4	-7	ROE	8.5	24.6	18.0	9.9	12.8
재고자산감소(증가)	-2	-5	-6	-2	-4	ROA	3.0	8.3	10.8	7.3	9.3
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	3	11	3	5	7	EBITDA마진	6.7	8.9	9.6	11.2	11.8
기타	-1	0	-2	0	0	안정성 (%)					
법인세납부	-1	0	0	-1	-3	유동비율	69.1	98.3	279.5	220.2	217.5
투자활동현금흐름	-4	-2	-13	-39	-15	부채비율	182.7	205.7	36.4	36.4	38.4
금융자산감소(증가)	-1	2	0	-1	0	순차입금/자기자본	73.0	54.3	-48.0	-27.4	-27.9
유형자산감소(증가)	-3	-3	-13	-35	-15	EBITDA/이자비용(배)	7.9	19.5	38.9	284.4	380.4
무형자산감소(증가)	0	0	0	0	0	주당지표 (원)					
기타	0	0	0	-3	0	EPS(계속사업)	339	1,257	2,701	2,038	2,935
재무활동현금흐름	-1	1	55	0	0	BPS	4,508	5,716	19,633	21,503	24,271
단기금융부채증가(감소)	0	0	-10	0	0	CFPS	853	1,868	3,340	3,540	4,472
장기금융부채증가(감소)	0	0	-5	0	0	주당 현금배당금	0	0	0	0	0
자본의증가(감소)	0	0	72	0	0	Valuation지표 (배)					
배당금의 지급	0	0	0	0	0	PER(최고)	0.0	0.0	25.1	36.9	22.6
기타	0	0	-2	0	0	PER(최저)	0.0	0.0	18.1	24.6	21.8
현금의 증가(감소)	0	1	47	-19	5	PBR(최고)	0.0	0.0	3.5	3.5	2.7
기초현금	2	2	3	50	31	PBR(최저)	0.0	0.0	2.5	2.3	2.6
기밀현금	2	3	50	31	36	PCR	0.0	0.0	16.8	18.4	14.6
FCF	1	-1	-7	-18	5	EV/EBITDA(최고)	0.0	0.0	19.8	18.2	12.3
자료 : 코스메카코리아, SK증권 추정						EV/EBITDA(최저)	0.0	0.0	13.4	-1.4	11.8

[4Q17E Preview] 2018년, 턴어라운드를 기대

● 4Q17E Preview

- ① 4분기 매출액 492억원(y-y -7.4%), 영업이익 20억원(y-y -55.9%)로 영업이익 컨센서스 18억원에 부합할 것으로 예상
- ② 유통 채널별로는 클럽클리오(로드샵) y-y -13.5%, 온라인 y-y -5.5%, 글로벌 y-y -29.9%, 면세점 y-y -54.2% 역성장 추정되며, H&B스토어와 도매수출 매출액은 각각 y-y +23.0%, +31.3% 증가 예상. 동사의 H&B스토어 색조 카테고리 점유율은 지속 상승하고 있는 것으로 판단. 고정비가 높은 클럽클리오의 부진, 전반적인 매출액 감소에 따른 고정비 부담 증가, 대규모 신규 인력 채용에 따른 비용 증가 등으로 수익성이 크게 악화된 것으로 판단

● 부문별 전망 및 투자의견

- ① 중국인 인바운드 관광객 회복 국면으로 클럽클리오 및 면세점은 시간이 지날수록 가파른 개선세를 보일 것으로 전망. H&B스토어 색조 카테고리 점유율 역시 확대되고 있는 국면으로, H&B스토어 시장 성장의 수혜까지도 받을 수 있는 상황. 글로벌 매출액은 중화권을 위주로 성장할 전망이며 중국 매장 수는 16년말 19개, 17년말 70개, 18년말 140개까지 확대될 예정. 이외 미국 CVS 신규 진출, 알타 입점 매장 확대, 세포라 신규 진출 등을 기대해 볼 수 있는 상황
- ② 목표주가 기존 46,000원에서 38,000원으로 하향하며, 주가 상승 여력 감안하여 투자의견 Hold로 하향. 목표주가는 2018년 예상 EPS에 글로벌 화장품 3사의 평균 PER을 10% 할증한 36.0X를 적용하여 산출. 색조 브랜드로 국내 최고의 인지도를 가지고 있는 점, 글로벌 진출이 본격화 되고 있는 점, 그리고 피어 대비 높은 성장성을 가지고 있는 점을 감안함

Company Data		Stock Data		주가 및 상대수익률		
자본금	9십억원	주가(18/01/16)	35,150원	한국콜마	한국콜마	KOSPI 대비 상대 수익률
발행주식수	1,944 만주	KOSDAQ	901.23 pt	70,000	60,000	50,000
자사주	15 만주	52주 Beta	0.28	50,000	40,000	30,000
액면가	500 원	52주 최고가	43,000 원	40,000	30,000	20,000
시가총액	596 십억원	52주 최저가	29,100 원	30,000	25,000	20,000
주요주주		60일 평균 거래대금	1 십억원	25,000	20,000	15,000
한현옥(외5)	76.87%	주가상승률	-15.2%	20,000	15,000	10,000
The Capital G	6.88%	절대주가	0.3%	15,000	10,000	5,000
roup Companie		상대주가	-26.4%	10,000	5,000	0
s, Inc.(외1)		12개월	18.1%	5,000	0	-15
외국인지분율	14.30%		-16.0%			
배당수익률	1.70%					

