

20181015

SK INDUSTRY ANALYSIS

화장품

인싸 가고 아싸 온다

화장품. 전영현, 3773-9181



SK INDUSTRY Analysis



Analyst

전영현

yj6752@sk.com

02-3773-9181

종목명	투자의견	목표주가(원)
아모레퍼시픽	BUY	240,000
LG 생활건강	BUY	1,370,000
네오팜	BUY	64,000
한국콜마	BUY	94,000
코스맥스	BUY	170,000
코스메카코리아	BUY	43,000

화장품 [비중확대(OVERWEIGHT)/신규]

인싸 가고 아싸 온다

화장품 섹터에 대해 비중확대로 투자의견을 제시하며 커버리지를 재개한다. 2019 년 화장품 산업의 키워드는 'SNS', '경험', '유행', '멀티샵'으로 요약된다. 향후 소비자들은 경험을 더욱 중요시 여길 것이고, 유행에는 보다 민감해질 것이다. SNS를 통한 마케팅과 판매는 점차 확대될 것이고, 오프라인 채널에서는 멀티샵이 고성장을 지속할 전망이다. 이러한 트렌드를 종합했을 때, 국내 ODM 업체들과 일부 브랜드 업체의 수혜가 기대되며, 당사는 한국콜마와 코스메카코리아를 탑픽으로 제시한다.

'아싸(Outsider)'들의 반란, ODM/OEM 과 트렌디한 브랜드 업체가 수혜

최근 화장품 시장에서 '패스트뷰티' 트렌드가 나타나면서 소비자들이 빠르게 변화하고 있다. 다양한 브랜드를 한눈에 보고자 하는 소비자들의 니즈가 강해지면서 H&B 등 뷰티 편집샵이 글로벌 주요 화장품 유통채널로 자리 잡았으며, 저마다의 개성을 찾고 재미를 추구하는 경향이 짙어지면서 SNS 상에서의 콘텐츠 제작이 화장품 업체들의 주요 마케팅 수단으로 자리잡았다. 이전보다 경험을 중요시하는 소비자들이 많아지면서 뷰티 플랫폼의 이용 빈도와 의존도가 높아지고 있으며, 경험(후기) 없이는 쉽게 지갑을 열지 않고, 어렵게 구매했더라도 또 쉽게 새로운 상품을 찾아간다. 대수롭지 않게 여겼던 이러한 작은 변화들이 모여 산업 저변에 새로운 트렌드를 형성하고 있다. 적어도 화장품 산업에서는 더 이상 '브랜드 네임'만으로 승부를 볼 수 없는 시대가 온 것이다. 이러한 변화는 ODM 업체들에게 절대적으로 유리하며, 트렌드의 변화에 따라 유연하게 대응할 수 있는 브랜드 업체들에게는 기회로 작용할 수 있을 전망이다. 주요 화장품 기업에 대한 투자의견을 'Buy'로, 산업의 변화에서 유리한 한국콜마와 코스메카코리아를 Top-Pick 으로 제시한다.

화장품, 바닥을 지나는 중

현재 화장품 업종의 밸류에이션 멀티플은 12M Fwd PER 기준 20.8 배까지 하락해 단기 밴드 하단에 위치하고 있다. 2017 년 초 사드 보복 조치 직후 최악의 멀티플이었던 19 배와 비슷한 수준이다. 그러나 화장품 산업 관련 데이터는 오히려 2017 년 대비 확연히 호전되었으며, 지난 2 분기 업체들의 실적 역시 개선되었다. 즉, 2017 년의 업종 밸류에이션 멀티플보다는 높은 멀티플을 부여할 근거가 충분한 상황이라고 판단하며, 향후 업종 12M Fwd PER 은 단기 밴드 상단인 26~28 배까지는 무난히 도달할 수 있을 것으로 전망한다.

중국 발 매크로 불확실성, 이미 과도하게 반영

최근 위안화 약세와 중국 소비 둔화 우려가 불확실성 리스크로 작용하고 있는 모습인데, 이에 대한 우려는 과도하다고 판단한다. 이러한 요인들은 실질적인 이익 훼손보다 투자자들의 심리에 더 크게 영향을 미치고 있다. 즉, 두 요인에 의한 국내 업체들의 펀더멘털 훼손은 제한적이다. 위안화의 경우, 인민은행이 추가 약세를 방어할 개연성이 높아 향후 급등 가능성은 크지 않으며, 이에 따라 국내 업체들에게 미치는 영향도 제한적일 것으로 예상한다. 중국 소비 지표의 경우에도 최근 추이를 살펴본 결과, 국내 업체들과의 직접적인 연관성은 크지 않다. 두 가지 우려 요인이 화장품 업종의 밸류에이션 디스카운트 요인이 될 수 없다고 판단한다.

Contents

Executive Summary	3
1. 중소 브랜드들의 약진, '아싸'들의 반란이 시작되다	4
1-1. '패스트뷰티'(Fast Beauty) 시대의 도래	
1-2. 똑똑해지는 소비자, 늘어나는 후기 의존도	
1-3. 소비자들은 다양한 브랜드를 한눈에 보고자 한다	
1-4. Fun 해야 살아남는 뷰티 마케팅, SNS 판매 확대 중	
2. 화장품, 바닥을 지나는 중	25
2-1. 현 주가는 밸류에이션 하단	
2-2. 최악을 벗어났다는 시그널들	
3. 중국 매크로 불확실성: 이익보다는 밸류에이션에 영향	42
3-1. 위안화 약세로 인한 밸류에이션 훼손 가능성 크지 않음	
3-2. 중국 소비, 지표보다는 세부 요소들이 더 중요	
Appendix①. 글로벌 브랜드 화장품 판매 Data	50
Appendix②. 중국 지표와 국내 화장품 Data 의 통계적 분석	54
Appendix③. 화장품 Peer 업체 주요 투자지표	56
4. 개별기업분석	59
아모레퍼시픽	
LG 생활건강	
네오팜	
한국콜마	
코스맥스	
코스메카코리아	

Compliance Notice

- 작성자(전영현)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2018년 10월 15일 기준)

매수	92.13%	중립	7.87%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

Executive Summary

최악은 지났고, 이제는 다가올 것에 대비할 때

최근 화장품 업종 주가는 뚜렷한 방향성 없이 등락만을 반복하고 있다. 중국의 사드 보복 조치 철회 움직임에도 매크로 불확실성에 대한 우려가 기대감을 상쇄시키는 모습이다. 하지만 화장품 산업의 최근 데이터들은 모두 최악이었던 2017 년을 벗어났음을 보여준다. 최악은 지났고, 점진적 업황 회복은 자명하다. 그럼에도 불구하고 현재 업종 밸류에이션은 중단기 밴드 하단에 위치하고 있다. 중국 발 매크로 불확실성 리스크가 여전히 남아있지만, 향후 업황 회복이라는 대세를 거스를 수는 없을 것으로 판단한다. 이에 따라 당사는 화장품 업종에 대한 비중확대 의견을 제시한다.

2018 년 상반기는 중소 브랜드 업체들의 약진이 돋보인 시기였다. 1 년 전까지만 해도 이름이 생소했던 브랜드들이 하나 둘씩 나타나, 국내 화장품 산업에 유의미한 영향을 미치고 있다. 중소업체들의 약진은 기존 브랜드 업체들의 상대적 부진을 의미하며, 동시에 산업 저변에 새로운 트렌드가 형성되고 있음을 시사한다. 이러한 변화는 향후 ODM 업체들에게 유리하며, 브랜드 업체들에게는 위기이자 기회를 제공할 것이다. 트렌드의 변화에 따라 유연하게 대응할 수 있는 브랜드 업체가 업황 회복과 더불어 개별 상승 모멘텀을 받을 수 있을 것으로 전망한다.

Top-Picks: 한국콜마, 코스메카코리아

글로벌 정치·경제적 불확실성이 심화되고 있지만, 당사는 그보다는 다가올 화장품의 업황 회복과 그 속에서 시너지를 내줄 한국 화장품의 글로벌 경쟁력에 더 무게를 두고자 한다. 산업의 점진적인 회복으로 대부분의 국내 업체들의 하반기 실적은 사드 기저와 더불어 견조한 흐름을 보일 것으로 예상된다. ODM 업체들은 투자 회수기 진입과 함께 화장품의 패스트뷰티 및 다양화 트렌드에 대한 수혜를 충분히 흡수할 수 있을 것으로 보이며, 브랜드 업체들은 변화하는 상황 속 업체별 차별화된 성장성을 보일 것으로 전망한다.

주요 화장품 업종 유니버스 종목들에 대해서 2019 년 예상 실적과 글로벌 피어 업체들의 평균 PER 멀티플 26.8 배(Appendix③ 참조)를 적용하여 목표주가를 산출하였다. 실적과 밸류에이션을 감안해 화장품 업종 비중확대 의견을 제시하며 산업의 변화에 유리한 한국콜마와 코스메카코리아를 Top-Pick 으로 제시한다. 두 종목의 목표주가는 각각 94,000 원과 43,000 원으로 산정하였다.

1. 중소 브랜드들의 약진, '아싸'들의 반란이 시작되다

화장품 산업에 새로운 변화가 감지되고 있다. 특정 브랜드에 대한 로열티가 강하지 않은 요즘의 화장품 소비자들은 1) 유행에 따라 빠르게 소비를 이동시키며, 2) 구매에 있어서 브랜드보다는 경험(후기)을 중요시 여기는 성향을 보인다. 이러한 소비자들의 구매 패턴 변화는 화장품 유통 채널로 하여금 오프라인에서는 3) 다양한 브랜드를 한번에 집결시키는 멀티샵을 흥행시켰고, 온라인에서는 4) 소비자들에게 보다 쉽고 친근하게 다가갈 수 있는 SNS 를 통한 마케팅과 판매를 촉진시키고 있다. 이렇게 소소한 변화들이 모여 화장품 산업의 새로운 트렌드를 형성하고 있는 것이다.

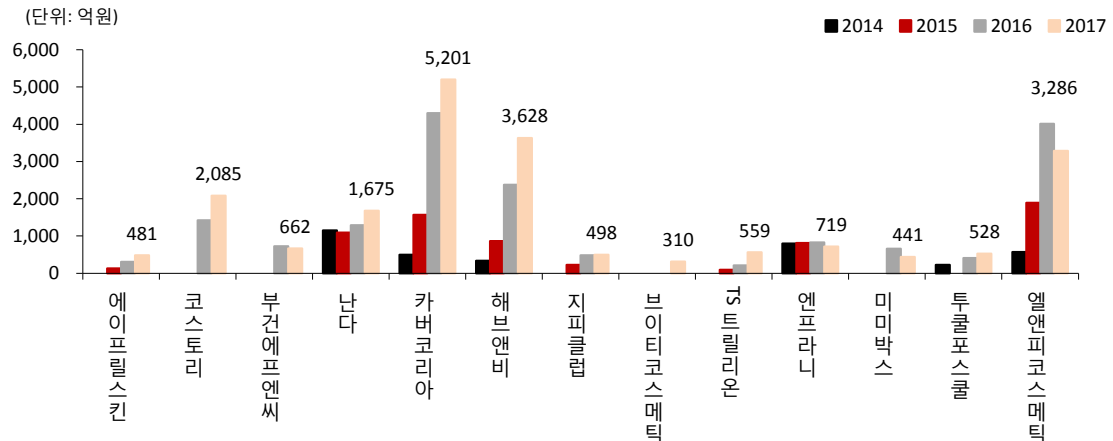
1-1. '패스트뷰티'(Fast Beauty) 시대의 도래

화장품 업계에서 중소 브랜드들이 활황세다. 기존 인기 브랜드였던 닥터자르트(해브엔비), AHC(카버코리아), 파파레서피(코스토리)의 고성장이 지속되었고, VT 코스메틱, JM 솔루션, 에이프릴스킨, 미미박스, 투쿨포스쿨, 3CE, TS 샴푸 등 불과 1년 전까지만 해도 생소했던 이름의 브랜드들이 유의미한 매출을 올리고 있다.

최근 화장품-특히, 중저가-소비자들은 새롭고 흥미로운 제품을 찾아서 보다 빠르게 이동하는 '패스트 코스메틱'의 흐름을 보이고 있다. SNS 나 온라인 채널만을 유통 채널로 두고 있는 일부 소규모 브랜드들은 고객 투표를 실시한 뒤 1주일만에 제품을 출시하기도 한다. 빠르게 변화하고 있는 화장품 산업 내 중소 브랜드들의 약진은 트렌드에 발맞춰 '새로운 것'을 시도하고 또 쉽게 접기도 하는 업체들의 유연성이 중저가 화장품 시장 성장의 핵심 요소로 작용하고 있음을 시사한다. 반면, 오랜 연구/개발 및 검토 끝에 브랜드를 런칭, 철수해왔던 대형 화장품 업체들은 계속해서 새로운 것을 요구하는 소비자들과 빠르게 움직이는 트렌드에 신속하게 대응하지 못했다는 평가를 받고 있다.

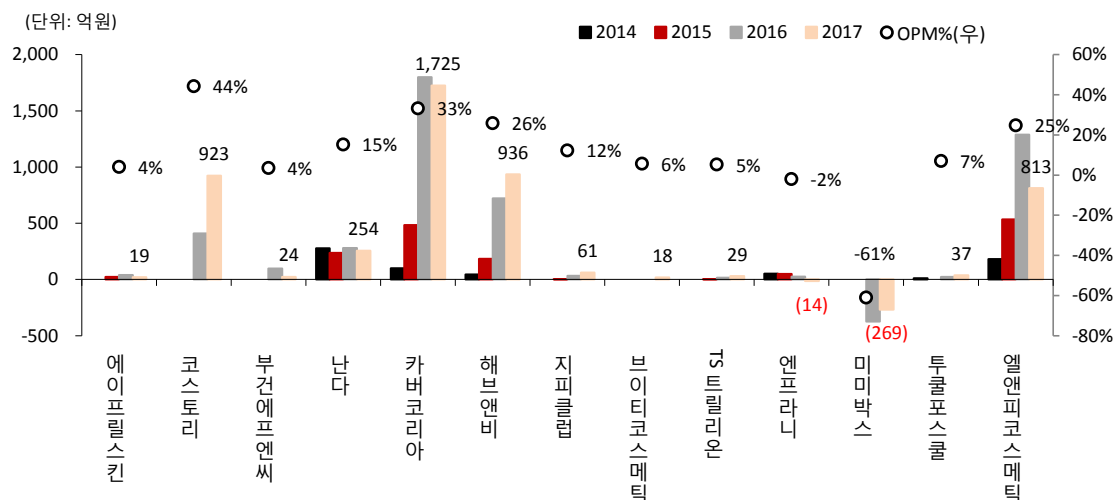
유행이 바뀌는 속도가 빨라진다는 것은 소비자들의 변심이 잦아지고 있음을 뜻한다. 잦은 변심은 새로운 인기 브랜드에 대한 수요 역시도 금방 사그라질 수 있음을 의미하기 때문에 로열티가 강한 핵심 브랜드 보유 여부는 향후에도 화장품 업체들의 경쟁력을 좌우하는 중요 요소가 될 것으로 보인다. 하지만 동시에 새로운 유행을 찾고, 신선한 제품과 유니크한 디자인을 추구하는 소비자들의 요구 역시 계속적으로 늘어날 전망이다. 특히 중저가 브랜드들 사이에서는 이러한 소비패턴의 변화가 더욱 빠르게 일어날 것으로 예상된다. 따라서 기호에 맞게 제품을 제작해 줄 수 있는 화장품 OEM/ODM 업체들의 전반적인 수혜가 기대되며, 브랜드 업체들 중에서는 트렌드의 변화에 따라 차별화된 경쟁력을 가지게 될 업체들에게 관심이 주목될 것으로 보인다.

중소 브랜드 업체별 년도별 매출액



자료 : 각 사, SK 증권

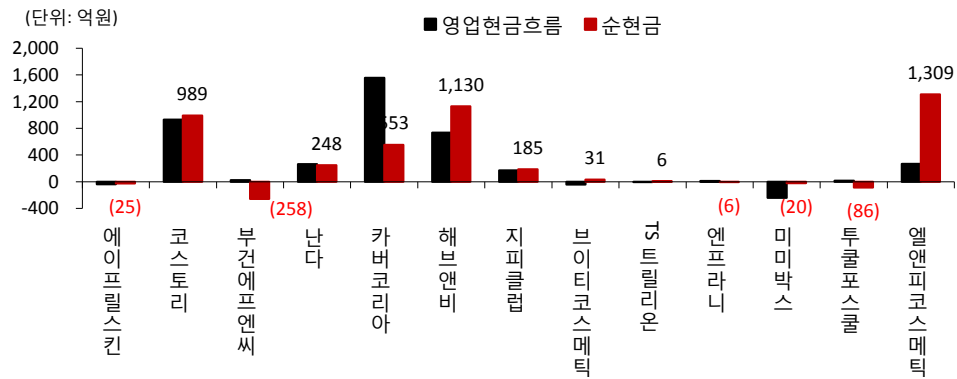
중소 브랜드 업체별 년도별 영업이익과 2017 년 영업이익률



자료 : 각 사, SK 증권

중소 화장품 업체들의 상황을 살펴보면 다음과 같다. 유니레버가 인수한 카버코리아의 AHC는 현재에도 33%로 독보적으로 높은 영업이익률과 매출액을 달성하고 있다. 에스티로더가 33.3%의 지분을 가지고 있는 해브앤비의 닥터자르트 역시 지난해 26%의 높은 영업이익률을 시현하였다. 메디힐과 파파레서피 등 마스크팩으로 유명한 엘애피코스메틱과 코스토리도 각각 25%와 44%의 높은 수익성을 보였다. 상기 회사 대부분은 사업 구조상 지속적으로 현금이 쌓이는 구조여서 순현금(현금 및 현금성자산-이자발생부채) 보유량도 높는데, 2017년 말 기준 업체별로 엘애피코스메틱이 1,300 억원, 코스토리가 990 억원, 난다 250 억원, 카버코리아 550 억원, 해브앤비 1130 억원, 지피클럽이 180 억원의 순현금을 보유 중이다. 이러한 현금은 향후 업체들의 전략적 M&A나 브랜드 제고를 위한 투자자금으로 쓰일 수 있다.

