2018. 7. 6

▲ 유통/화장품
Analyst **양지혜**
02. 6098-6667
jihye.yang@meritz.co.kr

화장품

2Q18 Preview: 턴어라운드의 시작

- ✓ 2 분기 화장품 커버리지 7 개사 실적, 전년동기대비 큰 폭으로 성장 전망
- ✓ 기저효과로 중국인 입국자 수 회복, 화장품 수출액과 면세점 매출은 꾸준히 증가
- ✓ 특히 일부 브랜드들이 폭발적으로 성장하면서 화장품 소매판매액 20%대 높은 성장
- ✓ 중국 중산층의 소비력 확대 흐름 견조한 가운데 낙폭과대 시 매수 기회로 판단함
- ✓ Top-pick LG 생활건강, 관심종목 코스맥스, 한국콜마 제시

Overweight

Top Pick

LG생활건강(051900)	Buy	1,600,000원

관심종목

한국콜마(161890)	Buy	90,000원
코스맥스(192820)	Buy	184,000원

2 분기 화장품 커버리지 7 개사 실적, 전년동기대비 큰 폭으로 성장 전망

메리츠종금증권 추정에 따르면 화장품 업종 커버리지 7 개사의 합산 2 분기 매출액 및 영업이익은 각각 +12.7% YoY, +32.1% YoY 인 5.24 조원, 6,663 억원을 기록할 것으로 추정한다. 다만 아모레퍼시픽과 아모레 G 의 부진으로 시장 컨센서스 대비 매출액은 -4%, 영업이익은 -10.6%를 기록하여 기대치 대비 하회할 전망이다. 아모레퍼시픽과 아모레 G 를 제외하면 시장 컨센서스 대비 매출액 +1%, 영업이익 -0.8%를 기록하여 기대치에 부합할 수 있다. 높은 시장 기대치 대비 부진하기는 하지만 아모레퍼시픽과 아모레 G 의 영업이익 또한 각각 +52.9% YoY, +46.6% YoY 큰 폭으로 증가할 전망이다.

중국 소비력 확대 흐름 견조한 가운데 낙폭과대 시 매수 기회로 판단함

지난해 낮은 기저를 바탕으로 중국인 입국자 수가 회복되고 있으며 화장품 수출액과 면세점 매출 또한 꾸준히 증가하고 있다. 특히 면세점에서 일부 국내 신규 브랜드들이 폭발적으로 성장하면서 국내 화장품 소매판매액이 3 월부터 20%대 높은 성장을 지속하고 있다. 중국 중산층의 소비력 확대와 중장기 글로벌 성장성이라는 큰 방향성이 훼손되지 않은 만큼 펀더멘탈 대비 과도하게 주가가 하락한 화장품 기업들에 대한 매수 기회로 판단한다.

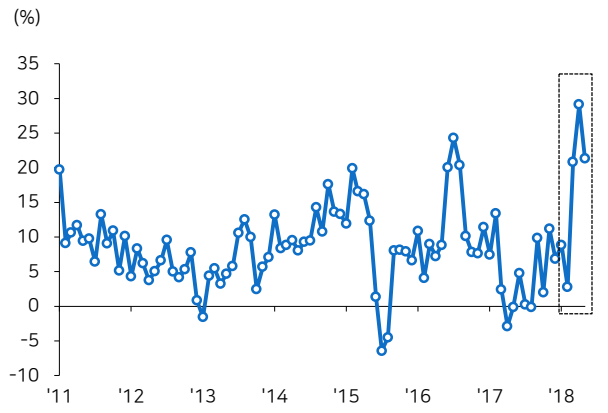
Top-pick LG 생활건강 유지

중국 화장품 시장이 럭셔리 중심으로 고성장하고 있는 가운데 **LG 생활건강 (Buy / TP 1,600,000 원)**의 최대 수혜가 지속될 전망이다. M&A 효과와 중국 현지법인 증설 등으로 하반기 실적 모멘텀이 강화될 것으로 예상되는 **코스맥스 (Buy / TP 184,000 원)**와 **한국콜마 (Buy / TP 90,000 원)**를 관심종목으로 제시한다. 한편 개별 종목 중에서는 쉽게 모방하기 어려운 독보적인 기술 경쟁력을 바탕으로 꾸준한 고성장을 지속하고 있는 **네오팜 (Buy / TP 72,000 원)**과 **애경산업 (Not Rated)**에 대한 관심이 필요하다.

MERITZ 메리츠종금증권

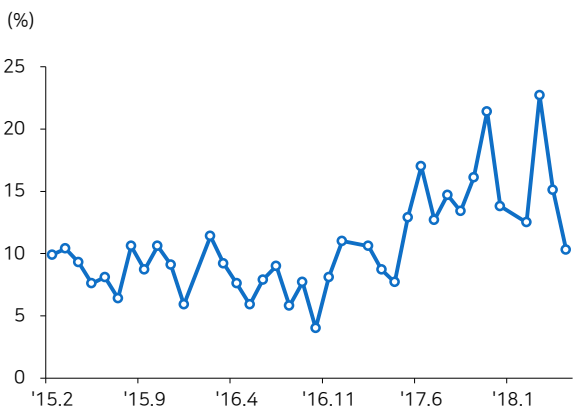
Key Chart

그림1 국내 화장품 소매판매액 증감률 추이 – 5월 21.3% YoY



자료: 통계청, 메리츠종금증권 리서치센터

그림2 중국 화장품 소매판매액 증감률 추이 – 5월 10.3% YoY

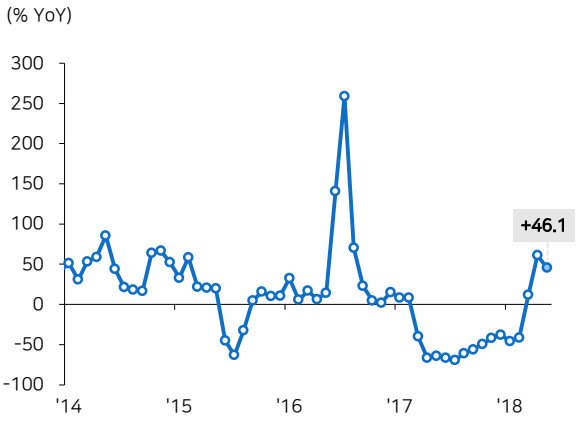


자료: CEIC, 메리츠종금증권 리서치센터

그림3 한국에 입국하는 전체 외국인 입국자 수 증감률 추이

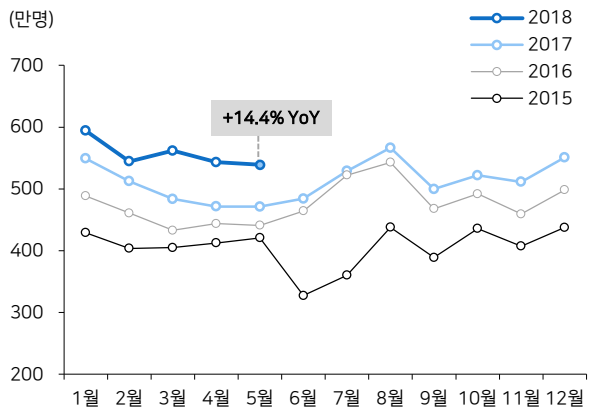
자료: 한국관광공사, 메리츠종금증권 리서치센터

그림4 한국에 입국하는 중국인 입국자 수 증감률 추이



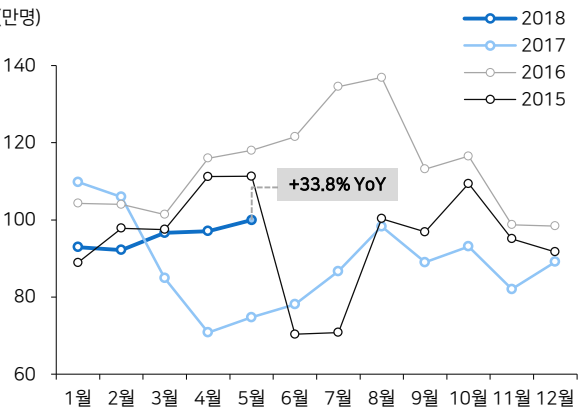
자료: 한국관광공사, 메리츠종금증권 리서치센터

그림5 인천공항 국제선 합산 여객 수송 월별 추이



자료: 인천공항공사, 메리츠종금증권 리서치센터

그림6 인천공항 국제선 중국 여객 수송 월별 추이



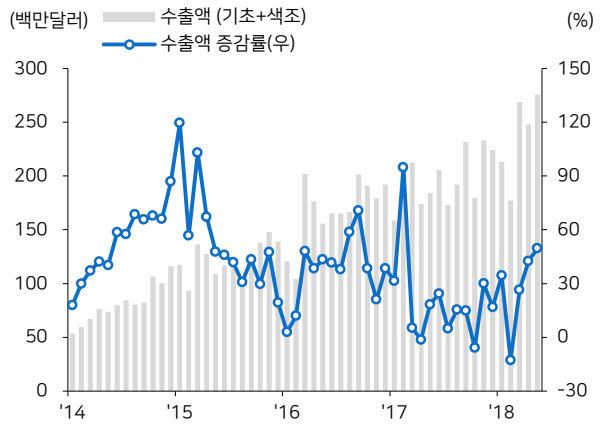
자료: 인천공항공사, 메리츠종금증권 리서치센터

표1 면세점 동향

(천명, 천달러, %)	내국인				외국인				합계			
	인원수	증감률	매출금액	증감률	인원수	증감률	매출금액	증감률	인원수	증감률	매출금액	증감률
2016년 01월	2,423		236,752		1,525		517,385		3,948		754,137	
2016년 02월	2,217		211,662		1,491		490,268		3,708		701,930	
2016년 03월	2,089		212,725		1,610		609,963		3,699		822,688	
2016년 04월	2,220		241,886		1,831		633,957		4,051		875,843	
2016년 05월	2,237		245,607		1,844		625,903		4,081		871,510	
2016년 06월	2,315		245,118		1,842		624,564		4,156		869,682	
2016년 07월	2,413		267,849		1,917		637,508		4,330		905,357	
2016년 08월	2,558		285,522		1,900		682,417		4,459		967,939	
2016년 09월	2,449	*27.7*	277,106	*39.8*	1,711	31.8	666,473	*55.5*	4,160	29.3	943,579	*50.5*
2016년 10월	2,420	*9.2*	267,841	*12.9*	1,846	20.9	728,971	*35.8*	4,266	14.0	996,812	*28.8*
2016년 11월	2,312	*5.2*	251,214	*6.8*	1,519	8.3	666,382	*30.2*	3,832	6.4	917,596	*22.8*
2016년 12월	2,272	*1.5*	247,595	*3.3*	1,595	11.0	733,931	*39.7*	3,867	5.2	981,526	*28.3*
2017년 01월	2,509	*3.6*	260,718	*10.1*	1,682	10.3	708,392	*36.9*	4,191	6.2	969,110	*28.5*
2017년 02월	2,485	*12.1*	257,709	*21.8*	1,633	9.5	882,538	*80.0*	4,118	11.1	1,140,247	*62.4*
2017년 03월	2,534	*21.3*	267,001	*25.5*	1,235	-23.3	664,945	*9.0*	3,768	1.9	931,945	*13.3*
2017년 04월	2,705	*21.9*	299,059	*23.6*	998	*-45.5*	590,151	*-6.9*	3,704	*-8.6*	889,210	*1.5*
2017년 05월	2,579	*15.3*	280,167	*14.1*	1,024	*-44.5*	655,899	*4.8*	3,603	*-11.7*	936,066	*7.4*
2017년 06월	2,628	*13.6*	277,425	*13.2*	1,064	*-42.2*	688,568	*10.2*	3,693	*-11.2*	965,993	*11.1*
2017년 07월	2,636	*9.2*	288,843	*7.8*	1,060	*-44.7*	693,712	*8.8*	3,696	*-14.7*	982,555	*8.5*
2017년 08월	2,694	*5.3*	293,421	*2.8*	1,190	*-37.4*	885,624	*29.8*	3,884	*-12.9*	1,179,045	*21.8*
2017년 09월	2,631	*7.4*	301,056	*8.6*	1,270	*-25.8*	931,213	*39.7*	3,901	*-6.2*	1,232,269	*30.6*
2017년 10월	2,469	*2.0*	269,756	*0.7*	1,222	*-33.8*	848,835	*16.4*	3,691	*-13.5*	1,118,591	*12.2*
2017년 11월	2,521	*9.0*	288,565	*14.9*	1,318	*-13.2*	938,013	*40.8*	3,840	*0.2*	1,226,578	*33.7*
2017년 12월	2,484	*9.3*	292,789	*18.3*	1,416	*-11.3*	939,070	*28.0*	3,899	*0.8*	1,231,859	*25.5*
2018년 01월	2,681	6.9	310,715	19.2	1,346	-20.0	1,069,343	51.0	4,027	-3.9	1,380,058	42.4
2018년 02월	2,252	*-9.4*	276,201	*7.2*	1,292	*-20.9*	910,758	*3.2*	3,544	*-13.9*	1,186,959	*4.1*
2018년 03월	2,511	*-0.9*	295,434	*10.6*	1,578	*27.9*	1,264,655	*90.2*	4,089	*8.5*	1,560,089	*67.4*
2018년 04월	2,513	*-7.1*	315,053	*5.3*	1,619	*62.2*	1,209,180	*104.9*	4,132	*11.6*	1,524,234	*71.4*
2018년 05월	**2,584**	***0.2***	**323,141**	***15.3***	**1,583**	***54.6***	**1,167,402**	***78.0***	**4,168**	***15.7***	**1,490,543**	***59.2***
2009	12,853		1,441,700		8,410		1,592,700		21,263		3,034,400	
2010	15,255	*18.7*	2,167,500	*50.3*	8,178	-2.8	1,749,700	*9.9*	23,433	10.2	3,917,200	*29.1*
2011	16,427	*7.7*	2,416,800	*11.5*	9,872	20.7	2,445,900	*39.8*	26,299	12.2	4,862,700	*24.1*
2012	16,834	*2.5*	2,367,800	*-2.0*	12,002	21.6	3,240,100	*32.5*	28,836	9.6	5,607,900	*15.3*
2013	17,146	*1.9*	2,342,900	*-1.1*	12,437	3.6	3,897,600	*20.3*	29,583	2.6	6,240,500	*11.3*
2014	18,557	*8.2*	2,451,800	*4.6*	15,766	26.8	5,451,400	*39.9*	34,323	16.0	7,903,200	*26.6*
2015	24,587	*32.5*	2,725,700	*11.2*	16,081	2.0	5,416,900	*-0.6*	40,668	18.5	8,142,600	*3.0*
2016	27,925	*13.6*	2,990,877	*9.7*	20,632	28.3	7,617,723	*40.6*	48,556	19.4	10,608,600	*30.3*
2017	**30,876**	***10.6***	**3,376,523**	***12.9***	**15,111**	***-26.8***	**9,426,960**	***23.8***	**45,987**	***-5.3***	**12,803,482**	***20.7***

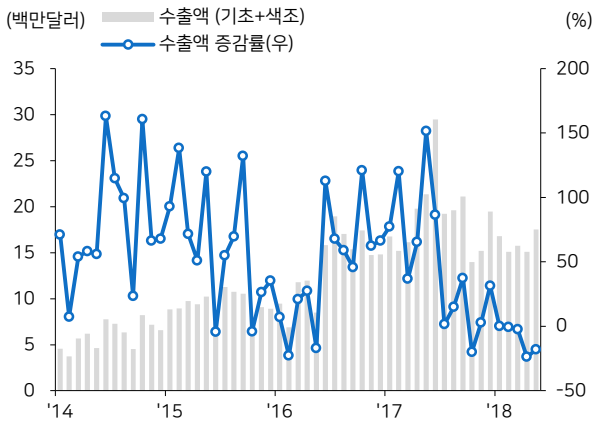
자료: 한국면세점협회, 메리츠종금증권 리서치센터

그림7 화장품 전체 수출액 및 증가율 - 6월 32.6% (잠정)



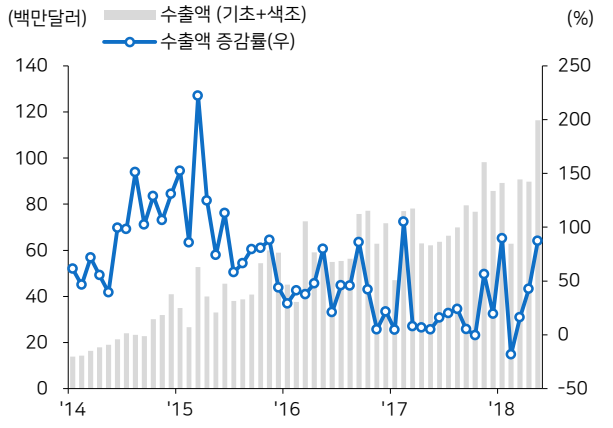
자료: 한국무역협회, 메리츠종금증권 리서치센터

그림8 화장품 미국향 수출액 및 증가율 - 5월 -17.9%



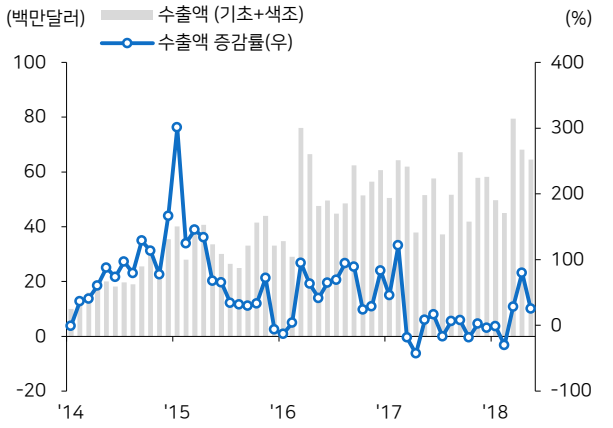
자료: 한국무역협회, 메리츠종금증권 리서치센터

그림9 화장품 중국향 수출액 및 증가율 - 6월 80.0% (잠정)



자료: 한국무역협회, 메리츠종금증권 리서치센터

그림10 화장품 홍콩향 수출액 및 증가율 - 6월 23.1% (잠정)



자료: 한국무역협회, 메리츠종금증권 리서치센터

국내 및 글로벌 화장품 기업 Peers Comparison

표2 국내 화장품 기업 Peers Comparison

		LG생활건강	아모레퍼시픽	아모레G	한국콜마	코스맥스	네오팜	코스메카코리아
Ticker		051900 KS	090430 KS	002790 KS	161890 KS	192820 KS	092730 KS	241710 KS
현재주가 (7/5)	(원)	1,354,000	291,000	108,500	146,000	77,100	57,200	34,000
시가총액	(십억원)	21,147.0	17,011.4	8,946.7	1,467.2	1,627.2	426.8	363.1
절대수익률 (%)								
	1M	-2.5	-9.9	-11.9	-11.2	5.3	7.6	-2.4
	3M	5.1	-12.0	-25.7	0.3	-2.1	-2.7	8.1
	6M	13.8	-0.7	-18.6	24.9	-3.9	25.8	6.4
	1Y	36.3	-3.3	-16.6	32.9	12.5	86.7	2.1
	YTD	11.7	-2.5	-20.9	28.6	-1.5	23.0	4.9
초과수익률 (%p)								
	1M	-1.8	-9.2	-11.2	-10.6	6.0	8.3	-1.8
	3M	0.9	-16.3	-29.9	-3.9	-6.3	-7.0	3.8
	6M	12.8	-1.6	-19.6	23.9	-4.9	24.9	5.4
	1Y	22.4	-17.2	-30.5	19.1	-1.4	72.8	-11.8
	YTD	9.2	-4.9	-23.4	26.2	-3.9	20.6	2.5
PER (X)								
	2017	31.6	46.8	58.1	36.6	62.4	30.4	34.9
	2018E	29.8	39.7	41.4	32.7	46.1	26.4	32.1
	2019E	26.5	34.7	36.6	26.4	36.7	21.3	27.6
PBR (X)								
	2017	7.0	5.1	4.2	5.7	5.4	7.4	3.1
	2018E	6.9	4.8	3.3	4.2	6.2	7.1	2.9
	2019E	5.9	4.4	3.1	3.6	5.4	5.8	2.7
ROE (%)								
	2017	21.9	9.8	7.0	16.4	8.8	26.8	9.1
	2018E	23.0	11.0	7.8	14.7	14.3	29.9	9.6
	2019E	21.8	11.5	8.2	14.7	15.6	29.9	10.2
매출액 성장률 (%)								
	2017	2.9	-9.2	-10.0	23.1	16.8	26.4	10.4
	2018E	6.3	4.9	1.5	56.4	37.2	25.7	43.8
	2019E	7.3	11.3	11.1	24.3	16.9	23.1	28.6
영업이익 성장률 (%)								
	2017	5.6	-29.7	-32.4	-8.7	-33.3	45.8	-16.0
	2018E	12.4	8.7	6.9	44.6	27.6	35.0	8.2
	2019E	11.4	13.6	12.7	29.4	23.4	26.5	30.3
순이익 성장률 (%)								
	2017	6.8	-38.4	-40.8	-10.9	-45.7	50.6	-13.9
	2018E	24.2	21.0	19.3	18.0	76.7	37.1	15.2
	2019E	12.5	14.6	13.2	28.3	25.1	23.9	15.8
영업이익률 (%)								
	2017	14.8	11.6	12.1	8.2	4.0	26.1	6.0
	2018E	15.7	12.1	12.8	7.5	3.7	28.0	4.5
	2019E	16.3	12.3	13.0	7.9	3.9	28.8	4.6
순이익률 (%)								
	2017	9.7	7.7	3.4	5.8	2.1	21.6	5.4
	2018E	11.3	8.9	4.0	4.3	2.8	23.6	4.3
	2019E	11.8	9.1	4.0	4.5	2.9	23.7	3.9

자료: Bloomberg, 메리츠종금증권 리서치센터

표3 글로벌 화장품 기업 Peers Comparison

		L'OREAL	LVMH	ESTEE LAUDER	UNILEVER	SHISEIDO	KOSE	SHANGHAI JAHWA
Ticker		OR FP	MC FP	EL US	ULVR LN	4911 JP	4922 JP	600315 CH
국가		프랑스	프랑스	미국	영국	일본	일본	중국
현재주가 (7/4)	(달러)	243	330	142	56	74	204	6
시가총액	(백만달러)	136,769.1	166,713.2	52,101.2	163,635.5	29,516.5	12,381.4	3,836.5
절대수익률 (%)								
	1M	1.2	-6.6	-4.3	1.1	0.4	1.9	-16.5
	3M	15.1	12.5	-4.7	7.3	23.2	0.3	-7.0
	6M	16.5	17.2	10.1	5.4	56.0	29.0	9.4
	1Y	18.5	31.6	49.9	4.9	123.1	95.5	22.7
	YTD	16.2	17.3	12.1	4.0	58.1	32.0	3.0
초과수익률 (%p)								
	1M	1.9	-6.0	-3.7	1.7	1.0	2.6	-15.8
	3M	10.8	8.2	-9.0	3.1	18.9	-4.0	-11.3
	6M	15.5	16.2	9.1	4.4	55.0	28.1	8.5
	1Y	4.6	17.7	36.0	-9.0	109.2	81.6	8.8
	YTD	13.8	14.8	9.7	1.5	55.7	29.6	0.6
PER (X)								
	2017	27.1	24.0	25.9	21.5	95.6	26.5	63.6
	2018E	30.3	24.6	31.8	20.7	44.5	36.8	46.1
	2019E	28.3	22.4	28.2	19.0	36.0	32.2	35.5
PBR (X)								
	2017	4.2	4.3	8.1	9.3	5.1	3.5	4.6
	2018E	4.4	4.4	11.3	10.2	6.9	6.2	4.4
	2019E	4.1	4.0	10.2	10.2	6.0	5.5	4.1
ROE (%)								
	2017	14.5	18.6	31.4	40.4	5.6	13.9	7.3
	2018E	14.9	17.8	33.4	40.8	1.5	16.9	7.5
	2019E	14.9	18.8	35.4	47.7	16.6	18.1	9.5
매출액 성장률 (%)								
	2017	6.6	15.7	5.0	4.0	14.3	21.6	7.1
	2018E	5.2	11.3	15.5	-0.4	9.4	22.3	21.4
	2019E	5.2	6.9	7.5	1.6	8.9	9.3	20.4
영업이익 성장률 (%)								
	2017	17.0	20.0	3.8	15.6	111.6	25.5	45.1
	2018E	10.1	18.7	-83.7	9.3	46.8	40.4	91.1
	2019E	6.6	7.7	11.0	3.4	20.5	12.6	33.0
순이익 성장률 (%)								
	2017	17.7	31.5	12.0	19.2	-31.4	28.8	90.8
	2018E	11.8	19.1	-12.2	7.7	223.9	57.5	44.8
	2019E	6.8	9.6	68.3	-4.2	24.6	14.5	30.9
영업이익률 (%)								
	2017	17.3	19.0	118.0	16.9	8.0	14.7	5.7
	2018E	18.1	20.3	16.6	18.5	10.7	16.9	9.0
	2019E	18.3	20.5	17.2	18.9	11.9	17.4	9.9
순이익률 (%)								
	2017	13.8	12.0	10.6	11.3	2.3	8.1	6.1
	2018E	14.6	12.9	8.0	12.2	6.7	10.5	7.2
	2019E	14.9	13.2	12.6	11.5	7.7	11.0	7.9