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	십억원	42	107	194	194	233	264
yoY	%	26.6	152.0	80.8	0.2	20.1	13.5
영업이익	십억원	1	23	26	9	23	29
yoY	%	-61.8	3,340.4	13.9	-64.3	151.6	25.0
EBITDA	십억원	2	24	28	15	28	35
세전이익	십억원	1	23	27	14	25	31
순이익(지배주주)	십억원	1	18	21	12	19	24
영업이익률%	%	1.5	21.1	13.3	4.7	9.9	10.9
EBITDA%	%	4.0	22.4	14.4	7.5	12.1	13.1
순이익률	%	1.4	16.5	10.8	6.0	8.2	9.0
EPS	원	42	1,229	1,351	617	978	1,217
PER	배	0.0	0.0	22.6	59.6	35.1	28.2
PBR	배	0.0	0.0	3.9	4.8	4.0	3.5
EV/EBITDA	배	0.0	0.0	15.1	36.7	17.0	13.3
ROE	%	6.8	99.7	24.9	8.1	12.0	13.2
순차입금	십억원	4	-15	-100	-94	-108	-128
부채비율	%	213.9	131.8	70.9	63.2	60.2	55.7

클리오 (237880/KQ | 중립(하향) | T.P 38,000원(하향))

기업분석

분기별 실적 추정

(단위 : 백만원)

클리오	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2016	2017E	2018E
Sales(연결기준)	57,284	40,751	46,816	49,181	57,773	55,920	59,310	60,016	196,400	194,348	233,019
y-y	25.1%	-8.4%	-6.7%	-7.4%	0.9%	37.2%	26.7%	22.0%	83.7%	-1.0%	19.9%
Salse 채널별(별도기준)											
Club Clio	11,094	9,800	9,800	10,290	11,427	10,780	11,270	11,834	47,800	40,984	45,310
H&B	10,823	12,200	14,000	10,086	12,988	14,640	16,100	12,103	29,700	47,109	55,831
Online	5,554	4,400	4,800	6,050	6,387	5,940	6,240	7,563	19,700	20,804	26,130
Global	5,282	5,400	6,000	7,080	7,131	7,560	8,100	9,204	27,000	23,762	31,995
Duty	9,339	4,000	4,500	5,175	8,405	8,000	8,100	7,763	30,100	23,014	32,268
도매수출	15,248	5,000	7,600	10,500	11,436	9,000	9,500	11,550	42,100	38,348	41,486
% growth											
Club Clio	-13.3%	-19.7%	-10.1%	-13.5%	3.0%	10.0%	15.0%	15.0%	73.4%	-14.3%	10.6%
H&B	80.4%	106.8%	45.8%	23.0%	20.0%	20.0%	15.0%	20.0%	42.1%	58.6%	18.5%
Online	42.4%	10.0%	-11.1%	-5.5%	15.0%	35.0%	30.0%	25.0%	90.4%	5.6%	25.6%
Global	12.4%	-10.0%	-3.2%	-29.9%	35.0%	40.0%	35.0%	30.0%	77.7%	-12.0%	34.6%
Duty	483.7%	-50.6%	-50.5%	-54.2%	-10.0%	100.0%	80.0%	50.0%	2460.1%	-23.5%	40.2%
도매수출	-9.2%	-39.8%	-15.6%	31.3%	-25.0%	80.0%	25.0%	10.0%	32.0%	-8.9%	8.2%
OP(연결기준)	5,854	167	1,179	1,967	4,622	5,312	5,931	7,202	25,686	9,167	23,067
y-y	-47.8%	-96.0%	-84.8%	-55.9%	-21.0%	3088.5%	402.9%	266.1%	13.9%	-64.3%	151.6%
OPM	10.2%	0.4%	2.5%	4.0%	8.0%	9.5%	10.0%	12.0%	13.3%	4.7%	9.9%

단위	구분	Value	Multiple	Fair Value	비고
억원, 배	2018년 예상 실적기준 지배주주순이익	190	36.0	6,840	글로벌 화장품 3사 평균 PER을 10% 할증
천주	Shares Outstanding('000)			18,179	
원	Fair Value per share			37,626	
원	Target Price			38,000	

재무상태표					
월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	32	199	187	209	236
현금및현금성자산	15	54	39	53	73
매출채권및기타채권	8	19	19	23	26
재고자산	8	22	19	23	26
비유동자산	29	42	56	60	62
장기금융자산	0	5	15	15	15
유형자산	22	24	27	28	29
무형자산	1	2	2	2	2
자산총계	61	241	243	269	298
유동부채	32	95	88	95	101
단기금융부채	0	57	53	53	53
매입채무 및 기타채무	24	33	29	35	40
단기충당부채	1	0	0	0	0
비유동부채	3	5	6	6	6
장기금융부채	0	0	0	0	0
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	0	1	1	1	1
부채총계	35	100	94	101	107
지배주주지분	26	141	149	168	192
자본금	1	8	8	8	8
자본잉여금	0	94	65	65	65
기타자본구성요소	0	-3	-4	-4	-4
자기주식	0	-4	-5	-5	-5
이익잉여금	26	42	79	98	122
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	26	141	149	168	192
부채와자본총계	61	241	243	269	298