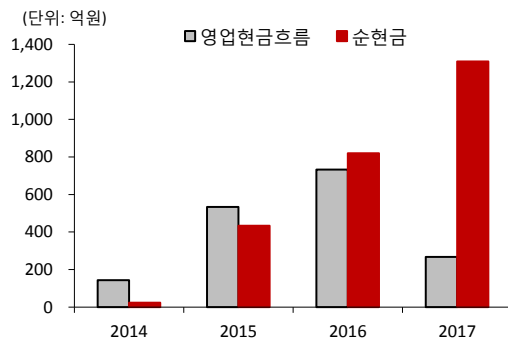
중소 브랜드 업체별 2017년 영업현금흐름 및 순현금



자료: 각 사, SK 증권

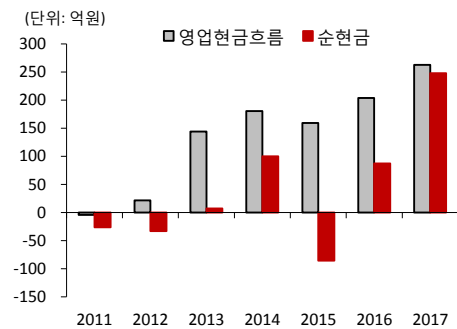
주: 순현금은 현금 및 현금성 자산에서 이자발생부채를 차감한 수치

엘애피코스메틱 영업현금흐름 및 순현금 추이



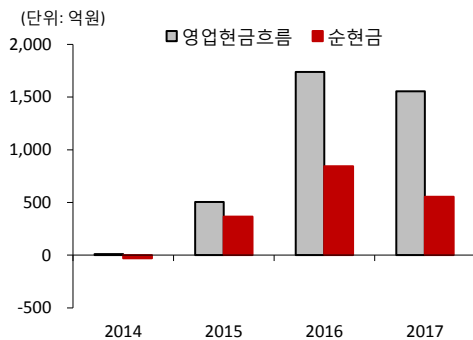
자료: 엘애피코스메틱, SK 증권

난다 영업현금흐름 및 순현금 추이



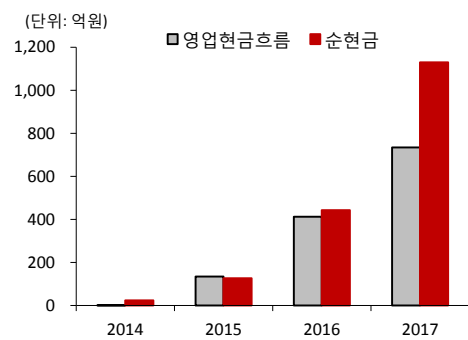
자료: 난다, SK 증권

카버코리아 영업현금흐름 및 순현금 추이



자료: 카버코리아, SK 증권

해브앤비 영업현금흐름 및 순현금 추이



자료: 해브앤비, SK 증권

인기 중소 화장품 브랜드 업체별 개요 및 주요 제품

업체명	개요	주요 제품
에이피알 (에이프릴 스킨)	<ul style="list-style-type: none"> - 2014년 설립 후 고속 성장하며 3년만에 매출 650억원 달성 - SNS 마케팅으로 입소문을 타기 시작하며 화장품에 이어 다이어트 식품 사업 확장 - 2018년 생활용품 브랜드로 사업 영역을 확장하고 중국을 포함하여 해외시장도 공략할 계획 - 2018년 목표 매출은 1천억원 	<ul style="list-style-type: none"> - 처음 출시한 매직쿠션은 400만 개 천연비누는 100만 개 이상 판매 - 이후 메디컬 코스메틱 브랜드 '메디큐브'를 출시하였으며 '레드 이레이징크림'은 출시 한 달만에 1만5000개 이상 판매 - 다이어트 식품 '글램디' 또한 큰 인기를 끌고 있는 상황
코스토리 (파파레서피)	<ul style="list-style-type: none"> - 2012년 설립 후 6년 만에 매출 2000억원 영업이익 930억원 달성. 2016년에 비해 각각 47%, 110% 증가 - 현재 파파레서피 '봄비 꿀단지 마스크팩'의 판매량은 계속해서 증가 - 코스토리는 중국, 일본, 미국, 유럽 등 총 30여개 국에 진출한 상황. 해외시장 확장 및 사업 다각화를 계획 중 	<ul style="list-style-type: none"> - 코스토리 설립 후 '아빠가 만든 화장품' 콘셉트인 '파파레서피', 색조 브랜드 '잉가(INGA)', '무스투스' 등의 브랜드 출시 - 파파레서피의 '봄비 꿀단지 마스크팩'은 2017년 중국 타오바오몰과 티몰에서 각각 마스크팩 판매 1위, 5위를 기록하였으며 누적 판매량은 5억장 - 파파레서피의 성공 비결은 경쟁력 있는 스토리와 진정성과 신뢰도가 높은 브랜드 이미지 덕분
부건에프앤씨 (임블리, 블리블리)	<ul style="list-style-type: none"> - 2013년 의류 사업인 '임블리'로 시작해 2015년 화장품 사업인 '블리블리'로 확장 - 블리블리 론칭 후 매출액은 급증하였으며 블리블리는 매출액의 약 15% 차지 - 최근 로레알이 인수한 스타일난다와 유사한 업체 - 국내 H&B 스토어인 올리브영에서도 일부 상품들이 판매되고 있으며 중국 및 일본을 포함하여 해외 시장 진출도 공략 (중국: 티몰, 일본: 루미네 쇼핑몰) 	<ul style="list-style-type: none"> - 대표 상품으로는 '광채쿠션'과 '인진쑈에센스' 등이 있음 - 2017년 9월 올리브영에 입점 되었으며 입점 직후 3개월 간 매출액과 최근 3개월 간 매출을 비교하면 140% 성장세를 기록 - 광채쿠션의 가격은 4만원이며 주요 고객은 사회초년생인 20대 중/후반으로 파악 - 최근 출시한 앰플은 판매 시작 후 7분 만에 1만개 물량이 완판
난다 (스타일난다 및 3CE)	<ul style="list-style-type: none"> - 2005년 의류사업인 '스타일난다'를 오픈, 2009년 3CE를 론칭하면서 화장품사업으로 확장 - 2017년 매출은 전년보다 30.2% 성장 - 스타일난다는 인터넷 쇼핑 성장, SNS 마케팅 등을 활용하여 성장했으며 화장품사업의 매출 비중은 70%로 상승 - 2018년 5월 로레알은 아시아에서의 포트폴리오 확장을 위해 약 6천억 원에 난다 (스타일난다)를 인수 (한국 브랜드를 처음으로 인수) 	<ul style="list-style-type: none"> - 2009년에 색조화장품 브랜드인 3 Concept Eyes (3CE) 출시 - 코스맥스와 생산 계약 후 화장품 사업 시작 - 현재 '스타일난다' 해외 매장과 세포라 등을 통해 해외로 판매 - 매출의 약 50%는 해외 판매이며 특히 중국과 동남아를 포함한 아시아 시장에서 판매 호조
카버코리아 (AHC)	<ul style="list-style-type: none"> - 1999년 설립되어 병/의원 등에 에스테틱 화장품을 납품하였으며 2011년 출시한 화장품 브랜드 AHC '이보영 아이크림'으로 크게 성장 - 2017년 매출 5,201억원, 영업이익 1,725억원 기록 - 카버코리아는 중국 진출 후 매출을 약 4배로 올린 후 2016년 유니레버와 베인캐피탈&골드만삭스 컨소시엄에 지분 각 35%를 매각 	<ul style="list-style-type: none"> - AHC의 국민 아이크림은 누적 판매 6700만개를 돌파 - 카버코리아는 인지도를 높이기 위해 국내 모델로는 김혜수, 이보영 등과 계약 했으며 2018년 수십억원을 투자하여 앤 해서웨이를 기용 - 'AHC 리얼 아이크림 포 페이스'에 적용된 기술력으로 인기를 끌며 1분에 50개씩 팔릴 정도로 인기가 높음
해브앤비 (덕터자르트)	<ul style="list-style-type: none"> - 2004년 설립되었으며 일반화장품과 의약품 사이인 더마코스메틱 화장품을 판매 - 2017년 매출은 3,628억원, 영업이익 936억원 기록 - 사업 초창기부터 대만, 홍콩, 말레이시아, 싱가포르 등 아시아 시장에 집중 하였으며 2011년부터는 미국 시장에 진출 - 현재 세포라에서만 연매출 약 224억원 기록 	<ul style="list-style-type: none"> - 더마코스메틱 대표 브랜드로서 보습을 특징으로 한 '세라마이딘', 피부 회복이 특징인 '시카페어' 등의 제품 판매 - 브랜드 초기부터 연고형 튜브 알약을 모티브로 한 디자인을 선보이며 세련된 이미지와 심플하지만 독창적인 디자인 부각 - 최근 8월 초 신제품 '더메이크업' 출시

지피클럽 (제이엠솔루션)	<ul style="list-style-type: none"> - 지피클럽은 2013년부터 국내 화장품 기업의 유통을 맡아왔으며 2016년에 자체 브랜드인 JM Solution을 론칭 - JM Solution의 성장으로 올해 매출액은 7600억원으로 예상, 마스크팩 매출비중은 90%로 전망 - 중국에서의 매출 증가로 인해 빠른 속도로 성장해 2018년 상반기 이미 매출 3000억 원을 달성 	<ul style="list-style-type: none"> - 주력 품목은 마스크팩으로 '골광 로얄 프로폴리스', '물광 골든 코균', '청광마린진주', '윤광 오로라', '물광 S.O.S 링거' 등을 보유 - 2018년 상반기의 경우 마스크팩 1억 8000만장이 팔렸음
VT Cosmetics	<ul style="list-style-type: none"> - VT Cosmetics은 코스닥 상장사 지엠피의 자회사 - 2017년 매출액 310억원 영업이익 18억원 기록(VT코스메틱 별도 기준) - 2010년 VANT36.5 브랜드로 시작했으나 상표권 문제로 인해 브랜드 상실하며 2017년 새 화장품 브랜드 VT Cosmetics 론칭 - 중국 모바일 시대에 적극 대응하며 SNS 마케팅을 효율적으로 활용 - 중국 (타오바오), 미국 (아마존) 등에 입점해 있으며 해외시장에 집중 	<ul style="list-style-type: none"> - 주요 제품으로는 쿠션 파운데이션과 시카 라인 등이 존재 - 중국에서는 17년 6월 '시카 라인'을 구성하여 출시. - 론칭 2달만에 시카 선스프레이 120만개, 시카 마스크팩 100만개 (1천만장), 시카 레드니스 커버 쿠션 50만개 납품
TS Trillion (TS삼푸)	<ul style="list-style-type: none"> - 2018년 상반기 탈모닷컴에서 TS Trillion으로 사명 변경 - 2018년 상반기 매출액은 352억원 영업이익은 18억 2,850만원 - 2018년 8월 시작한 GS홈쇼핑 판매방송에서 3만8천개 세트를 판매하며 하루 매출액 30억원 달성 - 이후 CJ홈쇼핑에서도 2만9천세트 완판으로 하루 매출액 20억원 달성 - 중국 식품약품감독관리총국 (CFDA)로부터 위생 허가를 받으며 중국 시장 진출과 동시에 호주, 미국 시장 등 해외 시장 진출을 계획 	<ul style="list-style-type: none"> - 2010년 처음 출시되었으며 3번의 업그레이드를 거쳐 프리미엄TS삼푸에 이어 올뉴TS삼푸, 올뉴플러스TS삼푸 출시 - 2018년 하반기에는 아이크림, 탄력크림, 수분크림, 쿠션팩트 등 제품라인업 강화예정 - 2018년 9월 GS25와 협업하여 유제품인 TS블랙빈밀크 출시
엔프라니 (홀리카홀리카)	<ul style="list-style-type: none"> - 2010년 3월 한국 엔프라니 그룹이 단독으로 설립한 트렌드 화장품 브랜드 - 한국 내 200개 매장에 입점해 있으며 미국, 캐나다, 싱가포르, 중국, 일본, 말레이시아 등 20여 개 국가에서 판매중임. - 중국 진출 시기는 2017년 	<ul style="list-style-type: none"> - 알로에 수딩젤, 돼지코팩 등 트렌드와 품질을 겸비한 제품으로 소비자 호평과 함께 한국에서 빠르게 성장 중
미미박스 (포니이펙트, 아임미미 등)	<ul style="list-style-type: none"> - 2012년 문을 연 화장품 전문 전자상거래 기업 - 초창기에는化妆품을 매달 배달해주는 '정기배송 서비스'로 20~30대 여성들에게 큰 호응을 얻었음 - 2015년부터는 '아임미미', '포니이펙트' 등 자체 브랜드를 통해 화장품 제조유통 서비스로 영역을 확장 - 같은 해 초 중국에도 진출했으며 2년째 되는 2016년 중국 매출 300억원을 달성 - 2018년 8월에는 세계 최대 화장품 전문 유통 업체인 '세포라(Sephora)'와 파트너십 계약을 체결 	<ul style="list-style-type: none"> - PONY EFFECT는 아시아 인기 메이크업 아티스트 포니(유튜버)와 한국 화장품 플랫폼 MEMEBOX가 협업해 출시한 브랜드 - 정열적이고 톡톡 튀는 색상, 격조 높은 품질과 더불어 세련된 연출이 가능함. 브랜드 아이덴티티가 돋보임 - 2017년 4월 PONY EFFECT는 텐마오에 입점했으며 플래그십스토어를 오픈해 본격적으로 중국 시장에 진출

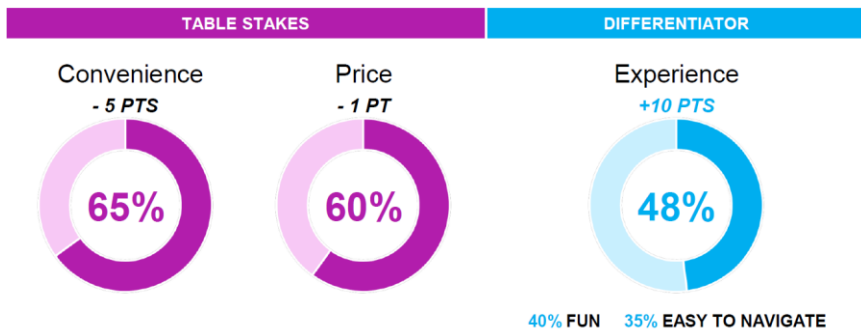
자료: 언론자료, SK증권 정리

1-2. 똑똑해지는 소비자, 늘어나는 후기 의존도

시장 조사기관 닐슨코리아가 국내 온라인 쇼핑을 이용하는 소비자들을 대상으로 한 설문조사에 의하면, 온라인 쇼핑을 이용하는 이유로 가장 많은 응답자들이 꼽은 항목은 편리성, 가격, 그리고 경험이었다. 특히, 2017년 경험(이용후기 등)이 중요하다고 응답한 응답자들의 비율은 1년전에 비해 10%p나 늘어나 구매에 있어서 이용후기나 상품평에 대한 중요도가 커지고 있음을 보여주었다. 이를 방증하듯 화장품 성분에 대해서 분석하고 순위를 매겨주는 ‘화해(화장품을 해석하다)’, ‘글로우픽’ 등의 앱 서비스나 화장품의 전반적인 사용 후기를 공유하는 ‘언니의파우치’와 같은 어플리케이션의 사용자 수가 늘어나고 있다. 회원수가 180만명에 육박하는 네이버 뷰티 카페 ‘파우더룸’ 역시 이용자 수가 확대되며 영향력이 커지고 있다.

한국 온라인 쇼핑 이용자가 온라인 쇼핑을 하는 이유: 2016 vs 2017

KOREAN SHOPPERS' TOP REASONS FOR SHOPPING ONLINE



자료: 닐슨코리아 SK 증권

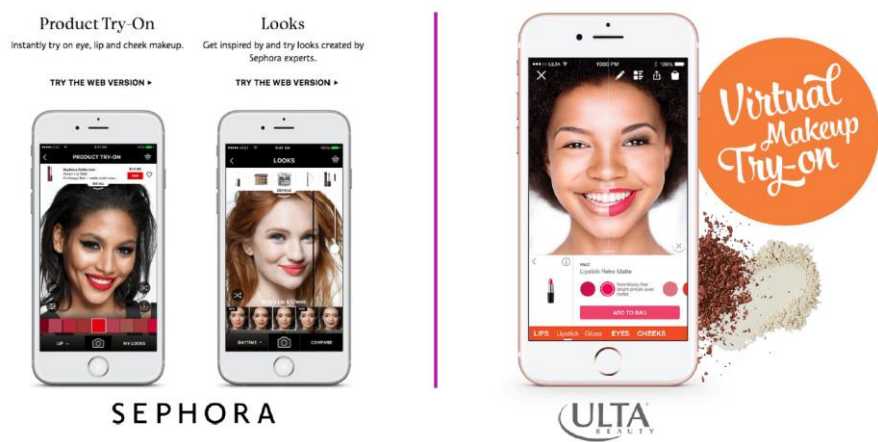
오픈 서베이의 ‘2018 뷰티 트렌드 리포트’ 결과에 따르면, 국내 소비자들의 화장품 구매시 고려 요소가 리뷰 > 브랜드로 나타났다. 화장품 구매의 기준이 과거에는 ‘브랜드’에 치우쳐져 있었다면 이것이 ‘리뷰’나 ‘성분’으로 변화하고 있는 것이다. 온라인이나 모바일을 이용한 구매가 늘면서 자연스럽게 소비자들은 더 많은 정보와 더 많은 간접 경험을 할 수 있게 되었으며, 구매력이 높은 2~30대 여성들 사이에서 이런 서비스에 대한 관심은 더욱 늘어나고 있다. 경험이 중요시 되면서 프랑스 뷰티 업체 로레알은 올 3월 증강현실(AR) 전문 업체인 캐나다의 ‘모디페이스’를 인수, 최근 페이스북 기반의 AR 기술을 이용한 잠재적인 쇼핑 고객이 화장품을 테스트 할 수 있도록 하는 기술을 도입하였다. 뷰티 편집숍 세포라나 얼타에서도 AR을 이용해 화장품을 가상으로 사용해볼 수 있는 체험 서비스를 제공하고 있다. 중국의 여러 화장품 업체들도 이러한 AR 프로그램을 만들기 위해 텐센트, 위챗 등과 협업하고 있는 만큼 ‘경험’의 중요성이 커지고 있음을 알 수 있다. 광고만으로 제품 판매하는 시대가 지나고 이제는 선(간접)경험, 후 구매하는 방식이 자연스러운 구매 패턴으로 자리잡고 있다.

화장품 이용 후기 관련 어플리케이션 개요

	단위	화해	언니의파우치	글로우픽
다운로드 수	회	600만	250만	200만
월간 활성 이용자 수(MAU)	명	113만	10만	30만
SKU	개	100,000	10,000	60,000
리뷰 수	건	300만	40만	240만
리뷰 작성자 수	명	170만	5만	12만
성분 분석 정보	-	제공	미제공	일부 제공

자료: 언론자료, SK 증권

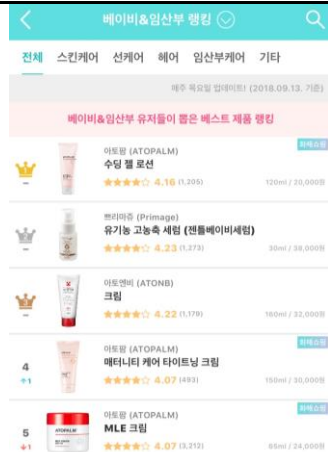
뷰티 편집숍 세포라와 얼타의 AR를 이용한 가상 Make-up Try on 기능



자료: Sephora, Ulta, SK 증권

한편, 소비자들의 건강에 대한 관심이 높아지면서 화장품 성분에 대한 관심도 늘어나고 있다. 미국의 시장 조사기관 Mintel 에 따르면 근래 미국의 18~29 세 사이 젊은 소비자들이 유기농 화장품과 천연 화장품에 대해 관심이 많고, 미국에서도 소비자들이 국내의 '화해' 어플리케이션과 유사한 'Think Dirty', 'Good Guide', 'Cosmetifque' 등의 스마트폰 앱을 통해 화장품 성분을 검토하고 구매하는 성향을 보이는 것으로 조사됐다. 밀레니얼 세대의 화장품 소비자들은 이전보다 화장품에 사용되는 화학성분들의 유해성에 대해 잘 알고 있고, 제품 구매 시 개개인의 피부 타입별로 자극적인 성분을 사용하지 않는 제품을 찾아 선택하고 있다. 즉, 상기 앱들의 성분 분석 서비스가 화장품 성분에 대한 소비자들의 우려(혹은 관심)를 어느 정도 해소해주며 관련 앱에 대한 의존도도 늘어날 것으로 보인다. 또한 '착한' 성분이나 '천연(Natural)' 성분에 대한 소비자들의 수요는 지속될 것으로 예상됨에 따라 성분에 대한 설명을 제공해주고, 실제 이용 후기를 바탕으로 순위를 매겨주는 등의 역할을 해주는 플랫폼의 영향력은 점차 커질 것으로 전망한다. 상기 플랫폼들에서 상위에 랭크된 제품들이 국내 소비자들에게 인정받고 꾸준한 구매로 이어지고 있는 만큼, 향후에는 이러한 앱 상에서의 이용 후기나 품평이 제품의 가치 자체를 가늠하는 중요 지표로도 사용될 수 있다고 판단한다.

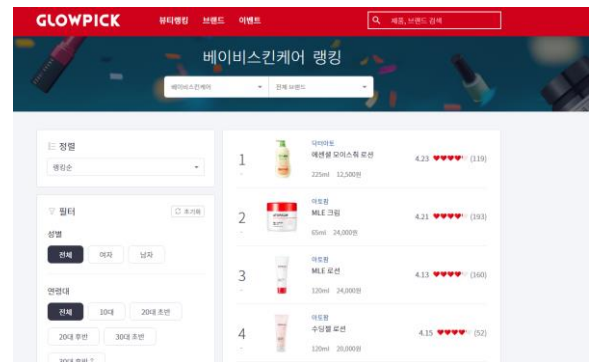
화해 앱 화장품 부문별 주간 랭킹 페이지



자료: 화해, SK 증권

주: 2018년 10월 1일 기준 베이비&임산부 부문 랭킹 1,45위 아토파름이 차지

글로벌 화장품 부문별 실시간 랭킹 페이지

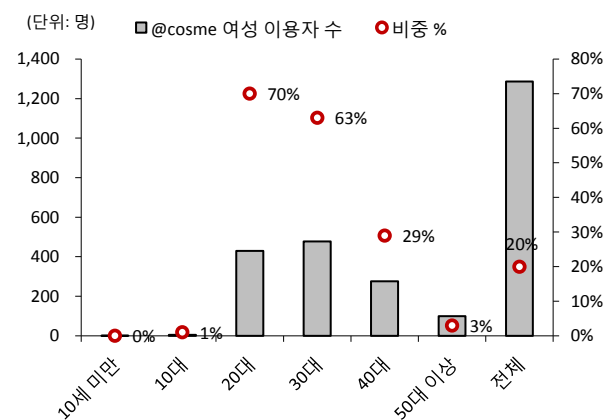


자료: 글로벌 SK 증권

주: 2018년 10월 1일 기준 베이비&임산부 부문 랭킹 2~4위 모두 아토파름이 차지

일본에서는 주식회사 아이스타일이 운영하고 있는 '@COSME'가 가장 대표적인 뷰티 종합 소셜 사이트로서 입지를 다지고 있다. 2018년 6월 기준 '@COSME'의 월간 방문자 수는 1,600만명으로, 월간 3.1억건의 페이지 뷰와 누계 공유 수 1,400만건을 기록하였다. 특히, @COSME 사이트는 일본 2~30대 여성의 3분의 2가 매달 1번씩은 방문한다는 통계치가 나오는 만큼 화장품 업계에서 그 파급력이 매우 크다고 보여진다. 향후 국내에서도 이러한 뷰티 소셜 사이트나 이용 후기 공유 서비스가 더욱 확대될 것으로 보이며, 이에 따라 플랫폼들의 화장품 산업 내 영향력도 커질 것으로 보인다.

@Cosme 연령별 여성 이용자 수와 전체 여성 인구 대비 비중



자료: 아이스타일 SK 증권

주: 2018년 상반기 기준

@Cosme 1위 스티커가 붙어 있는 일본 드럭스토어 내 판매 상품



자료: KOTRA, SK 증권

이처럼 화장품 구매에 있어서 소비자들이 경험과 재미를 중요시 함에 따라 판매 과정에서 SNS(재미)가 발달하고, 뷰티 플랫폼(경험)에 대한 의존도가 높아지고 있다. 과거에는 제품의 상세한 장점이나 특징보다는 브랜드의 전체적인 이미지 광고를 통해 구매를 제안하는 식의 마케팅이 주를 이뤘다면, 현재는 브랜드 광고뿐 아니라 경험에 따른 후기 위주 콘텐츠 제작과 이 콘텐츠의 '공유'를 통한 자가 발전 식 바이럴 마케팅이 주요 마케팅 형식이 되었다. 이에 따라 중소 업체들의 경우에도 저비용으로도 제품의 퀄리티나 특성에 따라 제한적인 콘텐츠만으로도 지속적인 소비를 유도하는 것이 가능해졌고, 브랜드보다는 제품 자체의 경쟁력(독창성, 디자인, 품질)에 소구하여 구매를 이끌 수 있게 되었다.

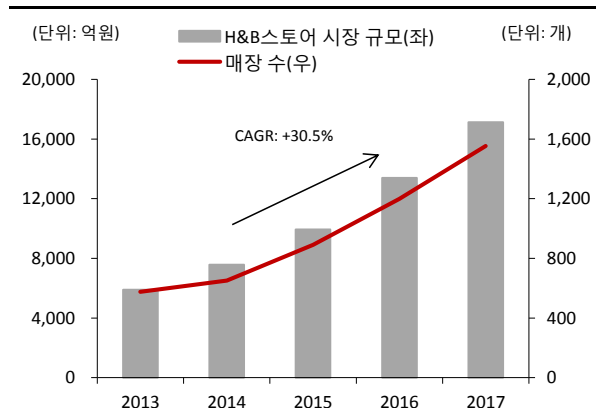
이러한 변화는 중소 브랜드들에게는 자연스럽게 좋은 기회가 되었고, 이에 따라 OEM/ODM 업체들로의 오더량 증가로도 이어졌다. 그러나, 중소 업체들과는 달리 국내 대형 브랜드사들은 회사의 규모가 커 트렌드의 변화에 빠르게 대응하지 못하면서 기회를 살리지 못했던 것으로 보인다. 앞으로도 이런 추세는 지속될 것으로 보여 국내외 개성 있는 중소 브랜드들의 약진은 계속될 것으로 예상되며 이에 따른 ODM 업체들의 수혜도 기대된다. 대형 브랜드 업체들의 경우, 과거와 달리 유행에 따라 가벼운 제품을 빠르게 내놓는 시도를 한다면 풍부한 자금력과 마케팅 노하우를 바탕으로 타 업체들 대비 더 효과적인 바이럴 마케팅 효과를 누릴 수 있을 것으로 보인다.