자료: Bloomberg, 메리츠종금증권 리서치센터

Industry Brief
2018. 7. 6

LG 생활건강 051900

2Q18 Preview: 럭셔리 화장품 호조

- ✓ 2Q 영업이익 2,640억원 (+13.6% YoY) 기록하여 시장 컨센서스 충족할 전망
- ✓ 하반기에도 중국 럭셔리 화장품 시장의 고성장 수혜 전망
- ✓ 국내에서도 Small Brand들에 대한 M&A와 전략적 제휴로 안정적 성장
- ✓ 자체적인 브랜드 경쟁력 강화로 화장품 부분의 이익 기여도 75%까지 확대
- ✓ 투자의견 Buy와 적정주가 1,600,000원 유지

▲ 유통/화장품
Analyst **양지혜**
02. 6098-6667
jihye.yang@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12 개월)	1,600,000 원
현재주가 (7.5)	1,354,000 원
상승여력	18.2%

KOSPI	2,257.55pt
시가총액	211,470억원
발행주식수	1,562만주
유동주식비율	59.83%
외국인비중	46.55%
52주 최고/최저가	1,480,000원/851,000원
평균거래대금	375.9억원
주요주주(%)	
LG 외 1 인	34.03
국민연금	6.76

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-2.0	16.9	39.3
상대주가	6.6	29.4	47.4

주가그래프

2 분기 시장 컨센서스 충족할 전망

LG 생활건강의 2 분기 실적은 매출액 1 조 6,500 억원 (+7.8% YoY)와 영업이익 2,640 억원 (+13.6% YoY)를 기록하여 시장 컨센서스 (매출액 1 조 6,760 억원, 영업이익 2,679 억원)를 충족할 전망이다. 화장품 부문에서 지난해 2 분기 낮은 기저를 바탕으로 면세점 성장률 강화 (+35% YoY 추정)가 예상되며 중국 현지법인에서도 럭셔리 브랜드인 후와 숨의 높은 성장이 지속될 것으로 판단한다. 한편 생활용품 부문은 중국 소비 관련 헤어케어와 바디케어가 점진적으로 정상화되면서 역신장폭이 축소되고 음료 부문은 4~5 월 비우호적인 날씨로 부진이 예상된다. 3 분기에도 중국 럭셔리 소비 확대에 따른 화장품 부문의 호실적 모멘텀이 지속될 전망이며 4 분기에는 생활용품 등의 턴어라운드가 기대된다.

투자의견 Buy 와 적정주가 1,600,000 원 유지

LG 생활건강은 2013 년 이후 M&A 모멘텀이 소멸되면서 화장품업종 내 할인되어 거래되었지만 자체적인 브랜드 경쟁력 강화로 화장품 부분의 이익 기여도가 75%까지 확대되어 점진적으로 화장품업종 평균 수준 (PER 35 배)의 밸류에이션을 충분히 적용 받을 수 있다고 판단한다. LG 생활건강은 중국 럭셔리 소비 성장과 국내 Small 브랜드 확대 흐름에 적극적으로 대응하여 안정적인 실적을 이어가고 있다. 따라서 LG 생활건강에 대해 투자의견 Buy, 적정주가 1,600,000 원과 화장품 업종 Top-pick 으로 유지한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2016	6,094.1	880.9	568.2	35,369	22.8	142,927	24.2	6.0	14.9	24.9	71.8
2017	6,270.5	930.4	606.7	37,628	6.4	169,155	31.6	7.0	18.9	21.9	55.0
2018E	6,667.6	1,045.7	753.8	46,804	24.4	201,479	29.8	6.9	19.5	23.0	45.0
2019E	7,154.6	1,164.8	847.8	52,606	12.4	237,577	26.5	5.9	17.1	21.8	37.6
2020E	7,583.8	1,290.9	932.5	57,780	9.8	276,695	24.2	5.0	15.0	20.5	31.6

표4 2Q18 Earnings Preview

(십억원)	2Q18E	2Q17	(% YoY)	1Q18	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	**1,650.0**	1,530.1	7.8	1,659.2	-0.6	1,676.0	-1.6
영업이익	**264.0**	232.5	13.6	283.7	-6.9	267.9	-1.5
세전이익	**262.5**	220.3	19.2	267.0	-1.7	262.2	0.1
지배주주순이익	**191.8**	164.6	16.5	193.7	-1.0	193.5	-0.9

자료: 메리츠종금증권 리서치센터

표5 추정치 변경 내역

(십억원)	수정 전		수정 후		변화율 (%)	
	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
매출액	6,708.8	7,195.7	**6,667.6**	**7,154.6**	-0.6	-0.6
영업이익	1,038.6	1,164.2	**1,045.7**	**1,164.8**	0.7	0.1
당기순이익	748.7	847.3	**753.8**	**847.8**	0.7	0.1

자료: 메리츠종금증권 리서치센터

표6 LG생활건강 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원)	2016	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	2017	1Q18	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2018E
매출액	**6,094.1**	**1,558.6**	**1,488.1**	**1,570.8**	**1,487.6**	**6,105.1**	**1,659.2**	**1,650.0**	**1,715.8**	**1,642.6**	**6,667.6**
증가율 (% YoY)	*14.4*	*2.6*	*-4.2*	*0.5*	*2.1*	*0.2*	*6.5*	*10.9*	*9.2*	*10.4*	*9.2*
생활용품	1,594.5	413.3	358.7	421.7	324.0	1,517.7	394.7	368.8	444.0	351.7	1,559.2
화장품	3,155.6	845.6	773.8	772.4	888.1	3,279.9	947.7	907.7	870.8	994.0	3,720.3
음료	1,344.0	299.8	355.6	376.7	275.6	1,307.7	316.8	373.5	401.0	296.8	1,388.1
증가율 (% YoY)											
생활용품	*5.4*	*-1.4*	*-4.0*	*-4.0*	*-10.6*	*-4.8*	*-4.5*	*2.8*	*5.3*	*8.6*	*2.7*
화장품	*24.6*	*6.2*	*-5.6*	*4.2*	*11.3*	*3.9*	*12.1*	*17.3*	*12.7*	*11.9*	*13.4*
음료	*4.8*	*-1.3*	*-1.3*	*-1.5*	*-7.3*	*-2.7*	*5.7*	*5.0*	*6.5*	*7.7*	*6.1*
% of Sales											
생활용품	26.2	13.3	10.5	15.7	2.4	11.0	10.6	9.6	14.8	5.0	10.3
화장품	51.8	20.9	19.3	18.2	19.0	19.4	22.4	20.0	19.0	19.5	20.2
음료	22.1	9.4	12.7	12.1	3.0	9.2	9.4	12.0	11.6	4.0	9.6
매출원가	**2,434.0**	**659.2**	**650.5**	**695.1**	**604.8**	**2,609.6**	**670.0**	**643.5**	**698.3**	**591.3**	**2,603.2**
증가율 (% YoY)	9.3	9.5	6.2	8.2	4.9	7.2	1.6	-1.1	0.5	-2.2	-0.2
% of Sales	39.9	42.3	41.3	41.8	37.9	40.9	40.4	39.0	40.7	36.0	39.0
판관비	**2,779.1**	**639.7**	**605.3**	**622.8**	**697.7**	**2,565.5**	**705.5**	**742.5**	**741.2**	**829.5**	**3,018.8**
증가율 (% YoY)	15.0	-6.5	-15.4	-8.0	-0.7	-7.7	10.3	22.7	19.0	18.9	17.7
% of Sales	45.6	41.0	40.7	39.6	46.9	42.0	42.5	45.0	43.2	50.5	45.3
영업이익	**881.0**	**259.8**	**232.3**	**252.9**	**185.1**	**930.1**	**283.7**	**264.0**	**276.2**	**221.7**	**1,045.7**
증가율 (% YoY)	28.8	11.3	3.1	3.6	4.0	5.6	9.2	13.6	9.2	19.8	12.4
% of Sales	14.5	16.7	15.6	16.1	12.4	15.2	17.1	16.0	16.1	13.5	15.7
생활용품	186.9	55.0	37.7	66.2	8.2	167.0	41.9	35.4	65.7	17.6	160.6
화장품	578.1	176.5	149.3	140.6	169.7	636.1	212.0	181.5	165.5	193.8	752.8
음료	115.9	28.3	45.2	45.6	8.2	127.2	29.8	44.8	46.5	10.4	131.5
% of Sales											
생활용품	11.7	13.3	10.5	15.7	2.4	11.0	10.6	9.6	14.8	5.0	10.3
화장품	18.3	20.9	19.3	18.2	19.0	19.4	22.4	20.0	19.0	19.5	20.2
음료	8.6	9.4	12.7	12.1	3.0	9.7	9.4	12.0	11.6	3.5	9.5

자료: LG생활건강, 메리츠종금증권 리서치센터

표7 LG생활건강 브랜드별 세부 매출액 추이 및 전망

(십억원)	2016	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	2017	1Q18	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2018E
생활용품사업부	**1,594.5**	**413.3**	**358.7**	**421.7**	**324.0**	**1,517.7**	**394.7**	**368.8**	**444.0**	**351.7**	**1,559.2**
증가율 (% YoY)	*5.4*	*-1.4*	*-4.0*	*-4.0*	*-10.6*	*-4.8*	*-4.5*	*2.8*	*5.3*	*8.6*	*2.7*
Oral Health	189.6	48.8	44.0	47.9	47.4	188.1	49.3	44.9	48.4	48.3	191.0
증가율 (% YoY)	*3.9*	*-3.0*	*-6.5*	*2.9*	*3.8*	*-0.8*	*1.2*	*2.0*	*1.0*	*2.0*	*1.5*
Hair Care	254.6	68.2	57.8	55.3	47.4	228.8	50.5	60.7	59.2	51.2	221.7
증가율 (% YoY)	*0.3*	*-2.0*	*-6.8*	*-14.9*	*-18.2*	*-10.1*	*-25.9*	*5.0*	*7.0*	*8.0*	*-3.1*
Skin Care	123.3	29.3	26.1	36.6	36.5	128.6	29.2	26.1	37.0	36.5	128.8
증가율 (% YoY)	*23.0*	*4.5*	*-2.9*	*6.8*	*7.1*	*4.3*	*-0.5*	*0.0*	*1.0*	*0.0*	*0.2*
Laundry Detergent	144.5	36.8	34.3	35.3	30.3	136.8	32.4	30.2	33.5	31.0	127.1
증가율 (% YoY)	*4.0*	*7.0*	*-2.3*	*-9.7*	*-15.4*	*-5.3*	*-12.0*	*-12.0*	*-5.0*	*2.0*	*-7.1*
Fabric Softener	102.3	25.6	23.9	27.9	22.5	99.9	22.1	20.3	26.5	23.2	92.1
증가율 (% YoY)	*6.3*	*5.4*	*-3.2*	*2.4*	*-13.7*	*-2.3*	*-13.7*	*-15.0*	*-5.0*	*3.0*	*-7.8*
Dishwashing Detergent	66.6	16.5	15.3	18.3	15.3	65.5	16.2	14.8	18.5	15.8	65.3
증가율 (% YoY)	*3.2*	*-1.4*	*-6.9*	*9.6*	*-7.9*	*-1.6*	*-2.1*	*-3.0*	*1.0*	*3.0*	*-0.3*
Others	713.6	188.1	171.7	214.4	141.5	715.7	195.0	171.7	220.8	145.8	733.3
증가율 (% YoY)	*5.4*	*-3.9*	*6.3*	*1.9*	*-3.1*	*0.3*	*3.7*	*0.0*	*3.0*	*3.0*	*2.5*
화장품사업부	**3,155.6**	**845.6**	**773.8**	**772.4**	**888.1**	**3,279.9**	**947.7**	**907.7**	**870.8**	**994.0**	**3,720.3**
증가율 (% YoY)	*24.6*	*6.2*	*-5.6*	*4.2*	*11.3*	*3.9*	*12.1*	*17.3*	*12.7*	*11.9*	*13.4*
Whoo (S/03)	1,201.0	346.7	291.4	350.5	433.2	1,421.7	469.1	413.8	427.6	511.2	1,821.6
증가율 (% YoY)	*48.6*	*18.9*	*-7.7*	*25.4*	*37.9*	*18.4*	*35.3*	*42.0*	*22.0*	*18.0*	*28.1*
O HUI (F/97)	169.9	43.1	37.5	31.9	34.1	146.6	37.9	39.4	32.6	34.4	144.3
증가율 (% YoY)	*3.6*	*-11.3*	*-21.1*	*-13.9*	*-7.1*	*-13.7*	*-12.1*	*5.0*	*2.0*	*1.0*	*-1.6*
SU:M (Oct/07)	343.0	98.1	98.4	85.7	98.7	380.8	104.2	110.2	91.7	108.5	414.7
증가율 (% YoY)	*82.3*	*23.1*	*2.6*	*-0.4*	*21.3*	*11.0*	*6.3*	*12.0*	*7.0*	*10.0*	*8.9*
Belif (Aug/10)	98.7	27.1	27.3	23.4	27.8	105.6	25.6	27.6	24.1	28.4	105.6
증가율 (% YoY)	*13.4*	*9.6*	*7.6*	*5.0*	*5.6*	*7.0*	*-5.4*	*1.0*	*3.0*	*2.0*	*0.1*
Luxury Others	355.3	72.7	85.2	52.2	70.9	280.9	71.1	82.6	52.7	72.3	278.6
증가율 (% YoY)	*19.8*	*-10.5*	*-5.6*	*-34.2*	*-32.2*	*-20.9*	*-2.3*	*-3.0*	*1.0*	*2.0*	*-0.8*
Luxury	**2,167.8**	**587.7**	**539.8**	**543.6**	**664.6**	**2,335.7**	**707.9**	**673.6**	**628.6**	**754.8**	**2,764.9**
증가율 (% YoY)	*40.4*	*11.8*	*-6.1*	*7.8*	*18.0*	*7.7*	*20.5*	*24.8*	*15.6*	*13.6*	*18.4*
Premium	**987.8**	**257.9**	**241.4**	**235.2**	**232.3**	**966.8**	**239.8**	**234.1**	**242.3**	**239.3**	**955.4**
증가율 (% YoY)	*-0.2*	*-4.8*	*-1.5*	*-0.9*	*-0.9*	*-2.1*	*-7.0*	*-3.0*	*3.0*	*3.0*	*-1.2*
음료사업부	**1,344.0**	**299.8**	**355.6**	**376.7**	**275.6**	**1,307.7**	**316.8**	**373.5**	**401.0**	**296.8**	**1,388.1**
증가율 (% YoY)	*4.8*	*-1.3*	*-1.3*	*-1.5*	*-7.3*	*-2.7*	*5.7*	*5.0*	*6.5*	*7.7*	*6.1*
Coca-Cola TM	546.5	132.5	145.4	151.3	129.2	558.4	144.1	146.1	152.8	131.8	574.9
증가율 (% YoY)	*8.2*	*1.0*	*5.1*	*2.7*	*-0.4*	*2.2*	*8.8*	*0.5*	*1.0*	*2.0*	*2.9*
Cider (Kin/ DK/ Sprite)	98.6	24.0	28.6	28.8	22.8	104.2	25.0	28.8	30.2	23.5	107.6
증가율 (% YoY)	*1.7*	*6.7*	*7.1*	*10.6*	*-2.8*	*5.6*	*4.3*	*1.0*	*5.0*	*3.0*	*3.3*
CSD Others	150.6	31.5	41.0	43.0	29.3	144.7	31.4	36.9	38.7	26.4	133.2
증가율 (% YoY)	*9.8*	*-4.0*	*-6.1*	*-1.5*	*-4.4*	*-4.0*	*-0.4*	*-10.0*	*-10.0*	*-10.0*	*-7.9*
CSD Total	**795.8**	**188.0**	**214.9**	**223.1**	**181.3**	**807.2**	**200.5**	**211.8**	**221.7**	**181.6**	**815.7**
증가율 (% YoY)	*7.6*	*0.8*	*3.0*	*2.8*	*-1.4*	*1.4*	*6.7*	*-1.4*	*-0.6*	*0.2*	*1.0*
Juice	224.1	49.8	61.6	64.6	43.1	219.1	49.7	61.6	65.9	43.9	221.2
증가율 (% YoY)	*-3.2*	*-4.2*	*-2.3*	*3.0*	*-7.2*	*-2.3*	*-0.1*	*0.0*	*2.0*	*2.0*	*1.0*
Coffee	100.9	19.2	28.2	32.7	24.0	104.1	20.0	28.5	35.0	25.2	108.6
증가율 (% YoY)	*3.9*	*-7.1*	*8.6*	*14.0*	*-6.1*	*3.2*	*4.0*	*1.0*	*7.0*	*5.0*	*4.4*
Hydration (Sports)	75.3	15.6	33.8	35.1	16.4	100.9	17.4	35.5	40.3	18.9	112.1
증가율 (% YoY)	*1.7*	*46.7*	*46.6*	*20.6*	*31.3*	*34.0*	*11.8*	*5.0*	*15.0*	*15.0*	*11.1*
Water	82.1	16.5	23.7	24.0	16.7	80.9	18.1	23.9	25.2	17.2	84.4
증가율 (% YoY)	*2.8*	*-4.7*	*6.0*	*-8.9*	*4.0*	*-1.5*	*9.5*	*1.0*	*5.0*	*3.0*	*4.3*
NCSD Others	26.8	5.1	7.1	7.9	5.3	25.4	5.1	6.4	7.1	4.7	23.3
증가율 (% YoY)	*10.6*	*-6.8*	*4.3*	*-10.4*	*-6.7*	*-5.1*	*-0.5*	*-10.0*	*-10.0*	*-10.0*	*-8.1*
NON-CSD Total	**509.1**	**106.1**	**154.4**	**164.3**	**105.4**	**530.3**	**110.2**	**155.9**	**173.6**	**109.9**	**549.7**
증가율 (% YoY)	*0.5*	*0.1*	*9.3*	*5.5*	*-0.7*	*4.2*	*3.9*	*1.0*	*5.6*	*4.3*	*3.7*
Others	**39.1**	**5.7**	**6.4**	**6.7**	**6.2**	**24.9**	**6.0**	**5.7**	**5.7**	**5.2**	**22.7**
증가율 (% YoY)	*7.4*	*-49.3*	*-38.9*	*-32.7*	*-17.3*	*-36.2*	*5.7*	*-10.0*	*-15.0*	*-15.0*	*-9.0*

자료: LG생활건강, 메리츠종금증권 리서치센터

LG생활건강 (051900)

Income Statement

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	**6,094.1**	**6,270.5**	**6,667.6**	**7,154.6**	**7,583.8**
매출액증가율 (%)	14.4	2.9	6.3	7.3	6.0
매출원가	2,434.0	2,460.9	2,603.2	2,771.8	2,881.9
매출총이익	3,660.0	3,809.5	4,064.4	4,382.8	4,702.0
판매관리비	2,779.1	2,879.2	3,018.8	3,218.0	3,411.0
영업이익	**880.9**	**930.4**	**1,045.7**	**1,164.8**	**1,290.9**
영업이익률	14.5	14.8	15.7	16.3	17.0
금융손익	-16.1	-11.1	-5.7	-0.1	6.0
종속/관계기업손익	7.3	1.3	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-119.4	-59.1	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	752.7	861.4	1,040.0	1,164.7	1,297.0
법인세비용	173.5	242.9	271.4	300.2	346.2
당기순이익	**579.2**	**618.6**	**768.6**	**864.4**	**950.8**
지배주주지분 순이익	568.2	606.7	753.8	847.8	932.5

Statement of Cash Flow

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	**713.4**	**735.5**	**914.6**	**1,001.7**	**1,100.5**
당기순이익(손실)	579.2	618.6	768.6	864.4	950.8
유형자산상각비	115.7	127.1	127.8	146.9	163.9
무형자산상각비	18.0	19.3	17.0	16.6	16.2
운전자본의 증감	-135.2	-108.3	1.2	-26.3	-30.4
투자활동 현금흐름	**-405.5**	**-333.8**	**-307.5**	**-309.2**	**-308.2**
유형자산의증가(CAPEX)	-331.6	-284.2	-300.0	-300.0	-300.0
투자자산의감소(증가)	-2.2	-37.1	-6.5	-7.9	-7.0
재무활동 현금흐름	**-367.1**	**-351.1**	**-260.9**	**-291.1**	**-318.2**
차입금의 증감	-266.9	-190.2	-110.0	-110.0	-110.0
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-58.1	47.3	346.1	401.4	474.1
기초현금	396.9	338.9	386.2	732.3	1,133.7
기말현금	338.9	386.2	732.3	1,133.7	1,607.9

Balance Sheet

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	1,424.6	1,513.4	1,896.7	2,383.2	2,932.3
현금및현금성자산	338.9	386.2	732.3	1,133.7	1,607.9
매출채권	469.7	522.8	527.7	566.2	600.2
재고자산	535.9	546.9	575.7	617.7	654.8
비유동자산	3,077.6	3,264.6	3,426.3	3,570.7	3,697.6
유형자산	1,463.8	1,616.6	1,788.8	1,941.9	2,078.0
무형자산	1,419.9	1,392.8	1,375.8	1,359.1	1,342.9
투자자산	63.7	102.2	108.6	116.6	123.5
자산총계	**4,502.2**	**4,778.0**	**5,323.0**	**5,953.9**	**6,629.8**
유동부채	1,146.9	1,244.1	1,241.0	1,252.4	1,255.5
매입채무	228.6	231.5	244.6	262.5	278.2
단기차입금	92.3	71.0	61.0	51.0	41.0
유동성장기부채	184.9	265.0	216.0	167.0	118.0
비유동부채	734.4	451.3	411.9	375.1	336.7
사채	509.2	249.7	199.7	149.7	99.7
장기차입금	7.8	18.3	17.3	16.3	15.3
부채총계	**1,881.3**	**1,695.4**	**1,652.9**	**1,627.5**	**1,592.2**
자본금	88.6	88.6	88.6	88.6	88.6
자본잉여금	97.3	97.3	97.3	97.3	97.3
기타포괄이익누계액	-92.4	-132.8	-132.8	-132.8	-132.8
이익잉여금	2,539.5	3,045.0	3,617.7	4,257.3	4,950.4
비지배주주지분	88.5	85.6	100.3	117.0	135.2
자본총계	**2,620.8**	**3,082.6**	**3,670.1**	**4,326.3**	**5,037.7**