포괄손익계산서					
월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	107	194	194	233	264
매출원가	41	72	76	88	96
매출총이익	66	122	118	145	168
매출총이익률 (%)	62.0	62.9	60.8	62.0	63.5
판매비와관리비	44	96	109	121	139
영업이익	23	26	9	23	29
영업이익률 (%)	21.1	13.3	4.7	9.9	10.9
비영업손익	0	1	4	2	2
순금융비용	0	2	0	-2	-2
외환관련손익	0	1	0	0	0
관계기업투자등 관련손익	0	0	-1	0	0
세전계속사업이익	23	27	14	25	31
세전계속사업이익률 (%)	21.3	14.0	7.0	10.6	11.6
계속사업법인세	5	6	2	6	7
계속사업이익	18	21	12	19	24
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	18	21	12	19	24
순이익률 (%)	16.5	10.8	6.0	8.2	9.0
지배주주	18	21	12	19	24
지배주주귀속 순이익률 (%)	16.52	10.75	6.04	8.16	8.95
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	18	20	12	19	24
지배주주	18	20	12	19	24
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	24	28	15	28	35

클리오 (237880/KQ | 중립(하향) | T.P 38,000원(하향))

기업분석

현금흐름표						주요투자지표					
월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	39	4	18	19	25	성장성 (%)					
당기순이익(손실)	18	21	12	19	24	매출액	152.0	80.8	0.2	20.1	13.5
비현금성항목등	9	11	5	9	11	영업이익	3,340.4	13.9	-64.3	151.6	25.0
유형자산감가상각비	1	2	5	4	5	세전계속사업이익	3,195.6	18.5	-49.6	81.2	24.5
무형자산상각비	0	1	1	1	1	EBITDA	1,322.2	16.5	-47.8	93.0	22.9
기타	3	1	-4	0	0	EPS(계속사업)	2,808.3	10.0	-54.4	58.6	24.5
운전자본감소(증가)	12	-20	7	-3	-2	수익성 (%)					
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-2	-11	-1	-4	-3	ROE	99.7	24.9	8.1	12.0	13.2
재고자산감소(증가)	-4	-15	2	-4	-3	ROA	39.5	13.8	4.8	7.4	8.3
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	16	8	-3	6	5	EBITDA마진	22.4	14.4	7.5	12.1	13.1
기타	1	-2	10	-1	-1	안정성 (%)					
법인세납부	0	-8	-6	-6	-7	유동비율	99.9	208.9	212.0	219.4	233.4
투자활동현금흐름	-20	-117	-29	-4	-4	부채비율	131.8	70.9	63.2	60.2	55.7
금융자산감소(증가)	-1	-106	-16	0	0	순차입금/자기자본	-58.1	-70.7	-63.3	-64.4	-67.0
유형자산감소(증가)	-19	-4	-6	-6	-6	EBITDA/이자비용(배)	93.8	12.9	10.3	21.2	26.0
무형자산감소(증가)	0	-1	-1	-1	-1	주당지표 (원)					
기타	0	-5	-6	3	3	EPS(계속사업)	1,229	1,351	617	978	1,217
재무활동현금흐름	-9	152	-5	-1	-1	BPS	1,840	7,840	7,652	8,633	9,854
단기금융부채증가(감소)	0	1	1	0	0	CFPS	1,327	1,496	900	1,237	1,510
장기금융부채증가(감소)	0	57	-11	0	0	주당 현금배당금	0	600	0	0	0
자본의증가(감소)	0	98	-1	0	0	Valuation지표 (배)					
배당금의 지급	0	-4	-4	0	0	PER(최고)	0.0	30.3	69.8	37.5	30.1
기타	0	0	10	-1	-1	PER(최저)	0.0	22.4	45.4	33.5	26.9
현금의 증가(감소)	10	39	-15	14	20	PBR(최고)	0.0	5.2	5.6	4.3	3.7
기초현금	6	15	54	39	53	PBR(최저)	0.0	3.9	3.7	3.8	3.3
기밀현금	15	54	39	53	73	PCR	0.0	20.5	40.8	27.7	22.7
FCF	20	-8	5	13	19	EV/EBITDA(최고)	0.0	21.4	43.9	18.4	14.4
자료 : 클리오, SK증권 추정						EV/EBITDA(최저)	0.0	14.9	-6.1	16.1	12.5

나홀로 호황

● 4Q17E Preview

- ① 4분기 매출액 157억원(y-y +28.9%), 영업이익 33억원(y-y +110.8%)로 영업이익 컨센서스 28억원을 상회할 것으로 예상
- ② 브랜드별로는 아토팜 y-y +17%, 리얼베리어 y-y +40%, 제로이드 y-y +45%, 더마비 y-y +60% 매출 성장 예상. 리얼베리어와 더마비는 H&B 스토어 신규 입점 및 기존점 매출 성장, 제로이드는 병의원 입점 수 확대 그리고 아토팜은 신규 라인업 확대 및 기존 제품 판매 호조로 매출 증대에 기여할 것으로 전망

● 부문별 전망 및 투자의견

- ① 아토팜은 키즈라인 제품 신규 출시와 신제품 확대, 그리고 기존 제품의 안정적인 매출 성장이 기대되며, 리얼베리어는 킹킹그룹을 통한 중국 시장 진출과 H&B 스토어 입점 매장수 확대를 통한 성장을 전망. 제로이드는 입점 병원수 확대 및 병원 영역 확장을 통한 외형 성장이 기대되며, 더마비는 H&B 스토어 점유율 지속 증가에 따른 성장 가능성이 확대되는 상황[세부 브랜드별 성장 전략은 Chapter 2. 17 Page 참조]
- ② 목표주가 기존 49,000원에서 61,500원으로 상향하며, 투자의견 Buy 유지. 목표주가는 2018년 예상 EPS에 국내 메이저 화장품 4사의 평균 PER을 30.0X를 적용하여 산출. 17년, 18년의 높은 성장성, 자체 생산설비를 통한 생산 비중이 70% 이상인 점, 그리고 중국 시장 진출을 통한 추가적인 중장기 성장 동력 확보가 가능하다는 점을 고려 시, 업종 평균 이상의 멀티플도 가능하다고 판단