1-3. 소비자들은 다양한 브랜드를 한눈에 보고자 한다

앞서 살펴본 소비자들의 소비 성향 변화는 자연스럽게 화장품의 유통 채널과 마케팅 수단의 변화로도 이어졌다. 단 시간에 더 많은 브랜드를 보고자 하는 소비자들의 소비 성향 변화는 H&B 스토어라는 유통 채널을 흥행시켰고, 이는 다시 중소 브랜드들의 고 성장을 촉진시켰다. 닥터자르트, AHC, 3CE 와 같은 브랜드들은 국내 H&B 스토어에서 판매 확대와 마케팅 효과를 동시에 누려왔다. 2017 년 국내 화장품 시장에서 H&B 채널의 판매 비중은 12.5%(스킨케어+색조 시장 기준 1.2 조원)로 오프라인 내 전문점(로 드샵)과 백화점 다음으로 큰 비중을 차지하고 있으며, 2013~2017 년 국내 H&B 스토어 판매액 CAGR 은 +30.5%¹로 동기간 국내 전체 화장품 판매액(스킨케어+색조 시장) CAGR +5.1%를 크게 상회했다.

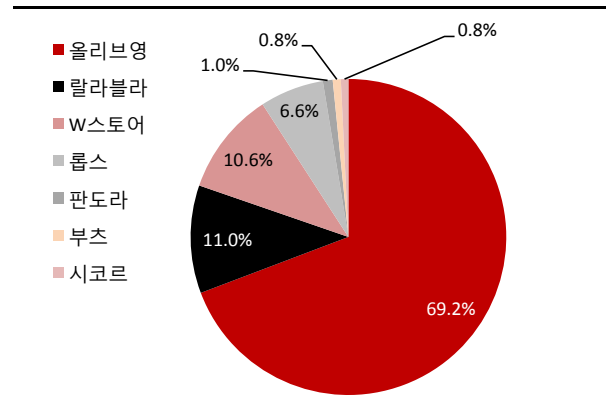
H&B 채널의 급부상은 화장품 소비 연령이 점점 낮아지면서 브랜드 로열티가 상대적으로 떨어지는 중저가 화장품들에 대한 수요가 증가한 영향이 크다. 중저가 화장품 구매를 위해 오프라인 채널을 선택한 소비자들은 유행에 민감하고 특정 화장품에 대한 로열티가 비교적 높지 않은 경향을 보인다. 따라서 이들은 화장품 쇼핑에 있어서 단시간에 더 많은 선택권을 부여 받기를 원한다. 향후 이러한 수요의 증가를 H&B 스토어나 화장품 편집샵 등 멀티샵 채널들이 흡수하면서 고성장을 이어나갈 것으로 예상하는데, 특정 인기 H&B 스토어로의 입점이 중소 브랜드 업체들의 단기 승패를 좌우하기도 하는 만큼, 향후 화장품 유통에 있어서 H&B 스토어의 영향력은 더욱 막강해질 전망이다. 또한 H&B 스토어나 편집샵은 통상 유동인구가 많은 핵심 지역에 상당수의 점포가 포진되어 있기 때문에 입점 자체로도 마케팅 효과를 누릴 수가 있어 중소 화장품 브랜드 업체들 사이에서는 더욱 매력적인 채널로 부각될 수 있다.

국내 H&B 스토어 시장 규모 추이



자료 : 언론자료, SK 증권

국내 업체별 H&B 스토어 점포 수 기준 예상 점유율



자료 : 각 사, 언론자료, SK 증권
주: 2018 년 상반기 기준

¹ 올리브영, 랄라블라, 룩스, 부츠 등 메인 H&B 스토어 판매액만을 포함한 업체 추정치

자사 브랜드 편집샵과 원브랜드샵도 '브랜드 다변화'

한 브랜드가 아닌 멀티브랜드 제품을 취급하는 멀티샵 형태의 유통 채널이 떠오르면서 H&B 스토어 뿐만 아니라 국내 화장품 업체들의 자사 브랜드 편집샵들도 변화를 모색 중이다. 자사 브랜드만 판매하던 구조에서 다른 업체 브랜드들을 판매하는 등 브랜드 다변화 움직임이 일어나고 있는 것이다. 아모레퍼시픽이 운영하는 아리따움이 이에 해당되는데, 아모레퍼시픽은 최근 회사의 공식 온라인몰인 'AP 몰'에 최근 기초 화장품 브랜드인 '클리어스'와 색조 브랜드 '머지' 등을 입점시킨 바 있다. 또한 이번 달 강남에 오픈한 '아리따움 라이브 강남'에는 아모레퍼시픽 그룹 브랜드를 제외하고도 타 중소 브랜드 60 여개가 함께 입점되어 있다. LG 생활건강의 복수 브랜드가 입점된 화장품 편집샵 '네이처컬렉션'의 경우에는 현재 국내에 270 여개 점포가 있는 것으로 파악된다. LG 생활건강은 기존 원브랜드샵이었던 '더페이스샵'을 '네이처컬렉션'이라는 편집샵 형태로 전환하고 있다. '네이처컬렉션'은 최근 중국에 진출하기도 하였으며 H&B 스토어와 마찬가지로 젊은 층을 타겟으로 한다. 향후에도 화장품 구매에 있어서 다양한 제품군과 브랜드를 한 눈에 볼 수 있는 형태의 유통 채널에 대한 수요가 지속 증가할 것으로 전망됨에 따라 화장품 업체들이 보유한 멀티샵은 잠재력이 크다. 단기적으로는 이러한 멀티샵들이 로드샵 부진 탈피를 위한 궁여지책으로 비춰질 수도 있으나, 장기적인 관점에서는 성장이 정체된 국내 오프라인 채널에서 유일한 돌파구가 되어줄 수도 있을 것이다.

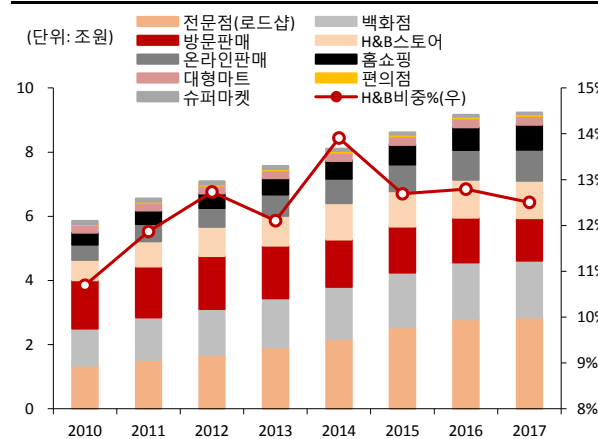
반면, 한 점포에서 한가지 브랜드만 취급하는 원브랜드샵의 경우, 최근 부진한 실적을 면치 못하고 있다. 더페이스샵, 에이블씨엔씨, 에뛰드, 이니스프리, 네이처리퍼블릭, 잇츠한불, 토니모리 등 국내 브랜드숍 상위 업체들 중 6 개 업체가 상반기 실적이 역성장하였으며, 스킨푸드의 경우 최근 법정관리 신청을 하기도 했다. 이러한 원브랜드샵의 부진은 인바운드 감소와 더불어 멀티샵 채널의 비중 확대가 주요 원인으로 꼽힌다. 원브랜드샵 부진 현상은 비단 국내만의 현상이 아니다. 로레알이 소유하고 있던 영국 자연주의 화장품 브랜드 '더바디샵'은 그 동안 글로벌 시장에서 부츠 등 H&B 스토어 입점을 제한하고 로드샵 위주 판매를 추구해왔었는데, 원브랜드샵 위주 판매 정책이 매출 부진 장기화로 이어지면서 2017 년 로레알은 결국 회사를 브라질의 화장품 기업 내추라코스메틱스에 약 10 억 유로에 매각한 바 있다.

상황이 악화되자 일부 원브랜드샵들은 다른 브랜드가 운영하는 유통 채널에도 입점을 시도하고 있다. 로드샵 미샤, 어퓨를 운영하는 에이블씨엔씨는 최근 해외에서 현지 H&B 스토어 등에 도매로 제품을 판매하는 방식을 시도하고 있다. 인건비 및 임대료 절감을 위해 직영 매장이거나 로드샵 비중을 줄이고 현지 드럭스토어나 마트에 납품하는 식으로 채널을 변경해 비용을 줄여가는 것이다.

한국보다 가파른 성장이 예상되는 중국 H&B 채널

잠재력이 큰 중국 시장에서는 H&B 채널이 국내보다 더 높은 성장률을 보이고 있는 것으로 추정된다. 그 중에서도 중국 내 가장 큰 로컬 H&B 스토어 중 하나인 교량가인 (GIALEN)은 2018년 매장 수가 3,600 개에 이를 것으로 예상돼 2017년 대비 약 2 배의 점포 수 성장을 목표로 하는 만큼 잠재적인 성장성이 돋보인다. 2017년 중국 화장품 시장에서 H&B 채널의 판매 비중은 5.9%(스킨케어+색조 시장 기준 약 2.2조원 규모)로 유로모니터 조사 기준 최근 5 개년 CAGR 은 +9.3%를 기록하였다. 이는 같은 기간 중국 화장품 오프라인 전체 판매액 CAGR 인 +4.3%와 전체 화장품 판매액 CAGR +7.4%를 모두 압도하는 수준의 성장률이다. 국가별로 H&B 스토어 판매액 산출 기준이 다르기 때문에 직접적인 성장률을 비교하는 데에는 어려움이 있지만 중국 화장품 시장(스킨케어+색조)에서 차지하는 드럭스토어 채널의 판매 비중은 6% 미만으로 한국의 12.5%에 한참 미치지 못하는 반면, 화장품 시장의 성장률은 중국이 한국보다 훨씬 높다는 사실을 감안한다면, 향후 중국 H&B 채널 매출은 더욱 가파르게 증가할 개연성이 높다.

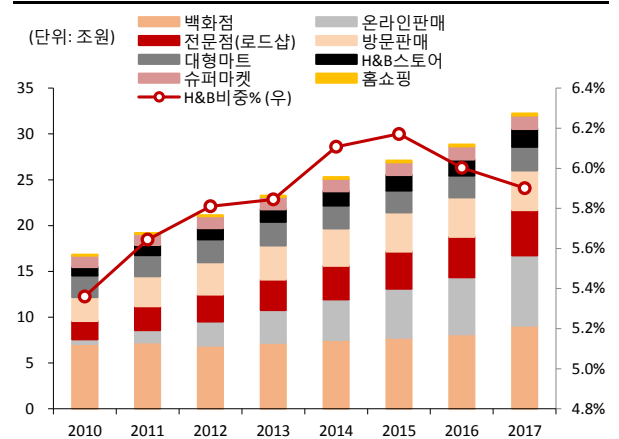
한국 채널별 화장품 판매액 추이



자료: Euromonitor, SK 증권

주: 화장품 판매액은 스킨케어와 색조 화장품 판매액을 합산한 수치

중국 채널별 화장품 판매액 추이

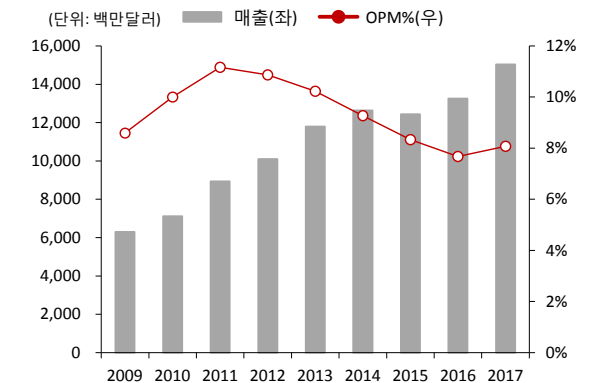


자료: Euromonitor, SK 증권

주: 화장품 판매액은 스킨케어와 색조 화장품 판매액을 합산한 수치

한편, 내년 3 분기 한국 진출을 발표하기도 한 LVMH 의 럭셔리 화장품 브랜드 편집샵 '세포라'의 경우, 일찍이 2000 년대 초반 중국으로 진출해 중국 내 럭셔리 수입 화장품의 고성장과 H&B 채널 수요 증가에 따른 수혜를 받고 있다. LVMH 브랜드들의 중국 지역 판매량과 세포라 점포 수 및 유통부문 판매 역시 지속 우상향하는 모습이다.

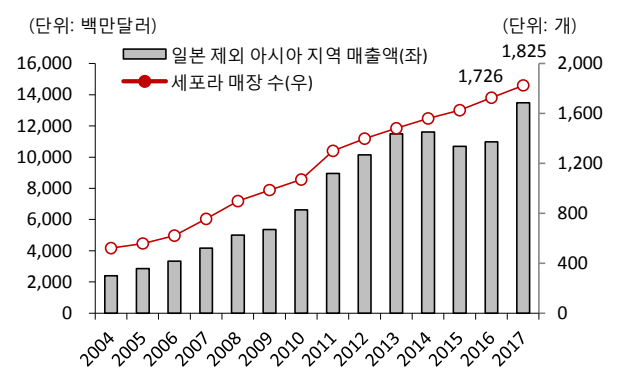
LVMH 유통 및 기타부문 매출액 및 영업이익률 추이



자료: LVMH, SK 증권

주: 유통부문은 세포라 외 DFS 면세점 및 마이애미 크루즈 라인을 포함

LVMH 아시아(일본 제외) 매출액 및 세포라 매장 수 추이



자료: LVMH, SK 증권

로컬 브랜드 경쟁 심화에도 중국은 여전히 기회의 시장

한편, 중국에서는 이러한 ‘페스트 뷰티’ 현상과 함께 H&B 채널이 고성장하게 되면서 중국 내 로컬 화장품 브랜드들의 판매도 같이 늘어나고 있다. 중국에서는 통상 화장품 브랜드들이 중소형 기업 위주로 3~4 선 도시에 집중돼 있었으나, 기술력의 향상으로 가성비를 점차 높여가며 점유율을 확대해왔다. 결과적으로 2017 년 매출액 기준 9 개의 중국 브랜드가 중국 매출 순위 상위 15 위 안에 자리잡게 되었는데, 2017 년 판매액 기준 중국의 1 위 스킨케어 화장품 브랜드는 바이차오링(百雀羚)이었다. 2017 년 중국 내 스킨케어 시장 점유율 4.5%를 차지하였으며, 바이차오링 외에도 Top 10 브랜드인 쯔란탕(自然堂), 이예즈(一叶子), 한수(韩束), 추이아(萃雅) 등 브랜드들의 매출액도 지속적으로 상승하고 있다. 이러한 중국 대다수의 화장품 브랜드들은 오프라인 매장을 운영하면서 티몰과 같은 온라인 채널을 통해 온/오프라인 채널을 동시에 공략하였다. 또한 ‘우상연습생(중국판 프로듀스 101)’이나 ‘Vocie of China’ 등 다양한 중국 예능이나 드라마에 협찬을 진행함으로써 인지도를 제고하고 있다. 이예즈(One Leaf)의 경우에는 다양한 온오프라인 매장 입점과 동시에 중국판 복면가왕에 투자하며 대표 미디어 스폰서로 자리 잡기도 하였다.

하지만, 이러한 중국 내 경쟁사들의 등장에도 여전히 2018 년과 2019 년 중국 화장품 시장 고성장이 전망됨에 따라 국내 업체들의 중국 시장으로부터의 수혜는 늘어날 것으로 예상된다. 특히, 국내 OEM/ODM 업체들의 경우, 투자 회수기에 접어들어 따라 늘어나는 중국 온라인 화장품 판매 업체들로부터의 오더 수요를 흡수할 수 있을 것으로 전망되며, H&B 채널의 고성장에 따라 생산라인을 가지지 않은 중국의 중소 브랜드 업체들 위주로도 오더량을 확대해 나갈 수 있을 것으로 예상된다.

중국 기초 화장품 상위 10 개 브랜드 연도별 매출액과 2017 년 시장 점유율

브랜드명	회사명	중국 브랜드	2012	2013	2014	2015	2016	2017	점유율(%)
Pechoin (바이첸링)	Shanghai Pehchaolin Daily Chemical Co Ltd	O	157.8	369.1	577.9	811.2	997.1	1229.7	4.5
Mary Kay	Hangzhou Mary Kay Cosmetics Co	X	831.3	969.4	1207.1	1182.1	1035.6	985.9	3.6
L'Oréal Paris	L'Oréal China	X	991.6	1110.3	1049.4	982.2	932.1	901.3	3.3
Chando (즈란탕)	Jala (Group) Co Ltd	O	-	-	504.2	584.8	711.7	849.1	3.1
Olay	Procter & Gamble (Guangzhou) Ltd	X	1058.4	1057.8	1031.2	928.3	800.2	769.8	2.8
KanS (한슈)	Shanghai Chicmax Cosmetics Co Ltd	O	-	-	-	564.2	678.7	733.7	2.7
Lancôme	L'Oréal China	X	405.1	459.8	478.9	492.3	522.4	683.6	2.5
Estée Lauder	Estée Lauder (Shanghai) Commercial Co Ltd	X	381.2	417.8	443.8	492.1	507.5	678.6	2.5
Beautrio (추이아)	Infinitus (China) Co Ltd	O	207.5	246.9	336.4	398.5	518.4	577.5	2.1
One Leaf(이예즈)	Shanghai Chicmax Cosmetics Co Ltd	O	-	-	-	211.4	321.1	555.7	2.0

자료: 유로모니터, SK 증권

주: 점유율은 2017 년 기준

중국 색조 화장품 상위 10개 브랜드 연도별 매출액과 2017년 시장 점유율

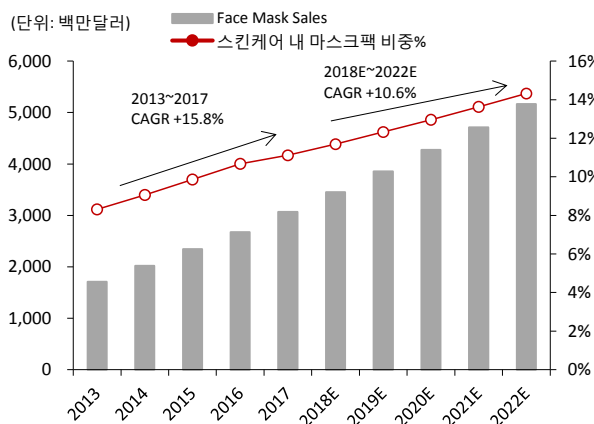
브랜드명	회사명	중국 브랜드	2012	2013	2014	2015	2016	2017	점유율(%)
Maybelline New York	L'Oréal China	X	568.1	617.6	635.7	650.7	661.8	663.8	13.0
L'Oréal Paris	L'Oréal China	X	287.6	307.3	329.6	351	359	378.4	7.4
Carlsan	Carlsan Group Hong Kong Co Ltd	O	113.1	148.2	175	210.5	230.8	257.1	5.0
Dior	크리스찬디올(중국)	X	83.7	91.5	104.3	115.8	142.5	239.4	4.7
Max Factor	Coty Inc	X	-	-	-	-	118.2	171.4	3.4
Innisfree	아모레퍼시픽 그룹(중국)	X	0.3	5.5	19.9	64.8	116.6	139.3	2.7
Lancôme	L'Oréal China	X	43	49.5	56.7	76.6	99.6	130.4	2.6
Chanel	Chanel SA	X	58	68.3	81.4	83.1	89.6	126.4	2.5
Marie Dalgat	Shanghai Feiyang Cosmetics Co Ltd	O	40.3	57.7	68.1	81.7	100	125.4	2.5
KanS(한슈)	Shanghai Chicmax Cosmetics Co Ltd	O	-	-	-	109.2	118	124.3	2.4

자료: 유로모니터, SK 증권

주: 점유율은 2017년 기준

한편, 올 상반기 제이엠솔루션, 파파레스피 등의 매출 성장을 견인한 중국 마스크팩 시장의 경우, 향후에도 지속적인 성장이 전망되는데, 이에 따라 국내 업체들도 K-뷰티 선호 현상과 함께 성장할 수 있을 것으로 예상된다. 2017년 기준 중국 마스크팩 시장 규모는 30억 달러 규모로 스킨케어 화장품 시장에서 차지하는 비중이 11.1%에 달한다. 유로모니터에 따르면 중국의 마스크팩 시장은 2018~2022년에도 4개년 CAGR +10.6%로 고성장할 것으로 전망되어 동기간 중국 스킨케어 시장 성장률 CAGR +5.1%를 두 배 이상 상회할 것으로 보인다. 이에 따라 중국 스킨케어 화장품 시장 내 마스크팩 시장의 비중은 지속 확대될 것으로 보이며, 중국 내 판매가 좋은 국내 마스크팩 업체들과 이들의 생산을 맡는 OEM/ODM 업체들의 지속적인 수혜가 예상된다.