Key Financial Data

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당데이터(원)					
SPS	390,190	401,485	426,914	458,092	485,577
EPS(지배주주)	35,369	37,628	46,804	52,606	57,780
CFPS	66,010	69,504	76,224	85,049	94,189
EBITDAPS	64,965	68,943	76,224	85,049	94,189
BPS	142,927	169,155	201,479	237,577	276,695
DPS	7,500	9,000	10,800	12,420	14,283
배당수익률(%)	0.9	0.8	0.8	0.9	1.0
Valuation(Multiple)					
PER	24.2	31.6	29.8	26.5	24.2
PCR	13.0	17.1	18.3	16.4	14.8
PSR	2.2	3.0	3.3	3.0	2.9
PBR	6.0	7.0	6.9	5.9	5.0
EBITDA	1,014.6	1,076.8	1,190.5	1,328.3	1,471.1
EV/EBITDA	14.9	18.9	19.5	17.1	15.0
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	24.9	21.9	23.0	21.8	20.5
EBITDA 이익률	16.6	17.2	17.9	18.6	19.4
부채비율	71.8	55.0	45.0	37.6	31.6
금융비용부담률	0.3	0.2	0.2	0.1	0.1
이자보상배율(x)	44.3	66.7	95.4	132.9	196.6
매출채권회전율(x)	13.7	12.6	12.7	13.1	13.0
재고자산회전율(x)	12.5	11.6	11.9	12.0	11.9

Industry Brief
2018. 7. 6

한국콜마 161890

2Q18 Preview: 화장품 호실적 전망

- ✓ 2Q 매출액 3,367억원 (+62.6% YoY), 영업이익 290억원 (+70.6% YoY) 추정
- ✓ CJ헬스케어 인수 효과 및 국내 화장품 (AHC, 제이엠솔루션 등)과 수출 호조
- ✓ 하반기 M&A 효과와 중국 현지법인 증설로 주가 모멘텀 강화될 전망
- ✓ 단기적으로 주가 조정 시 매수의 기회로 판단됨
- ✓ 투자의견 Buy로 상향, 적정주가 90,000원 유지

▲ 유통/화장품
Analyst **양지혜**
02. 6098-6667
jihye.yang@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12 개월)	**90,000 원**
현재주가 (7.5)	**77,100 원**
상승여력	**16.7%**

KOSPI	2,257.55pt
시가총액	16,272억원
발행주식수	2,110만주
유동주식비율	75.17%
외국인비중	47.57%
52주 최고/최저가	92,700원/62,000원
평균거래대금	90.1억원
주요주주(%)	
한국콜마홀딩스 외 24 인	24.48
NIHON KOLMAR	13.16
국민연금	10.51

주가상승률(%)	**1개월**	**6개월**	**12개월**
절대주가	-0.4	-8.9	7.1
상대주가	8.3	0.8	13.3

주가그래프

2 분기 화장품 호조로 양호한 실적 전망

한국콜마의 연결기준 2 분기 실적은 매출액 3,367 억원 (+62.6% YoY), 영업이익 290 억원 (+70.6% YoY)를 기록하여 시장 컨센서스 (매출액 2,999 억원, 영업이익 273 억원)를 상회할 전망이다. 5 월부터 합병된 CJ 헬스케어가 매출액 900 억원, 영업이익 100 억원을 기여할 것으로 예상한다. 국내 화장품 또한 AHC 및 제이엠솔루션 등 주요 고객사의 판매 호조로 +30% YoY 성장하고 수출 또한 +62.2% YoY 큰 폭으로 증가할 전망이다.

투자의견 Buy 로 상향, 적정주가 90,000 원 유지

최근 주가 하락으로 적정주가와의 괴리율이 확대되어 한국콜마에 대해 투자의견을 Trading Buy 에서 Buy 로 상향하고 적정주가 90,000 원을 유지한다. 적정주가는 2019 년 예상 EPS 에 목표 PER 28 배를 (아시아 화장품 평균 PER 대비 20% 할인) 적용하여 산출했다. 국내 화장품 실적 호조가 지속되고 있는 가운데 하반기 중국 무석공장이 신규 가동하면서 해외 성장 모멘텀이 재개될 전망이다. 단기적으로는 한국콜마홀딩스 대상 제 3 자배정 유상증자 (6/29)에 따른 희석효과 (5.6%)와 CJ 헬스케어 인수에 따른 이자비용 증가, 그리고 3 분기 위로금지급 (200 억원 예상) 등으로 주가 조정 시 매수의 기회로 활용할 필요가 있겠다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2016	667.5	73.4	53.1	2,516	16.9	12,790	26.2	5.1	16.9	21.6	71.3
2017	821.6	67.0	47.3	2,240	-8.6	14,458	36.6	5.7	21.7	16.4	101.0
2018E	1,284.6	96.9	55.8	2,583	15.0	20,325	32.7	4.2	16.8	14.7	147.9
2019E	1,596.2	125.4	71.6	3,203	23.4	23,228	26.4	3.6	13.3	14.7	126.9
2020E	1,835.6	148.7	95.2	4,261	32.4	27,188	19.8	3.1	11.3	16.9	109.2

표8 2Q18 Earnings Preview

(십억원)	2Q18E	2Q17	(% YoY)	1Q18	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	**336.7**	207.1	62.6	242.5	38.9	299.9	12.2
영업이익	**29.0**	17.0	70.6	18.0	61.4	27.3	6.0
세전이익	**21.7**	16.3	33.2	17.4	25.0	22.2	-2.3
지배주주순이익	**16.9**	12.8	32.1	13.2	28.4	15.7	7.9

자료: 메리츠종금증권 리서치센터

표9 추정치 변경 내역

(십억원)	수정 전		수정 후		변화율 (%)	
	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
매출액	1,284.6	1,596.2	**1,284.6**	**1,596.2**	0.0	0.0
영업이익	96.9	125.4	**96.9**	**125.4**	0.0	0.0
당기순이익	55.8	71.6	**55.8**	**71.6**	0.0	0.0

자료: 메리츠종금증권 리서치센터

표10 한국콜마 분기별 실적 추이 및 전망 (연결기준)

(십억원)	2016	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	2017	1Q18	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2018E
매출액	**667.5**	**201.4**	**207.1**	**194.2**	**219.0**	**821.6**	**242.5**	**336.7**	**319.9**	**385.6**	**1,284.6**
증가율 (% YoY)	*24.6*	*35.5*	*19.7*	*21.2*	*17.9*	*23.1*	*20.4*	*62.6*	*64.7*	*76.1*	*56.3*
별도매출액 (국내)	619.5	169.5	171.1	162.5	178.6	681.6	208.4	208.9	176.3	196.4	790.0
CJ헬스케어								90.0	110.0	140.0	340.0
중국법인 (북경+무석)	52.1	10.7	14.3	11.4	21.2	57.6	15.8	19.3	14.3	28.6	78.0
미국PTP	13.6	16.6	16.5	19.3	14.5	66.9	14.2	14.0	20.3	15.2	63.7
캐나다CSR		6.6	8.2	3.7	9.4	27.9	8.0	9.4	4.1	10.3	31.8
비중 (%)											
별도매출액 (국내)	92.8	84.1	82.6	83.7	81.5	83.0	86.0	62.1	55.1	50.9	61.5
CJ헬스케어								26.7	34.4	36.3	26.5
중국법인 (북경+무석)	7.8	5.3	6.9	5.9	9.7	7.0	6.5	5.7	4.5	7.4	6.1
미국PTP	2.0	8.2	8.0	9.9	6.6	8.1	5.9	4.2	6.3	3.9	5.0
캐나다CSR		3.3	4.0	1.9	4.3	3.4	3.3	2.8	1.3	2.7	2.5
증가율 (% YoY)											
별도매출액 (국내)	*22.3*	*17.3*	*2.8*	*10.3*	*10.8*	*10.0*	*23.0*	*22.1*	*8.5*	*10.0*	*15.9*
CJ헬스케어											
중국법인 (북경+무석)	*40.6*	*50.7*	*10.9*	*-31.3*	*36.8*	*10.6*	*47.7*	*35.0*	*25.0*	*35.0*	*35.4*
미국PTP					*6.6*	*391.9*	*-14.5*	*-15.0*	*5.0*	*5.0*	*-4.8*
캐나다CSR							*21.2*	*15.0*	*10.0*	*10.0*	*14.1*
매출원가	**514.0**	**154.1**	**162.0**	**151.9**	**175.8**	**643.8**	**195.9**	**266.0**	**252.7**	**308.5**	**1,023.0**
증가율 (% YoY)	*25.5*	*34.7*	*23.5*	*21.6*	*22.5*	*25.3*	*27.1*	*64.2*	*66.4*	*75.4*	*58.9*
매출원가율 (%)	77.0	76.5	78.2	78.2	80.3	78.4	80.8	79.0	79.0	80.0	79.6
매출총이익	**153.5**	**47.3**	**45.1**	**42.3**	**43.1**	**177.8**	**46.6**	**70.7**	**67.2**	**77.1**	**261.6**
증가율 (% YoY)	*21.7*	*38.2*	*7.8*	*19.9*	*2.2*	*15.8*	*-1.4*	*56.9*	*58.7*	*78.8*	*47.1*
매출총이익률 (%)	23.0	23.5	21.8	21.8	19.7	21.6	19.2	21.0	21.0	20.0	20.4
판관비	**80.0**	**26.6**	**28.1**	**26.9**	**29.1**	**110.8**	**28.1**	**41.7**	**44.8**	**50.1**	**164.7**
증가율 (% YoY)	*22.0*	*59.1*	*38.7*	*36.2*	*25.6*	*38.6*	*5.3*	*48.6*	*66.2*	*72.0*	*48.6*
판관비중 (%)	12.0	13.2	13.6	13.9	13.3	13.5	11.6	12.4	14.0	13.0	12.8
영업이익	**73.5**	**20.6**	**17.0**	**15.4**	**14.0**	**67.0**	**18.0**	**29.0**	**23.0**	**27.0**	**96.9**
증가율 (% YoY)	*21.2*	*18.2*	*-21.3*	*-0.9*	*-26.4*	*-8.9*	*-13.0*	*70.6*	*49.7*	*93.1*	*44.7*
영업이익률 (%)	11.0	10.3	8.2	7.9	6.4	8.2	7.4	8.6	7.2	7.0	7.5

자료: 한국콜마, 메리츠종금증권 리서치센터

표11 한국콜마 분기별 실적 추이 및 전망 (별도기준)

(십억원)	2016	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	2017	1Q18	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2018E
매출액	**619.5**	**169.5**	**171.1**	**162.5**	**178.6**	**681.6**	**208.4**	**208.9**	**176.3**	**196.4**	**790.0**
증가율 (% YoY)	*22.3*	*17.3*	*2.8*	*10.3*	*10.8*	*10.0*	*23.0*	*22.1*	*8.5*	*10.0*	*15.9*
화장품	410.9	115.1	115.3	105.1	121.5	457.0	146.2	149.9	115.6	136.1	547.8
화장품 수출	43.3	7.9	6.7	9.0	8.9	32.5	10.2	11.0	11.0	12.0	44.2
제약	165.4	46.5	49.1	48.4	48.1	192.1	52.0	54.0	55.7	55.3	217.0
비중 (%)											
화장품	66.3	67.9	67.4	64.7	68.0	67.0	70.1	71.8	65.6	69.3	69.3
제약	26.7	27.4	28.7	29.8	26.9	28.2	24.9	25.9	31.6	28.2	27.5
증가율 (% YoY)											
화장품	*17.4*	*14.2*	*2.4*	*12.5*	*16.7*	*11.2*	*27.0*	*30.0*	*10.0*	*12.0*	*19.9*
화장품 수출	*72.5*	*-4.8*	*-44.6*	*-18.2*	*-25.2*	*-24.9*	*29.1*	*64.2*	*22.2*	*34.8*	*36.0*
제약	*25.8*	*31.4*	*17.2*	*12.8*	*6.4*	*16.1*	*11.8*	*10.0*	*15.0*	*15.0*	*13.0*
매출원가	**480.1**	**131.1**	**134.4**	**128.5**	**142.0**	**535.9**	**169.2**	**165.0**	**139.3**	**155.2**	**628.7**
증가율 (% YoY)	*22.9*	*17.1*	*5.7*	*11.4*	*13.0*	*11.6*	*29.1*	*22.8*	*8.4*	*9.3*	*17.3*
매출원가율 (%)	77.5	77.3	78.5	79.1	79.5	78.6	81.2	79.0	79.0	79.0	79.6
매출총이익	**139.4**	**38.4**	**36.7**	**34.0**	**36.5**	**145.7**	**39.2**	**43.9**	**37.0**	**41.2**	**161.3**
증가율 (% YoY)	*20.4*	*17.7*	*-6.6*	*6.5*	*2.9*	*4.5*	*2.1*	*19.5*	*8.8*	*12.8*	*10.7*
매출총이익률 (%)	22.5	22.7	21.5	20.9	20.5	21.4	18.8	21.0	21.0	21.0	20.4
판관비	**69.4**	**20.7**	**21.7**	**20.3**	**21.7**	**84.4**	**21.8**	**25.7**	**22.0**	**24.5**	**94.1**
증가율 (% YoY)	*14.1*	*33.3*	*18.1*	*14.7*	*21.8*	*21.6*	*5.5*	*18.6*	*8.5*	*13.0*	*11.5*
판관비중 (%)	11.2	12.2	12.7	12.5	12.2	12.4	10.5	12.3	12.5	12.5	11.9
영업이익	**70.0**	**17.7**	**15.0**	**13.7**	**14.8**	**61.3**	**17.1**	**18.2**	**15.0**	**16.7**	**67.0**
증가율 (% YoY)	*27.4*	*3.5*	*-28.2*	*-3.7*	*-16.2*	*-12.4*	*-3.4*	*20.8*	*9.3*	*12.6*	*9.2*
영업이익률 (%)	11.3	10.5	8.8	8.4	8.3	9.0	8.2	8.7	8.5	8.5	8.5

자료: 한국콜마, 메리츠종금증권 리서치센터

표12 한국콜마 화장품 Capa 현황

(십억원)	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E
국내법인 화장품 (기초+색조)								
매출액	**257.8**	**254.5**	**324.8**	**349.9**	**410.9**	**457.0**	**547.8**	**605.5**
증가율(%)	*25.0*	*-1.3*	*27.6*	*7.7*	*17.4*	*11.2*	*19.9*	*10.5*
Capa	**400.0**	**400.0**	**700.0**	**750.0**	**750.0**	**800.0**	**800.0**	**800.0**
증가율(%)	*0.0*	*0.0*	*75.0*	*7.1*	*0.0*	*6.7*	*0.0*	*0.0*
가동률(%)	**64.4**	**63.6**	**46.4**	**46.7**	**54.8**	**57.1**	**68.5**	**75.7**
중국법인 화장품 (북경+무석)								
매출액	**7.8**	**17.9**	**27.0**	**37.0**	**52.1**	**57.6**	**78.0**	**97.5**
증가율(%)	*56.0*	*129.5*	*50.9*	*37.1*	*40.6*	*10.6*	*35.4*	*25.0*
Capa	**50.0**	**50.0**	**50.0**	**150.0**	**150.0**	**150.0**	**350.0**	**350.0**
증가율(%)	*0.0*	*0.0*	*0.0*	*200.0*	*0.0*	*0.0*	*133.3*	*0.0*
가동률(%)	**15.6**	**35.8**	**54.0**	**24.7**	**34.7**	**38.4**	**22.3**	**27.8**

자료: 한국콜마, 메리츠종금증권 리서치센터

한국콜마 (161890)

Income Statement

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	**667.5**	**821.6**	**1,284.6**	**1,596.2**	**1,835.6**
매출액증가율 (%)	24.6	23.1	56.3	24.3	15.0
매출원가	514.0	643.8	1,023.0	1,271.3	1,459.3
매출총이익	153.5	177.8	261.6	324.9	376.3
판매관리비	80.1	110.8	164.7	199.5	227.6
영업이익	**73.4**	**67.0**	**96.9**	**125.4**	**148.7**
영업이익률	11.0	8.2	7.5	7.9	8.1
금융손익	-2.6	-3.7	-22.4	-30.0	-23.6
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	0.5	-1.3	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	71.3	62.0	74.5	95.4	125.1
법인세비용	18.1	13.4	17.3	22.3	28.5
당기순이익	**53.2**	**48.6**	**57.2**	**73.0**	**96.7**
지배주주지분 순이익	53.1	47.3	55.8	71.6	95.2

Statement of Cash Flow

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	**38.2**	**5.4**	**-86.1**	**64.3**	**93.3**
당기순이익(손실)	53.2	48.6	57.2	73.0	96.7
유형자산상각비	10.8	16.0	26.1	28.3	27.4
무형자산상각비	1.1	3.2	3.0	2.8	2.6
운전자본의 증감	-32.5	-61.0	-172.4	-39.8	-33.3
투자활동 현금흐름	**-21.5**	**-156.2**	**-211.8**	**-30.8**	**-31.0**
유형자산의증가(CAPEX)	-44.8	-68.6	-90.0	-20.0	-20.0
투자자산의감소(증가)	-0.0	-4.2	-101.2	-6.3	-6.3
재무활동 현금흐름	**10.9**	**135.2**	**391.7**	**-76.7**	**-46.7**
차입금의 증감	34.4	134.7	298.0	-70.0	-40.0
자본의 증가	0.0	0.1	100.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	10.7	-12.6	93.9	-43.1	15.7
기초현금	16.2	26.9	14.3	108.1	65.0
기말현금	26.9	14.3	108.1	65.0	80.7

Balance Sheet

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	264.1	365.9	732.8	786.8	881.1
현금및현금성자산	26.9	14.3	108.1	65.0	80.7
매출채권	127.5	160.0	214.1	266.0	305.9
재고자산	86.1	105.7	128.5	159.6	183.6
비유동자산	228.9	302.6	464.8	460.0	456.3
유형자산	185.0	236.2	300.1	291.8	284.5
무형자산	40.5	58.0	54.9	52.1	49.6
투자자산	0.1	4.3	105.5	111.9	118.2
자산총계	**492.9**	**668.6**	**1,197.5**	**1,246.8**	**1,337.5**
유동부채	196.2	212.0	437.8	439.0	458.3
매입채무	104.2	100.7	160.2	199.0	228.9
단기차입금	57.2	76.7	176.7	156.7	136.7
유동성장기부채	1.1	2.0	50.0	20.0	20.0
비유동부채	9.1	124.0	276.6	258.4	239.8
사채	0.0	99.7	149.7	149.7	149.7
장기차입금	4.8	19.5	119.5	99.5	79.5
부채총계	**205.2**	**335.9**	**714.4**	**697.3**	**698.1**
자본금	10.6	10.6	11.2	11.2	11.2
자본잉여금	116.3	116.4	215.7	215.7	215.7
기타포괄이익누계액	1.9	-2.4	-2.4	-2.4	-2.4
이익잉여금	141.2	180.7	229.7	294.6	383.1
비지배주주지분	17.8	27.5	28.9	30.4	31.9
자본총계	**287.7**	**332.6**	**483.1**	**549.5**	**639.4**

Key Financial Data

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당데이터(원)					
SPS	31,633	38,937	59,498	71,427	82,141
EPS(지배주주)	2,516	2,240	2,583	3,203	4,261
CFPS	4,170	4,085	5,141	6,107	7,323
EBITDAPS	4,041	4,083	5,836	7,002	7,994
BPS	12,790	14,458	20,325	23,228	27,188
DPS	250	300	300	300	300
배당수익률(%)	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
Valuation(Multiple)					
PER	26.2	36.6	32.7	26.4	19.8
PCR	15.8	20.1	16.4	13.8	11.5
PSR	2.1	2.1	1.4	1.2	1.0
PBR	5.1	5.7	4.2	3.6	3.1
EBITDA	85.3	86.2	126.0	156.5	178.6
EV/EBITDA	16.9	21.7	16.8	13.3	11.3
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	21.6	16.4	14.7	14.7	16.9
EBITDA 이익률	12.8	10.5	9.8	9.8	9.7
부채비율	71.3	101.0	147.9	126.9	109.2
금융비용부담률	0.1	0.5	0.8	0.9	0.7
이자보상배율(x)	73.4	16.9	9.2	8.9	12.0
매출채권회전율(x)	6.1	5.7	6.9	6.6	6.4
재고자산회전율(x)	10.1	8.6	11.0	11.1	10.7

Industry Brief
2018. 7. 6

코스맥스 192820

2Q18 Preview: 국내 턴어라운드 전망

- ✓ 2Q 매출액 3,040억원 (+30.9% YoY), 영업이익 157억원 (+9.6% YoY) 전망
- ✓ 국내법인 두 자릿수 외형 성장률 회복, 지난해 중국 상해법인의 기저 부담 관건
- ✓ 높은 외형 성장과 함께 하반기 완만한 영업이익률 개선 예상
- ✓ 마이크로 소비 트렌드 확산으로 글로벌 인디 & 스몰 브랜드 성장의 수혜 전망
- ✓ 투자의견 Buy로 상향, 적정주가 184,000원 유지

▲ 유통/화장품
Analyst **양지혜**
02. 6098-6667
jihye.yang@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12 개월)	**184,000 원**
현재주가 (7.5)	**146,000 원**
상승여력	**26.0%**

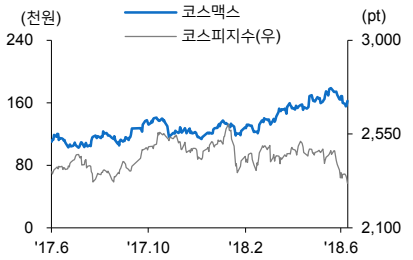
KOSPI	2,257.55pt
시가총액	14,672억원
발행주식수	1,005만주
유동주식비율	71.88%
외국인비중	26.43%
52주 최고/최저가	179,000원/102,500원
평균거래대금	128.9억원

주요주주(%)

코스맥스비티아이 외 4 인	26.02
국민연금	12.60
FIL LIMITED 외 15 인	5.03

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-17.7	19.7	30.4
상대주가	-10.6	32.4	37.9

주가그래프



2Q 기저 부담으로 시장 컨센서스 소폭 하회 전망

코스맥스의 2 분기 연결기준 실적은 매출액 3,040 억원 (+30.9% YoY), 영업이익 157 억원 (+9.6% YoY)를 기록할 전망이다. 국내법인이 2 분기부터 10%의 두 자릿수 외형 성장률을 회복하면서 수익성이 점진적으로 개선될 수 있다. 다만 지난해 중국 상해법인의 기저 부담과 저수익 제품 비중 확대로 연결기준 영업이익률은 1%pt 하락할 전망이다. 하반기부터는 중국법인의 지속적인 높은 외형 성장으로 고정비 부담 완화가 예상된다. 미국법인은 누월드 인수 효과와 함께 기존 오하이오 공장의 효율성 개선으로 손실폭 축소 흐름이 이어질 것으로 판단한다.

투자의견 Buy 로 상향, 적정주가 184,000 원 유지

글로벌 화장품 시장에서 마이크로 소비 트렌드가 강화되면서 인디 & 스몰 브랜드의 성장이 두드러지고 있다. 따라서 하반기 실적 모멘텀 회복과 함께 코스맥스와 같이 온라인에 기반한 인디 & 스몰 브랜드의 성장과 함께 하고 있는 화장품 ODM 기업에 대한 투자자들의 관심이 높아질 수 있다. 코스맥스는 적극적인 해외 진출로 글로벌 생산 기지를 구축하였으며 세계 각국의 로컬 고객사들을 영입하면서 높은 성장을 이어갈 전망이다.