Company Data		Stock Data		주가 및 상대수익률		
자본금	37 억원	주가(18/01/16)	50,400 원			
발행주식수	746 만주	KOSDAQ	901.23 pt			
자사주	38 만주	52주 Beta	0.79			
액면가	500 원	52주 최고가	49,700 원			
시가총액	3,760 억원	52주 최저가	22,850 원			
주요주주		60일 평균 거래대금	31 억원			
한현욱(외5)	32.82%	주가상승률	32.5%	1개월	32.5%	14.7%
The Capital Group Companies, Inc.(외1)	5.04%	절대주가	53.9%	6개월	53.9%	12.9%
외국인지분율	10.80%	상대주가	96.4%	12개월	96.4%	39.8%
배당수익률	0.70%					

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	억원	256	360	424	533	635	722
yoy	%	27.1	40.5	17.8	25.8	19.2	13.7
영업이익	억원	50	63	96	136	172	203
yoy	%	132.9	25.1	52.6	41.9	26.7	18.1
EBITDA	억원	59	72	104	146	183	214
세전이익	억원	37	43	94	140	177	210
순이익(지배주주)	억원	26	34	77	115	145	172
영업이익률%	%	19.5	17.4	22.6	25.4	27.0	28.1
EBITDA%	%	23.2	20.0	24.5	27.3	28.8	29.7
순이익률	%	10.0	9.5	18.3	21.5	22.8	23.8
EPS	원	344	457	1,038	1,537	1,940	2,303
PER	배	41.7	76.0	25.2	30.7	25.6	21.6
PBR	배	3.4	7.9	5.1	7.4	6.0	4.7
EV/EBITDA	배	15.8	34.3	16.4	22.0	17.8	14.4
ROE	%	8.4	10.7	21.8	26.6	26.5	24.4
순차입금	억원	-144	-131	-242	-321	-452	-613
부채비율	%	15.1	23.9	20.6	21.0	19.2	17.3

네오팜 (092730/KQ | 매수(유지) | T.P 61,500원(상향))

기업분석

분기별 실적 추정

(단위 : 억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2016	2017E	2018E
네오팜											
매출액	130.9	130.3	114.7	157.0	156.4	155.3	137.2	186.2	423.7	532.8	635.0
y-y	6.5%	37.8%	35.8%	28.9%	19.5%	19.2%	19.6%	18.6%	17.8%	25.8%	19.2%
매출총이익	100.9	96.1	83.5	118.5	121.0	115.0	100.3	141.1	314.4	399.1	477.5
y-y	7.5%	42.0%	35.0%	30.4%	19.9%	19.7%	20.1%	19.1%	19.9%	26.9%	19.7%
% Sales	77.1%	73.8%	72.8%	75.5%	77.4%	74.1%	73.1%	75.8%	77.4%	74.9%	75.2%
판관비	58.4	61.0	58.5	85.6	68.0	70.6	68.2	99.1	223.2	263.6	305.9
y-y	1.4%	33.3%	43.3%	8.4%	16.4%	15.6%	16.5%	15.8%	16.4%	18.1%	16.0%
% Sales	44.6%	46.9%	51.0%	54.5%	43.5%	45.4%	49.7%	53.2%	43.5%	49.5%	48.2%
인건비및복리후생비	12.3	17.2	13.4	19.2	13.5	18.9	14.7	21.1	55.2	62.0	68.2
일반관리비(지급수수료)	13.6	10.6	9.0	22.0	16.2	12.6	10.8	26.1	43.5	55.1	65.6
판매비	6.4	11.8	8.6	11.9	7.3	13.7	10.0	13.8	25.5	38.7	44.9
연구개발비	4.3	5.7	4.7	8.2	5.1	6.8	5.6	9.7	21.8	22.8	27.2
광고선전비	10.3	7.9	13.1	15.7	12.0	9.1	15.4	18.2	42.7	47.0	54.7
기타	11.6	8.0	9.8	8.6	13.8	9.5	11.7	10.2	34.6	37.9	45.2
영업이익	42.5	35.1	25.0	33.0	53.0	44.5	32.1	42.1	95.5	135.5	171.7
y-y	17.1%	60.2%	15.1%	110.8%	24.7%	26.9%	28.6%	27.6%	52.6%	41.9%	26.7%
% Sales	32.5%	26.9%	21.8%	21.0%	33.9%	28.6%	23.4%	22.6%	22.5%	25.4%	27.0%

단위	구분	Value	Multiple	Fair Value	비고
억원, 배	2018년 예상 지배주주순이익	145	30.0	4,342	Target Multiple : 국내 메이저 화장품 4사 평균
천주	Shares outstanding ('000)			7,075	보통주 - 자기주식수
원	Fair value per share			61,379	
원	Target Price			61,500	

자료 : 네오팜, SK증권 추정

네오팜 (092730/KQ | 매수(유지) | T.P 61,500원(상향))