중국 마스크팩 시장 규모 및 스킨케어 내 비중 추이



자료: Euromonitor, SK 증권

주: 2018년 이후부터는 전망치

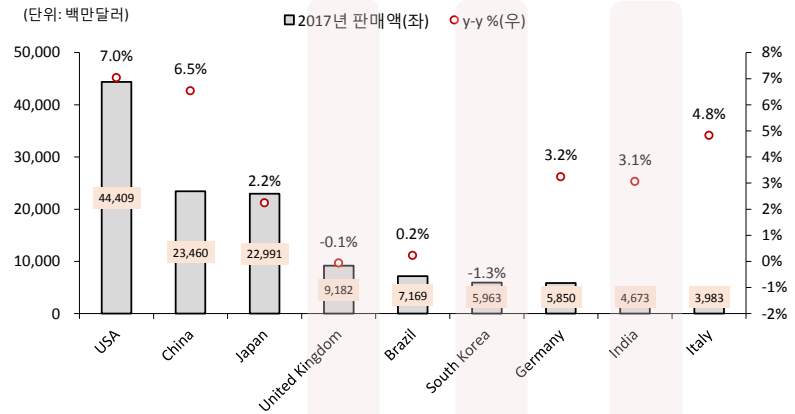
2016년 중국 마스크팩 업체별 순위

Country	Brand	Company name	Revenue in 2011 (USD Mil.)	Market Share in 2011 (%)	Revenue in 2016 (USD Mil.)	Market Share in 2016 (%)
China	One Leaf	Shanghai Chicmax Cosmetics Co Ltd	-	-	310.5	5.4
Europe/China	MG	L'Oréal Group	199.6	5.1	233.6	4.1
China	Pechoin	Shanghai Pehchoin Daily Chemical Co Ltd	11.0	0.3	188.3	3.3
China	Yunifang	Hunan Yujiahui Internet Co Ltd	17.4	0.4	173.8	3.0
China	KanS	Shanghai Chicmax Cosmetics Co Ltd	5.7	0.1	163.7	2.9
US	Mary Kay	Mary Kay	73.3	1.9	109.7	1.9
China	Inoherb	Shanghai Inoherb Cosmetics Co Ltd	117.9	3.0	101.1	1.8
US	SK-II	Procter & Gamble	67.6	1.7	95.4	1.7
Japan	Kosé	Kosé Corp	59.0	1.5	91.8	1.6
China	Herborist	Shanghai Jahwa United Co Ltd	46.3	1.2	90.5	1.6
Korea	Innisfree	AmorePacific Corp	8.6	0.2	79.8	1.4
Taiwan, China	My Beauty Diary	Uni-President Enterprises Corp	22.4	0.6	77.4	1.4
Japan	Shiseido	Shiseido	65.6	1.7	74.2	1.3
Korea	Laneige	AmorePacific Corp	28.0	0.7	72.2	1.3
Japan	Lululun	Glide Enterprise	4.6	0.1	68.5	1.2
Taiwan, China	Beauty Diary	Uni-President Enterprises Corp	3.1	0.1	60.4	1.1
US	Neutrogena	Johnson & Johnson	48.9	1.3	58.2	1.0
Europe	Glamglow	Estée Lauder	2.9	0.1	55.6	1.0
Europe	Lancôme	L'Oréal Group	43.2	1.1	50.6	0.9
Korea	The Face Shop	LG Household & Health Care Ltd	24.7	0.6	48.4	0.8

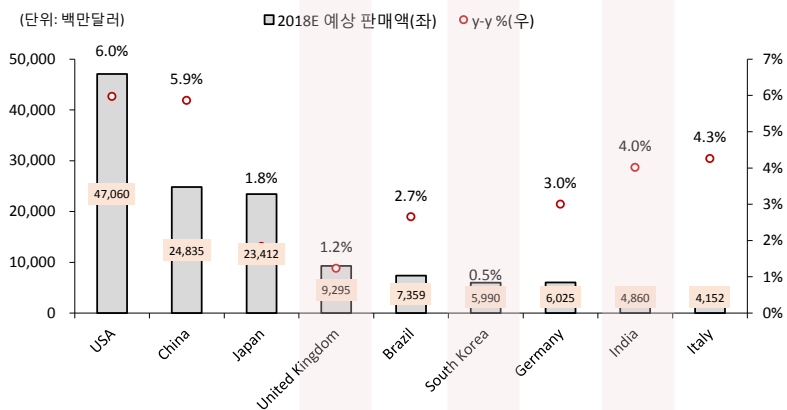
자료: Euromonitor, SK 증권

전체 화장품 시장의 국가별 규모를 보더라도 국내 업체들에게는 긍정적인 상황이 될 것으로 전망된다. 2016 년 대비 2017 년, 2017 년 대비 2018 년, 2018 년 대비 2019 년, 3 개년 연속 성장률 자체가 계속 상승하는 국가는 화장품 판매액 Top 10 국가들 중 영국(브렉시트 영향)과 한국(사드 영향), 그리고 인도(신흥국) 정도이다. 한국의 경우, 사드 보복 조치로 인해 2017 년 y-y -1.3% 역성장했던 화장품 판매가 2018 년에는 y-y +0.5%로 플러스 성장 전환할 것으로 예상되며, 2019 년에는 본격적인 정상화로 y-y +3.7% 성장을 달성할 것으로 보인다. 즉, 2019 년 한국의 화장품 성장률은 전년대비 +3.2%p 증가하면서 성장률 자체가 큰 폭으로 증가할 전망이다. 이에 따라, 국내 화장품 업체들은 2018 년과 2019 년 중국 시장뿐 아니라 국내에서도 화장품 시장의 기저효과와 함께 성장에 따른 수혜가 가능하다는 판단이다.

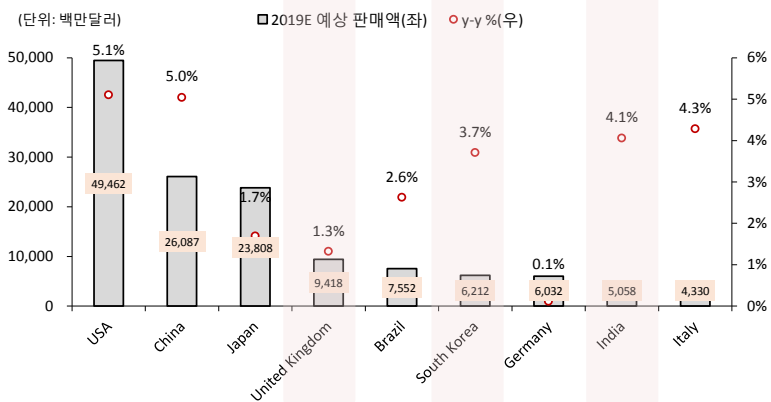
2017 년 글로벌 Top 10 국가별 화장품 판매액과 y-y 증감율



2018 년 글로벌 Top 10 국가별 화장품 예상 판매액과 y-y 증감율



2019 년 글로벌 Top 10 국가별 화장품 예상 판매액과 y-y 증감율



자료 : Euromonitor, SK 증권

주 1: 판매액은 Beauty and Personal Care 카테고리 내 Skincare 와 Colour Cosmetics 부분을 합한 수치

주 2: 음영처리 된 부분은 2017~2018 년과 2018~2019 년 2 개년 연속 성장률이 증가하는 국가를 의미

1-4. Fun 해야 살아남는 뷰티 마케팅, SNS 판매를 확대

2017년 닐슨코리아 조사에 따르면 국내 소비자들의 40% 이상이 온라인 쇼핑을 하는 이유 중 하나로 '재미'를 꼽았다. 온라인 채널을 이용해 상품을 구매하는 소비자들이 늘어나면서 최근 소비자들 사이에서는 화장품의 구매 과정에 있어서도 재미를 찾고자 하는 경향이 짙어지고 있다. 이에 따라 재미있는 콘텐츠와 제품에 관한 정보를 동시에 습득할 수 있는 소셜 네트워크 서비스(SNS) 기반 마케팅이 활성화되었고, 자연히 SNS를 통한 판매량 역시 확대되었다. 이러한 트렌드 덕분에 대중들에게 친숙한 이미지를 바탕으로 많은 팔로워 수를 자랑하는 유명인(인플루언서)들은 SNS를 사용하여 좀 더 쉽게 소비자들에게 다가가고 소통하는 모습을 보여주고 있다.

SNS가 발달한 미국에서는 최근 화장품 업계에서 이러한 인플루언서 브랜드들이 두각을 나타내고 있다. 대표적으로 최연소 억만장자가 된 카일리 제너의 '카일리코스메틱'과 리한나의 '펜티뷰티'가 있다. 카일리 제너는 셀레브리티의 장점을 활용해 적극적인 SNS 마케팅으로 화장품 사업을 성공시켰다. 고작 12명의 직원들과 함께 스냅챗 및 인스타그램 등에서 화장품을 홍보했고, 온라인을 통해서만 화장품을 판매해 '카일리코스메틱' 브랜드 런칭 후 1년 반 만에 \$4.2억의 매출을 올렸다. 브랜드 영향력이 크고 성장률이 높으며, 온라인 판매 특성상 이익률이 좋아 회사의 기업가치는 약 8억 달러에 이르는 것으로 추정된다. 미국의 유명 흑인 가수 리한나 역시 본인이 런칭한 '펜티뷰티'를 본인의 인스타그램 등을 통해 홍보하는 등 젊은 층을 공략한 효과적인 마케팅을 선보이고 있는데, 특히, 본인의 특징을 살린 유색인종을 위한 '40가지 피부색을 반영한 파운데이션'이나 다양한 색조제품 등을 내놓으면서 소비자들의 호응을 얻고 있다.

유색인종을 위한 다양한 색조 제품을 개발하는 리한나의 펜티뷰티



자료: 펜티뷰티, SK 증권

'카일리 코스메틱'으로 세계 최연소 억만장자가 된 카일리 제너



자료: Forbes, SK 증권

주: 2018년 7월 발간된 '포브스'지 메인 커버 페이지

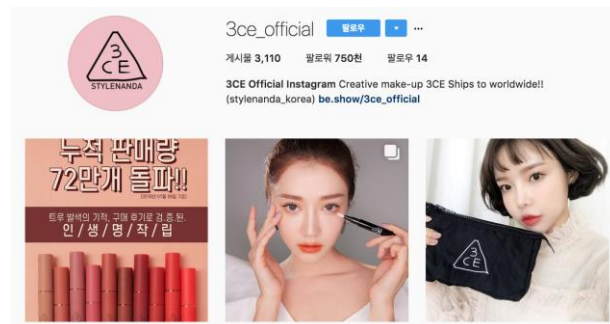
미국 주요 인스타그램 브랜드 개요 및 판매 채널

	카일리코스메틱	펜티뷰티
개요	<ul style="list-style-type: none"> - 카일리 제너는 2016년(당시 18살)에 카일리 코스메틱을 론칭 - 립스틱, 아이섀도우, 아이라이너 등의 화장품 상품 판매 - 오프라인 매장 없이 Instagram과 온라인으로만 판매하는 것이 주요 특징 - 론칭 후 18개월만에 \$420 Million 매출을 올렸으며, 현재 기업 가치는 약 \$800 Million 	<ul style="list-style-type: none"> - 17년 9월 리한나는 화장품 브랜드 Fenty Beauty를 론칭 - 백인, 황인, 흑인 등 모든 살색을 위한 파운데이션 40개 컬러 등의 상품을 판매하는 것이 특징 - 론칭 후 첫달 매출은 \$72 Million로 추정
판매채널	<ul style="list-style-type: none"> - 오프라인 매장 없이 온라인으로만 판매 (Only on Internet) - 뉴욕, LA, 시카고 등 총 7개의 팝업스토어 전부 당일 매진 	<ul style="list-style-type: none"> - 인터넷 및 오프라인 매장을 통해 상품 판매 - 인터넷의 경우 Sephora 및 펜티뷰티 공식 웹사이트에서만 판매 - 미국의 경우 Sephora 매장, 영국의 경우 고급 백화점인 Harvey Nichols에서 판매
마케팅	<ul style="list-style-type: none"> - 카일리 제너 본인 및 브랜드 인스타그램 계정으로 상품을 홍보하고 연결되는 웹사이트에서 상품 판매 - 제너는 1억천만명의 팔로워를 거느린 소셜미디어 스타이며 스타 마케팅과 팬덤 활용 	<ul style="list-style-type: none"> - SNS를 활용하여 브랜드 홍보 - 현재 약 6천4백만명의 팔로워를 보유, SNS 팬층을 기반으로 성장중 - SNS를 활용하여 팬 및 고객과 쉽게 소통 가능

자료: 언론자료, SK 증권

이러한 성공 케이스들은 미국뿐만 아니라 한국에서도 찾아볼 수 있다. 최근 인플루언서들의 영향력이 커지면서 유명인이 가진 SNS 파워를 바탕으로 화장품 판매에 적극적으로 활용하고자 하는 움직임이 나타나고 있다. 국내에서는 대표적으로 인플루언서 임블리가 런칭한 ‘블리블리’와 스타일난다의 ‘3CE’가 있다. 올 상반기 로레알에서 6천억원에 지분 100%를 인수해 화제가 되기도 했던 스타일난다의 ‘3CE’는 아시아 시장에서 밀레니얼 세대를 공략해 트렌디한 색조 제품들을 선보이며 인기를 끌고 있다. 최근에는 트로트 가수 홍진영이 ‘홍샷’ 파운데이션을 런칭해 지난 9월 7일 롯데홈쇼핑에 출연, 하루만에 10억원의 매출을 올리며 인플루언서 파워를 자랑하기도 했다. 또 가장 최근에는 국내 온라인 판매 전문 뷰티 플랫폼 미미박스가 LVMH의 세포라와 협업해 K-뷰티 브랜드 ‘가자(Kaja)’를 출시하였다. 신제품 출시 주기가 빠른 K-뷰티의 특성을 접목시켜 2개월에 한번씩 신제품을 선보일 예정이며, 향후에도 소비자들의 실시간 피드백과 뷰티 트렌드를 신속하게 반영해 독창적인 브랜드로 거듭날 계획인 만큼 보다 ‘트렌디함’에 초점을 맞추는 모습이다.

난다의 화장품 브랜드 '3CE' SNS 계정



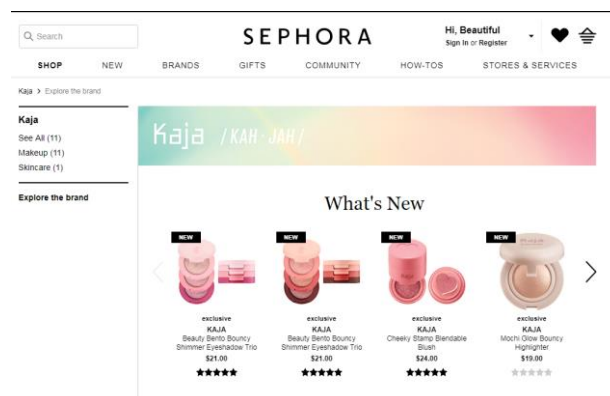
자료: 난다, SK 증권

인플루언서 임블리, SNS 를 통해 직접 런칭한 '블리블리' 제품 홍보



자료: Instagram, SK 증권

세포라와 미미박스의 공동 개발 브랜드 '가자(KAJA)'



자료: Sephora, SK 증권

가수 홍진영, SNS 를 통해 직접 런칭한 브랜드 '홍샷' 제품 홍보



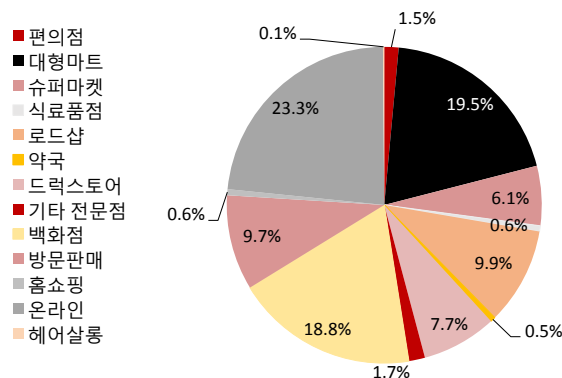
자료: Instagram, SK 증권

중국에서도 SNS 마케팅 열풍은 지속되고 있다. 중국의 콘텐츠 기반 전자상거래 모델을 가지고 있는 대표적인 어플리케이션으로는 왕홍식 타오바오몰 '모구지에'와 중국판 인스타그램 '샤오홍슈'가 있다. 두 플랫폼 모두 사용자 수의 50% 이상이 20~29 세에 분포되어 있어 젊은 여성층이 주로 사용하는 채널이다. '모구지에'는 중국 메이리 연합그룹에서 운영하고 있는 플랫폼으로 약 5 만명의 인플루언서들이 생방송으로 개인 쇼핑 채널을 운영하는 전자상거래 플랫폼이다. 총 2 억명의 회원을 보유 중이며, 이 중 75% 이상의 회원이 월 200~280 만원 사이의 가구 소득을 가지고 있어 구매력도 받쳐준다. 하루 평균 이용 회원은 1,500 만명 이상이며, 하루 수익이 한화 65 억원 이상이 될 정도로 빠르게 성장하고 있는 플랫폼으로 알려져 있다.

2013년 설립된 샤오홍슈의 경우, 지난 5월 사용자수 1억명을 돌파했으며, 월간 활성 이용자 수(AUM) 역시 지난 5월 기준으로 3,000만명이 넘는 것으로 추산된다. 이용 후기가 실제 매출로 이어지는 경우가 많아 효과적인 바이럴 마케팅이 가능하고, 쇼핑 시, 바로 구매 페이지로 연결되어 구매가 편리해 구매전환율이 8~10%에 달한다. 통상 이커머스(E-commerce) 구매 전환율이 1~2% 내외에 그치는 것을 감안하면, 마케팅 효과가 훨씬 크다는 것을 알 수 있다. 이 둘을 비교했을 때, 모구지에는 왕홍이 상품을 설명하고 판매하는 시스템인 반면, 샤오홍슈는 일반인이 작성한 UGC(User-Generated-Content)를 바탕으로 구매가 이뤄지기 때문에 유행 제품에 대한 상세 정보와 여러 일반인들의 후기를 들어볼 수 있다는 장점이 있다. 제품에 대한 데이터의 양도 훨씬 방대하다고 볼 수 있다. 제품 설명에 대한 신뢰도가 높고 참고할 만한 내용이 많은 샤오홍슈는 향후에도 중국의 화장품 소비자들 사이에서의 영향력이 확대될 가능성이 높다는 판단이다.

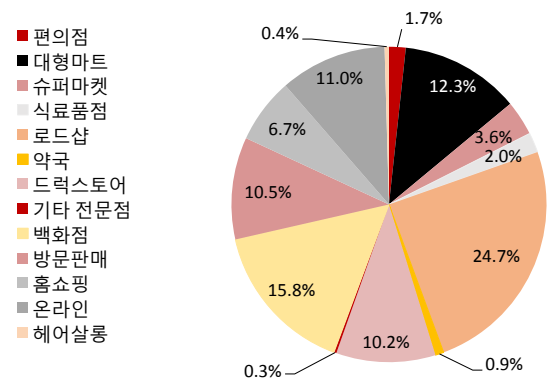
이제 화장품 판매 채널 중에서 온라인 채널은 가장 중요한 채널이 되었다고 해도 과언이 아니다. 최근 늘어나는 온라인 및 SNS 기반 인디 화장품 브랜드들은 기존 국내 화장품 회사들이 주로 내세웠던 럭셔리나 자연주의 컨셉 대신 재미와 독특 튀는 기획으로 승부를 본다. 유행에 민감하고, 이전보다 빠르게 변화하는 소비자들의 니즈를 보다 빠르게 반영할 수 있는 채널로서 온라인과 SNS가 부각을 받게 된 것이다. 올 상반기에도 중국에서 주목을 받은 한국 제품들은 주로 한국에서 높은 인지도를 지닌 럭셔리 제품들(후, 설화수 등)이거나, 독특한 컨셉으로 트렌드를 이끌 수 있는 제품(제이엠솔루션, 3CE, AHC 등)이었다. SNS를 주 마케팅 및 판매 채널로 활용하는 브랜드일수록 젊은 소비자들이 접할 수 있는 기회가 많기 때문에 스토리가 있는 명확한 브랜드 아이덴티티가 필요하며, 젊은 층을 겨냥한 차별화된 컨셉을 보유한 제품이 각광받을 수 있게 된 것이다. 개성 있는 소규모 브랜드들이 득세할 수 있는 또 하나의 배경이다.

2017년 중국 온라인 뷰티&퍼스널 케어 판매 비중은 23.3%



자료: Euromonitor SK 증권

2017년 국내 온라인 뷰티&퍼스널 케어 판매 비중은 11%



자료: Euromonitor SK 증권

2. 화장품, 바닥을 지나는 중

2-1. 현 주가는 밸류에이션 하단

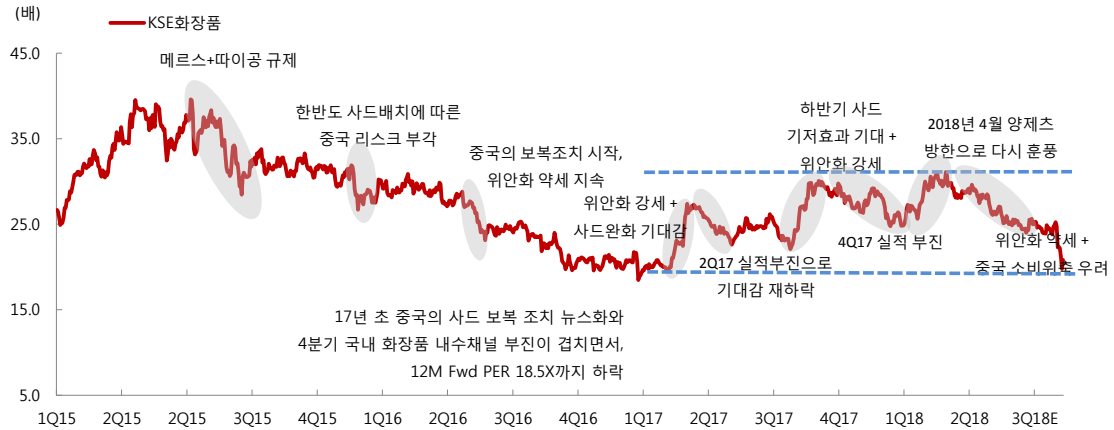
화장품 업종 지수는 2017 년 초 중국의 사드 보복 조치로 바닥을 찍은 후, 1 년 반이라는 시간이 지난 지금까지도 여전히 뚜렷한 방향성 없이 등락만을 반복하고 있다. 사드 보복이 장기화 되고 중국인 관광객 수의 회복이 예상보다 더뎠던 가운데, 최근에는 국내의 면세점 규제 이슈와 중국 경기 위축 우려까지 더해지며 화장품 산업 전반에 대한 불확실성이 심화되었다. 주가에 대한 고민이 깊어지는 시점이다.

한류열풍과 중국 화장품 시장 성장에 따라 2013 년부터 계속 우상향 해왔던 한국 화장품 업종의 밸류에이션 멀티플은 2015 년 7 월 12M Fwd PER 39.6 배로 정점을 찍은 이후, 메르스와 사드 보복 조치 영향으로 2017 년 초 18.5 배까지 하락하였다. 이후 정권교체와 함께 사드 보복 해제 기대감이 커지며 밸류에이션 멀티플이 회복되는 모습을 보이기도 했지만 의미있는 리레이팅으로 이어지지 못했다. 사드 보복 조치의 장기화와 예상보다 더뎠던 중국인 인바운드 관광객 회복, 그리고 원브랜드샵 및 일부 화장품 브랜드들의 실적 부진이 주가 하락으로 연결되었다.