최근 주가 하락으로 적정주가와의 괴리율이 확대되어 코스맥스에 대해 투자의견을 Trading Buy 에서 Buy 로 상향하고 적정주가 184,000 원을 유지한다. 적정주가는 2019 년 예상 EPS 에 목표 PER 45 배를 (아시아 화장품 평균 PER 유지) 적용하여 산출했다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2016	757.0	52.6	34.8	3,752	66.1	20,990	31.8	5.7	19.2	22.5	221.2
2017	884.0	35.1	18.9	1,876	-54.5	21,704	62.4	5.4	28.0	8.8	309.0
2018E	1,212.5	44.8	33.4	3,322	77.0	24,726	46.1	6.2	27.5	14.3	309.5
2019E	1,417.5	55.3	41.8	4,164	25.4	28,590	36.7	5.4	23.9	15.6	309.5
2020E	1,603.9	65.8	50.7	5,048	21.2	33,339	30.3	4.6	21.0	16.3	285.3

표13 2Q18 Earnings Preview

(십억원)	2Q18E	2Q17	(% YoY)	1Q18	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	**304.0**	232.3	30.9	288.7	5.3	315.1	-3.5
영업이익	**15.7**	14.3	9.6	10.4	50.9	18.9	-16.7
세전이익	**14.3**	14.6	-2.4	10.1	41.0	16.7	-14.4
지배주주순이익	**14.1**	10.5	33.8	9.3	51.2	13.1	7.5

자료: 메리츠종금증권 리서치센터

표14 추정치 변경 내역

(십억원)	수정 전		수정 후		변화율 (%)	
	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
매출액	1,202.5	1,387.5	**1,212.5**	**1,417.5**	0.8	2.2
영업이익	44.8	54.1	**44.8**	**55.3**	0.0	2.2
당기순이익	33.4	40.8	**33.4**	**41.8**	0.0	2.5

자료: 메리츠종금증권 리서치센터

표15 코스맥스 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원)	2016	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	2017	1Q18	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2018E
매출액	**757.0**	**219.1**	**232.3**	**208.5**	**224.0**	**883.9**	**288.7**	**304.0**	**297.0**	**322.8**	**1,212.5**
증가율 (% YoY)	*41.9*	*26.3*	*17.5*	*12.0*	*12.2*	*16.8*	*31.8*	*30.9*	*42.4*	*44.1*	*37.2*
국내	505.5	142.3	137.7	119.2	129.0	528.2	152.4	151.4	132.3	144.8	581.0
중국 연결 (차이나+광저우)	283.9	77.0	105.5	88.0	100.7	371.2	99.1	131.9	114.3	129.8	475.2
동남아 (인도네시아+태국)	3.0	2.9	1.9	2.3	1.9	9.0	1.7	1.7	3.5	14.1	21.0
미국 (오하이오+누월드)	17.6	7.2	6.3	11.9	12.6	38.1	42.8	38.1	59.7	57.2	197.8
비중 (%)											
국내	66.8	65.0	59.3	57.2	57.6	59.8	52.8	49.8	44.6	44.9	47.9
중국 연결 (차이나+광저우)	37.5	35.1	45.4	42.2	45.0	42.0	34.3	43.4	38.5	40.2	39.2
동남아 (인도네시아+태국)	0.4	1.3	0.8	1.1	0.9	1.0	0.6	0.5	1.2	4.4	1.7
미국 (오하이오+누월드)	2.3	3.3	2.7	5.7	5.6	4.3	14.8	12.5	20.1	17.7	16.3
증가율 (% YoY)											
국내	*35.7*	*14.8*	*7.5*	*-3.6*	*-0.7*	*4.5*	*7.1*	*10.0*	*11.0*	*12.3*	*10.0*
중국 연결 (차이나+광저우)	*40.1*	*32.6*	*29.8*	*23.8*	*37.1*	*30.8*	*28.7*	*25.0*	*30.0*	*28.8*	*28.0*
동남아 (인도네시아+태국)	*77.4*	*527.6*	*254.5*	*264.4*	*41.5*	*201.0*	*-40.0*	*-10.0*	*50.0*	*629.0*	*133.5*
미국 (오하이오+누월드)	*834.1*	*155.3*	*36.3*	*189.1*	*111.5*	*116.9*	*493.2*	*500.0*	*400.0*	*355.5*	*419.6*
매출원가	**638.9**	**191.5**	**199.9**	**184.7**	**196.0**	**772.1**	**254.0**	**264.5**	**261.3**	**280.8**	**1,060.7**
증가율 (% YoY)	*43.5*	*32.2*	*23.1*	*16.5*	*13.1*	*20.8*	*32.6*	*32.3*	*41.5*	*43.3*	*37.4*
매출원가율 (%)	84.4	87.4	86.0	88.6	87.5	87.3	88.0	87.0	88.0	87.0	87.5
매출총이익	**118.1**	**27.6**	**32.4**	**23.9**	**28.0**	**111.9**	**34.7**	**39.5**	**35.6**	**42.0**	**151.7**
증가율 (% YoY)	*34.0*	*-3.7*	*-8.3*	*-13.8*	*6.0*	*-5.3*	*25.8*	*21.8*	*49.3*	*49.8*	*35.7*
매출총이익률 (%)	15.6	12.6	14.0	11.4	12.5	12.7	12.0	13.0	12.0	13.0	12.5
판관비	**65.5**	**18.2**	**18.1**	**18.8**	**21.6**	**76.8**	**24.3**	**23.8**	**27.8**	**31.1**	**107.0**
증가율 (% YoY)	*25.5*	*16.8*	*5.4*	*19.5*	*27.4*	*17.2*	*33.7*	*31.5*	*47.6*	*43.6*	*39.4*
판관비율 (%)	8.7	8.3	7.8	9.0	9.7	8.7	8.4	7.8	9.4	9.6	8.8
영업이익	**52.6**	**9.4**	**14.3**	**5.0**	**6.4**	**35.1**	**10.4**	**15.7**	**7.8**	**10.9**	**44.8**
증가율 (% YoY)	*46.6*	*-28.0*	*-21.2*	*-57.8*	*-32.5*	*-33.2*	*10.6*	*9.5*	*55.8*	*70.5*	*27.5*
영업이익률 (%)	7.0	4.3	6.2	2.4	2.8	4.0	3.6	5.2	2.6	3.4	3.7

자료: 코스맥스, 메리츠종금증권 리서치센터

표16 코스맥스 생산 Capa 확장에 따른 연간 매출액 추정

(십억원, 만개)	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
중국 (상하이+광저우)											
매출액	24.9	40.8	58.5	80.7	124.8	202.6	283.9	371.2	475.2	570.2	655.7
증가율 (% YoY)	*7.6*	*63.9*	*43.4*	*38.0*	*54.5*	*62.4*	*40.1*	*30.8*	*25.0*	*20.0*	*15.0*
생산량	1,900	4,218	6,372	8,300	13,766	22,715	29,529	38,388	46,065	52,975	58,272
증가율 (% YoY)	*26.7*	*122.0*	*51.1*	*30.3*	*65.9*	*65.0*	*30.0*	*30.0*	*20.0*	*15.0*	*10.0*
Capa	6,000	10,000	11,000	15,000	24,000	32,000	32,000	50,000	60,000	60,000	60,000
증가율 (% YoY)	*33.3*	*66.7*	*10.0*	*36.4*	*60.0*	*33.3*	*0.0*	*56.3*	*20.0*	*0.0*	*0.0*
가동률 (%)	31.7	42.2	57.9	55.3	57.4	71.0	92.3	76.8	76.8	88.3	97.1
국내											
매출액	155.6	176.8	211.6	260.7	290.5	372.5	505.5	528.2	581.0	627.5	677.7
증가율 (% YoY)		*13.6*	*19.7*	*23.2*	*11.4*	*28.2*	*35.7*	*4.5*	*8.0*	*8.0*	*8.0*
생산량	9,550	10,282	12,127	13,340	13,897	15,286	20,331	21,348	23,482	25,596	27,643
증가율 (% YoY)		*7.7*	*17.9*	*10.0*	*4.2*	*10.0*	*33.0*	*5.0*	*10.0*	*9.0*	*8.0*
Capa	12,000	14,000	15,000	15,000	19,000	23,000	30,000	33,000	33,000	33,000	33,000
증가율 (% YoY)		*16.7*	*7.1*	*0.0*	*26.7*	*21.1*	*30.4*	*10.0*	*0.0*	*0.0*	*0.0*
가동률 (%)	79.6	73.4	80.8	88.9	73.1	66.5	67.8	64.7	71.2	77.6	83.8
동남아 (인도네시아+태국)											
매출액				1.0	1.4	1.7	3.0	9.0	21.0	45.0	60.0
증가율 (% YoY)					*39.7*	*20.5*	*77.4*	*201.0*	*44.6*	*53.8*	*33.3*
Capa				4,000	4,000	4,000	4,000	4,000	7,000	7,000	7,000
증가율 (% YoY)					*0.0*	*0.0*	*0.0*	*0.0*	*0.0*	*0.0*	*0.0*
미국 (오하이오+누월드)											
매출액						1.9	17.6	38.1	197.8	237.4	273.0
증가율 (% YoY)							*834.1*	*116.9*	*419.6*	*20.0*	*15.0*
Capa					10,000	10,000	10,000	10,000	15,000	15,000	15,000
증가율 (% YoY)						*0.0*	*0.0*	*0.0*	*50.0*	*0.0*	*0.0*
전체 매출액			**274.2**	**340.6**	**388.4**	**533.3**	**757.0**	**883.9**	**1,212.5**	**1,417.5**	**1,603.9**
증가율 (% YoY)				*24.2*	*14.0*	*37.3*	*41.9*	*16.8*	*37.2*	*16.9*	*13.1*
해외	24.9	40.8	58.5	81.7	126.2	206.1	304.4	418.3	694.0	852.6	988.7
비중 (%)	12.9	16.7	21.3	24.0	32.5	38.7	40.2	47.3	57.2	60.1	61.6

자료: 코스맥스, 메리츠종금증권 리서치센터

코스맥스 (192820)

Income Statement

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	**757.0**	**884.0**	**1,212.5**	**1,417.5**	**1,603.9**
매출액증가율 (%)	41.9	16.8	37.2	16.9	13.1
매출원가	638.9	772.1	1,060.7	1,238.9	1,400.2
매출총이익	118.1	111.9	151.8	178.6	203.7
판매관리비	65.5	76.8	107.0	123.3	137.9
영업이익	**52.6**	**35.1**	**44.8**	**55.3**	**65.8**
영업이익률	7.0	4.0	3.7	3.9	4.1
금융손익	-5.6	-12.4	-11.6	-12.5	-12.8
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-0.6	2.5	5.0	5.0	5.0
세전계속사업이익	46.5	25.3	38.2	47.8	58.0
법인세비용	15.1	9.7	10.7	13.4	16.2
당기순이익	**31.4**	**15.5**	**27.5**	**34.4**	**41.8**
지배주주지분 순이익	34.8	18.9	33.4	41.8	50.7

Statement of Cash Flow

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	**23.5**	**-6.6**	**13.8**	**27.2**	**37.9**
당기순이익(손실)	31.4	15.5	27.5	34.4	41.8
유형자산상각비	12.0	19.5	24.6	25.0	25.4
무형자산상각비	0.5	0.7	1.0	0.9	0.7
운전자본의 증감	-26.5	-40.8	-39.2	-33.1	-30.1
투자활동 현금흐름	**-97.5**	**-172.7**	**-44.1**	**-35.7**	**-35.2**
유형자산의증가(CAPEX)	-89.6	-81.2	-35.0	-30.0	-30.0
투자자산의감소(증가)	-10.8	-5.4	-7.5	-4.7	-4.2
재무활동 현금흐름	**124.9**	**150.1**	**19.0**	**34.0**	**-16.0**
차입금의 증감	39.1	155.5	22.0	37.0	-13.0
자본의 증가	91.8	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	51.1	-29.3	-11.3	25.5	-13.3
기초현금	17.3	68.3	39.1	27.7	53.3
기말현금	68.3	39.1	27.7	53.3	39.9

Balance Sheet

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	396.3	500.3	584.9	704.7	777.1
현금및현금성자산	68.3	39.0	27.7	53.2	39.9
매출채권	187.1	237.8	291.4	340.7	385.5
재고자산	125.1	184.7	212.5	248.4	281.1
비유동자산	269.7	433.7	450.6	459.4	467.4
유형자산	235.9	307.2	317.6	322.6	327.2
무형자산	5.6	90.7	89.7	88.8	88.1
투자자산	14.7	20.1	27.5	32.2	36.4
자산총계	**665.9**	**934.0**	**1,035.5**	**1,164.1**	**1,244.5**
유동부채	384.0	522.1	566.5	608.8	656.1
매입채무	125.1	207.6	228.2	266.7	301.8
단기차입금	172.1	220.4	220.4	210.4	200.4
유동성장기부채	17.9	21.8	18.8	15.8	22.8
비유동부채	74.6	183.6	216.2	271.0	265.3
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	59.7	162.6	187.6	237.6	227.6
부채총계	**458.6**	**705.6**	**782.7**	**879.8**	**921.5**
자본금	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0
자본잉여금	151.1	151.1	151.1	151.1	151.1
기타포괄이익누계액	-3.0	-2.9	-2.9	-2.9	-2.9
이익잉여금	58.1	65.2	95.6	134.4	182.1
비지배주주지분	-3.6	10.3	4.4	-3.0	-12.0
자본총계	**207.3**	**228.4**	**252.9**	**284.3**	**323.0**

Key Financial Data

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당데이터(원)					
SPS	81,656	87,960	120,648	141,055	159,596
EPS(지배주주)	3,752	1,876	3,322	4,164	5,048
CFPS	7,524	5,985	7,497	8,573	9,645
EBITDAPS	7,029	5,510	7,000	8,075	9,148
BPS	20,990	21,704	24,726	28,590	33,339
DPS	1,000	300	300	300	300
배당수익률(%)	0.8	0.3	0.2	0.2	0.2
Valuation(Multiple)					
PER	31.8	62.4	46.1	36.7	30.3
PCR	15.9	19.5	20.4	17.8	15.9
PSR	1.5	1.3	1.3	1.1	1.0
PBR	5.7	5.4	6.2	5.4	4.6
EBITDA	65.2	55.4	70.3	81.2	91.9
EV/EBITDA	19.2	28.0	27.5	23.9	21.0
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	22.5	8.8	14.3	15.6	16.3
EBITDA 이익률	8.6	6.3	5.8	5.7	5.7
부채비율	221.2	309.0	309.5	309.5	285.3
금융비용부담률	0.9	1.1	1.0	0.9	0.8
이자보상배율(x)	7.6	3.8	3.8	4.4	5.0
매출채권회전율(x)	4.6	4.2	4.6	4.5	4.4
재고자산회전율(x)	7.2	5.7	6.1	6.2	6.1

Industry Brief
2018. 7. 6

네오팜 092730

2Q18 Preview: 꾸준한 호실적 전망

- ✓ 2Q 매출액 167억원 (+28.5 YoY), 영업이익 50억원 (+42.6% YoY) 전망
- ✓ 아토팜의 하절기 카테고리 확대 효과와 함께 주요 브랜드 모두 고성장 예상
- ✓ 차별화된 R&D 경쟁력으로 더마 코스메틱 고성장 수혜를 온전히 흡수하고 있음
- ✓ 하반기부터 해외 실적이 보다 의미있게 올라오면서 주가 모멘텀 재개될 전망
- ✓ 투자의견 Buy 유지, 적정주가 72,000원으로 상향

▲ 유통/화장품
Analyst **양지혜**
02. 6098-6667
jihye.yang@meritz.co.kr

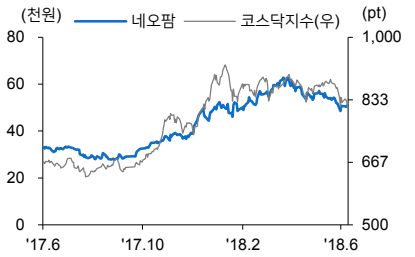
Buy

적정주가 (12 개월)	72,000 원
현재주가 (7.5)	57,200 원
상승여력	25.9%

KOSDAQ	794.05pt
시가총액	4,268억원
발행주식수	746만주
유동주식비율	61.99%
외국인비중	16.18%
52주 최고/최저가	62,800원/27,750원
평균거래대금	26.0억원
주요주주(%)	
잇츠한불 외 2 인	32.83

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	6.1	24.3	81.6
상대주가	17.2	29.7	51.3

주가그래프



2 분기 높은 외형 성장과 함께 수익성 개선 뚜렷할 전망

네오팜의 2 분기 실적은 매출액 167 억원 (+28.5 YoY), 영업이익 50 억원 (+42.6% YoY)의 호실적을 기록할 전망이다. 아토팜 브랜드의 하절기 카테고리 확대 효과와 함께 제로이드, 리얼베리어, 더마비 브랜드가 온/오프라인 채널에서의 고른 성과가 기대된다.

개인화된 소비 트렌드 변화로 더마 코스메틱의 높은 성장은 글로벌 화장품 시장에서 공통적으로 뚜렷하게 나타나고 있다. 지난해 국내 화장품 시장의 성장이 정체한 가운데 더마 코스메틱 시장은 26% 성장했다. 한국 더마 코스메틱 시장은 상대적으로 대만 대비 비중이 작은 편 (한국 4.4%, 대만 10.7% 추정) 이어서 향후 확장의 여지가 많다. 중국 시장에서도 더마 코스메틱의 기회 요인이 크다. 지난 5 월 역대 최대 규모로 개최된 2018 년 차이나 뷰티 엑스포에서 특히 '더마 코스메틱'이 현지 바이어와 관람객들에게 주목받았다. 프랑스 같이 위축되고 있는 선진국 화장품 시장에서도 드럭스토어는 더마 제품과 함께 꾸준히 성장하고 있다.

투자의견 Buy 유지, 적정주가 72,000 원으로 상향

네오팜에 대해 투자의견 Buy 를 유지하고 적정주가를 72,000 원으로 상향한다. 적정주가는 12MF 예상 EPS 에 평균 PER 30 배 (아시아 소비재 평균 대비 20% 할인)를 적용한 수치이다. 네오팜은 MLE (Multi-lamellar emulsion)라는 차별화된 R&D 경쟁력으로 더마 코스메틱 고성장의 수혜를 온전히 흡수하고 있으며 하반기부터 중국 등 해외 관련 실적이 의미있게 올라오기 시작하면서 주가 상승 모멘텀이 재개될 전망이다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2016	42.4	9.6	7.7	1,038		5,170	25.2	5.0	16.4	20.1	20.6
2017	53.6	14.0	11.6	1,549	49.3	6,377	30.4	7.4	21.6	26.8	19.2
2018E	67.4	18.9	15.9	2,136	37.9	7,897	26.4	7.1	19.1	29.9	18.8
2019E	83.0	23.9	19.7	2,643	23.7	9,782	21.3	5.8	14.7	29.9	18.7
2020E	100.0	29.2	23.8	3,195	20.9	12,124	17.6	4.6	11.6	29.2	18.1

표17 2Q18 Earnings Preview

(십억원)	2Q18E	2Q17	(% YoY)	1Q18	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	**16.7**	13.0	28.5	16.6	0.4	16.7	0.0
영업이익	**5.0**	3.5	42.6	5.7	-12.2	5.0	0.7
세전이익	**5.1**	3.7	39.3	5.7	-9.8	4.7	8.2
지배주주순이익	**4.1**	3.0	34.6	4.3	-4.8	4.0	2.3

자료: 메리츠종금증권 리서치센터

표18 추정치 변경 내역

(십억원)	수정 전		수정 후		변화율 (%)	
	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
매출액	67.0	82.6	**67.4**	**83.0**	0.6	0.5
영업이익	18.5	23.6	**18.9**	**23.9**	2.2	1.3
당기순이익	15.6	19.4	**15.9**	**19.7**	1.9	1.5

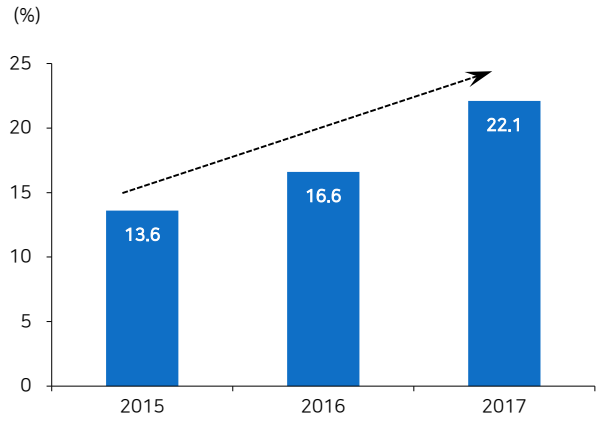
자료: 메리츠종금증권 리서치센터

표19 네오팜 분기별 실적 추정

(십억원)	2016	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	2017	1Q18	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2018E
매출액	**42.4**	**13.1**	**13.0**	**11.5**	**16.0**	**53.6**	**16.6**	**16.7**	**14.0**	**20.1**	**67.4**
증가율 (% YoY)	*17.8*	*6.5*	*37.8*	*35.8*	*31.8*	*26.6*	*27.1*	*28.5*	*21.8*	*25.0*	*25.6*
민감성 Skincare	30.9	9.4	9.8	8.1	10.1	37.5	11.3	12.1	9.4	12.1	44.9
Skincare	5.5	2.4	2.2	1.9	3.2	9.7	3.2	3.0	2.5	4.2	12.9
Body Care	2.5	0.9	0.7	0.9	1.9	4.3	1.2	0.8	1.1	2.6	5.8
Others	3.4	0.4	0.4	0.5	1.0	2.1	1.0	0.8	0.9	1.2	3.9
증가율 (% YoY)											
민감성 Skincare		-0.4	41.6	28.6	15.3	21.4	20.0	24.0	15.0	20.0	19.6
Skincare		59.7	113.0	64.9	55.0	75.3	34.1	35.0	30.0	30.0	33.2
Body Care		49.1	14.9	117.3	97.6	68.8	27.1	30.0	25.0	35.0	34.2
Others		-46.8	-58.7	-9.4	163.5	-36.7	154.1	100.0	100.0	20.0	79.6
매출비중 (%)											
민감성 Skincare	73.0	72.0	75.0	71.0	63.0	70.0	68.0	72.4	67.1	60.5	66.7
Skincare	13.0	18.0	17.0	17.0	20.0	18.0	19.0	17.9	18.2	20.8	19.1
Body Care	6.0	7.0	5.0	8.0	12.0	8.0	7.0	5.1	8.2	13.0	8.5
Others	8.0	3.0	3.0	4.0	6.0	4.0	6.0	4.7	6.6	5.8	5.7
매출원가	**10.5**	**3.0**	**3.4**	**3.1**	**4.0**	**13.5**	**4.0**	**4.5**	**3.9**	**5.0**	**17.5**
증가율 (% YoY)	*11.7*	*3.2*	*27.3*	*38.2*	*49.5*	*28.6*	*34.4*	*32.3*	*25.4*	*26.5*	*29.5*
매출원가율 (%)	24.8	22.9	26.2	27.2	24.7	25.2	24.2	27.0	28.0	25.0	25.9
매출총이익	**31.9**	**10.1**	**9.6**	**8.4**	**12.1**	**40.1**	**12.6**	**12.2**	**10.1**	**15.0**	**49.9**
증가율 (% YoY)	*20.0*	*7.5*	*42.0*	*35.0*	*26.8*	*25.9*	*24.9*	*27.1*	*20.4*	*24.5*	*24.4*
매출총이익률 (%)	75.2	77.1	73.8	72.8	75.3	74.8	75.8	73.0	72.0	75.0	74.1
판관비	**22.3**	**5.8**	**6.1**	**5.9**	**8.3**	**26.1**	**6.9**	**7.3**	**6.8**	**10.0**	**31.1**
증가율 (% YoY)	*9.9*	*1.4*	*33.3*	*43.3*	*5.1*	*16.9*	*18.3*	*19.0*	*16.9*	*20.8*	*18.9*
판관비율 (%)	52.7	44.6	46.9	51.0	51.7	48.7	41.6	43.4	49.0	50.0	46.1
영업이익	**9.6**	**4.3**	**3.5**	**2.5**	**3.8**	**14.0**	**5.7**	**5.0**	**3.2**	**5.0**	**18.9**
증가율 (% YoY)	*52.6*	*17.1*	*60.2*	*18.8*	*131.9*	*46.9*	*33.9*	*41.2*	*28.5*	*32.6*	*34.4*
영업이익률 (%)	22.5	32.5	26.9	21.8	23.6	26.2	34.2	29.6	23.0	25.0	28.0