기업분석

재무상태표						포괄손익계산서					
월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	231	337	441	595	775	매출액	360	424	533	635	722
현금및현금성자산	80	76	83	215	376	매출원가	94	105	134	157	177
매출채권및기타채권	46	46	57	68	78	매출총이익	266	319	399	478	545
재고자산	42	42	52	62	71	매출총이익률 (%)	73.9	75.2	74.9	75.2	75.5
비유동자산	174	128	134	141	149	판매비와관리비	203	223	264	306	342
장기금융자산	67	21	17	17	17	영업이익	63	96	136	172	203
유형자산	83	86	92	98	104	영업이익률 (%)	17.4	22.6	25.4	27.0	28.1
무형자산	11	12	13	14	15	비영업손익	-19	-1	4	5	7
자산총계	404	465	575	737	924	순금융비용	-3	-3	-4	-5	-7
유동부채	74	78	98	117	132	외환관련손익	1	2	0	0	0
단기금융부채	0	1	1	1	1	관계기업투자등 관련손익	0	0	0	0	0
매입채무 및 기타채무	51	54	68	81	92	세전계속사업이익	43	94	140	177	210
단기충당부채	1	1	1	1	1	세전계속사업이익률 (%)	12.0	22.3	26.3	27.8	29.1
비유동부채	4	2	2	2	4	계속사업법인세	9	17	25	32	38
장기금융부채	0	0	0	0	0	계속사업이익	34	77	115	145	172
장기매입채무 및 기타채무	0	1	1	1	1	중단사업이익	0	0	0	0	0
장기충당부채	0	0	0	0	0	*법인세효과	0	0	0	0	0
부채총계	78	79	100	119	136	당기순이익	34	77	115	145	172
지배주주지분	326	386	475	618	788	순이익률 (%)	9.5	18.3	21.5	22.8	23.8
자본금	37	37	37	37	37	지배주주	34	77	115	145	172
자본잉여금	135	135	135	135	135	지배주주귀속 순이익률(%)	9.47	18.27	21.52	22.79	23.8
기타자본구성요소	-32	-31	-30	-30	-30	비지배주주	0	0	0	0	0
자기주식	-27	-27	-27	-27	-27	총포괄이익	32	76	113	143	170
이익잉여금	186	245	332	477	649	지배주주	32	76	113	143	170
비지배주주지분	0	0	0	0	0	비지배주주	0	0	0	0	0
자본총계	326	386	475	618	788	EBITDA	72	104	146	183	214
부채와자본총계	404	465	575	737	924						

네오팜 (092730/KQ | 매수(유지) | T.P 61,500원(상향))

기업분석

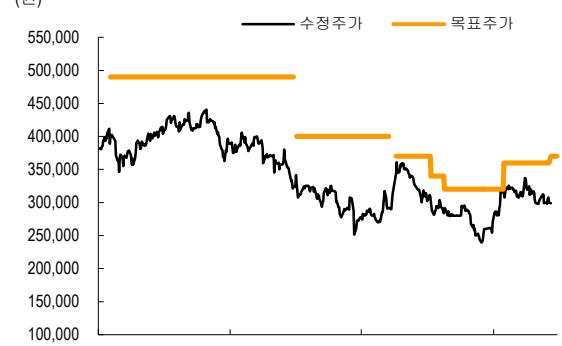
현금흐름표					
월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	59	90	113	145	172
당기순이익(손실)	34	77	115	145	172
비현금성항목등	42	31	40	38	43
유형자산감가상각비	6	6	8	8	9
무형자산상각비	3	2	2	3	3
기타	27	10	8	0	0
운전자본감소(증가)	-13	-5	-18	-5	-5
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-12	2	-12	-11	-9
재고자산감소(증가)	-18	-4	-14	-10	-9
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	10	2	28	13	11
기타	6	-5	-20	3	2
법인세납부	-4	-12	-24	-32	-38
투자활동현금흐름	-25	-78	-79	-13	-11
금융자산감소(증가)	-16	-68	-67	0	0
유형자산감소(증가)	-5	-10	-13	-15	-15
무형자산감소(증가)	-3	-3	-3	-3	-3
기타	-1	3	4	5	7
재무활동현금흐름	-21	-18	-24	0	0
단기금융부채증가(감소)	0	0	0	0	0
장기금융부채증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	-18	-18	-25	0	0
기타	1	0	1	0	0
현금의 증가(감소)	13	-4	7	132	160
기초현금	67	80	76	83	215
기밀현금	80	76	83	215	376
FCF	57	83	98	128	155

자료 : 네오팜, SK증권 추정

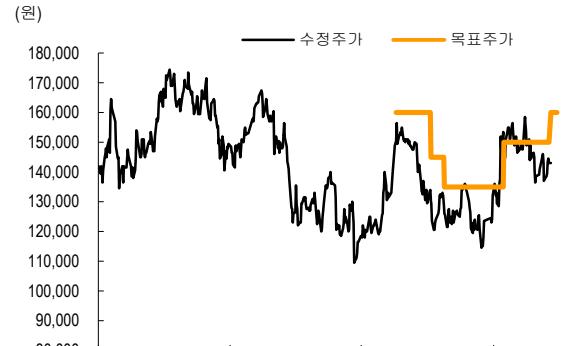
주요투자지표					
월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
성장성 (%)					
매출액	40.5	17.8	25.8	19.2	13.7
영업이익	25.1	52.6	41.9	26.7	18.1
세전계속사업이익	16.2	118.4	48.3	26.2	18.7
EBITDA	21.2	44.5	40.2	25.5	17.4
EPS(계속사업)	32.7	127.2	48.1	26.2	18.7
수익성 (%)					
ROE	10.7	21.8	26.6	26.5	24.4
ROA	8.9	17.8	22.1	22.1	20.7
EBITDA마진	20.0	24.5	27.3	28.8	29.7
안정성 (%)					
유동비율	312.4	434.6	449.6	510.6	585.4
부채비율	23.9	20.6	21.0	19.2	17.3
순차입금/자기자본	-40.1	-62.7	-67.5	-73.2	-77.8
EBITDA/이자비용(배)	9,858.6	0.0	0.0	0.0	0.0
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	457	1,038	1,537	1,940	2,303
BPS	4,372	5,170	6,367	8,282	10,559
CFPS	581	1,149	1,672	2,087	2,460
주당 현금배당금	250	350	0	0	0
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	113.2	38.5	30.7	25.6	21.6
PER(최저)	29.1	23.0	14.9	22.9	19.3
PBR(최고)	11.8	7.7	7.4	6.0	4.7
PBR(최저)	3.0	4.6	3.6	5.4	4.2
PCR	59.7	22.7	28.2	23.8	20.2
EV/EBITDA(최고)	51.9	26.4	22.0	17.8	14.4
EV/EBITDA(최저)	12.0	14.9	-2.2	15.7	12.6