하지만 최근의 주가 하락은 실적보다 중국 발 매크로 불확실성의 영향이 컸던 것으로 보인다. 금번 2 분기 화장품 업체들은 대체로 시장 예상치에 부합하는 실적을 시현하였으며, ODM 업체들의 경우에는 예상치를 상회하는 실적을 달성하였다. 그럼에도 불구하고 전체적인 화장품 주가는 하락하였는데, 이는 크게 1) 중국 소비 지표 부진과 2) 위안화 약세에 따른 중국 소비 위축 우려에 기인한다. 매크로 불확실성이 여전히 리스크로 남아있는 상황이다. 그러나 우리는 중국 경기 지표 부진으로 인한 밸류에이션 멀티플의 추가 하락은 제한적일 것으로 예상하며, 하반기로 갈수록 점진적인センチ먼트 개선과 함께 업황도 회복될 것으로 판단한다.

최근 1 년 반 동안의 추이를 살펴보았을 때, 현재 화장품 업종의 밸류에이션 멀티플은 단기 밴드 하단에 위치하고 있다. 2017 년 초 저점 이후, 화장품 업종은 최악의 국면을 지나면서 밸류에이션 멀티플이 12M Fwd PER 20~30X Band 내에서 등락을 반복하는 모습을 보였다. 그리고 현재는 업종 밸류에이션 멀티플이 20.8X 까지 다시 내려온 상황이다. 반면, 화장품 산업 관련 데이터는 오히려 2017 년 대비 확연하게 호전되었다. 또한 내년에는 대부분의 국내 화장품 업체들이 글로벌 피어 업체들의 이익 성장률을 초과할 것으로 예상된다. 2017 년에 받았던 업종 밸류에이션 멀티플보다 높은 멀티플을 부여할 근거가 충분한 상황이다. 향후 밸류에이션 멀티플이 단기 밴드 상단까지 무난히 도달할 수 있을 것으로 판단한다.

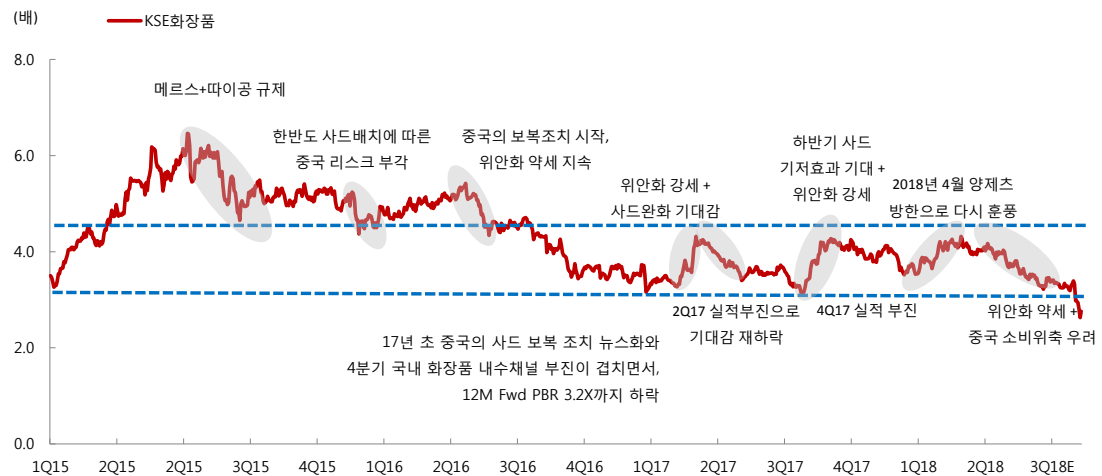
KSE 화장품 업종 12M Fwd PER



자료 : Quantiwise, SK 증권

PBR 관점에서는 더욱 긍정적이다. 10월 현재 화장품 업종의 12M Fwd PBR 밸류에이션 멀티플은 2014년 이후 최저 수준이다. 사드 보복 조치 이후 2017년 초 12M Fwd PBR은 3.1 배까지 하락했는데, 현재는 그보다도 낮은 2.8 배 수준으로 역사적 저점 구간이다. 대외 상황이 최악이었던 2017년을 밴드 하단으로 볼 때, 추가 주가 하락의 가능성은 낮은 상황이며, 향후 EPS 추정치 상승에 따라 ROE가 함께 오를 가능성이 높다는 점에서도 향후 주가 상승의 여지가 크다고 판단한다.

KSE 화장품 업종 12M Fwd PBR



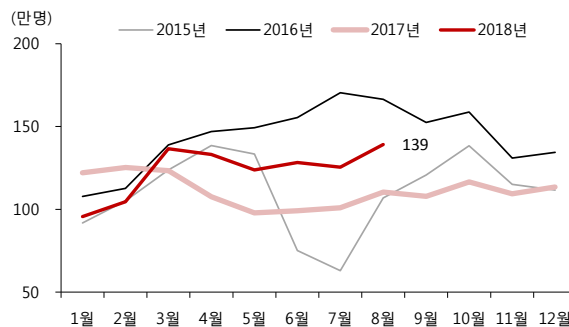
자료 : Quantiwise, SK 증권

2-2. 최악을 벗어났다는 시그널들

(1) 인바운드: 드디어 빨라지는 회복 속도

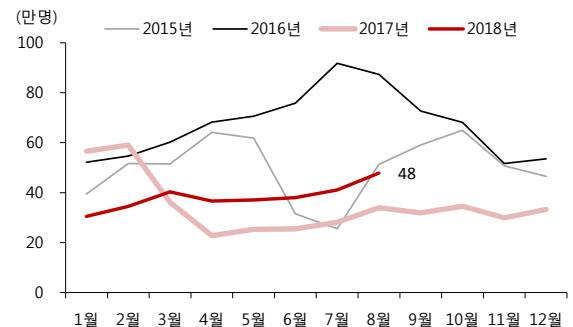
화장품 업종 데이터는 최악이었던 2017 년의 상황과 비교했을 때, 1) 인바운드(한국 화장품에 대한 전반적인 수요 증가 요인), 2) 면세점(파이공 수요 증가 요인), 3) 수출, 4) 실적 등 모든 측면에서 확실한 우위를 나타내고 있다. 2017 년 보다 높은 밸류에이션 멀티플을 부여할 근거가 충분하다는 이야기다. 물론 중국인 인바운드의 y-y 성장률은 본격적인 사드 기저가 시작되었던 4 월 이후 매월 평균 50%의 성장률을 기록하며 연초의 시장 예상(약 6~70%)보다 회복이 더딘 모습을 보였다. 8 월 중국인 인바운드 성장률 역시 y-y +41% 증가하며 전월(y-y+46%)과 비슷한 흐름을 보였고, 방문객 수는 48 만 명을 기록하였다.

전체 외래객 한국 입국자 수 월간 추이



자료 : 관광지식정보시스템 SK 증권

중국인 한국 입국자 수 월간 추이



자료 : 관광지식정보시스템 SK 증권

중국인 한국 입국자 수 y-y %

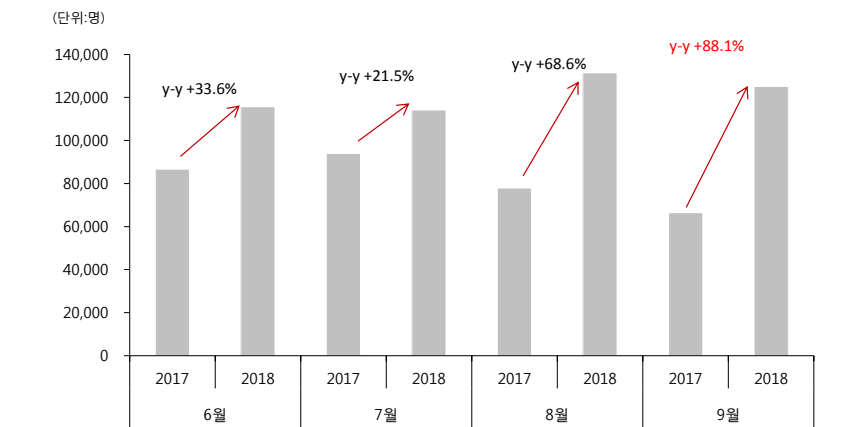


자료 : 관광지식정보시스템 SK 증권

제주도 입도 외국인 수 증가가 빨라지고 있다

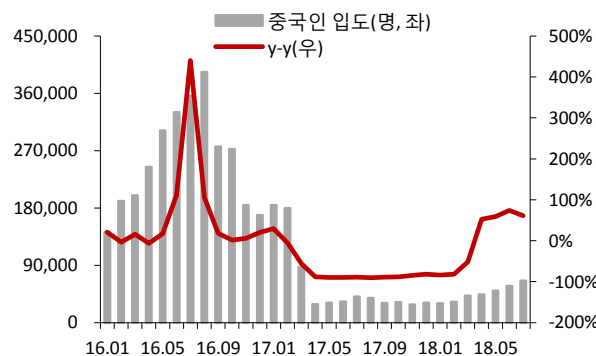
그러나, 최근 인바운드 선행지표로 보는 제주도 입도 외국인 수 데이터가 눈에 띄게 호전되며 인바운드 회복 가속화 시그널이 감지되고 있다. 지난 7월 제주도 입도 외국인 수는 $y-y +21.5\%$ 증가했는데, 8월에는 $y-y +68.6\%$ 로 증가폭이 크게 확대되었고, 9월 방문객 수는 $y-y +88.1\%$ 까지 확대되면서 증가 속도가 눈에 띄게 빨라지는 모습이다. 제주도 입도 중국인 수는 전체 중국인 인바운드 관광객 수의 25~35% 수준으로, 제주도는 사드 이전까지 한국을 방문하는 중국 단체관광객의 주요 여행지 중 하나로 손꼽혔다. 하지만 사드 보복 조치 이후 제주도 입도 중국인 수는 2017년 2월부터 14개월간 $y-y$ 역성장하였으며, 2016년 8월 90%까지 확대되었던 전체 입도 외국인 내 중국인 비중은 2018년 7월에 58%까지 하락하였다. 이제 이러한 부진에서 벗어나려는 변화가 감지되고 있는 것이다.

2017년과 2018년 여름 시즌 제주도 입도 외국인 수와 $y-y\%$



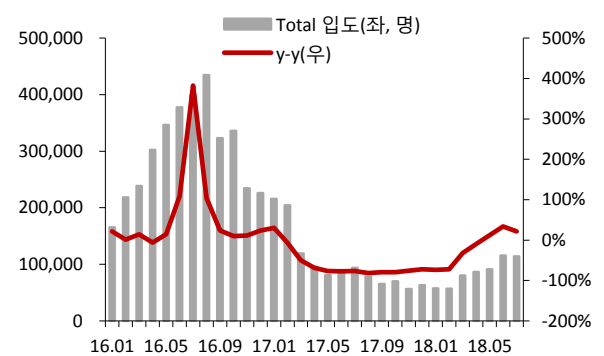
자료 : 제주관광협회, SK 증권

월별 제주도 입도 중국인 수 추이



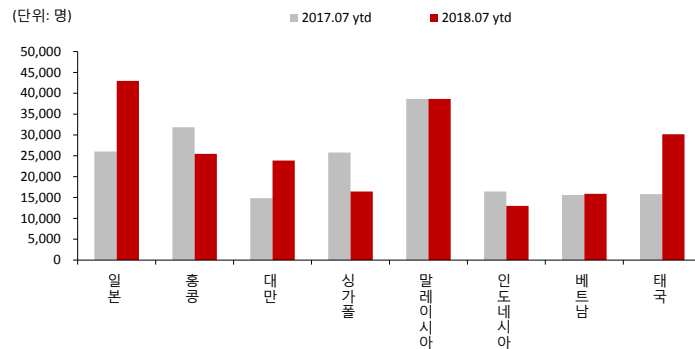
자료 : 제주관광협회, SK 증권

월별 제주도 입도 외국인 수 추이



자료 : 제주관광협회, SK 증권

▶ 17년, 18년 7월 YTD 동기간 제주도 입도 주요 국적별(중국 제외) 외국인 수

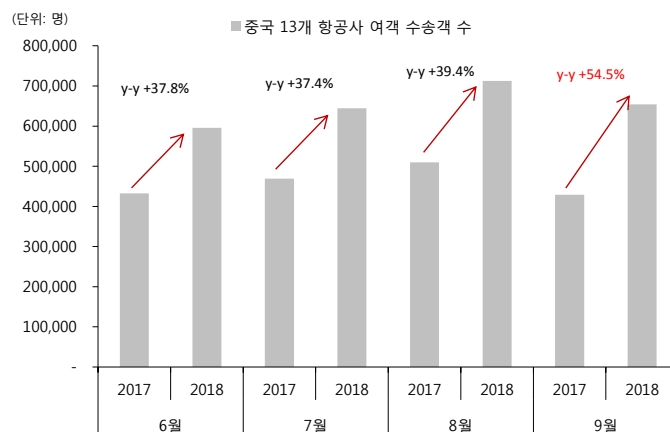


자료 : 제주관광협회, SK 증권

중국 항공사 수송객 성장률도 7월 < 8월 < 9월

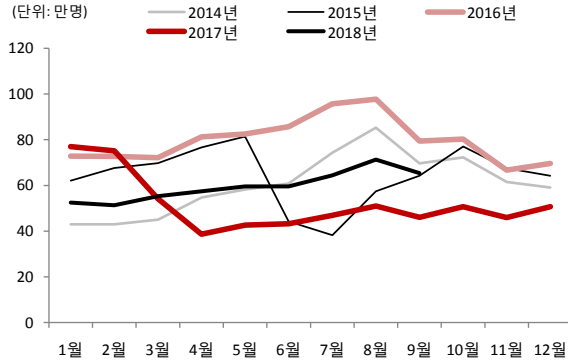
여기에 일별로 업데이트되는 중국 14개 항공사의 여객 수송 추이에서도 월별 개선세를 확인할 수가 있다. 중국 14개 항공사(북경수도항공, 중국국제항공, 산둥항공, 중국동방항공, 춘추항공, 사천항공, 상해항공, 중국남방항공, 심천항공, 하문항공, 중국길상항공, 천진에어라인, 오케이항공, 룽에어)의 여객 수송객 수 증가율도 제주도 입도 외국인 수 증가와 마찬가지로, 7월 < 8월 < 9월이라는 월별 인바운드 성장률 증가 트렌드가 유지되고 있음을 보여주고 있다. 7, 8, 9월 각각 y-y +37.4%, +39.4%, +54.5%로 월별 성장폭을 확대 중이다. 즉 상반기보다 인바운드 회복에 속도가 붙은 상황인 것이다.

2017년과 2018년 여름 중국 13개 항공사의 여객 수송객 수 y-y 증가율 %



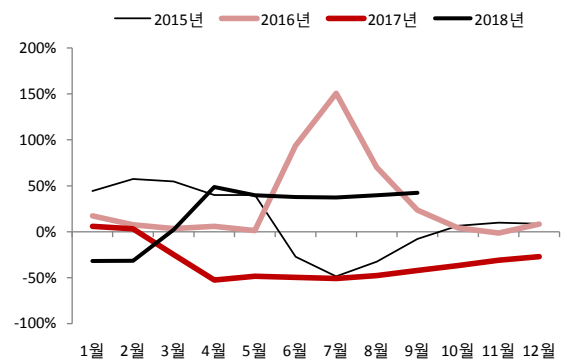
자료 : 한국항공정보포털, SK 증권

중국 14개 항공사 월별 합산 여객 수송 추이



자료 : 한국항공정보포털 SK 증권

중국 14개 항공사 월별 합산 여객 수송 y-y 증감률%

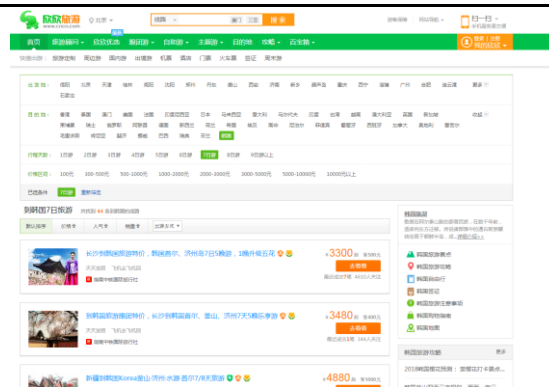


자료 : 한국항공정보포털 SK 증권

보이기 시작하는 한국행 단체관광 패키지

지난 8월 22일 중국 정부가 상하이 여행사 3~4곳에 시범적으로 한국 단체관광 상품 취급을 허가한 이후, 장쑤성에서도 일부 여행사들에 대해 한국행 단체 여행 상품 판매가 허용되었다. 이에 따라 단체 관광 허용 지역이 베이징, 산둥, 후베이, 충칭, 상하이에 이어서 6개 직할시로 늘어났다. 물론 여전히 온라인 마케팅과 크루즈선 정박 및 전세기 취항이 여전히 금지되고 있어 빠른 시일 내 단체관광객이 대폭 증가하지는 못할 것이다. 하지만, 한국행 패키지 여행 상품들이 온라인에서 하나 둘씩 보이기 시작하고 있어 회복에 대한 기대감이 높아질 수 있는 상황이다. 중국 여행정보사이트 '신신관광망' 홈페이지에서 한국행 단체 관광 패키지 상품을 여러 개 출시하였다. 모객 상황에 따라 매일 출발이 가능한 여행 상품도 등장했고, 롯데, 신라, 신세계 면세점 등 국내 주요 면세점 2~3곳의 방문 일정을 포함하고 있는 상품도 포착된다. 또한 춘추항공 계열사인 '춘추여행'에서도 지난 달부터 출발 가능한 상해-한국 행 패키지 관광 상품 판매를 재개하였다.

여행정보사이트 신신관광망 홈페이지에 올라온 한국행 단체관광 상품들



자료 : 신신관광망 SK 증권

창사서울-제주 5박 7일 단체관광 상품 구매 페이지

湖南中铁国际旅行社

长沙到韩国旅游特价, 韩国首尔、济州岛7日5晚游, 1晚升级五花

出发日期: 2023年9月

费用: 3300元

包含: 往返机票、酒店、餐饮、门票、导游、保险

预订人数: 1人

자료: 신선관광망, SK 증권
주: 월별 모객 여부에 따라 매일 출발 가능

단체관광 상품에 신라 롯데면세점 방문 일정이 포함

首尔

游览景点: 汝矣岛-乐天世界或爱宝乐园

【汝矣岛赏樱】(60分钟)

花期一般每年三月下旬至4月中旬, 具体天气而定。如未遇花期, 则欣赏常规景点游览, 5月行程不去。

汝矣岛位于汉江之中, 这里是首尔典型的中心之地。3月底至四月份, 樱花、金达莱、迎春花等百花争艳, 汝矣岛变成了花中海滨人间仙境。汝矣岛的轮盘路一带有多达1600多颗樱花树绽放盛开, 如樱花隧道一般。如遇最盛的花期, 可以尽情享受春天的美好, 在繁花之间享受生活的多姿多彩。

乐天世界和乐天世界水族馆(以出团通知和行程为准)

【乐天世界+乐天免税店】(不少于3个小时) 乐天世界位于首尔市中心, 其设施包括各种娱乐设施、凉爽的溜冰场、巨大的爱心湖、各种表演、民俗博物馆等集娱乐休闲为一体的娱乐场所。除了主题公园外, 乐天世界还有百货商店、饭店、免税店、大型折扣商场、体育中心等, 它是一座名副其实的城中之城。

【爱宝乐园+免税店】(约150分钟) 欢乐畅游, 爱宝乐园是韩国最有代表性的主题公园, 也是世界七大主题公园之一。拥有许多世界闻名的游乐设施, 且拥有世界唯一的综合野生动物园。它由五大主题区域组成——环球城市(正门地区)、美洲冒险区(伸张设施)、魔法天地(儿童设施)、伊美之村、欧洲冒险区(四季花园、玫瑰花园)、动物王国(动物岛/野生动物岛)。爱宝乐园里不仅有惊险刺激的各种游乐设施, 更有您喜欢欣赏的表演。根据每个不同的季节, 爱宝乐园展开六个不同的庆典活动——迎新庆典、鲜花狂欢节庆典、夏日泼水节庆典、快乐万圣节庆典、圣诞节狂欢庆典、白雪狂欢庆典。

자료: 신선관광망, SK 증권

북경-서울 크루즈 단체관광 패키지 상품

北京海洋国际旅行社 AAAAA级旅行社

诚信 高端 实力 专业 24小时服务热线: 010-51666781

北京到韩国旅游: 韩国【邮轮】7日(仁川/首尔/水原)游

费用: 4880元

包含: 往返机票、酒店、餐饮、门票、导游、保险

预订人数: 1人

자료: 신선관광망, SK 증권

상해-청주-서울 단체관광 패키지 상품

上海-首尔-上海邮轮(产品编号: 160053)

【遇见韩国】首尔4日3晚跟团游●直飞清州+南山公园+爱情锁墙+香草乐园+泰迪熊主题乐园+首尔

¥1799起/人

优惠说明: 本产品适用早订优惠政策及享有网上支付优惠券

领券: 满10000减200, 满7500减150, 满5000减100

产品推荐理由: 特别安排韩式水炊烤肉等韩式特色餐, 韩国民俗体验, 韩屋写真

立即预订

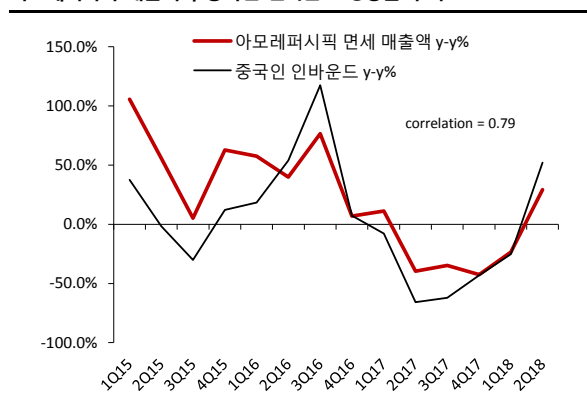
자료: 춘추여행, SK 증권

매출 증대, 그 이상의 의미를 가지는 인바운드 회복

중국인 인바운드와 국내 화장품 업체들의 면세점 매출은 물론 양의 상관관계를 갖는다. 문제는 타이공의 역할이다. 과거 면세점 구매제한이 상대적으로 엄격했던 아모레퍼시픽의 경우, 2015~2018 년 사이 중국인 인바운드 성장률과 면세 매출액 성장률의 상관계수가 0.79 로 강력한 상관관계를 나타냈다. 중국인 방문객수가 많아질수록 매출도 늘어난 것이다. 반면, 구매제한이 크지 않았던 LG 생활건강의 경우에는 면세 매출과 인바운드 성장률의 상관계수가 0.48 로 연관성이 다소 떨어진다. 중국인 인바운드 성장률이 부진했던 시기에도 인당 구매액 증가가 면세 매출 하락을 방어해 면세점 성장률이 크게 떨어지지 않았던 것이다. 결국, 중국인 인바운드가 부진한 지난 몇 년간에도 한국 화장품(후, 슝)에 대한 타이공들의 수요는 지속되었음을 의미한다. 중국인의 한국 화장품 선호가 유지되고 있는 것이다.