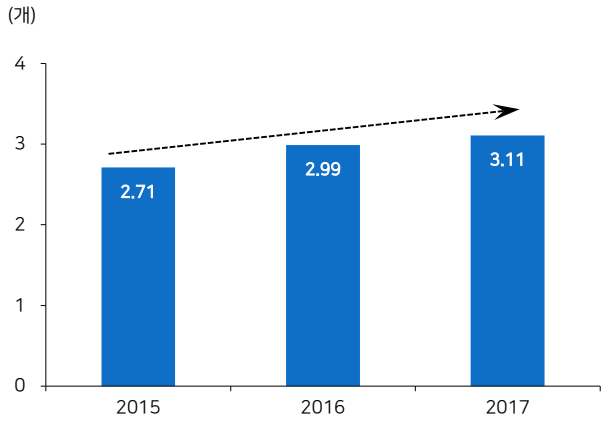
자료: 네오팜, 메리츠종금증권 리서치센터

그림11 국내 화장품 시장, 더마 코스메틱 구매경험률



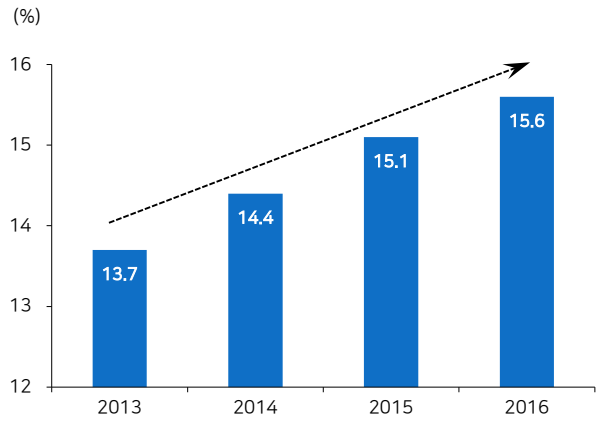
자료: 칸타월드패널, 메리츠종금증권 리서치센터

그림12 국내 화장품 시장, 더마 코스메틱 평균 구매량



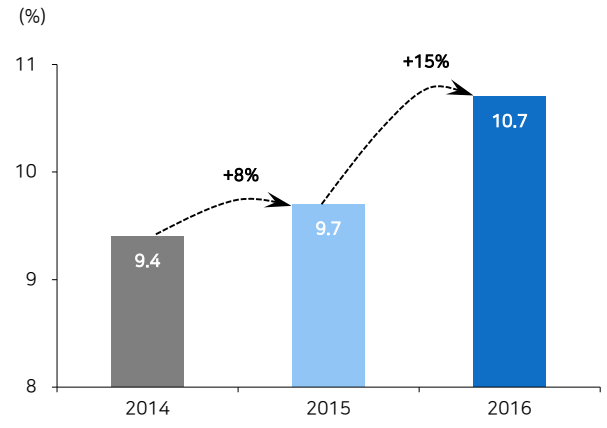
자료: 칸타월드패널, 메리츠종금증권 리서치센터

그림13 프랑스 화장품 시장 내 드럭스토어 비중



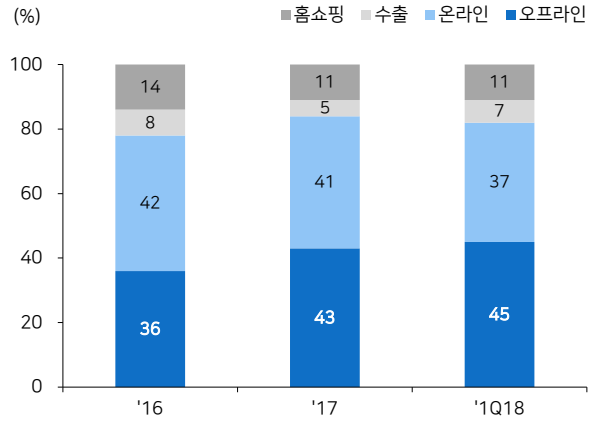
자료: 칸타월드패널, 메리츠종금증권 리서치센터

그림14 대만 기초 화장품 시장 내 더마 비중 및 성장률



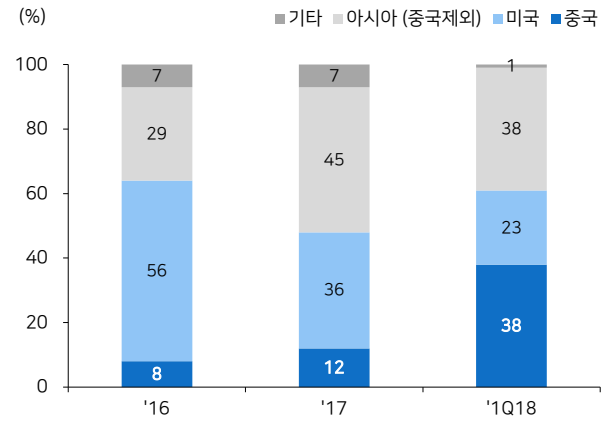
자료: 칸타월드패널, 메리츠종금증권 리서치센터

그림15 네오팜 채널별 매출비중



자료: 네오팜, 메리츠종금증권 리서치센터

그림16 네오팜 수출 내 지역별 비중



자료: 네오팜, 메리츠종금증권 리서치센터

네오팜 (092730)

Income Statement

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	**42.4**	**53.6**	**67.4**	**83.0**	**100.0**
매출액증가율 (%)		26.6	25.6	23.2	20.5
매출원가	10.5	13.5	17.5	21.5	25.8
매출총이익	31.9	40.1	49.9	61.5	74.2
판매관리비	22.3	26.1	31.1	37.6	45.0
영업이익	**9.6**	**14.0**	**18.9**	**23.9**	**29.2**
영업이익률	22.5	26.2	28.0	28.8	29.2
금융손익	0.5	0.0	0.6	0.8	1.0
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-0.6	-0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	9.4	14.0	19.4	24.7	30.2
법인세비용	1.7	2.5	3.5	4.9	6.3
당기순이익	**7.7**	**11.6**	**15.9**	**19.7**	**23.8**
지배주주지분 순이익	7.7	11.6	15.9	19.7	23.8

Statement of Cash Flow

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	**9.2**	**10.7**	**16.6**	**18.9**	**23.3**
당기순이익(손실)	7.7	11.6	15.9	19.7	23.8
유형자산상각비	0.6	0.6	0.6	0.7	0.7
무형자산상각비	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
운전자본의 증감	-0.5	-3.8	-0.2	-1.7	-1.4
투자활동 현금흐름	**-7.9**	**-11.3**	**-8.5**	**-9.5**	**-10.3**
유형자산의증가(CAPEX)	-1.1	-0.9	-1.0	-1.0	-1.0
투자자산의감소(증가)	-2.5	0.4	-0.5	-0.6	-0.7
재무활동 현금흐름	**-1.8**	**-2.5**	**-3.6**	**-4.6**	**-5.7**
차입금의 증감	0.1	0.0	-0.1	0.0	0.0
자본의 증가	17.3	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-0.4	-3.4	4.5	4.7	7.3
기초현금	8.0	7.6	4.2	8.7	13.5
기말현금	7.6	4.2	8.7	13.5	20.8

Balance Sheet

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	33.7	44.1	56.7	72.5	91.9
현금및현금성자산	7.6	4.2	8.7	13.5	20.8
매출채권	4.5	7.1	7.3	9.0	10.8
재고자산	4.2	4.8	5.7	7.0	8.4
비유동자산	12.8	12.7	13.3	14.1	14.9
유형자산	8.6	8.9	9.3	9.6	9.9
무형자산	1.2	1.2	1.0	0.8	0.6
투자자산	2.5	2.1	2.7	3.3	4.0
자산총계	**46.5**	**56.7**	**70.0**	**86.6**	**106.9**
유동부채	7.8	9.0	10.9	13.5	16.2
매입채무	2.3	2.8	3.2	3.9	4.7
단기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0
비유동부채	0.2	0.1	0.1	0.2	0.2
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	**7.9**	**9.1**	**11.1**	**13.6**	**16.4**
자본금	3.7	3.7	3.7	3.7	3.7
자본잉여금	13.5	13.5	13.5	13.5	13.5
기타포괄이익누계액	-0.0	-0.0	-0.0	-0.0	-0.0
이익잉여금	24.5	33.3	44.6	58.7	76.2
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	**38.6**	**47.6**	**58.9**	**73.0**	**90.5**

Key Financial Data

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당데이터(원)					
SPS	5,679	7,188	9,032	11,126	13,407
EPS(지배주주)	1,038	1,549	2,136	2,643	3,195
CFPS	1,448	2,119	2,644	3,317	4,027
EBITDAPS	1,392	1,988	2,644	3,317	4,027
BPS	5,170	6,377	7,897	9,782	12,124
DPS	350	500	650	800	900
배당수익률(%)	1.3	1.1	1.2	1.4	1.6
Valuation(Multiple)					
PER	25.2	30.4	26.4	21.3	17.6
PCR	18.0	22.3	21.3	17.0	14.0
PSR	4.6	6.6	6.2	5.1	4.2
PBR	5.0	7.4	7.1	5.8	4.6
EBITDA	10.4	14.8	19.7	24.8	30.1
EV/EBITDA	16.4	21.6	19.1	14.7	11.6
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	20.1	26.8	29.9	29.9	29.2
EBITDA 이익률	24.5	27.7	29.3	29.8	30.0
부채비율	20.6	19.2	18.8	18.7	18.1
금융비용부담률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이자보상배율(x)					
매출채권회전율(x)	9.5	9.3	9.4	10.2	10.1
재고자산회전율(x)	10.2	11.9	12.8	13.2	13.0

Industry Brief
2018. 7. 6

아모레퍼시픽 090430

2Q18 Preview: 그래도 방향은 우상향

- ✓ 2Q 매출액 1.35 조원 (+12.0% YoY), 영업이익 1,553억원 (+52.9% YoY) 전망
- ✓ 면세점 매출 +35% YoY 추정, 아리따움 등 국내 채널에서 매출 역신장 마무리
- ✓ 해외법인 매출 미주 높은 두 자릿수 성장, 중국법인 +15% YoY 성장 예상
- ✓ 하반기 실질적인 브랜드 경쟁력 회복에 따른 성장률 강화 여부 관건
- ✓ 투자의견 Trading Buy 유지, 적정주가 340,000원으로 하향

▲ 유통/화장품
Analyst **양지혜**
02. 6098-6667
jihye.yang@meritz.co.kr

Trading Buy

적정주가 (12 개월)	340,000 원
현재주가 (7.5)	291,000 원
상승여력	16.8%

KOSPI	2,257.55pt
시가총액	170,114억원
발행주식수	5,846만주
유동주식비율	52.38%
외국인비중	34.75%
52주 최고/최저가	351,500원/239,500원
평균거래대금	501.3억원

주요주주(%)

아모레퍼시픽그룹 외 3 인	47.56
국민연금	8.09
GIC Private Limited	6.04

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-13.8	-3.0	-2.8
상대주가	-6.3	7.3	2.8

주가그래프

2 분기 지난해 기저효과로 높은 성장 전망

아모레퍼시픽의 2 분기 실적은 매출액 1 조 3,493 억원 (+12.0% YoY)와 영업이익 1,553 억원 (+52.9% YoY)를 기록하여 지난해 기저효과로 높은 성장이 예상된다. 그러나 높은 시장 눈높이 (컨센서스 매출액 1 조 3,852 억원, 영업이익 1,756 억원) 대비해서는 하회할 전망이다. 중국인 입국자 수 회복과 함께 면세점 성장률이 +35% 수준을 회복하고 아리따움 및 기타 국내 채널에서의 매출 역신장이 마무리될 것으로 판단한다. 해외법인에서는 미주 지역의 높은 두 자릿수 성장이 예상되며 중국법인의 매출액 성장률은 +15% YoY 수준이 예상된다.

중국 현지 화장품 시장이 럭셔리 중심으로 고성장하고 있는 가운데 설화수와 헤라와 같은 아모레퍼시픽의 대표 럭셔리 브랜드 성과가 상대적으로 부진한 상황이다. 하반기 실질적인 브랜드 경쟁력 회복에 따른 면세점과 중국 현지 법인의 성장률 강화 여부에 주목할 필요가 있겠다.

투자의견 Trading Buy 유지, 적정주가 340,000 원으로 하향

중국 인바운드 소비 회복에 대한 불확실성이 상존하지만 해외 법인의 안정적 성장과 국내 주요 채널 역신장 마무리에 따른 긍정적 요인이 더 클 것으로 판단하여 아모레퍼시픽에 대해 투자의견 Trading Buy 를 유지한다. 다만 회복 강도에 대한 눈높이는 여전히 낮출 필요가 있다고 판단하여 적정주가를 370,000 원에서 340,000 원으로 소폭 하향한다. 적정주가는 12MF 예상 EPS 에 목표 PER 40 배 (중국 소비재 평균 PER)를 적용 유지하여 산출했다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2016	5,645.4	848.1	639.3	10,649	10.3	56,202	30.2	5.7	19.5	17.7	33.0
2017	5,123.8	596.4	394.0	6,508	-38.9	60,186	46.8	5.1	23.2	9.8	28.7
2018E	5,374.7	648.2	476.9	7,919	22.8	65,593	39.7	4.8	21.5	11.0	27.7
2019E	5,980.2	736.4	546.6	9,063	13.1	71,709	34.7	4.4	19.1	11.5	27.6
2020E	6,548.3	823.7	608.0	10,057	11.0	78,356	31.3	4.0	17.1	11.7	27.2

표20 2Q18 Earnings Preview

(십억원)	2Q18E	2Q17	(% YoY)	1Q18	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	**1,349.3**	1,205.0	12.0	1,431.6	-5.7	1,385.2	-2.6
영업이익	**155.3**	101.6	52.9	235.9	-34.2	175.6	-11.5
세전이익	**159.7**	110.9	44.0	236.4	-32.4	181.0	-11.8
지배주주순이익	**117.4**	78.6	49.4	173.3	-32.3	134.3	-12.6

자료: 메리츠종금증권 리서치센터

표21 추정치 변경 내역

(십억원)	수정 전		수정 후		변화율 (%)	
	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
매출액	5,310.0	5,906.5	**5,374.7**	**5,980.2**	1.2	1.2
영업이익	643.4	749.8	**648.2**	**736.4**	0.7	-1.8
당기순이익	473.4	556.2	**476.9**	**546.6**	0.7	-1.7

자료: 메리츠종금증권 리서치센터

표22 아모레퍼시픽 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원)	2016	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	2017	1Q18	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2018E
매출액	**5,645.4**	**1,569.0**	**1,205.0**	**1,209.9**	**1,140.0**	**5,123.9**	**1,431.6**	**1,349.3**	**1,324.4**	**1,269.5**	**5,374.7**
증가율 (% YoY)	*18.4*	*5.7*	*-16.5*	*-13.6*	*-13.4*	*-9.2*	*-8.8*	*12.0*	*9.5*	*11.4*	*4.9*
매출원가	**1,424.8**	**386.0**	**322.8**	**354.4**	**316.5**	**1,379.7**	**382.4**	**364.3**	**390.7**	**355.5**	**1,492.8**
증가율 (% YoY)	*21.8*	*10.8*	*-13.8*	*-2.3*	*-6.7*	*-3.2*	*-0.9*	*12.9*	*10.2*	*12.3*	*8.2*
매출원가율 (%)	25.2	24.6	26.8	29.3	27.8	26.9	26.7	27.0	29.5	28.0	27.8
매출총이익	**4,220.7**	**1,183.0**	**882.1**	**855.5**	**823.4**	**3,744.0**	**1,049.2**	**985.0**	**933.7**	**914.0**	**3,882.0**
증가율 (% YoY)	*17.3*	*4.1*	*-17.5*	*-17.6*	*-15.7*	*-11.3*	*-11.3*	*11.7*	*9.1*	*11.0*	*3.7*
매출총이익률 (%)	74.8	75.4	73.2	70.7	72.2	73.1	73.3	73.0	70.5	72.0	72.2
판관비	**3,372.6**	**866.2**	**780.6**	**754.4**	**746.5**	**3,147.7**	**813.3**	**829.7**	**792.6**	**798.1**	**3,233.7**
증가율 (% YoY)	*19.4*	*8.4*	*-5.8*	*-13.4*	*-14.6*	*-6.7*	*-6.1*	*6.3*	*5.1*	*6.9*	*2.7*
판관비중 (%)	59.7	55.2	64.8	62.4	65.5	61.4	56.8	61.5	59.8	62.9	60.2
Personnel (인건비)	436.4	122.9	112.0	128.1	91.8	454.8	115.5	115.4	131.9	96.4	459.2
증가율 (% YoY)	*-8.7*	*-1.4*	*35.1*	*5.9*	*-14.9*	*4.2*	*-6.0*	*3.0*	*3.0*	*5.0*	*1.0*
매출대비 (%)	7.7	7.8	9.3	10.6	8.1	8.9	8.1	8.5	10.0	7.6	8.5
A&P (광고판촉비)	557.8	126.4	145.4	123.7	144.9	540.4	134.6	154.1	133.6	159.4	581.7
증가율 (% YoY)	*3.5*	*-9.8*	*11.0*	*-10.6*	*-2.2*	*-3.1*	*6.5*	*6.0*	*8.0*	*10.0*	*7.6*
매출대비 (%)	9.9	8.1	12.1	10.2	12.7	10.5	9.4	11.4	10.1	12.6	10.8
Commission (수수료)	1,468.5	396.5	304.8	288.3	279.4	1,269.0	336.3	335.3	308.5	307.3	1,287.4
증가율 (% YoY)	*32.8*	*16.4*	*-23.1*	*-19.9*	*-24.8*	*-13.6*	*-15.2*	*10.0*	*7.0*	*10.0*	*1.5*
매출대비 (%)	26.0	25.3	25.3	23.8	24.5	24.8	23.5	24.8	23.3	24.2	24.0
기타	909.9	220.4	218.4	214.3	230.4	883.5	226.9	225.0	218.6	235.0	905.4
증가율 (% YoY)	*29.7*	*14.0*	*0.1*	*-14.8*	*-6.7*	*-2.9*	*3.0*	*3.0*	*2.0*	*2.0*	*2.5*
영업이익	**848.1**	**316.8**	**101.5**	**101.1**	**76.9**	**596.3**	**235.9**	**155.3**	**141.1**	**115.9**	**648.2**
증가율 (% YoY)	*9.7*	*-6.2*	*-57.8*	*-39.6*	*-24.7*	*-29.7*	*-25.5*	*53.0*	*39.6*	*50.7*	*8.7*
영업이익률 (%)	15.0	20.2	8.4	8.4	6.7	11.6	16.5	11.5	10.7	9.1	12.1

자료: 아모레퍼시픽, 메리츠종금증권 리서치센터

표23 아모레퍼시픽 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원)	2016	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	2017	1Q18	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2018E
매출액	**5,645.4**	**1,569.0**	**1,205.0**	**1,209.9**	**1,140.0**	**5,123.9**	**1,431.6**	**1,349.3**	**1,324.4**	**1,269.5**	**5,374.7**
증가율 (% YoY)	*18.4*	*5.7*	*-16.5*	*-13.6*	*-13.4*	*-9.2*	*-8.8*	*12.0*	*9.5*	*11.4*	*4.9*
국내 Total											
매출액	4,000.5	1,104.4	805.5	790.2	647.3	3,347.4	940.8	887.5	840.8	699.8	3,368.9
증가율(% YoY)	*12.4*	*1.7*	*-22.5*	*-21.5*	*-25.5*	*-16.3*	*-14.8*	*10.2*	*6.4*	*8.1*	*0.6*
영업이익	677.6	234.0	82.6	66.9	34.2	402.0	157.5	133.5	91.1	70.8	449.9
증가율(% YoY)	5.7	-12.8	-58.6	-51.0	-53.3	-40.7	-32.7	61.6	36.2	107.1	11.9
영업이익률(%)	16.9	21.2	10.3	8.5	5.3	12.0	16.7	15.0	10.8	10.1	13.4
Luxury Brands	**2,116.3**	**580.9**	**433.4**	**407.0**	**343.7**	**1,767.4**	**505.2**	**522.9**	**454.6**	**387.5**	**1,870.2**
증가율(% YoY)	*18.9*	*0.2*	*-22.6*	*-19.8*	*-27.0*	*-16.5*	*-13.0*	*20.7*	*11.7*	*12.7*	*5.8*
Sulwhasoo	1,396.2	402.0	271.5	256.0	223.3	1,151.5	328.3	339.3	294.4	256.8	1,218.9
증가율(% YoY)	*37.7*	*5.8*	*-23.8*	*-23.9*	*-31.1*	*-17.5*	*-18.3*	*25.0*	*15.0*	*15.0*	*5.9*
Hera	472.1	118.2	99.1	82.2	77.7	378.3	108.2	109.0	86.3	85.4	388.9
증가율(% YoY)	*-11.0*	*-14.3*	*-27.2*	*-16.7*	*-22.3*	*-19.9*	*-8.4*	*10.0*	*5.0*	*10.0*	*2.8*
Vitabeautie	116.0	29.8	30.6	43.5	18.1	123.9	36.7	38.3	47.8	19.9	142.7
증가율(% YoY)	*5.2*	*9.9*	*1.6*	*2.8*	*-0.7*	*6.8*	*23.0*	*25.0*	*10.0*	*10.0*	*15.2*
Others-Luxury	132.0	30.9	33.0	25.3	24.6	113.8	32.0	36.3	26.0	25.3	119.7
증가율(% YoY)	*6.0*	*-11.0*	*-11.7*	*-19.0*	*-14.2*	*-13.8*	*3.4*	*10.0*	*3.0*	*3.0*	*5.2*
Premium Brands	**1,132.1**	**304.8**	**212.7**	**191.2**	**176.7**	**887.1**	**227.7**	**196.4**	**191.8**	**179.7**	**795.6**
증가율(% YoY)	*6.0*	*2.5*	*-29.7*	*-33.1*	*-28.4*	*-21.6*	*-25.3*	*-7.6*	*0.3*	*1.7*	*-10.3*
Laneige	556.1	152.4	95.0	100.4	96.4	445.2	123.2	90.3	102.4	101.3	417.2
증가율(% YoY)	*35.9*	*24.3*	*-36.9*	*-32.2*	*-27.9*	*-19.9*	*-19.1*	*-5.0*	*2.0*	*5.0*	*-6.3*
Iope	328.0	80.6	63.6	44.3	37.5	224.3	50.8	54.1	42.0	35.7	182.6
증가율(% YoY)	*-20.5*	*-19.3*	*-26.2*	*-43.7*	*-40.0*	*-31.6*	*-37.0*	*-15.0*	*-5.0*	*-5.0*	*-18.6*
Mamonde	76.0	23.2	17.7	15.8	14.2	70.3	17.9	16.8	16.6	15.0	66.3
증가율(% YoY)	*12.4*	*18.7*	*-10.2*	*-17.4*	*-18.1*	*-7.5*	*-22.9*	*-5.0*	*5.0*	*5.0*	*-5.7*
Others-Premium	176.0	48.6	37.1	30.8	27.8	143.9	35.8	35.2	30.8	27.8	129.6
증가율(% YoY)	*-1.1*	*-12.2*	*-20.7*	*-23.5*	*-15.7*	*-18.2*	*-26.4*	*-5.0*	*0.0*	*0.0*	*-10.0*
Mass Brands	**500.1**	**151.3**	**99.1**	**138.3**	**80.3**	**468.6**	**147.7**	**104.7**	**142.8**	**84.9**	**480.2**
증가율(% YoY)	*4.9*	*4.0*	*-14.8*	*-5.9*	*-11.2*	*-6.3*	*-2.4*	*5.7*	*3.3*	*5.8*	*2.5*
Ryo	124.0	43.1	23.4	30.0	21.7	117.2	40.5	25.2	31.5	23.0	120.2
증가율(% YoY)	*16.2*	*20.2*	*-19.7*	*-3.8*	*-19.5*	*-5.5*	*-6.1*	*8.0*	*5.0*	*6.0*	*2.6*
Mise-en-scene	140.0	44.2	32.2	36.3	32.4	143.9	45.2	33.8	38.2	34.0	151.1
증가율(% YoY)	*3.5*	*16.3*	*-6.0*	*3.1*	*-2.0*	*2.8*	*2.2*	*5.0*	*5.0*	*5.0*	*5.0*
Happy Bath	88.0	22.1	24.2	24.5	15.5	87.0	20.7	25.4	25.7	16.3	88.1
증가율(% YoY)	*-1.1*	*13.0*	*-3.1*	*-9.9*	*-14.9*	*-1.1*	*-6.3*	*5.0*	*5.0*	*5.0*	*1.2*
Others-Mass	148.0	42.0	19.3	47.4	11.7	120.5	41.4	20.3	47.4	11.7	120.8
증가율(% YoY)	*1.4*	*-19.5*	*-31.1*	*-12.8*	*-4.3*	*-18.6*	*-1.4*	*5.0*	*0.0*	*0.0*	*0.2*
OSULLOC	**52.0**	**12.1**	**12.1**	**12.6**	**11.7**	**46.9**	**13.2**	**12.7**	**13.3**	**12.0**	**51.1**
증가율(% YoY)	*-8.7*	*-6.7*	*-10.5*	*-10.3*	*3.1*	*-9.9*	*8.4*	*5.0*	*5.0*	*3.0*	*9.1*
Others	**200.0**	**55.2**	**48.3**	**40.3**	**35.0**	**177.4**	**49.9**	**50.7**	**38.3**	**35.7**	**174.5**
증가율(% YoY)	*10.2*	*10.6*	*3.4*	*-23.0*	*-29.4*	*-11.3*	*-9.7*	*5.0*	*-5.0*	*2.0*	*-1.6*
해외 Total											
매출액	1,696.8	477.0	408.5	427.3	507.7	1,820.5	500.8	461.8	483.6	569.7	2,015.9
증가율(% YoY)	*37.8*	*16.9*	*-2.1*	*5.0*	*9.3*	*7.3*	*5.0*	*13.1*	*13.2*	*12.2*	*10.7*
영업이익	210.4	88.1	19.8	45.4	41.0	194.3	81.5	21.8	49.9	45.1	198.3
증가율(% YoY)	*45.4*	*11.0*	*-59.6*	*-3.8*	*17.8*	*-7.7*	*-7.5*	*10.0*	*10.0*	*10.0*	*2.1*
영업이익률(%)	12.4	18.5	4.8	10.6	8.1	10.7	16.3	4.7	10.3	7.9	9.8
아시아	1,575.5	448.8	391.9	406.4	484.8	1,731.9	478.0	450.7	467.4	557.5	1,953.6
증가율(% YoY)	*37.8*	*18.5*	*1.0*	*8.0*	*12.0*	*9.9*	*6.5*	*15.0*	*15.0*	*15.0*	*12.8*
유럽	68.1	16.4	5.4	7.2	6.7	35.7	7.6	5.6	7.4	6.9	27.5
증가율(% YoY)	*4.0*	*6.5*	*-67.5*	*-52.9*	*-67.8*	*-47.6*	*-53.7*	*3.0*	*3.0*	*3.0*	*-23.0*
미국	53.3	11.7	11.3	13.7	16.2	52.9	15.3	14.7	16.4	20.3	66.7
증가율(% YoY)	*9.7*	*-15.8*	*-11.7*	*-11.6*	*45.9*	*-0.8*	*30.8*	*30.0*	*20.0*	*25.0*	*26.0*