Compliance Notice

아모레퍼시픽(090430/KS)

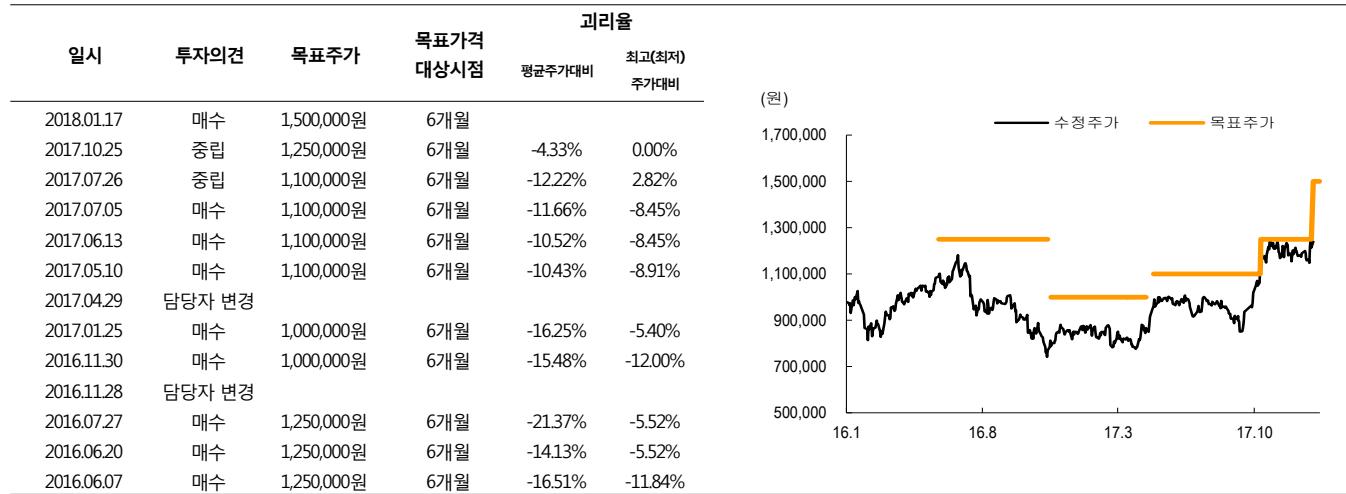
일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	고리율		(원)	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비		
2018.01.17	매수	375,000원	6개월				
2017.10.31	중립	360,000원	6개월	-12.87%	-6.39%		
2017.07.27	중립	320,000원	6개월	-13.51%	2.03%		
2017.07.05	매수	340,000원	6개월	-14.25%	-10.74%		
2017.05.10	매수	370,000원	6개월	-10.42%	-2.43%		
2017.05.01	담당자 변경						
2017.02.03	매수	400,000원	6개월	-25.47%	-16.75%		
2016.11.30	매수	400,000원	6개월	-21.05%	-18.00%		
2016.11.28	담당자 변경						
2016.08.01	매수	490,000원	6개월	-20.19%	-10.00%		
2016.06.07	매수	490,000원	6개월	-17.65%	-10.00%		
2016.05.03	매수	490,000원	6개월	-19.25%	-12.04%		
2016.02.03	매수	490,000원	6개월	-21.15%	-15.41%		

아모레G(002790/KS)

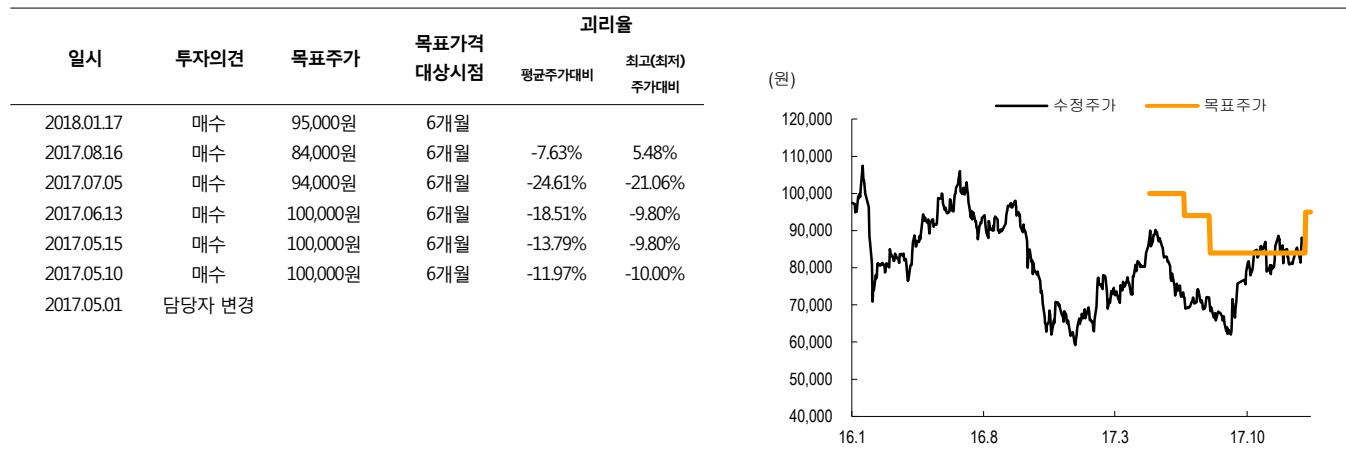
일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	고리율		(원)	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비		
2018.01.17	중립	160,000원	6개월				
2017.10.31	중립	150,000원	6개월	-1.90%	5.67%		
2017.07.27	중립	135,000원	6개월	-5.42%	13.70%		
2017.07.05	중립	145,000원	6개월	-12.09%	-8.28%		
2017.05.10	중립	160,000원	6개월	-9.71%	-2.19%		
2017.05.01	담당자 변경						