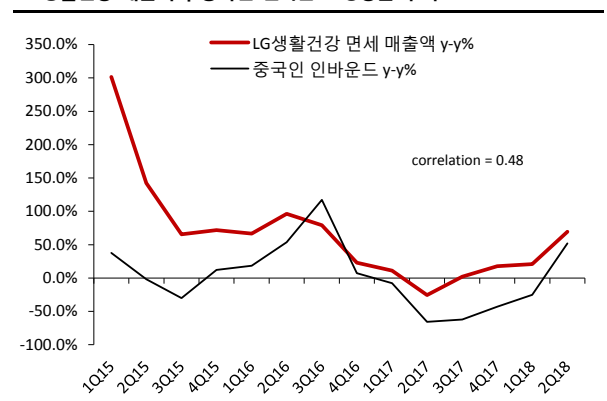
상황이 이렇다면, 중국인 인바운드의 회복은 업체별로 정도의 차이는 있겠지만, 국내 화장품 업체들에게 대체로 긍정적이다. 그 중에서도 인바운드 증가가 해당 분기의 직접적인 매출 증대로 이어질 수 있는 아모레퍼시픽이 상대적으로 더 큰 수혜를 입을 것으로 예상된다. 다만, 근래 아모레퍼시픽이 면세점 화장품 구매 수량 제한을 완화함에 따라 향후 인바운드 성장률이 아모레퍼시픽 면세 매출 증가에 미치는 영향은 이전보다 소폭 줄어들 개연성이 높다.

아모레퍼시픽 매출액과 중국인 인바운드 성장률 추이



자료 : 관광지식정보시스템 아모레퍼시픽, SK 증권

LG 생활건강 매출액과 중국인 인바운드 성장률 추이



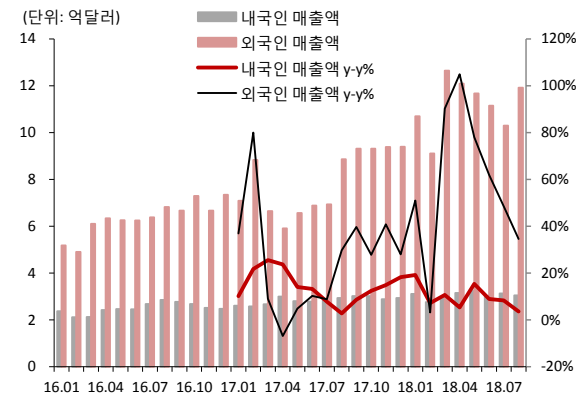
자료 : 관광지식정보시스템 LG 생활건강, SK 증권

하지만 중국인 인바운드 관광객은 글로벌 최대 화장품 시장 중 하나인 중국 시장에 보다 쉽고 효과적으로 국내 화장품들을 소개해주는 교두보 역할을 한다는 데서 더 핵심적인 의미를 가진다. 더 많은 소비자들이 국내 오프라인 화장품 판매 채널을 방문해 우리나라 브랜드를 ‘경험’하고, 그 경험을 더 많이 ‘공유’함으로써 다른 어떤 마케팅보다 더 큰 (바이럴 마케팅)효과를 창출하는 것이다. 결과적으로 인바운드의 회복은 단기적으로 화장품 업체들의 실적 증대에 기여하겠지만, 그보다 더 중요한 것은 장기적인 중국 시장 접근 용이성이 확대된다는 것이다.

(2) 면세점: 다이공 수요와 인바운드 회복의 시너지

하반기 면세점 판매도 화장품 산업에 긍정적인 효과를 가져다 줄 것으로 기대된다. 상반기 최대 매출을 달성했던 면세점은 하반기에도 앞서 지적한 견조한 다이공 수요를 바탕으로 인바운드 관광객 수 증가와 함께 고성장을 이어갈 것이다. 면세점의 월별 판매액은 지난 3월 15.6억 달러를 기록하며 사상 최고치를 달성한 이후, 4개월 연속 m-m 매출이 감소하였다가 8월 반등하였다. 하지만 4개월 연속 감소 시에도 월별 판매액은 여전히 1.5조원을 초과하는 수준으로 절대 금액 자체가 높았으며, 가장 최근인 8월에는 여행 성수기 시즌과 함께 m-m +11.4%의 높은 월간 성장률을 보여 최근 불거졌던 다이공 규제 등에 의한 수요 위축 우려를 상당 부분 해소해주었다. 8월 면세점 판매 호조는 외국인 인당 구매액 고성장에도 기인하는데, 8월 외국인 인당 구매액은 m-m +11.2% 증가하며 사상 세 번째로 높은 금액인 789달러를 기록했다. 인당 구매액의 증가는 개별 관광객 수의 증가에도 다이공 매출이 더 크게 증가하고 있음을 의미하기 때문에 다이공 수요 위축 우려를 일축시켜줄 수 있는 좋은 시그널이다. 하반기로 갈수록 겨울철 화장품 성수기 시즌과 더불어 광군제에 대비한 재고 확보 수요도 늘어날 것으로 보여 면세점 데이터는 점차 개선될 것으로 예상된다.

면세점 월별 매출액과 y-y 성장률 추이

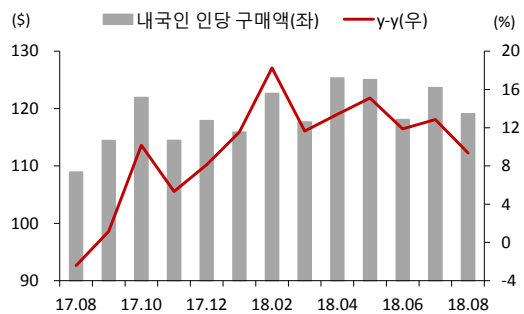


자료 : 한국면세점협회, SK 증권

높은 면세점 객단가, 적어도 하반기까지는 유지될 것

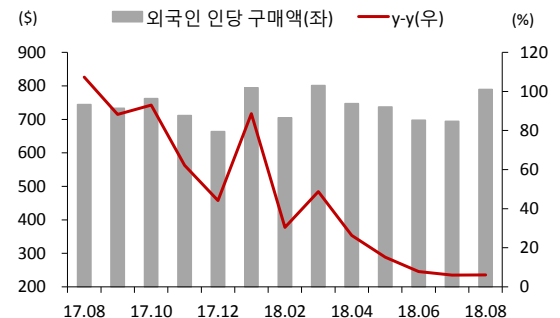
외국인 면세점 인당 구매액의 경우, 최근 1년간 700 달러 수준을 유지하였다. 그런데 최근 이뤄진 아모레퍼시픽의 구매수량 제한 완화와 지난 8월 31일 중국의 전자상거래법 개정안 통과에 따라, 하반기 외국인의 면세점 인당 구매액이 소폭 확대될 것으로 전망한다. 먼저, 전체 면세점 매출 내 아모레퍼시픽의 판매 비중은 6~7% 내외로 추정되는 바(아모레퍼시픽의 면세 매출에서 해외 면세가 차지하는 비중은 10~15%정도이며 2017년 국내 면세 매출은 9,500억원 가량으로 추정), 구매 제한 완화로 인한 파이공들의 아모레퍼시픽 제품 구매 확대는 외국인 면세 ASP 상승에 기여할 것이다. 특히, 파이공 수요가 본격화되었던 2017년 여름부터 아모레퍼시픽과 LG생활건강의 y-y 면세 객단가 성장률 차이가 두 배 이상 벌어졌던 점을 감안 시, 지난 2분기 역성장한 아모레퍼시픽의 객단가는 다시 의미있게 상승할 수 있을 것으로 기대한다.

면세점 월별 내국인 인당 구매액 추이



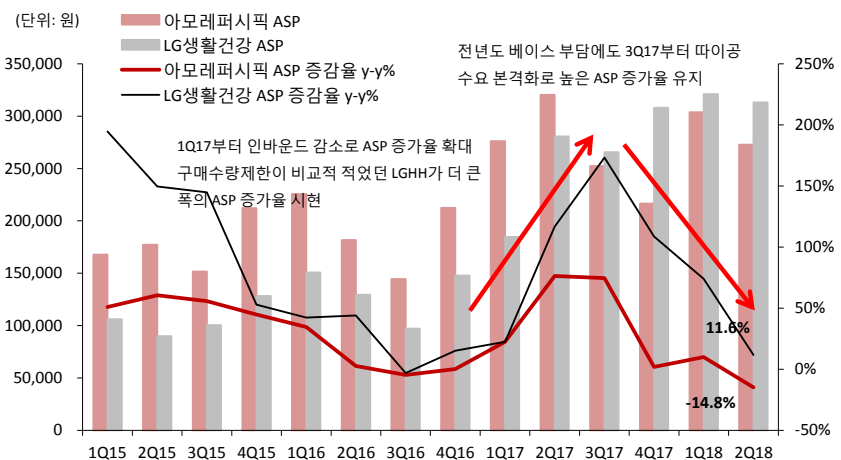
자료 : 한국면세점협회, SK 증권

면세점 월별 외국인 인당 구매액 추이



자료 : 한국면세점협회, SK 증권

아모레퍼시픽과 LG 생활건강의 면세점 객단가와 y-y 증감율 추이



자료 : 아모레퍼시픽, LG 생활건강, 관광지식정보시스템, SK 증권

주: ASP는 각사의 면세 매출을 중국인 입국자 수로 나눈 값

주2: 2017년 2분기는 인바운드 급감, 파이공 수요 급증 구간으로 아모레퍼시픽의 구매 제한 강화 이전

파이공 수요, 단기 증가, 그러나 중장기 축소 가능성 有

지난달 통과된 중국 온라인 판매상의 등록 의무 및 세금 부과에 대한 전자상거래법 개정안은 2019년 1월 1일 발효가 예정되어 있다. 이 때문에 2019년부터는 일부 대규모 파이공들에 한해 판매 수익성이 악화될 수 있어 올 하반기부터는 일부 파이공들의 선구매 수요가 생길 가능성이 높다. 또 다른 하반기 면세점 매출 증가 요인이 생긴 것이다. 하지만, 중국 정부의 소상공인 감세 혜택을 고려 시, 세금 개정안으로 인한 중단기적 파이공 수요 영향은 크지 않을 것으로 보인다.

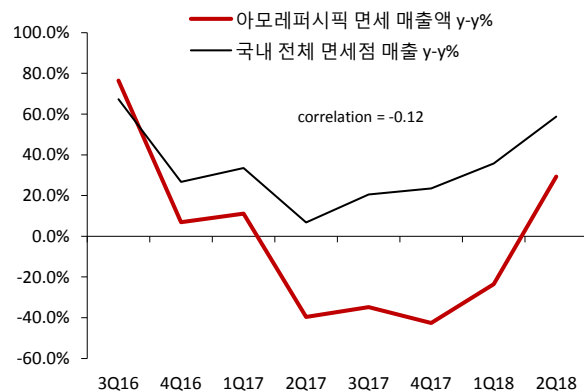
대다수의 파이공들이 속해 있는 연매출 1.65억원 이하의 중견 업체들의 경우, 개정안 적용까지 2년의 유예기간이 주어지기 때문이다. 따라서 당장 2019년부터 마진이 20%p 줄어든 것으로 추정되는 연매출 1.65억원 이상의 대형 파이공 업체들이 단기적으로는 가장 타격이 클 것이다. 하지만, 1) 전체 파이공 시장에서 대형 파이공 업체들의 비중이 크지 않고, 2) 소형 업체로 사업을 분리하거나, 다른 방식을 이용해 세금을 회피할 가능성이 크다는 점을 고려하면 단기적인 파이공 수요에는 크게 영향을 주지는 않을 전망이다. 하지만 장기적으로는 파이공의 '불법'성과 법개정에 따른 수익성 저하를 감안한다면, 파이공 수요는 점차 축소될 것으로 전망한다. 여기에 인바운드의 회복세까지 더해진다면, 2019년 이후 외국인의 면세점 인당 구매액 역시 점진적으로 하락하게 될 가능성이 높다.

한편, 파이공 수요가 빠른 속도로 줄지는 않을 것으로 예상한다. 파이공들은 크게 두가지 방법을 통해 수익을 취하는데, 첫째는 면세 사업자들로부터 받는 일정 부분의페이백이고, 두 번째는 제품을 되팔 때 얻는 판매 차익이다. 파이공들은 국내 면세점에서 세금이 면제된 화장품을 구매함으로써 중국 내 화장품 리테일 가격의 55%~65%의 가격에 화장품을 구매할 수 있다(페이백 포함). 이렇게 구매한 제품을 중국 온라인 상에서 판매해 차익을 남겼었는데, 이번 전자상거래법 개정으로 인해 이 판매 수익이 줄어들게 된 것이다. 하지만 소상공인에 대한 중국 정부의 절세 혜택과 향후 파이공들의 우회 경로(대형 파이공 업체들의 소형 분리화 등) 개척 가능성을 고려한다면 상당 수의 파이공들이 지속 가능한 수준에서의 수익을 취할 수 있을 것으로 예측된다. 향후에도 중국 내 높은 수입 화장품 가격이 유지되고, 면세점 업체들의 고객 유치 경쟁으로 페이백 지급도 지속된다면 일정 수준의 파이공 수요는 유지될 것으로 보인다.

그렇다면, 향후 면세점 매출은 어느 정도 증가할까?

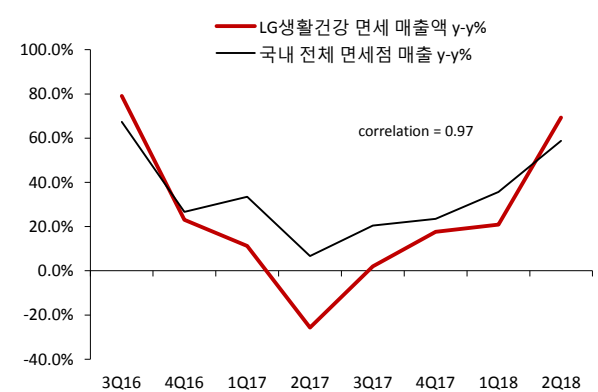
2018 년 말 서서히 중국인 인바운드가 회복되고, 2019 년에는 더 본격적으로 정상화 움직임이 있을 것으로 예상됨에 따라 2019 년 국내 대형 화장품 업체들의 면세 매출 증가율을 추정해보았다. 먼저, 2018 년 남아있는 하반기 동안에는 전년도 높은 베이스(부정적 요인)와 하반기 광군제 및 타이공의 전자상거래법개정에 따른 선구매 수요 증가(긍정적 요인), 그리고 구매수량 제한 완화 효과(긍정적 요인)를 감안하여 4 개월간 전체 면세점 매출이 $y-y +22.2\%$ 성장할 것으로 가정하였다(2018E 전체 면세점 매출 성장률 $y-y +34.9\%$ 를 의미). 이 같은 가정 하에 면세점 매출과 방향성이 같은 LG 생활건강의 2018 년 면세 매출은 $y-y +30\%$ 수준의 성장을 낼 수 있을 전망이다.

아모레퍼시픽 매출액과 전체 면세점 매출 성장률 추이



자료 : 한국면세점협회, 아모레퍼시픽, SK 증권

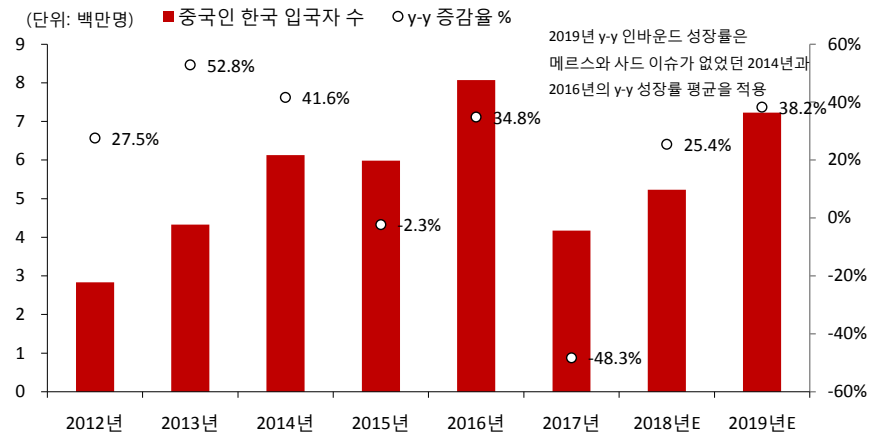
LG 생활건강 매출액과 전체 면세점 매출 성장률 추이



자료 : 한국면세점협회, 아모레퍼시픽, SK 증권

다음으로, 업체별 면세 채널 예상 성장률을 추정하기 위해서 2019 년 예상 연평균 ASP(P)와 중국인 인바운드(Q)에 대한 가정을 세웠다. 먼저 중국에서 최근 단체관광 재개 움직임을 보이고 있음에 따라 중국인 인바운드는 올 하반기로 갈수록 회복 속도가 빨라질 것으로 예상하며, 2018E 전체 중국인 인바운드는 $y-y +25.4\%$ 증가한 520 만명 수준으로 추정한다. 또한 메르스와 사드 영향이 없었던 2014 년과 2016 년의 $y-y$ 성장률 평균을 적용해 추정한 2019E 연간 중국인 방문객 수는 $y-y +38.2\%$ 증가한 720 만명 수준이 될 것으로 전망한다. ASP 의 경우에는 최근 아모레의 구매 제한 완화와 LG 의 높은 전년도 베이스, 그리고 중국인 관광객의 점진적인 증가 추세를 감안하였다. 아모레퍼시픽과 LG 생활건강의 2019 년 ASP 는 2018 년 상반기 대비 각각 27%와 35% 하락한 201,870 원과 206,167 원으로 가정하였다. 이를 바탕으로 하여 계산한 아모레퍼시픽과 LG 생활건강의 2019 년 예상 면세 매출 성장률은 각각 2017 년 대비 +37.9%, 43.7% 수준이다.

중국인 입국자 수 추이와 전망

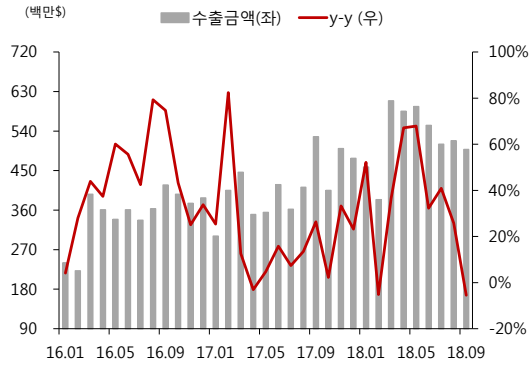


자료 :관광식정보시스템 SK 증권

(3) 수출: 중화권, 동남아, 북미 모든 사이트에서의 호조

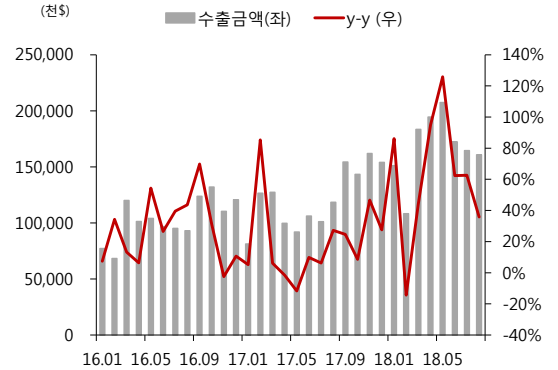
한국 화장품에 대한 니즈를 객관적으로 잘 보여주는 화장품 수출 데이터 역시 2017 년에 비해 현저히 좋아진 모습이다. 대 중국 화장품 수출에 있어서 2018 년 한국은 설 연휴기간 차이로 조업일수가 부족했던 2 월을 제외하고는 월평균 $y-y +73\%$ 의 높은 성장률을 보이며 2017 년 $y-y +20\%$ 를 압도하는 성장률을 시현하였다. 18 년 상반기에는 절대 수출 금액 자체도 매우 커졌는데, 5 월에는 월간 수출액 2.1 억 달러라는 역대 최고 기록을 달성하기도 하였다. 이 외에도 한국은 중국, 홍콩, 미국, 일본, 동남아 등 모든 국가로의 화장품 수출액 성장률에서 견조한 흐름을 보이고 있다. 또한 지난 3 월까 지(현재 데이터 발표 지연 중) 발표한 중국의 국가별 화장품 수입에서 한국은 2 위인 프랑스, 3 위인 일본을 제치고 화장품 수입국 1 위를 차지하였다. 가장 최근 발표된 9 월 산업통상자원부가 발표한 전체 화장품 수출액은 $y-y -5.5\%$ 감소하였는데, 이는 전년도 기고효과와 더불어 추석 연휴로 인한 조업일수 부족에 따른 것으로 우려할 만한 수치는 아니다.