자료: 아모레퍼시픽, 메리츠종금증권 리서치센터

아모레퍼시픽 (090430)

Income Statement

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	**5,645.4**	**5,123.8**	**5,374.7**	**5,980.2**	**6,548.3**
매출액증가율 (%)	18.4	-9.2	4.9	11.3	9.5
매출원가	1,424.8	1,379.7	1,492.8	1,630.5	1,768.0
매출총이익	4,220.7	3,744.1	3,881.9	4,349.7	4,780.2
판매관리비	3,372.6	3,147.7	3,233.7	3,613.3	3,956.5
영업이익	**848.1**	**596.4**	**648.2**	**736.4**	**823.7**
영업이익률	15.0	11.6	12.1	12.3	12.6
금융손익	11.7	10.7	9.7	15.0	21.7
종속/관계기업손익	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-3.3	-39.9	3.0	3.0	3.0
세전계속사업이익	856.6	567.3	660.9	754.4	848.4
법인세비용	210.8	169.3	174.8	203.5	235.5
당기순이익	**645.7**	**398.0**	**486.2**	**551.0**	**612.9**
지배주주지분 순이익	639.3	394.0	476.9	546.6	608.0

Statement of Cash Flow

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	**677.0**	**512.6**	**734.4**	**788.8**	**849.9**
당기순이익(손실)	645.7	398.0	486.2	551.0	612.9
유형자산상각비	181.2	223.7	245.6	249.9	253.6
무형자산상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본의 증감	-163.3	-93.0	2.7	-12.0	-16.7
투자활동 현금흐름	**-609.6**	**-400.8**	**-395.5**	**-302.3**	**-295.4**
유형자산의증가(CAPEX)	-494.8	-768.6	-380.0	-280.0	-280.0
투자자산의감소(증가)	-4.7	-6.0	-3.1	-7.4	-6.9
재무활동 현금흐름	**-133.0**	**-110.9**	**-98.3**	**-118.5**	**-139.3**
차입금의 증감	-21.7	-18.2	-9.9	-14.8	-14.8
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-63.5	-19.5	240.7	368.1	415.2
기초현금	687.2	623.7	604.2	844.9	1,213.0
기말현금	623.7	604.2	844.9	1,213.0	1,628.2

Balance Sheet

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	2,116.4	1,677.5	1,982.7	2,485.4	3,021.5
현금및현금성자산	623.7	604.2	844.9	1,213.0	1,628.2
매출채권	294.5	324.7	324.7	361.3	395.6
재고자산	409.9	374.8	411.5	457.9	501.4
비유동자산	3,065.2	3,698.2	3,835.7	3,873.2	3,906.5
유형자산	2,358.6	2,613.2	2,747.6	2,777.8	2,804.1
무형자산	228.1	239.7	239.7	239.7	239.7
투자자산	56.4	62.4	65.4	72.8	79.7
자산총계	**5,181.6**	**5,375.7**	**5,818.4**	**6,358.6**	**6,928.0**
유동부채	1,171.2	1,046.5	1,106.3	1,211.9	1,310.3
매입채무	165.9	132.1	156.3	173.9	190.4
단기차입금	96.4	85.1	75.1	65.1	55.1
유동성장기부채	48.3	0.0	5.0	5.0	5.0
비유동부채	113.7	153.9	154.3	162.4	169.7
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	42.9	37.9	32.9	27.9
부채총계	**1,285.0**	**1,200.3**	**1,260.6**	**1,374.3**	**1,480.0**
자본금	34.5	34.5	34.5	34.5	34.5
자본잉여금	720.5	720.5	720.5	720.5	720.5
기타포괄이익누계액	-17.2	-40.1	-40.1	-40.1	-40.1
이익잉여금	3,158.7	3,456.5	3,829.7	4,251.8	4,710.6
비지배주주지분	17.8	21.6	30.8	35.2	40.1
자본총계	**3,896.6**	**4,175.4**	**4,557.8**	**4,984.4**	**5,448.0**

Key Financial Data

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당데이터(원)					
SPS	96,572	87,649	91,941	102,298	112,016
EPS(지배주주)	10,649	6,508	7,919	9,063	10,057
CFPS	18,036	14,518	15,340	16,923	18,480
EBITDAPS	17,607	14,028	15,289	16,872	18,429
BPS	56,202	60,186	65,593	71,709	78,356
DPS	1,580	1,280	1,536	1,843	2,212
배당수익률(%)	0.5	0.4	0.5	0.6	0.7
Valuation(Multiple)					
PER	30.2	46.8	39.7	34.7	31.3
PCR	17.8	21.0	20.5	18.6	17.0
PSR	3.3	3.5	3.4	3.1	2.8
PBR	5.7	5.1	4.8	4.4	4.0
EBITDA	1,029.3	820.1	893.8	986.3	1,077.3
EV/EBITDA	19.5	23.2	21.5	19.1	17.1
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	17.7	9.8	11.0	11.5	11.7
EBITDA 이익률	18.2	16.0	16.6	16.5	16.5
부채비율	33.0	28.7	27.7	27.6	27.2
금융비용부담률	0.1	0.1	0.1	0.0	0.0
이자보상배율(x)	217.5	193.6	234.2	295.4	380.7
매출채권회전율(x)	19.7	16.6	16.6	17.4	17.3
재고자산회전율(x)	15.4	13.1	13.7	13.8	13.7

Industry Brief
2018. 7. 6

아모레 G 002790

2Q18 Preview: 브랜드샵 부진

- ✓ 2Q 매출액 1.51조원 (+6.7% YoY)와 영업이익 1,911억원 (+46.6% YoY) 전망
- ✓ 지난해 낮은 기저에도 불구하고 이니스프리와 에뛰드하우스 완만한 회복 예상
- ✓ 2018년 이니스프리 개별법인 매출액 –1% YoY, 영업이익 –5.7% YoY 전망
- ✓ 에뛰드하우스의 경우 국내와 해외에서 모두 부진한 상황
- ✓ 투자의견 Trading Buy 유지, 적정주가 130,000원으로 하향

▲ 유통/화장품
Analyst **양지혜**
02. 6098-6667
jihye.yang@meritz.co.kr

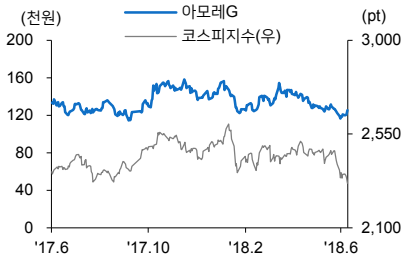
Trading Buy

적정주가 (12 개월)	130,000 원
현재주가 (7.5)	108,500 원
상승여력	19.8%

KOSPI	2,257.55pt
시가총액	89,467억원
발행주식수	8,246만주
유동주식비율	31.31%
외국인비중	20.40%
52주 최고/최저가	158,500원/108,500원
평균거래대금	121.6억원
주요주주(%)	
서경배 외 7 인	61.96
국민연금	5.01

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-14.2	-21.1	-16.5
상대주가	-6.8	-12.7	-11.7

주가그래프



2 분기 시장 컨센서스 대비 하회 전망

아모레 G 의 2 분기 실적은 매출액 1 조 5,082 억원 (+6.7% YoY)와 영업이익 1,911 억원 (+46.6% YoY)를 기록하여 시장 컨센서스 (매출액 1 조 6,762 억원, 영업이익 2,342 억원)를 하회할 전망이다. 지난해 낮은 기저에도 불구하고 이니스프리와 에뛰드하우스 매출액이 각각 +5% YoY, +3% YoY 성장에 머무를 것으로 판단한다. 메이크업 전문 브랜드인 에스쁘아가 +15% YoY 성장하고 아모스프로페셔날과 에스트라는 각각 +5%, +2% 증가할 것으로 예상한다.

이니스프리의 자연주의 브랜드 경쟁력은 상대적으로 견조하나 과거 대비 성장률이 크게 둔화된 것으로 판단한다. 에뛰드하우스의 경우 국내와 해외에서 모두 부진한 상황이다. 2018 년 이니스프리는 매출액 6,359 억원 (–1.0% YoY), 영업이익 1,018 억원 (–5.7% YoY)가 예상되며 에뛰드하우스는 매출액 2,526 억원 (–2.5% YoY), 영업이익 1 억원 (–97.6% YoY)를 기록할 전망이다.

투자의견 Trading Buy 유지, 적정주가 130,000 원으로 하향

아모레 G 에 대해 투자의견 Trading Buy 를 유지하고 적정주가를 150,000 원에서 130,000 원으로 하향한다. 적정주가는 상장 자회사 및 비상장 자회사의 영업가치에 자산가치의 합으로 산출하였으며 이니스프리와 에뛰드하우스의 실적 추정치를 하향 조정하여 반영했다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2016	6,697.6	1,082.8	342.4	4,248	20.4	31,869	31.3	4.2	9.6	12.8	27.3
2017	6,029.1	731.5	202.6	2,429	-41.6	33,714	58.1	4.2	13.8	7.0	23.7
2018E	6,121.0	782.1	241.8	2,898	19.3	36,029	41.4	3.3	10.9	7.8	21.7
2019E	6,799.0	881.6	273.7	3,278	13.2	38,622	36.6	3.1	9.8	8.2	21.3
2020E	7,444.9	982.3	304.1	3,639	11.1	41,459	33.0	2.9	8.8	8.5	20.6

표24 2Q18 Earnings Preview

(십억원)	2Q18E	2Q17	(% YoY)	1Q18	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	**1,508.2**	1,413.0	6.7	1,664.3	-9.4	1,676.2	-10.0
영업이익	**191.1**	130.4	46.6	278.2	-31.3	234.2	-18.4
세전이익	**198.4**	141.5	40.2	285.1	-30.4	240.3	-17.4
지배주주순이익	**61.3**	45.6	34.4	89.2	-31.3	78.1	-21.5

자료: 메리츠종금증권 리서치센터

표25 추정치 변경 내역

(십억원)	수정 전		수정 후		변화율 (%)	
	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
매출액	6,610.1	7,403.3	**6,121.0**	**6,799.0**	-7.4	-8.2
영업이익	845.8	999.4	**782.1**	**881.6**	-7.5	-11.8
당기순이익	297.7	361.9	**241.8**	**273.7**	-18.8	-24.4

자료: 메리츠종금증권 리서치센터

표26 아모레G SOTP Valuation

(십억원)	(A)	(B)	(C)	비고
아모레퍼시픽	340,000	20,695,860	7,036.6	적정주가 340000원 * 주식수
상장사가치			**4,925.6**	**30% 할인**
이니스프리	82.7	35	2,894.5	2018년 예상 순이익 * 목표 PER 35배
에뛰드하우스	1.7	35	59.5	2018년 예상 순이익 * 목표 PER 35배
아모스프로페셔날	16.1	35	563.5	2018년 예상 순이익 * 목표 PER 35배
에스트라 (태평양제약)	6.2	35	217.0	2018년 예상 순이익 * 목표 PER 35배
퍼시픽글라스			42.6	
퍼시픽패키지			35.9	
장원 (오설록농장)			42.2	
코스비전			53.6	
기타			21.8	
비상장사가치			**3,930.6**	
자회사가치 합			8,856.2	
유형자산가치			416.0	투자부동산
순현금			298.4	2018년 1분기 개별 기준
NAV (십억원)			**9,570.6**	
주식수 (백만주)			7.4	자사주 제외
적정주가 (원)			129,333	
메리츠증권 적정주가			**130,000**	

자료: 메리츠종금증권 리서치센터

표27 아모레G 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원)	2016	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	2017	1Q18	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2018E
매출액	**6,697.6**	**1,855.4**	**1,413.0**	**1,418.7**	**1,342.1**	**6,029.1**	**1,664.3**	**1,508.2**	**1,512.2**	**1,436.4**	**6,121.0**
증가율 (% YoY)	*18.3*	*5.5*	*-17.8*	*-14.2*	*-14.2*	*-10.0*	*-10.3*	*6.7*	*6.6*	*7.0*	*1.5*
매출원가	**1,641.0**	**447.0**	**397.5**	**402.6**	**367.1**	**1,614.2**	**430.4**	**407.2**	**420.4**	**374.9**	**1,632.9**
증가율 (% YoY)	*16.0*	*9.6*	*-8.6*	*-3.9*	*-3.1*	*-1.6*	*-3.7*	*2.4*	*4.4*	*2.1*	*1.2*
매출원가율 (%)	24.5	24.1	28.1	28.4	27.4	26.8	25.9	27.0	27.8	26.1	26.7
매출총이익	**5,056.6**	**1,408.4**	**1,015.5**	**1,016.1**	**974.9**	**4,414.9**	**1,233.9**	**1,101.0**	**1,091.8**	**1,061.5**	**4,488.2**
증가율 (% YoY)	*19.1*	*4.2*	*-21.0*	*-17.7*	*-17.8*	*-12.7*	*-12.4*	*8.4*	*7.5*	*8.9*	*1.7*
매출총이익률 (%)	75.5	75.9	71.9	71.6	72.6	73.2	74.1	73.0	72.2	73.9	73.3
판관비	**3,974.0**	**1,029.9**	**885.1**	**883.7**	**884.7**	**3,683.4**	**955.8**	**909.9**	**918.9**	**921.5**	**3,706.1**
증가율 (% YoY)	*19.2*	*10.5*	*-9.2*	*-13.0*	*-15.8*	*-7.3*	*-7.2*	*2.8*	*4.0*	*4.2*	*0.6*
판관비중 (%)	59.3	55.5	62.6	62.3	65.9	61.1	57.4	60.3	60.8	64.2	60.5
Personnel (인건비)	519.7	151.7	132.5	147.4	108.3	539.9	136.5	135.2	150.3	109.4	531.4
증가율 (% YoY)	*-4.7*	*6.4*	*29.6*	*3.7*	*-18.4*	*3.9*	*-10.0*	*2.0*	*2.0*	*1.0*	*-1.6*
매출대비 (%)	7.8	8.2	9.4	10.4	8.1	9.0	8.2	9.0	9.9	7.6	8.7
A&P (광고판촉비)	667.2	156.1	170.2	142.7	164.8	633.8	152.6	178.7	152.7	178.0	662.0
증가율 (% YoY)	*5.7*	*-3.9*	*8.8*	*-13.8*	*-9.9*	*-5.0*	*-2.2*	*5.0*	*7.0*	*8.0*	*4.4*
매출대비 (%)	10.0	8.4	12.0	10.1	12.3	10.5	9.2	11.8	10.1	12.4	10.8
Commission (수수료)	1,743.6	467.5	329.0	345.3	344.5	1,486.3	407.8	338.9	362.6	361.7	1,471.0
증가율 (% YoY)	*30.4*	*15.7*	*-29.3*	*-18.6*	*-23.4*	*-14.8*	*-12.8*	*3.0*	*5.0*	*5.0*	*-1.0*
매출대비 (%)	26.0	25.2	23.3	24.3	25.7	24.7	24.5	22.5	24.0	25.2	24.0
기타	1,043.5	254.6	253.4	248.3	267.1	1,023.4	258.9	257.2	253.3	272.4	1,041.8
증가율 (% YoY)	*27.3*	*14.2*	*0.8*	*-12.5*	*-6.4*	*-1.9*	*1.7*	*1.5*	*2.0*	*2.0*	*1.8*
영업이익	**1,082.8**	**378.5**	**130.4**	**132.4**	**90.2**	**731.5**	**278.2**	**191.1**	**173.0**	**139.9**	**782.1**
증가율 (% YoY)	*18.5*	*-9.7*	*-57.9*	*-39.7*	*-32.8*	*-32.4*	*-26.5*	*46.5*	*30.6*	*55.2*	*6.9*
영업이익률 (%)	16.2	20.4	9.2	9.3	6.7	12.1	16.7	12.7	11.4	9.7	12.8

자료: 아모레G, 메리츠종금증권 리서치센터

표28 아모레G 분기별 실적 추이 및 전망

	2016	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	2017	1Q18	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2018E
매출액	**6,697.6**	**1,855.4**	**1,413.0**	**1,418.7**	**1,342.1**	**6,029.1**	**1,664.3**	**1,508.2**	**1,512.2**	**1,436.4**	**6,121.0**
증가율 (% YoY)	*18.3*	*5.5*	*-17.8*	*-14.2*	*-14.2*	*-10.0*	*-10.3*	*6.7*	*6.6*	*7.0*	*1.5*
Amorepacific											
매출액	5,645.4	1,569.0	1,205.0	1,209.9	1,140.0	5,123.9	1,431.6	1,349.3	1,324.4	1,269.5	5,374.8
증가율(% YoY)	*18.4*	*5.6*	*-16.5*	*-13.6*	*-13.4*	*-9.2*	*-8.8*	*12.0*	*9.5*	*11.4*	*4.9*
영업이익	848.1	316.8	101.6	101.1	76.9	596.4	235.9	155.3	141.1	115.9	648.2
증가율(% YoY)	*9.7*	*-6.2*	*-57.8*	*-39.6*	*-24.7*	*-29.7*	*-25.5*	*52.8*	*39.6*	*50.7*	*8.7*
영업이익률(%)	15.0	20.2	8.4	8.4	6.7	11.6	16.5	11.5	10.7	9.1	12.1
Etude											
매출액	316.6	81.3	58.6	61.4	57.7	259.0	64.8	60.4	65.1	62.3	252.6
증가율(% YoY)	*22.8*	*-0.1*	*-30.7*	*-18.9*	*-23.1*	*-18.2*	*-20.3*	*3.0*	*6.0*	*8.0*	*-2.5*
영업이익	29.5	8.8	-0.5	-0.7	-3.4	4.2	-1.5	0.5	0.5	0.6	0.1
증가율(% YoY)	*1,129.2*	*-28.5*	*적전*	*적전*	*적지*	*-85.8*	*적전*	*흑전*	*흑전*	*흑전*	*-97.6*
영업이익률(%)	9.3	10.8	-0.9	-1.1	-5.9	1.6	-2.3	0.8	0.8	1.0	0.0
Espoir											
매출액	37.9	12.5	9.8	10.2	10.7	43.2	12.4	11.3	11.2	11.8	46.7
증가율(% YoY)	*26.3*	*47.1*	*8.9*	*9.7*	*-3.6*	*14.0*	*-0.8*	*15.0*	*10.0*	*10.0*	*8.0*
영업이익	-1.0	0.5	-1.0	-0.6	-0.7	-1.8	0.0	0.1	0.2	0.3	0.6
증가율(% YoY)	*적지*	*흑전*	*적전*	*적지*	*적지*	*적지*	*-100.0*	*흑전*	*흑전*	*-142.9*	*-133.3*
영업이익률(%)	-2.6	4.0	-10.2	-5.9	-6.5	-4.2	0.0	0.9	1.8	2.5	1.3
Innisfree											
매출액	767.9	198.4	153.5	141.2	149.0	642.1	162.7	161.2	151.1	160.9	635.9
증가율(% YoY)	*29.7*	*6.3*	*-28.1*	*-20.2*	*-21.9*	*-16.4*	*-18.0*	*5.0*	*7.0*	*8.0*	*-1.0*
영업이익	196.5	46.3	22.2	20.5	18.9	107.9	32.9	25.5	22.6	20.8	101.8
증가율(% YoY)	*56.4*	*-10.8*	*-64.6*	*-44.9*	*-57.6*	*-45.1*	*-28.9*	*15.0*	*10.0*	*10.0*	*-5.7*
영업이익률(%)	25.6	23.3	14.5	14.5	12.7	16.8	20.2	15.8	14.9	12.9	16.0
AMOS Professional											
매출액	79.2	25.7	20.7	20.4	16.5	83.3	25.9	21.7	21.8	17.7	87.1
증가율(% YoY)	*22.6*	*17.9*	*6.7*	*-0.5*	*-5.7*	*5.2*	*0.8*	*5.0*	*7.0*	*7.0*	*4.6*
영업이익	16.1	7.3	4.4	4.6	1.3	17.6	7.6	4.7	5.1	1.4	18.8
증가율(% YoY)	*22.0*	*23.7*	*-8.3*	*4.5*	*30.0*	*9.3*	*4.1*	*7.0*	*10.0*	*10.0*	*6.8*
영업이익률(%)	20.3	28.4	21.3	22.5	7.9	21.1	29.3	21.7	23.2	8.1	21.6
Aestura											
매출액	103.4	27.7	34.8	26.8	24.8	114.1	28.2	35.5	27.3	25.3	116.3
증가율(% YoY)	*12.3*	*14.0*	*5.8*	*7.2*	*17.0*	*10.3*	*1.8*	*2.0*	*2.0*	*2.0*	*2.0*
영업이익	2.1	1.2	2.8	0.3	-1.0	3.3	1.1	3.0	0.5	-1.0	3.6
증가율(% YoY)	*흑전*	*140.0*	*-6.7*	*-25.0*	*적지*	*57.1*	*-8.3*	*5.0*	*5.0*	*적지*	*9.1*
영업이익률(%)	2.0	4.3	8.0	1.1	-4.0	2.9	3.9	8.5	1.8	-4.0	3.1