Compliance Notice

LG생활건강(051900/KS)

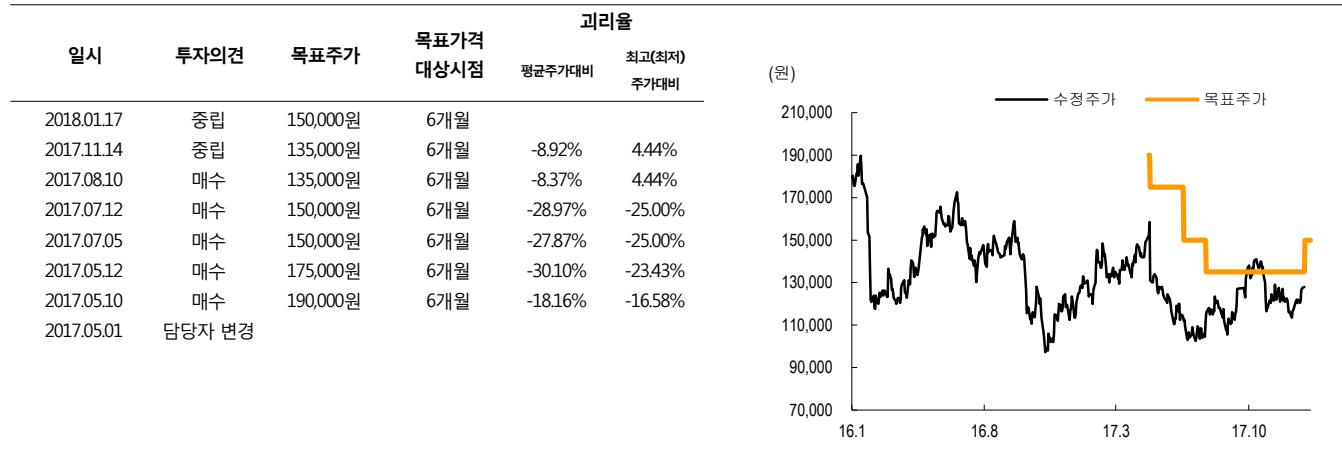


한국콜마(161890/KS)

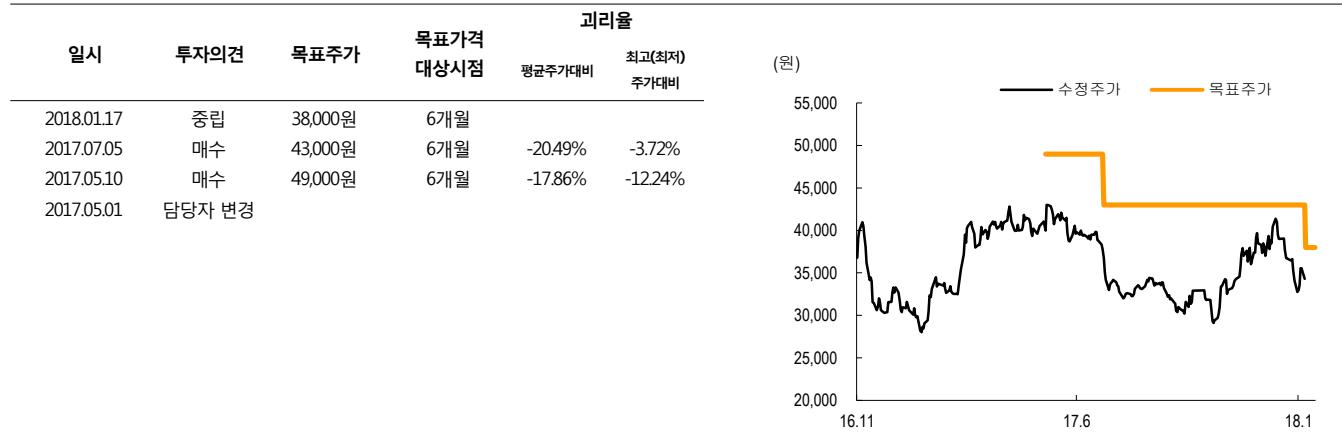


Compliance Notice

코스맥스(192820/KS)