한국 전체 화장품 수출액과 y-y 성장률 %



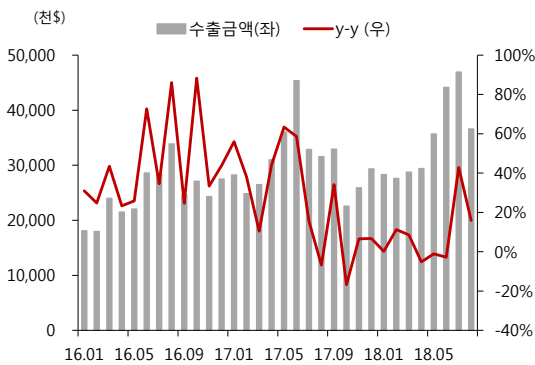
자료: 산업통상자원부, SK 증권

한국의 대중국 화장품 수출액과 y-y 성장률 %



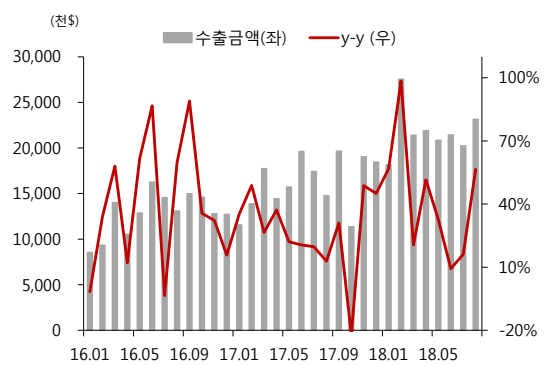
자료: KITA, SK 증권

한국의 대미국 화장품 수출액과 y-y 성장률 %



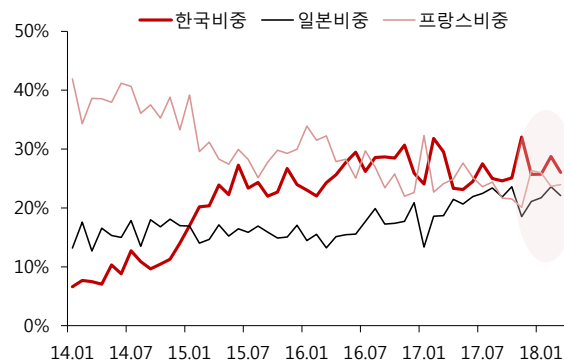
자료: KITA, SK 증권

한국의 대일본 화장품 수출액과 y-y 성장률 %



자료: KITA, SK 증권

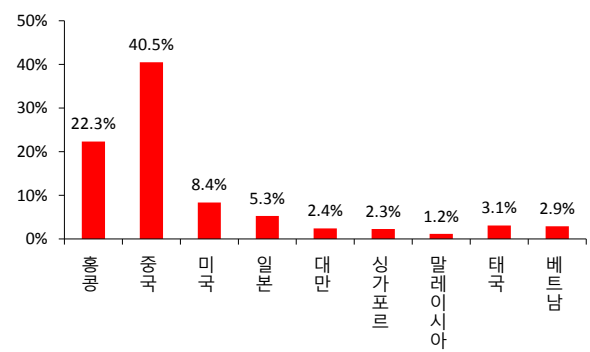
중국의 국가별 화장품 수입 비중 추이



자료: KITA, SK 증권

주: 2018년 3월을 기점으로 데이터 발표가 지연되고 있음

한국 화장품 국가별 수출 비중 (18.08 YTD)



자료: KITA, SK 증권

(4) 실적: 업체별 이익도 눈에 띄게 호전

국내 화장품 업체들의 상반기 실적도 전년 대비 호전되고 있다. 업체별로 엇갈리는 모습을 보이고 있기는 하나, 대부분의 업체들이 2017년 보다는 실적을 많이 회복한 모습이며, 2018년 예상 영업이익률과 ROE도 2017년 대비 개선될 것으로 전망된다. 실적에 대한 불확실성까지 해소되고 있는 국면에서 모든 것이 좋지 않았던 2017년과 비슷한 수준의 밸류에이션 멀티플을 받는 것은 합당하지 않다는 판단이다.

분석 대상 기업 투자지표 및 실적 컨센서스

기업명		아모레퍼시픽	LG생활건강	한국콜마	코스맥스	코스메카코리아	네오팜
투자의견		BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
목표주가		240,000	1,370,000	94,000	170,000	43,000	64,000
PER(배)	2017	53.3	32.8	36.6	62.3	34.9	28.9
	2018E	27.2	24.9	28.6	35.2	21.5	23.1
	2019E	22.2	22.1	18.5	24.7	18.3	17.8
EV/EBITDA(배)	2017	21.1	16.4	21.7	27.7	20.9	20.2
	2018E	12.7	14.6	22.7	22.1	14.9	16.7
	2019E	10.9	13.2	15.3	16.8	11.3	12.7
ROE(%)	2017	8.4	19.7	16.4	8.8	9.1	26.8
	2018E	10.9	22.1	14.1	16.5	12.8	28.8
	2019E	12.1	21.0	19.3	19.9	13.3	30.5
PBR(배)	2017	4.3	5.8	5.7	5.4	3.1	7.0
	2018E	2.9	5.1	3.8	5.5	2.6	6.0
	2019E	2.7	4.5	3.2	4.6	2.3	4.9
매출액(십억원)	2017	5,124	6,270	822	884	182	54
	2018E	5,206	6,269	819	887	184	53
	2019E	5,522	6,633	1,362	1,214	290	67
영업이익(십억원)	2017	596	930	67	35	11	14
	2018E	601	936	73	36	13	13
	2019E	659	1,060	99	58	19	18
영업이익률(%)	2017	11.6	14.8	8.2	4.0	6.0	26.2
	2018E	11.5	14.9	9.0	4.1	7.2	24.3
	2019E	11.9	16.0	7.2	4.8	6.4	27.0
순이익(십억원)	2017	394	607	47	19	10	12
	2018E	448	658	55	22	12	11
	2019E	477	726	48	41	16	15
EPS(원)	2017	5,711	36,199	2,240	1,877	930	1,634
	2018E	6,969	40,192	2,555	2,189	1,074	1,483
	2019E	7,628	44,711	2,353	4,005	1,460	2,044

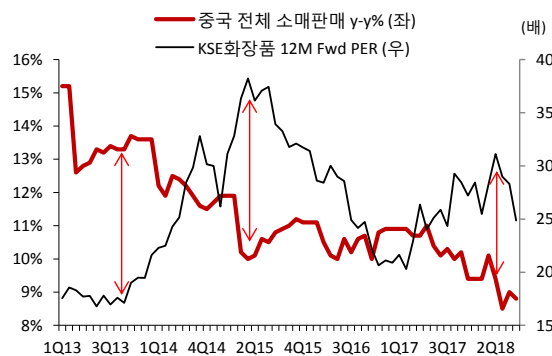
자료: Bloomberg, SK 증권

3. 중국 매크로 불확실성: 이익보다는 밸류에이션에 영향

3-1. 위안화 약세로 인한 밸류에이션 훼손 가능성 크지 않음

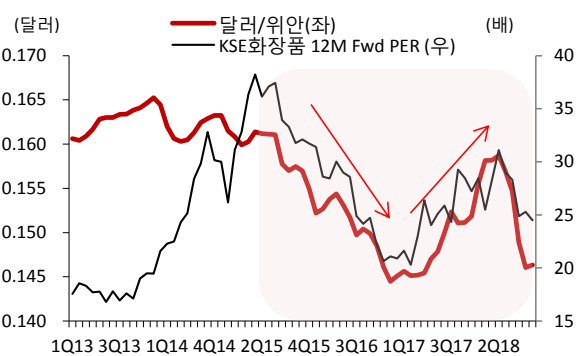
최근 화장품 업종 밸류에이션 멀티플은 외부 요인들에 의해 크게 출렁이고 있다. 따라서 매크로 지표 부진에 따른 실질적인 영향과 멀티플 저점에 대한 논의가 필요한 시점이다. 이와 관련해 불확실성 요인으로 꼽히는 1) 위안화 약세와 2) 중국 소비라는 외부 요인들과 국내 화장품 업체들의 지표간 관계를 살펴보았다. 먼저, 국내 화장품 업종의 12M Fwd PER의 경우, 위안화 가치(달러/위안)와 같은 방향성을 보였으나, 중국 소매 판매 성장률과는 오히려 반대의 모습을 나타냈다. 한편, 화장품 업체들의 EPS는 중국 소매 판매나 위안화 환율 모두와 특별한 연관성을 띄지 않아, 중국 지표들과 화장품 업체들의 실적 상관관계가 낮음을 시사했다(Appendix② 참조).

중국 소매 판매 성장률과 국내 화장품 업종 12M Fwd PER



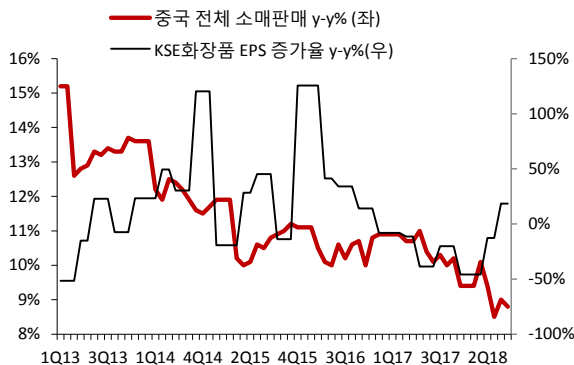
자료 : CEIC, Quantwise, SK 증권

위안화 환율과 국내 화장품 업종 12M Fwd PER



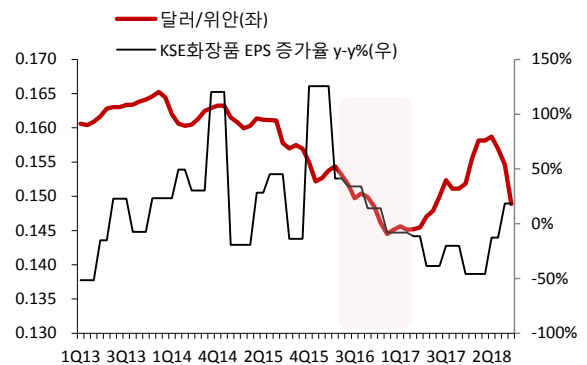
자료 : Bloomberg, Quantwise, SK 증권

중국 소매 판매 성장률과 국내 화장품 업종 EPS 증감율



자료 : CEIC, Quantwise, SK 증권

위안화 환율과 국내 화장품 업종 EPS 증감율



자료 : Bloomberg, Quantwise, SK 증권

한편, 향후 위안화 환율과 중국 소매판매 성장률의 변화가 실제 국내 화장품 업종의 주가 및 밸류에이션 멀티플, 그리고 실적 및 실적 전망치에 얼마만큼의 변화를 가져올지 보기 위해 1) 2013년 이후(장기)와 2) 2017년 이후(단기) 지표들에 대해 다중회귀분석을 실시하였다. 회귀 분석 값을 산출한 결과, 독립변수들에 의해 가장 잘 설명되는 결과값은 결정계수가 높게 나온 시가총액과 12M Fwd PER 이었다. 반면, 화장품 업체들의 EPS나 예상 EPS는 결정계수가 모두 0.5 이하로 낮게 측정되면서 중국의 매크로적인 요소들에 의해 뚜렷하게 설명되지 않는 결과를 보였다. 즉, 위안화나 중국의 소비는 국내 화장품 업체들의 실제 실적과는 크게 관계가 없으며, 주로 투자자들이 부여하는 밸류에이션 멀티플과 더 큰 상관관계를 갖는다고 해석할 수 있다.

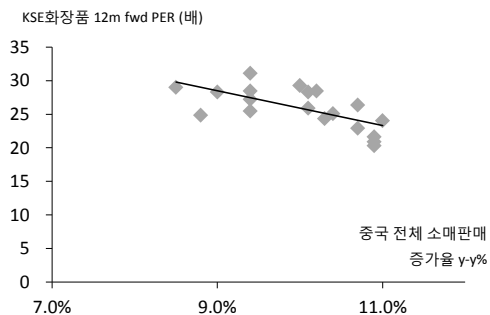
한편, 위안화의 경우 장·단기 회귀분석 결과 모두에서 위안화 가치 상승이 화장품 업종 밸류에이션 멀티플의 상승과 동일한 방향성을 나타내며 최근 위안화의 가치 하락이 국내 화장품 업종의 밸류에이션 디스카운트 요인으로 작용했을 가능성이 높음을 시사했다. 계산에 따르면, 1%의 위안화 가치 하락은 약 0.67의 화장품 업종 밸류에이션 멀티플 하락을 초래한다. 만약 위안화가 심리적 지지선인 7 위안까지 상승한다고 가정했을 때, 이는 현재(10월 14일 기준)를 기준으로 1.02%의 추가 위안화 가치 하락을 의미하고, 통계적으로는 국내 화장품 멀티플을 0.68 배 정도 하락시키게 된다는 뜻이다. 그러나, 지난 8월 인민은행이 CCF(경기대응계수)를 재도입한다고 밝히며 위안화 약세 방어 의지를 확인시켜주었고, 실제로 위안화 환율은 10월 들어 움직임이 제한적인 상황이다. 향후 위안화 약세가 지속될 가능성이 높지 않다면, 화장품 업종에 대한 영향도 제한적일 것으로 예상하며, 실제 멀티플에 미치는 영향 역시 1%에 0.67 배로 위협적인 수준은 아니라는 판단이다. 또한 환율이 실질적으로 화장품 업체들의 실적을 좌우하기 보다는 심리적 요인으로 더 크게 작용한다는 점에서도 이미 낮아진 화장품 업종 멀티플을 추가 훼손할 가능성은 낮다고 판단한다. 그리고 차후, 위안화가 서서히 안정되며 강세 전환될 경우에는 오히려 화장품 업종의 밸류에이션 리레이팅 요인으로 작용할 수 있다.

3-2. 중국 소비, '전체 소비' 지표보다는 세부 요소들이 더 중요

최근 중국의 소비 위축에 대한 우려가 점차 심화되면서 국내 화장품 업체들에 대한 걱정의 목소리도 나오고 있다. 하지만, 과거 중국의 전체 소비지표들은 국내 화장품 업체들의 주요한 밸류에이션 결정 요인으로 작용하지 않았다. 정확히 말하자면, 통계적으로 실시한 회귀분석 결과에서 중국의 소매판매 증감율은 장·단기 모두 화장품 업종 밸류에이션과 역의 상관관계를 나타냈다. 역의 상관관계를 나타내는 것은 1) 아직까지 국내 화장품 업체들이 중국에 진출한지 오랜 기간이 지나지 않아 중국 소비와의 상관관계를 비교하기에는 데이터의 양이 충분하지 않고, 2) 신흥국 특성상 급성장했던 중국의 소비 성장률은 둔화될 수 밖에 없어 트렌드 비교에 어려움이 있기 때문이다.

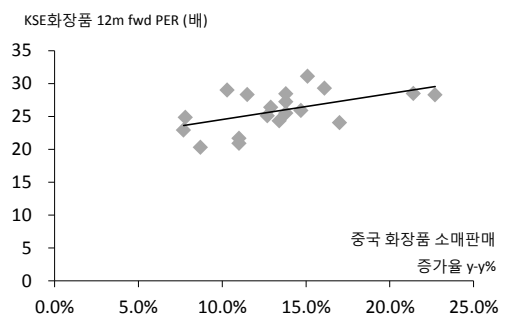
과거 추이를 살펴보면 2014~2015 년 중국 경기의 불안과 전체 소비 지표 부진에도 국내 화장품 업체들은 높은 이익 성장으로 상승세를 이어갔고, 사드 이후로는 중국의 경기 회복으로 늘어나는 소비에도 불구하고, 국내 화장품 업체들의 실적이 급격히 악화되며 밸류에이션도 함께 하락하였다. 즉, 중국 소비에 따른 직접적인 영향보다는 외부적인 요인들이 더 크게 작용했다고 보여진다.

중국 전체 소매판매 성장률과 국내 화장품 업종 12M Fwd PER



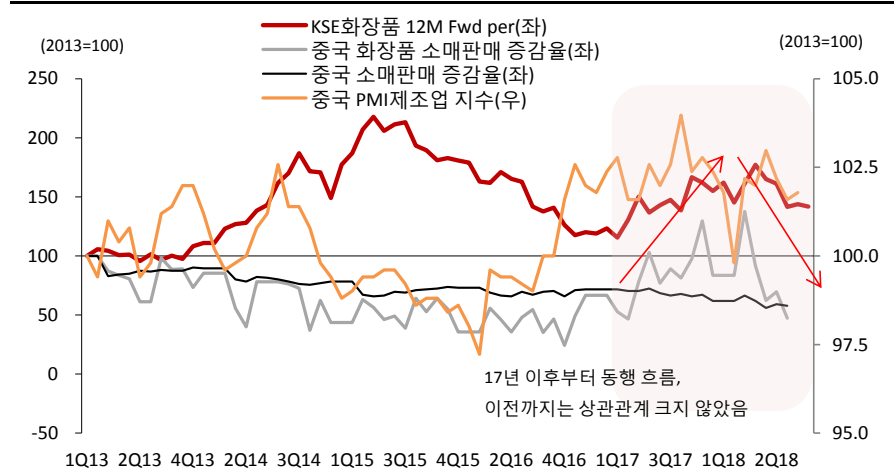
자료 : Bloomberg, Quantiwise, SK 증권

중국 화장품 소매판매 성장률과 국내 화장품 업종 시가총액



자료 : Bloomberg, Quantiwise, SK 증권

중국 화장품 소매판매 증감율과 KSE 화장품 업종의 12M Fwd PER 추이



자료 : CEC Bloomberg, Quantiwise, SK 증권

주: 2013년 1월 중국 화장품 소매판매 증감율 +13.5%를 100으로 두고 계산

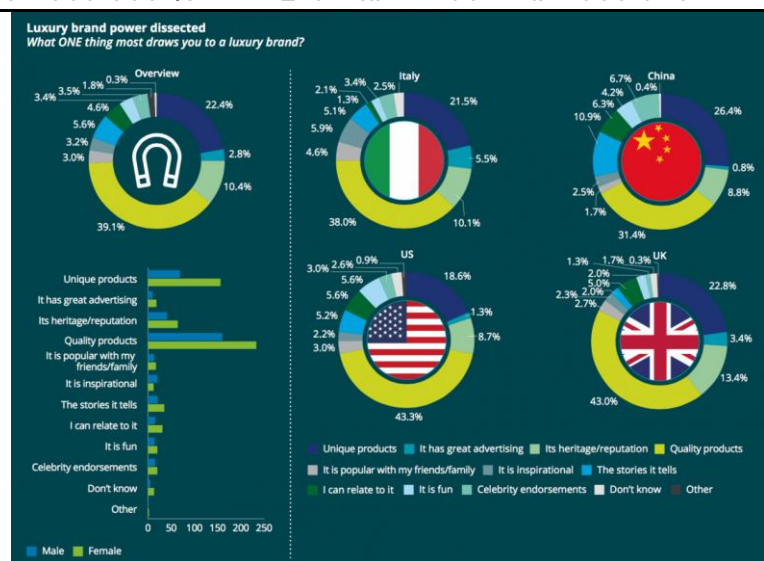
한편, 국내 업체들이 중국에서 어느정도 자리를 잡았다고 볼 수 있는 2017년 이후부터 ‘중국의 화장품 소매판매’와 국내 업체들의 밸류에이션 멀티플을 살펴보면 유의미한 상관관계를 보인다. 이는 2017년 이후 중국의 화장품 소매판매가 1) 경기 회복과 함께 다시 폭발적으로 성장했고, 동시에 2) 1인당 GDP 8,800달러를 넘어서면서 이미 나타났어야 됐으나 경기 부진으로 억눌려 있었던 화장품 소비에 대한 수요가 표출된 것이며, 3) 동기간 사드 보복도 차츰 잦아들면서 국내 업체들에도 긍정적으로 작용했기 때문으로 분석된다.

최근 중국의 화장품 월별 소매판매 성장률 자체는 전년 동기 대비 하락하고 있는 모습이지만, 여전히 y-y +2~7%로 음식료, 의류, 자동차 등 타 소비재들에 비해 판매 성장률이 월등히 높은 편이다. 결론적으로, 중국의 ‘전체 소비’보다는 중국의 화장품 소비 지표가 국내 업체들에게는 더 유의미하며(2017년 한 해 동안 중국의 화장품 소비 증가율은 전체 소비 증가율을 크게 압도하였다), 그보다도 그 안에서 실제 중국인들이 ‘어떤’ 화장품을 ‘어떻게’ 소비하는지 그 패턴을 읽는 것이 더 중요하다는 의견이다.

최근 선진국 수입 브랜드들의 아시아 시장 내 약진으로 국내 화장품 브랜드들의 글로벌 경쟁력에 대한 우려의 목소리도 일부 나오고 있다. 하지만 한국 화장품은 중국 내 브랜드 '인지도' 측면에서 여전히 상위권을 차지하고 있다. 시장 조사기관 가트너에 따르면, 2018년 중국 내 인기 뷰티 브랜드 상위 10위권에 이니스프리와 라네즈가 공동 7위를 기록하며 여전히 입지를 보여주었다(같은 기관에서 실시한 2017년 이니스프리와 라네즈의 중국 내 인기 순위는 각각 9위와 7위였다). 또한 최근 사용자 수 1억명을 돌파한 중국판 인스타그램 '샤오홍슈'에서도 화장품 판매 순위에서 한국 제품들이 상위권에 랭크되어 있어 한국 화장품의 지속적인 인기를 확인할 수 있었으며, 특히 젊은 층을 중심으로 한국산 마스크팩의 인기가 아주 높음을 실감할 수 있었다. 샤오홍슈는 최근 10~20대 중국 여성들 사이에서 가장 인기있는 어플리케이션으로, 구매고객의 80%가 여성이며 구매전환율이 8~10%에 달하는 매우 영향력 있는 SNS 이자 유통채널이다. 중국 검색포털 360과 바이두에서도 역시 8월 월간 검색지수 20위권 내 이니스프리와 설화수 브랜드가 포함되어 있다.

최근 발표된 언론 자료에 따르면 세계 각국의 밀레니얼 세대가 럭셔리 화장품 브랜드를 사는 가장 큰 이유는 퀄리티와 고유성(럭셔리 이미지)이라는 결과가 공통적으로 나왔는데, 중국의 결과가 조금 흥미롭다. 중국 밀레니얼 세대들은 1) 스토리가 있어서(10.9%), 2) 연예인 광고 때문에(6.7%), 3) 나와 적합해서(6.3%)라는 답변 비중이 타국 응답자들과는 달리 유독 높았다. 이 세 항목은 한류열풍과 한국 콘텐츠(스토리) 및 연예인을 활용한 마케팅, 그리고 아시아인 피부 적합성 측면에서 우리나라 화장품 업체들에게 유리하다고 보여져 긍정적이다.