자료: 아모레G, 메리츠종금증권 리서치센터

아모레G (002790)

Income Statement

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	**6,697.6**	**6,029.1**	**6,121.0**	**6,799.0**	**7,444.9**
매출액증가율 (%)	18.3	-10.0	1.5	11.1	9.5
매출원가	1,640.9	1,614.1	1,632.9	1,783.2	1,935.7
매출총이익	5,056.7	4,414.9	4,488.2	5,015.8	5,509.2
판매관리비	3,973.9	3,683.4	3,706.1	4,134.2	4,527.0
영업이익	**1,082.8**	**731.5**	**782.1**	**881.6**	**982.3**
영업이익률	16.2	12.1	12.8	13.0	13.2
금융손익	22.4	21.0	21.5	30.5	41.2
종속/관계기업손익	1.6	1.1	1.0	1.0	1.0
기타영업외손익	-18.5	-55.2	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	1,088.3	698.3	804.6	913.1	1,024.5
법인세비용	276.7	208.8	220.5	251.8	289.8
당기순이익	**811.5**	**489.6**	**584.1**	**661.3**	**734.7**
지배주주지분 순이익	342.4	202.6	241.8	273.7	304.1

Statement of Cash Flow

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	**876.7**	**589.8**	**906.8**	**971.9**	**1,042.3**
당기순이익(손실)	811.5	489.6	584.1	661.3	734.7
유형자산상각비	221.0	268.3	310.3	309.1	307.9
무형자산상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본의 증감	-212.6	-145.0	12.4	1.5	-0.3
투자활동 현금흐름	**-814.1**	**-243.5**	**-403.8**	**-328.2**	**-326.9**
유형자산의증가(CAPEX)	-602.4	-846.6	-400.0	-300.0	-300.0
투자자산의감소(증가)	32.0	-6.3	-0.8	-6.0	-5.7
재무활동 현금흐름	**-98.9**	**-87.3**	**-60.0**	**-68.8**	**-76.0**
차입금의 증감	17.9	13.8	-30.0	-32.8	-32.8
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-34.1	238.6	443.0	574.8	639.3
기초현금	1,003.2	969.0	1,207.7	1,650.7	2,225.5
기말현금	969.0	1,207.7	1,650.7	2,225.5	2,864.8

Balance Sheet

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	2,942.6	2,526.0	2,989.4	3,712.5	4,493.1
현금및현금성자산	969.0	1,207.7	1,650.7	2,225.5	2,864.8
매출채권	344.6	364.6	360.0	399.9	437.9
재고자산	478.2	457.6	475.0	527.7	577.8
비유동자산	4,145.8	4,809.2	4,899.7	4,896.6	4,894.4
유형자산	2,773.9	3,247.0	3,336.7	3,327.6	3,319.7
무형자산	749.1	760.5	760.5	760.5	760.5
투자자산	46.7	53.0	53.8	59.8	65.5
자산총계	**7,088.4**	**7,335.2**	**7,889.1**	**8,609.1**	**9,387.5**
유동부채	1,321.1	1,170.8	1,176.7	1,260.3	1,338.6
매입채무	135.5	100.6	119.9	133.1	145.8
단기차입금	205.7	178.1	148.1	118.1	88.1
유동성장기부채	0.0	0.0	3.0	3.0	3.0
비유동부채	200.4	232.4	232.3	250.6	267.9
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	42.9	39.9	36.9	33.9
부채총계	**1,521.5**	**1,403.3**	**1,409.0**	**1,511.0**	**1,606.5**
자본금	44.5	44.5	44.5	44.5	44.5
자본잉여금	695.6	695.6	695.6	695.6	695.6
기타포괄이익누계액	-11.9	-19.4	-19.4	-19.4	-19.4
이익잉여금	2,251.0	2,422.6	2,628.4	2,858.8	3,111.1
비지배주주지분	2,733.6	2,934.7	3,277.1	3,664.7	4,095.3
자본총계	**5,566.9**	**5,932.0**	**6,480.1**	**7,098.2**	**7,781.0**

Key Financial Data

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당데이터(원)					
SPS	83,816	73,117	74,232	82,454	90,287
EPS(지배주주)	4,248	2,429	2,898	3,278	3,639
CFPS	16,743	12,534	13,261	14,451	15,659
EBITDAPS	16,317	12,125	13,248	14,439	15,647
BPS	31,869	33,714	36,029	38,622	41,459
DPS	460	360	432	518	622
배당수익률(%)	0.3	0.3	0.4	0.4	0.5
Valuation(Multiple)					
PER	31.3	58.1	41.4	36.6	33.0
PCR	7.9	11.2	9.0	8.3	7.7
PSR	1.6	1.9	1.6	1.5	1.3
PBR	4.2	4.2	3.3	3.1	2.9
EBITDA	1,303.9	999.8	1,092.4	1,190.6	1,290.2
EV/EBITDA	9.6	13.8	10.9	9.8	8.8
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	12.8	7.0	7.8	8.2	8.5
EBITDA 이익률	19.5	16.6	17.8	17.5	17.3
부채비율	27.3	23.7	21.7	21.3	20.6
금융비용부담률	0.1	0.1	0.1	0.1	0.0
이자보상배율(x)	240.7	155.3	172.5	229.2	313.8
매출채권회전율(x)	20.3	17.0	16.9	17.9	17.8
재고자산회전율(x)	15.4	12.9	13.1	13.6	13.5

Industry Brief
2018. 7. 6

코스메카코리아 241710

2Q18 Preview: 호실적 전망

- ✓ 2Q 매출액 768억원 (+53.8% YoY) 영업이익 65억원 (+24.1% YoY) 전망
- ✓ 제이엠솔루션, VT코스메틱 등의 폭발적인 성장으로 높은 외형 성장률 회복
- ✓ 하반기부터 해외 수출과 중국법인의 실적 턴어라운드 예상
- ✓ 잉글우드랩 인수와 중국 신규 Capa 확장으로 해외 성장 모멘텀 강화될 전망
- ✓ 투자의견 Trading Buy와 적정주가 38,500원 유지

▲ 유통/화장품
Analyst **양지혜**
02. 6098-6667
jihye.yang@meritz.co.kr

Trading Buy

적정주가 (12 개월)	**38,500 원**
현재주가 (7.5)	**34,000 원**
상승여력	**13.2%**

KOSDAQ	794.05pt
시가총액	3,631억원
발행주식수	1,068만주
유동주식비율	57.76%
외국인비중	14.45%
52주 최고/최저가	44,850원/25,200원
평균거래대금	46.0억원
주요주주(%)	
박은희 외 3 인	38.95
박선기 외 3 인	6.70
Templeton Asset Management, Ltd.	6.32

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-8.1	6.1	6.6
상대주가	1.5	10.6	-11.2

주가그래프

2Q 폭발적인 외형 성장 전망

코스메카코리아의 2 분기 실적은 매출액 768 억원 (+53.8% YoY) 영업이익 65 억원 (+24.1% YoY)을 기록하여 시장 컨센서스 (매출액 674 억원, 영업이익 58 억원)을 크게 상회할 전망이다. 신규 고객사인 제이엠솔루션, VT 코스메틱 등의 폭발적인 성장으로 높은 외형 성장률을 회복하고 특히 3 월부터 제이엠솔루션의 지피클럽 선스프레이 오더가 급증하였다. 선스프레이의 경우 원가율이 높고 계절성이 큰 제품으로 지속 여부는 불확실하지만 하반기부터 해외 수출과 중국법인이 지난해 낮은 기저를 바탕으로 완만한 실적 턴어라운드가 예상된다. 3 분기부터 잉글우드랩 인수 효과도 반영될 예정이다.

투자의견 Trading Buy 와 적정주가 38,500 원 유지

코스메카코리아에 대해 투자의견 Trading Buy 와 적정주가 38,500 원을 유지한다. 잉글우드랩 인수를 통한 미국 현지 생산설비 확보와 함께 하반기 이후 중국 핑후법인 신규 Capa 확장으로 해외법인의 성장 모멘텀이 강화될 전망이다. 국내법인 또한 온라인 채널 기반의 신규 고객사들의 꾸준한 영입이 긍정적이다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2016	165.2	13.1	11.5	1,349	114.7	9,816	20.8	2.9	15.7	18.0	36.4
2017	182.3	11.0	9.9	930	-31.1	10,624	34.9	3.1	20.9	9.1	33.1
2018E	262.2	11.9	11.4	1,064	14.3	11,588	32.1	2.9	19.4	9.6	59.5
2019E	337.2	15.5	13.2	1,238	16.4	12,726	27.6	2.7	15.7	10.2	65.0
2020E	387.8	19.4	16.3	1,527	23.4	14,153	22.3	2.4	13.0	11.4	65.0

표29 2Q18 Earnings Preview

(십억원)	2Q18E	2Q17	(% YoY)	1Q18	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	**76.8**	49.9	53.8	53.2	44.3	67.4	13.8
영업이익	**6.5**	5.2	24.1	0.6	902.2	5.8	12.9
세전이익	**6.4**	5.6	13.9	2.3	183.1	5.5	15.5
지배주주순이익	**6.1**	4.9	24.5	2.1	196.9	4.6	32.3

자료: 메리츠종금증권 리서치센터

표30 추정치 변경 내역

(십억원)	수정 전		수정 후		변화율 (%)	
	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
매출액	208.5	246.4	**262.2**	**337.2**	25.8	36.9
영업이익	10.4	15.3	**11.9**	**15.5**	14.4	1.3
당기순이익	12.2	13.8	**11.4**	**13.2**	-6.6	-4.3

자료: 메리츠종금증권 리서치센터

표31 코스메카코리아 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원)	2016	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	2017	1Q18	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2018E
매출액	**165.2**	**50.6**	**49.9**	**37.3**	**44.6**	**182.3**	**53.2**	**76.8**	**58.6**	**73.6**	**262.2**
증가율 (% YoY)	*66.6*	*48.2*	*14.6*	*-12.9*	*0.2*	*10.4*	*5.1*	*54.0*	*56.8*	*64.5*	*43.6*
국내법인_내수	113.2	33.6	31.5	23.0	31.4	119.6	39.5	60.5	27.6	36.2	163.8
국내법인_수출	40.2	11.3	14.6	7.5	7.7	41.0	6.7	9.5	7.9	8.5	32.6
중국법인	22.3	8.9	8.4	9.1	9.6	36.1	8.3	8.9	10.1	11.0	38.3
잉글우드랩 (미국)									15.0	20.0	35.0
연결조정	-10.6	-3.2	-4.6	-2.3	-3.9	-14.2	-1.5	-2.0	-2.0	-2.0	-7.5
증가율 (% YoY)											
국내법인_내수	*51.3*	*26.0*	*7.5*	*-15.2*	*4.4*	*5.6*	*17.6*	*92.0*	*20.0*	*15.0*	*37.0*
국내법인_수출	*96.0*	*50.8*	*35.6*	*-42.9*	*-12.9*	*2.1*	*-40.0*	*-35.0*	*5.0*	*10.0*	*-20.6*
중국법인	*209.9*	*258.5*	*41.8*	*73.5*	*11.1*	*61.6*	*-7.0*	*5.0*	*10.0*	*15.0*	*6.0*
잉글우드랩 (미국)											
비중 (%)											
국내법인_내수	68.6	66.5	63.2	61.6	70.2	65.6	74.4	78.7	47.1	49.1	62.5
국내법인_수출	24.3	22.2	29.2	20.1	17.2	22.5	12.7	12.3	13.5	11.5	12.4
중국법인	13.5	17.7	16.9	24.5	21.4	19.8	15.6	11.5	17.2	15.0	14.6
잉글우드랩 (미국)											13.3
매출원가	**130.1**	**39.6**	**37.4**	**30.0**	**36.4**	**143.4**	**43.6**	**61.4**	**46.9**	**59.6**	**211.5**
증가율 (% YoY)	*68.2*	*53.5*	*12.1*	*-14.3*	*2.5*	*10.3*	*10.1*	*64.3*	*56.1*	*62.0*	*47.1*
매출원가율 (%)	78.7	78.2	75.0	80.4	82.3	78.6	81.9	80.0	80.0	81.0	80.7
매출총이익	**35.1**	**11.0**	**12.4**	**7.3**	**8.1**	**38.9**	**9.6**	**15.4**	**11.7**	**14.0**	**50.7**
증가율 (% YoY)	*60.8*	*31.8*	*21.9*	*-6.7*	*-7.0*	*10.8*	*-12.7*	*23.8*	*59.7*	*76.1*	*31.0*
매출총이익률 (%)	21.3	21.8	24.9	19.6	18.2	21.4	18.1	20.0	20.0	19.0	19.3
판관비	**22.0**	**6.2**	**7.2**	**6.9**	**7.7**	**27.9**	**9.0**	**8.8**	**10.0**	**11.0**	**38.8**
증가율 (% YoY)	*42.3*	*25.5*	*16.5*	*20.5*	*48.3*	*27.0*	*45.0*	*22.2*	*45.3*	*46.3*	*39.5*
판관비율 (%)	13.3	12.2	14.5	18.4	17.2	15.3	16.8	11.5	17.0	15.0	14.8
영업이익	**13.1**	**4.8**	**5.2**	**0.5**	**0.4**	**11.0**	**0.6**	**6.5**	**1.8**	**2.9**	**11.9**
증가율 (% YoY)	*105.6*	*40.9*	*31.8*	*-77.8*	*-87.4*	*-16.3*	*-86.6*	*24.6*	*265.3*	*647.7*	*8.6*
영업이익률 (%)	7.9	9.5	10.5	1.3	1.0	6.0	1.2	8.5	3.0	4.0	4.5

자료: 코스메카코리아, 메리츠종금증권 리서치센터

표32 잉글우드랩 손익계산서

(천달러)	2015	2016	2017
매출액	**52,716.6**	**68,231.3**	**77,053.8**
증가율(% YoY)	*42.4*	*29.4*	*12.9*
매출총이익	**12,676.9**	**17,292.7**	**11,035.8**
증가율(% YoY)	*28.0*	*36.4*	*-36.2*
매출총이익률 (%)	24.0	25.3	14.3
영업이익	**5,462.2**	**6,053.3**	**-7,845.4**
증가율(% YoY)	*24.3*	*10.8*	*적전*
영업이익률 (%)	10.4	8.9	적전
세전이익	**5,475.2**	**1,853.7**	**-13,391.4**
증가율(% YoY)	*31.2*	*-66.1*	*적전*
세전이익률 (%)	10.4	2.7	적전
당기순이익	**4,886.3**	**-244.5**	**-12,272.2**
증가율(% YoY)	*17.1*	*적전*	*적지*
당기순이익률 (%)	9.3	적전	적지

자료: DART, 메리츠종금증권 리서치센터

코스메카코리아 (241710)

Income Statement

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	**165.2**	**182.3**	**262.2**	**337.2**	**387.8**
매출액증가율 (%)	66.6	10.4	43.8	28.6	15.0
매출원가	130.1	143.4	211.5	271.1	310.2
매출총이익	35.1	38.9	50.7	66.1	77.6
판매관리비	22.0	27.9	38.8	50.6	58.2
영업이익	**13.1**	**11.0**	**11.9**	**15.5**	**19.4**
영업이익률	7.9	6.0	4.5	4.6	5.0
금융손익	0.0	-0.4	-0.3	-0.8	-0.9
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	0.2	0.1	1.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	13.4	10.7	12.6	14.7	18.5
법인세비용	1.9	0.7	1.3	1.5	2.2
당기순이익	**11.5**	**9.9**	**11.4**	**13.2**	**16.3**
지배주주지분 순이익	11.5	9.9	11.4	13.2	16.3

Statement of Cash Flow

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	**4.4**	**10.4**	**13.2**	**15.8**	**21.9**
당기순이익(손실)	11.5	9.9	11.4	13.2	16.3
유형자산상각비	2.6	3.6	7.0	8.2	9.3
무형자산상각비	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2
운전자본의 증감	-13.7	-3.9	-5.4	-5.8	-3.9
투자활동 현금흐름	**-13.2**	**-22.2**	**-56.8**	**-21.7**	**-21.1**
유형자산의증가(CAPEX)	-12.5	-21.2	-55.0	-20.0	-20.0
투자자산의감소(증가)	-0.0	-0.2	-0.9	-0.8	-0.5
재무활동 현금흐름	**55.5**	**0.0**	**18.9**	**-1.1**	**-1.1**
차입금의 증감	-15.7	-0.3	20.0	0.0	0.0
자본의 증가	70.9	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	46.8	-11.9	-24.7	-6.9	-0.3
기초현금	3.2	50.0	38.2	13.5	6.6
기말현금	50.0	38.2	13.5	6.6	6.3

Balance Sheet

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	101.4	90.5	88.2	102.7	116.7
현금및현금성자산	50.0	38.2	13.6	6.7	6.3
매출채권	30.9	31.5	44.9	57.7	66.3
재고자산	15.2	15.4	22.0	28.3	32.6
비유동자산	41.7	60.5	109.2	121.6	132.8
유형자산	37.9	53.2	101.2	113.0	123.7
무형자산	0.7	3.2	3.1	2.9	2.8
투자자산	1.8	1.9	2.8	3.6	4.1
자산총계	**143.1**	**151.1**	**197.4**	**224.4**	**249.4**
유동부채	36.3	34.7	49.5	63.0	72.2
매입채무	22.6	21.9	32.0	41.1	47.3
단기차입금	2.4	2.1	2.1	2.1	2.1
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	1.9	2.9	24.1	25.3	26.1
사채	0.0	0.0	20.0	20.0	20.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	**38.2**	**37.6**	**73.6**	**88.4**	**98.3**
자본금	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7
자본잉여금	70.2	70.2	70.2	70.2	70.2
기타포괄이익누계액	-0.1	-0.8	-0.8	-0.8	-0.8
이익잉여금	32.1	41.4	51.7	63.9	79.1
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	**104.8**	**113.5**	**123.8**	**135.9**	**151.2**

Key Financial Data

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당데이터(원)					
SPS	19,371	17,072	24,548	31,572	36,308
EPS(지배주주)	1,349	930	1,064	1,238	1,527
CFPS	2,114	1,467	1,879	2,235	2,698
EBITDAPS	1,859	1,382	1,785	2,235	2,698
BPS	9,816	10,624	11,588	12,726	14,153
DPS	0	100	100	100	100
배당수익률(%)	0.0	0.3	0.3	0.3	0.3
Valuation(Multiple)					
PER	20.8	34.9	32.1	27.6	22.3
PCR	13.2	22.2	18.2	15.3	12.6
PSR	1.4	1.9	1.4	1.1	0.9
PBR	2.9	3.1	2.9	2.7	2.4
EBITDA	15.9	14.8	19.1	23.9	28.8
EV/EBITDA	15.7	20.9	19.4	15.7	13.0
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	18.0	9.1	9.6	10.2	11.4
EBITDA 이익률	9.6	8.1	7.3	7.1	7.4
부채비율	36.4	33.1	59.5	65.0	65.0
금융비용부담률	0.2	0.1	0.2	0.3	0.2
이자보상배율(x)	32.2	113.0	22.8	16.3	20.4
매출채권회전율(x)	6.1	5.8	6.9	6.6	6.3
재고자산회전율(x)	13.1	11.9	14.0	13.4	12.7

Industry Brief
2018. 7. 6

애경산업 018250

2Q18 Preview: 면세와 수출 고성장

- ✓ Age20's 케익형 파운데이션, 내용물에 대한 특허 보유
- ✓ 쉽게 모방할 수 없는 독보적인 기술 경쟁력 바탕으로 본격적인 해외 성장
- ✓ 향후 카테고리 다변화에 따른 단일 제품에 대한 의존도 감소 여부 관건
- ✓ 2Q 매출액 1,672억원 (+25.6% YoY), 영업이익 201억원 (+92.9% YoY) 전망
- ✓ 수익성이 좋은 화장품 고성장으로 영업이익률 전년동기대비 +4.2%pt 개선 추정

▲ 유통/화장품
Analyst **양지혜**
02. 6098-6667
jihye.yang@meritz.co.kr

Not Rated

적정주가 (12 개월)	-
현재주가 (7.5)	71,800 원
상승여력	-

KOSPI	2,257.55pt
시가총액	18,825억원
발행주식수	2,622만주
유동주식비율	31.60%
외국인비중	2.30%
52주 최고/최저가	75,700원/31,500원
평균거래대금	212.2억원
주요주주(%)	
AK홀딩스 외 5 인	62.71
인디애나 유한회사	8.13

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	23.4	N/A	N/A
상대주가	34.1	N/A	N/A

주가그래프

쉽게 모방할 수 없는 Age20's 의 해외 성장은 초기 단계

애경산업의 전사적인 실적 성장을 이끌고 있는 Age20's 케익형 파운데이션은 내용물에 대한 특허를 보유하고 있어 쉽게 모방할 수 없는 강점을 지니고 있다. Age20's 는 파운데이션 안에 에센스를 머금은 형태의 제형으로 일부 비슷한 제품이 출시되기도 했지만 품질력 차이가 큰 것으로 판단된다. 이러한 독보적인 기술 경쟁력으로 홈쇼핑 채널을 통해 국내에서 안정적으로 자리잡은 Age20's 가 최근 면세점과 수출을 중심으로 크게 성장하기 시작했다. 당분간 해외 확장에 따른 높은 성장이 지속될 전망이며 향후 카테고리 다변화에 따른 단일 제품에 대한 의존도 감소 여부를 주시할 필요가 있겠다.