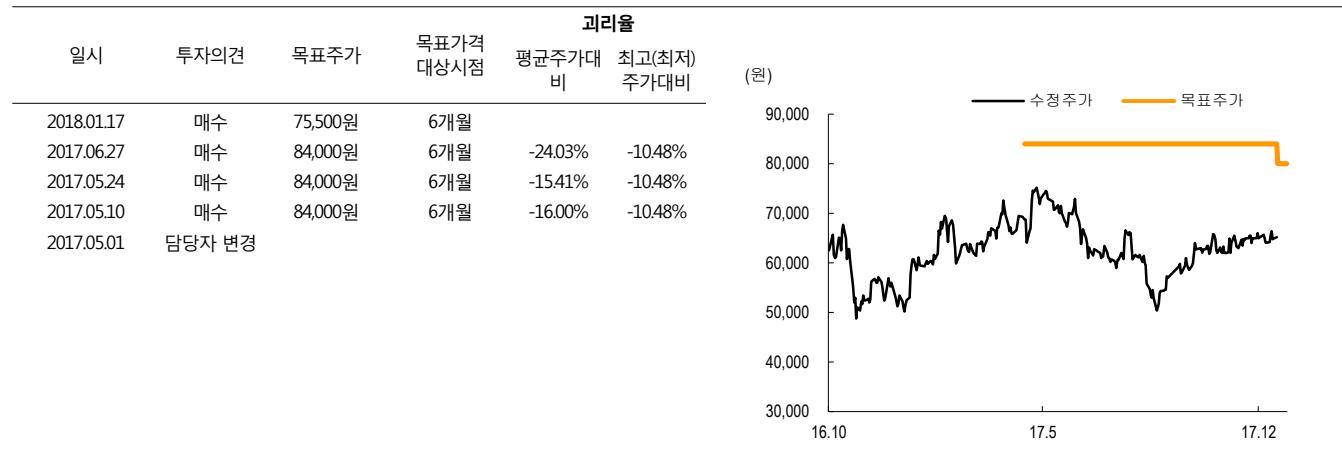


클리오(237880/KQ)

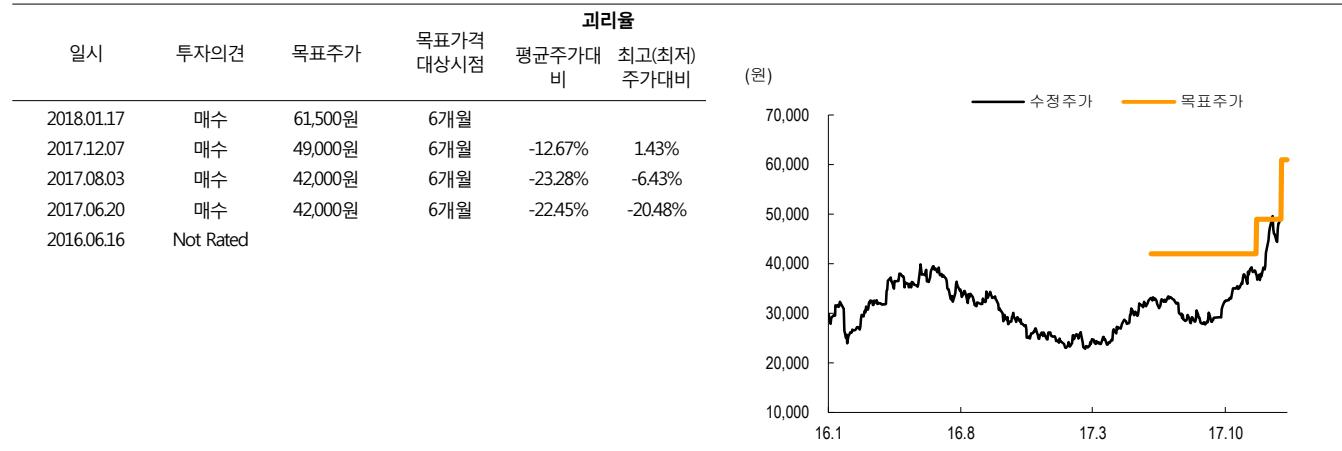


Compliance Notice

코스메카코리아(241710/KQ)

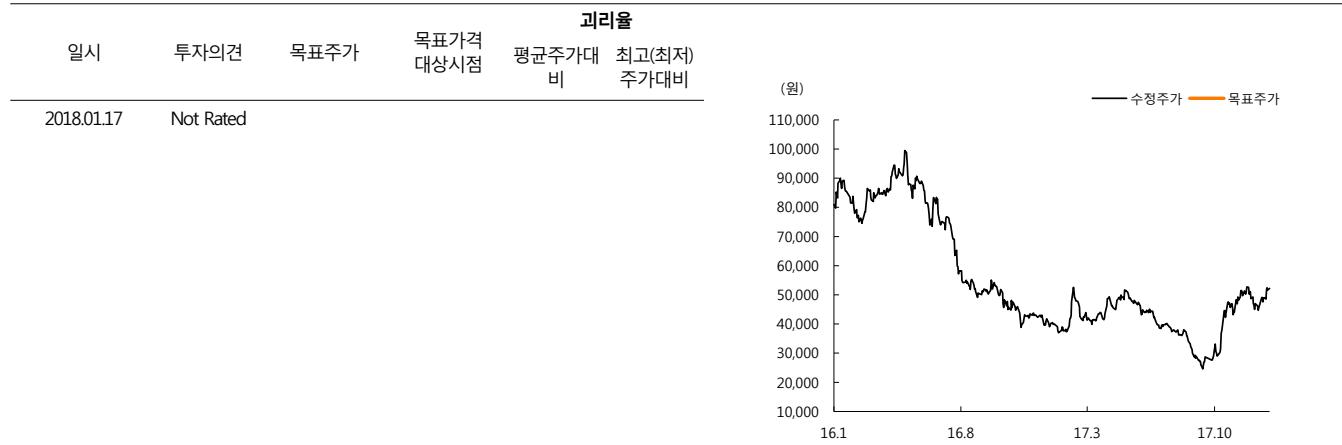


네오팜(092730/KQ)



Compliance Notice

잇츠한불(226320/KS)



에스디생명공학(217480/KQ)