2Q 면세점과 수출에서 폭발적인 성장으로 호실적 전망

애경산업의 2 분기 실적은 매출액 1,672 억원 (+25.6% YoY), 영업이익 201 억원 (+92.9% YoY)을 기록할 전망이다. 화장품과 생활용품은 각각 +64.1% YoY, -1% YoY 증가할 것으로 예상되며 화장품 내에서는 특히 면세와 수출 부문이 각각 +150% YoY, +100% YoY 의 폭발적인 성장이 기대된다. 수익성이 좋은 화장품 부문의 고성장으로 영업이익률이 전년동기대비 +4.2%pt 대폭 상승한 12%를 기록할 것으로 예상한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2016											
2017	628.9	49.7	38.1	1,785	24.1	5,524	N/A	N/A	N/A	32.3	87.4
2018E	756.0	85.7	69.0	2,736	53.3	6,594	26.2	10.9	19.9	47.5	67.6
2019E	880.3	115.2	96.3	3,673	34.3	9,587	19.5	7.5	14.5	45.4	52.0
2020E	997.7	139.7	121.4	4,631	26.1	13,339	15.5	5.4	11.4	40.4	41.0

표33 애경산업 연간 실적 추이 및 전망

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	**506.8**	**628.9**	**756.0**	**880.3**	**997.7**
증가율 (% YoY)		*24.1*	*20.2*	*16.4*	*13.3*
화장품	135.3	272.1	399.6	516.7	626.8
증가율 (% YoY)		*101.1*	*46.8*	*29.3*	*21.3*
매출비중 (%)	26.7	43.3	52.9	58.7	62.8
화장품 채널별 매출액					
홈쇼핑		113.7	139.0	159.9	167.9
면세점		64.2	133.0	199.5	269.3
수출		64.4	93.7	121.9	152.3
기타		29.9	33.8	35.5	37.3
화장품 채널별 증가율 (% YoY)					
홈쇼핑			*22.3*	*15.0*	*5.0*
면세점			*107.2*	*50.0*	*35.0*
수출			*45.6*	*30.0*	*25.0*
기타			*13.1*	*5.0*	*5.0*
화장품 채널별 매출비중 (%)					
홈쇼핑		18.1	18.4	18.2	16.8
면세점		10.2	17.6	22.7	27.0
수출		10.2	12.4	13.8	15.3
기타		4.8	4.5	4.0	3.7
생활용품	371.5	356.8	356.5	363.6	370.9
증가율 (% YoY)		*-3.9*	*-0.1*	*2.0*	*2.0*
매출비중 (%)	73.3	56.7	47.2	41.3	37.2
매출원가	**265.6**	**303.2**	**354.8**	**404.1**	**453.9**
증가율 (% YoY)		*14.2*	*17.0*	*13.9*	*12.3*
매출원가율 (%)		48.2	46.9	45.9	45.5
매출총이익	**241.2**	**325.7**	**401.2**	**476.2**	**543.7**
증가율 (% YoY)		*35.1*	*23.2*	*18.7*	*14.2*
매출총이익률 (%)		51.8	53.1	54.1	54.5
판관비	**201.2**	**275.9**	**315.5**	**361.0**	**404.1**
증가율 (% YoY)		*37.1*	*14.4*	*14.4*	*11.9*
판관비율 (%)		43.9	41.7	41.0	40.5
영업이익	**40.0**	**49.7**	**85.7**	**115.2**	**139.7**
증가율 (% YoY)		*24.6*	*72.1*	*34.3*	*21.3*
영업이익률 (%)		7.9	11.3	13.1	14.0
화장품	21.4	47.5	81.7	109.9	134.8
증가율 (% YoY)		*122.0*	*72.0*	*34.5*	*22.6*
영업이익률 (%)		17.5	20.4	21.3	21.5
생활용품	18.6	2.2	4.0	5.2	4.9
증가율 (% YoY)		*-88.2*	*82.8*	*30.5*	*-6.3*
영업이익률 (%)		0.6	1.1	1.4	1.3

자료: 애경산업, 메리츠종금증권 리서치센터

표34 애경산업 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18E	3Q18E	4Q18E
매출액	**144.7**	**133.2**	**162.7**	**188.3**	**169.1**	**167.2**	**188.3**	**231.4**
증가율 (% YoY)					*16.8*	*25.6*	*15.7*	*22.9*
화장품	54.8	54.3	53.6	109.4	81.7	89.1	77.0	151.7
증가율 (% YoY)					*49.1*	*64.1*	*43.7*	*38.7*
매출비중 (%)	37.9	40.8	32.9	58.1	48.3	53.3	40.9	65.6
화장품 채널별 매출액								
홈쇼핑	24.1	27.2	25.2	37.2	30.2	33.9	30.2	44.6
면세점	14.8	14.7	13.9	20.8	31.0	36.7	27.9	37.4
수출	8.2	4.9	7.5	43.8	11.4	9.8	11.3	61.3
기타	7.7	7.6	7.0	7.7	9.0	8.7	7.7	8.4
화장품 채널별 증가율 (% YoY)								
홈쇼핑					*25.4*	*25.0*	*20.0*	*20.0*
면세점					*109.8*	*150.0*	*100.0*	*80.0*
수출					*39.1*	*100.0*	*50.0*	*40.0*
기타					*17.1*	*15.0*	*10.0*	*10.0*
화장품 채널별 매출비중 (%)								
홈쇼핑	44.0	50.0	47.0	34.0	37.0	38.1	39.2	29.4
면세점	27.0	27.0	26.0	19.0	38.0	41.1	36.2	24.7
수출	15.0	9.0	14.0	40.0	14.0	11.0	14.6	40.4
기타	14.0	14.0	13.0	7.0	11.0	9.8	10.0	5.6
생활용품	89.9	78.9	109.1	78.9	87.4	78.1	111.3	79.7
증가율 (% YoY)					*-2.8*	*-1.0*	*2.0*	*1.0*
매출비중 (%)	62.1	59.2	67.1	41.9	51.7	46.7	59.1	34.4
매출원가	**75.4**	**68.9**	**83.8**	**75.1**	**81.2**	**78.6**	**88.5**	**106.5**
증가율 (% YoY)					*7.7*	*14.1*	*5.6*	*41.8*
매출원가율 (%)	52.1	51.7	51.5	39.9	48.0	47.0	47.0	46.0
매출총이익	**69.3**	**64.3**	**78.9**	**113.3**	**87.8**	**88.6**	**99.8**	**125.0**
증가율 (% YoY)					*26.8*	*37.9*	*26.6*	*10.3*
매출총이익률 (%)	47.9	48.3	48.5	60.1	52.0	53.0	53.0	54.0
판관비	**52.8**	**53.8**	**63.9**	**105.4**	**66.0**	**68.6**	**79.1**	**101.8**
증가율 (% YoY)					*25.1*	*27.5*	*23.7*	*-3.4*
판관비율 (%)	36.5	40.4	39.3	55.9	39.1	41.0	42.0	44.0
영업이익	**16.5**	**10.4**	**14.9**	**7.9**	**21.8**	**20.1**	**20.7**	**23.1**
증가율 (% YoY)					*32.2*	*92.9*	*39.0*	*192.9*
영업이익률 (%)	11.4	7.8	9.2	4.2	12.9	12.0	11.0	10.0
화장품	15.5	11.2	11.0	9.8	19.5	18.7	16.2	27.3
증가율 (% YoY)					*25.8*	*67.1*	*47.0*	*178.7*
영업이익률 (%)	28.3	20.6	20.5	9.0	23.9	21.0	21.0	18.0
생활용품	1.0	-0.8	3.9	-1.9	2.3	1.4	4.5	-4.2
증가율 (% YoY)					*흑전*	*흑전*	*16.4*	*적지*
영업이익률 (%)	1.1	-1.0	3.6	-2.4	2.6	1.7	4.1	-5.2

자료: 애경산업, 메리츠종금증권 리서치센터

애경산업 (018250)

Income Statement

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액		**628.9**	**756.0**	**880.3**	**997.7**
매출액증가율 (%)			20.2	16.4	13.3
매출원가		303.2	354.8	404.1	453.9
매출총이익		325.7	401.2	476.2	543.7
판매관리비		276.0	315.5	361.0	404.1
영업이익		**49.7**	**85.7**	**115.2**	**139.7**
영업이익률		7.9	11.3	13.1	14.0
금융손익		0.0	2.7	8.3	16.1
종속/관계기업손익		0.2	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익		-1.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익		48.9	88.5	123.5	155.8
법인세비용		10.9	19.5	27.2	34.4
당기순이익		**38.1**	**69.0**	**96.3**	**121.4**
지배주주지분 순이익		38.1	69.0	96.3	121.4

Statement of Cash Flow

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름		**-6.6**	**63.0**	**93.3**	**117.8**
당기순이익(손실)		38.1	69.0	96.3	121.4
유형자산상각비		6.2	7.0	7.3	7.7
무형자산상각비		0.8	0.0	0.0	0.0
운전자본의 증감		-64.6	-13.0	-10.3	-11.3
투자활동 현금흐름		**-10.8**	**-10.4**	**-10.4**	**-10.4**
유형자산의증가(CAPEX)		-12.0	-10.0	-10.0	-10.0
투자자산의감소(증가)		-1.7	-0.4	-0.4	-0.4
재무활동 현금흐름		**9.2**	**-10.5**	**-16.9**	**-20.8**
차입금의 증감		18.7	-3.0	-3.0	-3.0
자본의 증가		26.3	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)		-8.6	42.1	66.0	86.6
기초현금		20.5	12.0	54.1	120.1
기말현금		12.0	54.1	120.1	206.8

Balance Sheet

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산		128.6	194.3	283.4	391.7
현금및현금성자산		12.0	54.1	120.1	206.8
매출채권		52.1	62.6	72.9	82.6
재고자산		62.6	75.2	87.6	99.2
비유동자산		92.1	95.6	98.6	101.3
유형자산		64.6	67.6	70.3	72.6
무형자산		4.5	4.5	4.5	4.5
투자자산		1.9	2.3	2.7	3.1
자산총계		**220.7**	**289.8**	**382.0**	**493.0**
유동부채		91.2	102.8	114.2	124.7
매입채무		49.9	59.9	69.8	79.1
단기차입금		18.7	15.7	12.7	9.7
유동성장기부채		0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채		11.8	14.1	16.5	18.7
사채		0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금		0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계		**102.9**	**117.0**	**130.6**	**143.3**
자본금		21.3	21.3	21.3	21.3
자본잉여금		5.0	5.0	5.0	5.0
기타포괄이익누계액		-0.1	-0.1	-0.1	-0.1
이익잉여금		91.2	146.3	224.7	323.1
비지배주주지분		0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계		**117.8**	**172.9**	**251.4**	**349.7**

Key Financial Data

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당데이터(원)					
SPS		29,496	29,978	33,577	38,052
EPS(지배주주)		1,785	2,736	3,673	4,631
CFPS		3,155	3,675	4,673	5,620
EBITDAPS		2,664	3,675	4,673	5,620
BPS		5,524	6,594	9,587	13,339
DPS		350	530	680	880
배당수익률(%)			0.7	0.9	1.2
Valuation(Multiple)					
PER		N/A	26.2	19.5	15.5
PCR		N/A	19.5	15.4	12.8
PSR		N/A	2.4	2.1	1.9
PBR		N/A	10.9	7.5	5.4
EBITDA		56.8	92.7	122.5	147.4
EV/EBITDA		N/A	19.9	14.5	11.4
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)		32.3	47.5	45.4	40.4
EBITDA 이익률		9.0	12.3	13.9	14.8
부채비율		87.4	67.6	52.0	41.0
금융비용부담률		0.1	0.1	0.1	0.0
이자보상배율(x)		149.3	140.0	227.8	350.2
매출채권회전율(x)		12.1	13.2	13.0	12.8
재고자산회전율(x)		10.1	11.0	10.8	10.7

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2018년 7월 06일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2018년 7월 06일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2018년 7월 06일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 양지혜)

동 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 동 자료를 이용하시는분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

투자등급 관련사항 (2016년 11월 7일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 4등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상
	Trading Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +5% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	97.1%
중립	2.9%
매도	0.0%

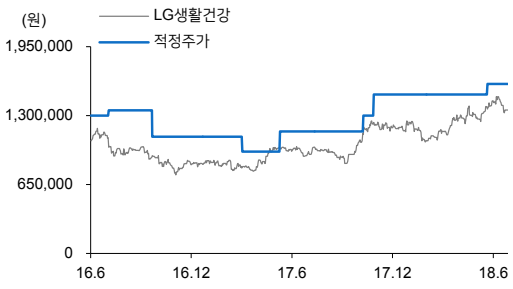
2018년 6월 30일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

LG 생활건강 (051900) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)* 평균	괴리율(%)* 최고(최저)
2016.07.11	산업브리프	Buy	1,300,000	양지혜	-17.0	-9.2
2016.07.27	기업브리프	Buy	1,350,000	양지혜	-28.6	-25.2
2016.10.13	산업분석	Buy	1,100,000	양지혜	-17.8	-16.0
2016.10.26	기업브리프	Buy	1,100,000	양지혜	-22.3	-16.0
2016.11.24	산업분석	Buy	1,100,000	양지혜	-23.4	-16.0
2017.01.06	기업브리프	Buy	1,100,000	양지혜	-23.1	-16.0
2017.01.25	기업브리프	Buy	1,100,000	양지혜	-23.4	-16.0
2017.03.23	기업브리프	Trading Buy	960,000	양지혜	-14.6	-8.2
2017.05.02	기업브리프	Trading Buy	960,000	양지혜	-8.9	4.2
2017.05.29	산업분석	Trading Buy	1,150,000	양지혜	-14.8	-12.4
2017.07.11	기업브리프	Trading Buy	1,150,000	양지혜	-16.3	-12.4
2017.09.18	산업분석	Trading Buy	1,150,000	양지혜	-16.2	-1.7
2017.10.25	기업브리프	Trading Buy	1,300,000	양지혜	-8.5	-3.8
2017.11.13	산업분석	Buy	1,500,000	양지혜	-19.3	-17.5
2017.11.27	산업분석	Buy	1,500,000	양지혜	-20.2	-17.5
2018.01.08	산업브리프	Buy	1,500,000	양지혜	-19.9	-16.7
2018.01.24	기업브리프	Buy	1,500,000	양지혜	-21.6	-16.7
2018.02.27	산업브리프	Buy	1,500,000	양지혜	-19.6	-7.3
2018.06.04	산업분석	Buy	1,600,000	양지혜	-11.7	-7.5
2018.07.06	산업브리프	Buy	1,600,000	양지혜	-	-

주가 및 적정주가 변동추이

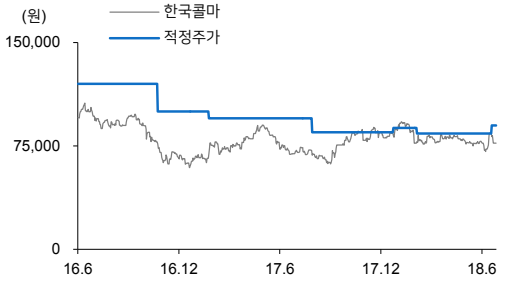


한국콜마 (161890) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)* 평균	괴리율(%)* 최고(최저)
2016.08.17	기업브리프	Buy	120,000	양지혜	-19.9	-11.7
2016.08.25	산업분석	Buy	120,000	양지혜	-20.8	-11.7
2016.09.20	기업브리프	Buy	120,000	양지혜	-20.7	-11.7
2016.10.13	산업분석	Buy	120,000	양지혜	-22.6	-11.7
2016.11.14	기업브리프	Buy	100,000	양지혜	-33.7	-23.5
2017.02.13	기업브리프	Buy	95,000	양지혜	-21.8	-17.9
2017.04.17	기업브리프	Buy	95,000	양지혜	-19.5	-5.1
2017.08.16	기업브리프	Trading Buy	85,000	양지혜	-9.2	4.2
2018.01.08	산업브리프	Trading Buy	88,000	양지혜	-0.2	5.3
2018.02.19	기업브리프	Trading Buy	84,000	양지혜	-7.0	-7.0
2018.02.20	산업브리프	Trading Buy	84,000	양지혜	-5.9	0.6
2018.07.02	기업브리프	Trading Buy	90,000	양지혜	-10.5	-8.4
2018.07.06	산업브리프	Buy	90,000	양지혜	-	-

주가 및 적정주가 변동추이

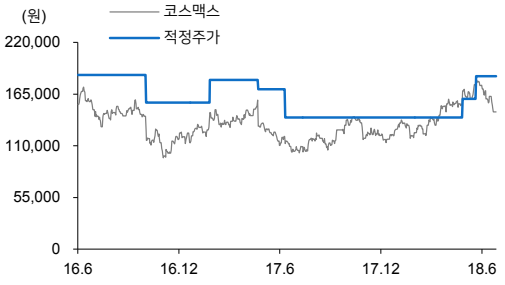


코스맥스 (192820) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)* 평균	괴리율(%)* 최고(최저)
2016.08.09	기업브리프	Buy	190,000	양지혜	-18.2	-6.8
2016.10.13	산업분석	Buy	190,000	양지혜	-18.5	-6.8
2016.10.24	기업브리프	Trading Buy	160,000	양지혜	-25.5	-19.1
2016.11.04	기업브리프	Buy	160,000	양지혜	-25.4	-18.0
2016.11.24	산업분석	Buy	160,000	양지혜	-26.8	-18.0
2017.01.16	기업브리프	Buy	160,000	양지혜	-24.7	-10.3
2017.02.15	기업브리프	Buy	180,000	양지혜	-23.9	-17.5
2017.04.10	기업브리프	Buy	180,000	양지혜	-22.6	-11.9
2017.05.12	기업브리프	Trading Buy	170,000	양지혜	-27.4	-21.2
2017.06.29	기업브리프	Trading Buy	140,000	양지혜	-23.2	-17.9
2017.08.10	기업브리프	Trading Buy	140,000	양지혜	-20.5	-11.8
2017.09.18	산업분석	Trading Buy	140,000	양지혜	-20.0	-9.3
2017.10.10	기업브리프	Trading Buy	140,000	양지혜	-14.8	0.7
2018.01.08	산업브리프	Trading Buy	140,000	양지혜	-13.7	0.7
2018.02.19	기업브리프	Trading Buy	140,000	양지혜	-13.7	0.7
2018.02.20	산업브리프	Trading Buy	140,000	양지혜	-9.6	13.9
2018.05.11	기업브리프	Trading Buy	160,000	양지혜	3.5	9.4
2018.06.04	산업분석	Trading Buy	184,000	양지혜	-10.5	-2.7
2018.07.06	산업브리프	Buy	184,000	양지혜	-	-

주가 및 적정주가 변동추이

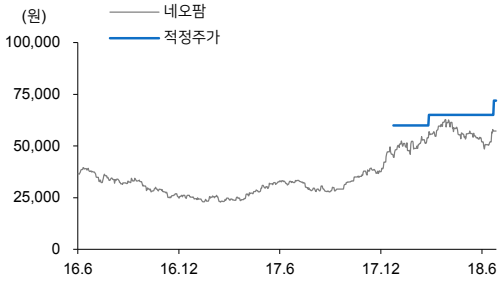


네오팜 (092730) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)* 평균	괴리율(%)* 최고(최저)
2018.01.08	산업브리프	Buy	60,000	양지혜	-16.5	-9.2
2018.03.12	기업브리프	Buy	65,000	양지혜	-10.9	-3.4
2018.05.23	기업브리프	Buy	65,000	양지혜	-13.5	-3.4
2018.07.06	산업브리프	Buy	72,000	양지혜	-	-

주가 및 적정주가 변동추이

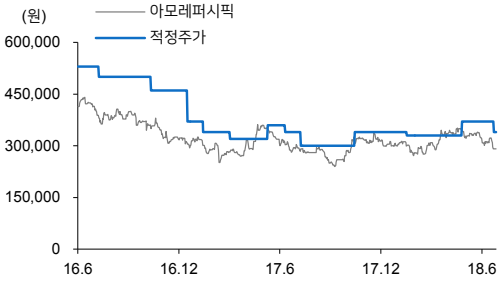


아모레퍼시픽 (090430) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)* 평균	괴리율(%)* 최고(최저)
2016.07.11	산업브리프	Buy	530,000	양지혜	-20.7	-16.8
2016.08.01	기업브리프	Buy	500,000	양지혜	-22.9	-18.8
2016.10.13	산업분석	Buy	500,000	양지혜	-23.8	-18.8
2016.11.02	기업브리프	Buy	460,000	양지혜	-23.3	-17.4
2016.11.24	산업분석	Buy	460,000	양지혜	-28.0	-17.4
2017.01.06	기업브리프	Trading Buy	370,000	양지혜	-15.6	-12.2
2017.02.03	기업브리프	Trading Buy	340,000	양지혜	-16.6	-9.6
2017.03.23	기업브리프	Trading Buy	320,000	양지혜	-11.1	-0.8
2017.04.25	기업브리프	Hold	320,000	양지혜	-3.9	12.8
2017.05.29	산업분석	Hold	360,000	양지혜	-10.1	-3.2
2017.06.29	기업브리프	Hold	340,000	양지혜	-13.4	-8.4
2017.07.27	기업브리프	Hold	300,000	양지혜	-7.7	8.8
2017.10.31	기업브리프	Hold	340,000	양지혜	-6.7	-4.3
2017.11.27	산업분석	Trading Buy	340,000	양지혜	-7.4	-0.9
2018.01.08	산업브리프	Trading Buy	340,000	양지혜	-8.1	-0.9
2018.02.01	기업브리프	Trading Buy	330,000	양지혜	-12.8	-8.5
2018.02.27	산업브리프	Trading Buy	330,000	양지혜	-5.6	6.5
2018.05.10	기업브리프	Trading Buy	370,000	양지혜	-10.4	-7.4
2018.06.04	산업분석	Trading Buy	370,000	양지혜	-12.9	-7.4
2018.07.06	산업브리프	Trading Buy	340,000	양지혜	-	-

주가 및 적정주가 변동추이

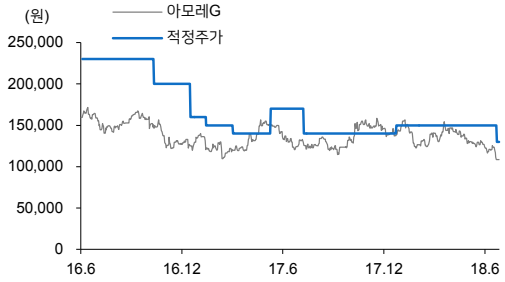


아모레 G (002790) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

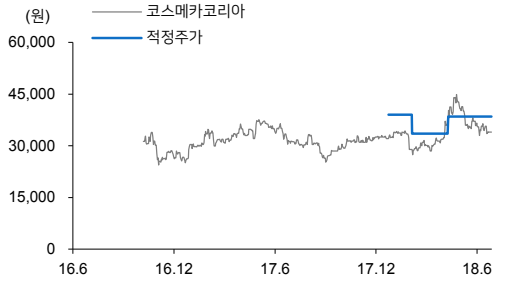
추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)* 평균	괴리율(%)* 최고(최저)
2016.08.01	기업브리프	Buy	230,000	양지혜	-32.5	-25.4
2016.08.25	산업분석	Buy	230,000	양지혜	-32.2	-25.4
2016.10.13	산업분석	Buy	230,000	양지혜	-32.3	-25.4
2016.11.02	기업브리프	Buy	200,000	양지혜	-28.2	-21.8
2016.11.24	산업분석	Buy	200,000	양지혜	-33.4	-21.8
2017.01.06	기업브리프	Buy	160,000	양지혜	-17.9	-12.5
2017.02.03	기업브리프	Buy	150,000	양지혜	-19.9	-13.3
2017.03.23	기업브리프	Trading Buy	140,000	양지혜	-3.9	11.8
2017.05.29	산업분석	Trading Buy	170,000	양지혜	-20.2	-11.2
2017.07.27	기업브리프	Trading Buy	140,000	양지혜	-2.6	13.2
2018.01.08	산업브리프	Trading Buy	150,000	양지혜	-10.1	4.3
2018.07.06	산업브리프	Trading Buy	130,000	양지혜	-	-

주가 및 적정주가 변동추이



코스메카코리아 (241710) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)* 평균	괴리율(%)* 최고(최저)
2018.01.08	산업브리프	Buy	78,000	양지혜	-14.8	-11.9
2018.02.19	기업브리프	Trading Buy	67,000	양지혜	-13.6	-13.6
2018.02.20	산업브리프	Trading Buy	67,000	양지혜	-7.9	12.8
2018.04.24	기업브리프	Trading Buy	77,000	양지혜	-2.3	16.5
2018.07.06	산업브리프	Trading Buy	38,500	양지혜	-	-

주가 및 적정주가 변동추이