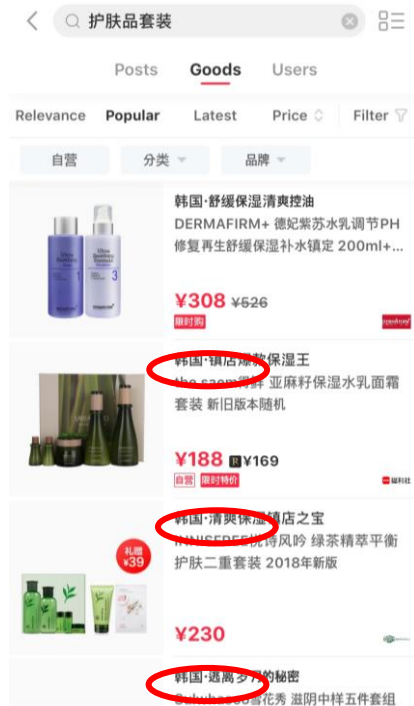
밀레니얼 세대가 럭셔리 화장품 브랜드를 사는 이유: ① 퀄리티 ② 고유성(럭셔리 이미지)



자료: Deloitte, 언론자료, SK 증권

주: 설문조사 표본은 1,000 명의 20~30 세 사이 이탈리아, 중국, 미국, 영국인

‘화장품 세트’ 검색 시 인기 순위에 상단에 한국 브랜드 포진

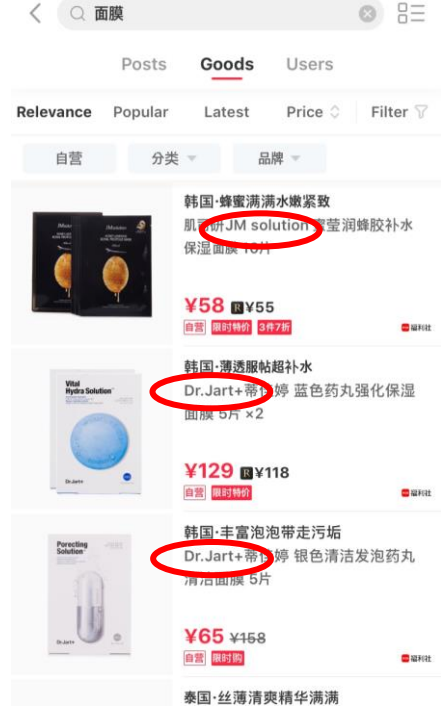


자료 : 샤오홍슈, SK 증권

주1: 상단부터 각각 더샘 이니스프리, 설화수 제품

주2: 2018년 9월 검색 기준

‘마스크팩’ 검색 시 인기 순위에 상단에 한국 브랜드 포진



자료 : 샤오홍슈, SK 증권

주1: 상단부터 각각 JM 솔루션, 닥터자르트(2개) 제품

주2: 2018년 9월 검색 기준

2016년 홍콩 시장 조사 기관에서 20~45세 중국인 여성들을 대상으로 실시한 설문조사에 따르면, 소득 수준이 높은 1선 도시일수록 유럽이나 일본 등 선진국 화장품을 선호하는 경향을 보였다. 선진국 내 선호도는 유럽>일본>미국 순이었는데, 한국 브랜드의 경우 베이징, 상해, 광저우, 청도 4개 도시를 두고 비교했을 때, 평균 22%의 응답자의 선택을 받아 21%의 선택을 받은 유럽을 넘어서는 선호도를 보였다. 더욱 긍정적인 사실은 소득 수준에 따른 국가별 화장품 선호도 조사에서는 고소득층에서 한국 화장품을 다른 선진국들을 제치고 압도적 1위를 차지했다는 점이다. 특히, 월평균 가구 소득이 4만 위안이 넘는 가구에 속해있는 응답자들의 30%가 한국 화장품을 가장 선호한다고 답하며 2위인 프랑스(22%)와 3위 일본(15%)를 큰 폭으로 앞서는 결과를 보여주었다. 또한 나이가 어릴수록 한국 제품들을 더 선호했으며, 한국 제품을 사용하는 이유로는 가성비, 천연 원재료 사용, 아시아인 피부 적합성, 패키지 디자인 등을 꼽았다.

중국 거주 지역별 주요 스킨케어 화장품 원산지: 1선 도시 일수록 유럽>한국>일본>미국 제품 선호

City	China	South Korea	Europe	Japan	US	Others
Overall	29%	27%	16%	16%	9%	3%
Beijing	31%	21%	12%	17%	18%	1%
Shanghai	11%	16%	27%	23%	20%	3%
Guangzhou	19%	26%	20%	21%	9%	5%
Chengdu	24%	25%	23%	18%	10%	-
Shenyang	31%	25%	19%	17%	4%	4%
Wuhan	28%	26%	24%	12%	9%	1%
Nanjing	27%	23%	17%	24%	7%	2%
Changsha	35%	31%	11%	10%	9%	4%
Chongqing	40%	26%	15%	9%	7%	3%
Xi'an	34%	32%	18%	9%	4%	3%
Harbin	33%	33%	12%	13%	5%	4%
Hangzhou	27%	21%	21%	21%	7%	3%
Qingdao	29%	36%	8%	15%	10%	2%
Changzhou	30%	24%	10%	21%	9%	6%
Zhengzhou	39%	37%	7%	5%	10%	2%
Wuxi	31%	29%	15%	20%	3%	2%

자료: HKTDC Research, SK 증권

주1: 해당 국가의 전체 평균 수치보다 높은 경우, 붉은색으로 표기

주2: 설문조사 대상 표본은 2,400 명의 20~45 세 중국인 여성

중국 소득 수준별 주요 스킨케어 화장품 원산지: 소득이 높을수록 한국>유럽>일본 제품 선호

Origin of Brand	Overall	Monthly Household Income				
		Below Rmb10,000	Rmb10,000-12,000	Rmb12,000-20,000	Rmb20,000-40,000	Over Rmb40,000
China	29%	46%	36%	26%	18%	20%
South Korea	27%	23%	28%	25%	31%	30%
Europe	16%	11%	14%	16%	21%	22%
Japan	16%	12%	15%	19%	18%	15%
US	9%	6%	7%	11%	9%	10%
Others	3%	2%	-	3%	3%	3%

자료: HKTDC Research, SK 증권

주1: 해당 국가의 전체 평균 수치보다 높은 경우, 붉은색으로 표기

주2: 설문조사 대상 표본은 2,400 명의 20~45 세 중국인 여성

해당 원산지 화장품 구매의 주요 요인: 한국은 가성비, 유럽 미국, 일본은 제품의 질

Base: Respondents who mostly purchase brands from that country/region	Overall (n = 2,400)	Origin of Most Purchased Skincare Brands				
		China (n = 704)	South Korea (n = 649)	Europe (n = 390)	Japan (n = 382)	USA (n = 212)
Guaranteed quality/ good word-of-mouth	67%	56%	66%	80%	72%	78%
Good value-for-money	51%	64%	54%	36%	47%	36%
Natural ingredients	49%	48%	55%	51%	48%	33%
Suitable for Asians	45%	57%	49%	15%	65%	13%
Special formula/unique product	28%	18%	27%	42%	31%	31%
Advanced technology	25%	8%	29%	44%	30%	30%
Choice of product grades and price points	18%	20%	22%	17%	15%	14%
High grade	18%	10%	16%	33%	18%	29%
Lots of promotional offers	11%	11%	12%	10%	7%	8%
Attractive packaging and design	8%	5%	13%	8%	9%	6%

자료: HKTDC Research, SK 증권

주 1: 해당 국가의 전체 평균 수치보다 높은 경우, 붉은색으로 표기

주 2: 설문조사 대상 표본은 2,400 명의 20~45 세 중국인 여성

결과적으로 당사는 중국 경기 위축에 대한 우려보다는 1) 중국인들의 화장품 소비가 중국 전체 소비 성장률을 초과할 가능성이 높고, 2) 고소득층에서 한국 화장품 선호도가 높다는 점에 더 주목해야 한다는 생각이다. 여러 매체들을 점검했을 때, 현재 한국 화장품 업체들의 중국 내 인지도 및 선호도는 여전히 긍정적인 상황이며, 통계적으로도 중국의 전체 소비 상황(소비심리지수, 소매판매 성장률 등)이 한국 업체들의 실적이나 밸류에이션에 유의미한 영향을 준다는 결과는 확인할 수 없었다. 따라서 소비 부진 자체보다는 개별 브랜드 경쟁력에 따라서 업체들의 실적이 좌우될 가능성이 더 크다고 판단하며, 향후 중국 소비가 다소 위축된다고 하더라도 화장품 업황 회복이라는 대세를 거스를 위협은 아니라고 판단한다.

Appendix ①. 글로벌 브랜드 화장품 판매 Data

글로벌 색조 화장품 연도별 브랜드별 판매액 순위

브랜드명	업체명	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Gemey/Maybelline/Jade	L'Oréal Groupe	1	1	1	1	1	1
L'Oréal Paris	L'Oréal Groupe	3	2	2	2	2	2
Mac	Estée Lauder Cos Inc	4	4	4	3	3	3
Avon	Avon Products Inc	2	3	3	4	4	4
Lancôme	L'Oréal Groupe	6	5	5	5	5	5
Shiseido	Shiseido Co Ltd	5	6	7	9	6	6
Revlon	Revlon Inc	8	9	9	8	8	7
Clinique	Estée Lauder Cos Inc	7	7	6	7	7	8
Mary Kay	Mary Kay Inc	11	11	10	10	10	9
Cover Girl	Coty Inc	-	-	-	-	9	10
Estée Lauder	Estée Lauder Cos Inc	12	12	12	12	11	11
Max Factor	Coty Inc	-	-	-	-	12	12
Chanel	Chanel SA	14	14	13	13	13	13
Christian Dior	LVMH Moët Hennessy Louis Vuitton SA	16	15	15	15	15	14
Rimmel	Coty Inc	13	13	14	14	14	15
Urban Decay	L'Oréal Groupe	-	27	23	17	17	16
Kanebo	Kao Corp	15	16	16	16	16	17
Essence	Cosnova GmbH	24	18	17	18	18	18
NYX	L'Oréal Groupe	-	-	46	33	20	19
BeneFit	LVMH Moët Hennessy Louis Vuitton SA	26	26	21	21	19	20
Yves Saint Laurent	L'Oréal Groupe	31	28	28	27	24	21
Bobbi Brown	Estée Lauder Cos Inc	25	23	20	20	21	22
Sally Hansen	Coty Inc	21	21	22	19	22	23
Natura	Natura&Co	-	-	-	-	-	24
Kiko Milano	Kiko SpA	36	33	29	29	27	25
bareMinerals	Shiseido Co Ltd	20	19	19	22	23	26
Oriflame	Oriflame Cosmetics SA	17	17	18	23	25	27
Kosé	Kosé Corp	18	24	27	26	26	28
Smashbox	Estée Lauder Cos Inc	39	35	34	30	31	29
Bourjois	Coty Inc	-	-	-	25	29	30
Yves Rocher	Yves Rocher SA	23	25	26	28	30	31
Too Faced	Estée Lauder Cos Inc	-	-	-	-	37	32
Catrice	Cosnova GmbH	52	43	37	36	34	33
IT Cosmetics	L'Oréal Groupe	-	-	-	-	33	34
Clarins	Clarins SA	32	30	31	31	32	35
Artistry	Amway Corp	29	31	32	32	35	36
Risqué	Coty Inc	-	-	-	-	44	37
Nars	Shiseido Co Ltd	53	51	47	41	40	38
Innisfree	AmorePacific Corp	120	95	70	50	41	39
Integrate	Shiseido Co Ltd	27	34	35	35	36	40

자료: Euromonitor, SK 증권

글로벌 기초 화장품 연도별 브랜드별 판매액 순위

브랜드명	업체명	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Nivea	Beiersdorf AG	1	1	1	1	1	1
L'Oréal Paris	L'Oréal Groupe	2	2	2	2	2	2
Olay	Procter & Gamble Co, The	3	3	3	3	3	3
Shiseido	Shiseido Co Ltd	4	4	4	4	4	4
Lancôme	L'Oréal Groupe	6	7	7	6	5	5
Mary Kay	Mary Kay Inc	8	6	5	5	6	6
Estée Lauder	Estée Lauder Cos Inc	9	9	9	9	8	7
Neutrogena	Johnson & Johnson Inc	10	10	10	10	7	8
Clinique	Estée Lauder Cos Inc	7	8	8	8	9	9
Avon	Avon Products Inc	5	5	6	7	10	10
Garnier	L'Oréal Groupe	14	13	13	13	13	11
Pond's	Unilever Group	11	11	12	11	11	12
Rodan + Fields	Rodan & Fields LLC	131	104	73	40	17	13
Kosé	Kosé Corp	13	16	15	15	12	14
Clarins	Clarins SA	16	14	14	14	15	15
SK-II	Procter & Gamble Co, The	18	17	16	16	16	16
Artistry	Amway Corp	12	12	11	12	14	17
Pechoin	Shanghai Pehchaolin Daily Chemical Co Ltd	97	55	34	20	18	18
La Roche-Posay	L'Oréal Groupe	25	22	20	19	20	19
Avène	Pierre Fabre SA, Laboratoires	21	20	19	17	19	20
Natura	Natura&Co	-	-	-	-	-	21
Vichy	L'Oréal Groupe	20	18	18	18	21	22
Sulwhasoo	AmorePacific Corp	27	29	27	22	22	23
Fair & Lovely	Unilever Group	35	33	30	28	24	24
Chando	Jala (Group) Co Ltd	-	-	39	35	32	25
DHC	DHC Corp	17	19	21	23	23	26
L'Occitane	L'Occitane International SA	31	28	29	29	26	27
The Body Shop	Natura&Co	-	-	-	-	-	28
Kiehl's	L'Oréal Groupe	44	41	35	33	35	29
Yves Rocher	Yves Rocher SA	22	21	22	27	29	30
Dove	Unilever Group	23	24	24	26	28	31
Vaseline	Unilever Group	26	26	25	25	27	32
KanS	Shanghai Chicmax Cosmetics Co Ltd	-	-	-	37	34	33
Christian Dior	LVMH Moët Hennessy Louis Vuitton SA	34	32	32	34	37	34
Proactiv	Nestlé SA	-	-	-	-	33	35
Kanebo	Kao Corp	19	23	26	31	31	36
Innisfree	AmorePacific Corp	123	99	71	49	38	37
Nu Skin	Nu Skin Enterprises Inc	33	27	28	32	36	38
The History of Whoo	LG Household & Health Care Ltd	117	113	76	58	43	39
Bath & Body Works	L Brands Inc	-	38	36	36	39	40

자료: Euromonitor, SK 증권

중국 색조 화장품 년도별 브랜드별 판매액

(단위: 백만달러)

브랜드명	업체명	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Maybelline New York	L'Oréal China	568.1	617.6	635.7	650.7	661.8	663.8
L'Oréal Paris (L'Oréal Groupe)	L'Oréal China	287.6	307.3	329.6	351.0	359.0	378.4
Carlsan	Carlsan Group Hong Kong Co Ltd	113.1	148.2	175.0	210.5	230.8	257.1
Dior (LVMH SA)	Christian Dior (China) Fragrance & Cosmetics Co Ltd	83.7	91.5	104.3	115.8	142.5	239.4
Max Factor (Coty Inc)	Coty Inc	-	-	-	-	118.2	171.4
Innisfree (AmorePacific Corp)	AmorePacific Cosmetics (Shanghai) Co Ltd	0.3	5.5	19.9	64.8	116.6	139.3
Lancôme (L'Oréal Groupe)	L'Oréal China	43.0	49.5	56.7	76.6	99.6	130.4
Chanel (Chanel SA)	Chanel SA	58.0	68.3	81.4	83.1	89.6	126.4
Marie Dalgar	Shanghai Feiyang Cosmetics Co Ltd	40.3	57.7	68.1	81.7	100.0	125.4
KanS	Shanghai Chicmax Cosmetics Co Ltd	-	-	-	109.2	118.0	124.3
Yves Saint Laurent (L'Oréal Groupe)	L'Oréal China	-	0.9	7.0	17.8	48.0	114.1
Mac (Estée Lauder Cos Inc)	Estée Lauder (Shanghai) Commercial Co Ltd	25.9	30.2	36.6	45.9	66.6	113.2
Mary Kay (Mary Kay Inc)	Hangzhou Mary Kay Cosmetics Co	77.8	88.9	110.0	113.8	100.9	95.4
Estée Lauder (Estée Lauder Cos Inc)	Estée Lauder (Shanghai) Commercial Co Ltd	44.8	45.3	53.8	52.8	56.2	93.9
Laneige (AmorePacific Corp)	AmorePacific Cosmetics (Shanghai) Co Ltd	22.0	48.2	63.6	77.9	90.0	87.0
Lansur (IMC Group)	Guangzhou Lansur Cosmetics Co Ltd	36.4	47.9	59.8	70.6	77.2	85.7
Giorgio Armani (L'Oréal Groupe)	L'Oréal China	8.7	11.7	19.2	29.1	45.4	84.0
Make Up For Ever (LVMH SA)	LVMH Moët Hennessy Louis Vuitton SA	20.5	26.6	39.1	44.1	49.0	62.2
Aupres (Shiseido Co Ltd)	Shiseido China Co Ltd	43.7	45.2	47.0	46.0	49.3	53.3
Hanhoo (Hanhoo Cosmetics Co Ltd)	Hanhoo Cosmetics Co Ltd	9.7	13.0	17.7	27.1	38.3	51.8
Bobbi Brown (Estée Lauder Cos Inc)	Estée Lauder (Shanghai) Commercial Co Ltd	21.7	21.7	26.7	32.3	38.4	50.0
Chando (Jala (Group)) Co Ltd	Jala (Group) Co Ltd	-	-	29.2	33.6	39.1	47.3
Perfect	Perfect (China) Co Ltd	35.4	39.3	44.9	46.3	45.2	42.4
Za (Shiseido Co Ltd)	Shiseido China Co Ltd	39.6	40.8	41.6	41.6	40.6	42.1
Cle de Peau (Shiseido Co Ltd)	Shiseido China Co Ltd	4.3	4.9	6.3	11.0	20.8	38.9
Mamonde (AmorePacific Corp)	AmorePacific Cosmetics (Shanghai) Co Ltd	30.0	34.1	33.2	34.9	35.0	34.1
Shu Uemura (L'Oréal Groupe)	L'Oréal China	11.9	13.1	18.4	22.4	26.4	31.8
Artistry (Amway Corp)	Amway (China) Co Ltd	53.0	53.0	50.6	44.4	37.0	31.6
MGPIN (MGPIN Cosmetics Co Ltd)	MGPIN Cosmetics Co Ltd	17.9	20.6	23.4	25.3	26.5	29.5
Flamingo	Shanghai Ruishang Cosmetics Co Ltd	7.2	14.4	21.6	24.4	26.5	29.2
Meifubao (Huanyu Group Co Ltd)	Guangzhou Uniasia Cosmetics Science Technology Co Ltd	17.2	20.3	22.7	24.5	25.9	27.2
Guerlain (LVMH SA)	LVMH Moët Hennessy Louis Vuitton SA	20.4	22.5	25.1	25.9	23.3	26.8
The Face Shop	LG Household & Health Care Ltd	4.4	6.1	8.8	17.3	23.9	25.9
The History of Whoo	LG Household & Health Care Ltd	0.9	1.3	4.4	10.7	18.8	25.3
Etude (AmorePacific Corp)	AmorePacific Cosmetics (Shanghai) Co Ltd	-	-	8.7	14.7	21.0	24.0
Pechoin	Shanghai Pehchaolin Daily Chemical Co Ltd	6.2	12.3	15.4	17.7	19.5	21.6
Oriflame (Oriflame Cosmetics SA)	Oriflame Cosmetics (China) Co Ltd	2.7	3.0	3.6	7.5	17.0	19.7
Maysu (Jala (Group)) Co Ltd	Jala (Group) Co Ltd	7.0	8.3	9.6	11.4	14.8	19.6
Sulwhasoo (AmorePacific Corp)	AmorePacific Cosmetics (Shanghai) Co Ltd	-	1.0	2.8	7.6	14.2	19.0
Franic	Guangzhou Uniasia Cosmetics Science Technology Co Ltd	3.2	3.8	4.2	6.3	13.3	18.2

자료: Euromonitor, SK 증권

주: 한국 화장품은 붉은색 음영처리, 최근 3 개년 매출 급증 화장품 브랜드는 굵은 상자 표시

중국 기초 화장품 연도별 브랜드별 판매액

(단위: 백만달러)

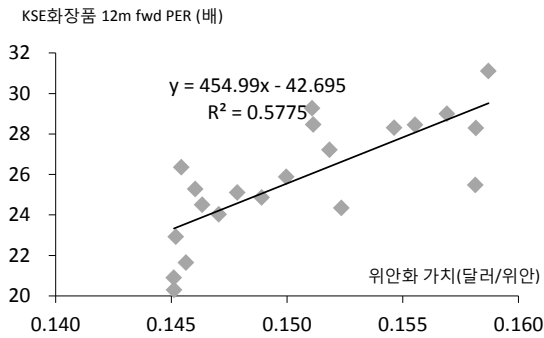
브랜드명	업체명	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Pechoin	Shanghai Pehchaolin Daily Chemical Co Ltd	157.8	369.1	577.9	811.2	997.1	1,229.7
Mary Kay (Mary Kay Inc)	Hangzhou Mary Kay Cosmetics Co	831.3	969.4	1,207.1	1,182.1	1,035.6	985.9
L'Oréal Paris (L'Oréal Groupe)	L'Oréal China	991.6	1,110.3	1,049.4	982.2	932.1	901.3
Chando (Jala (Group)) Co Ltd	Jala (Group) Co Ltd	-	-	504.2	584.8	711.7	849.1
Olay (Procter & Gamble Co, The)	Procter & Gamble (Guangzhou) Ltd	1,058.4	1,057.8	1,031.2	928.3	800.2	769.8
KanS	Shanghai Chicmax Cosmetics Co Ltd	-	-	-	564.2	678.7	733.7
Lancôme (L'Oréal Groupe)	L'Oréal China	405.1	459.8	478.9	492.3	522.4	683.6
Estée Lauder (Estée Lauder Cos Inc)	Estée Lauder (Shanghai) Commercial Co Ltd	381.2	417.8	443.8	492.1	507.5	678.6
Beautrio (Infinitus (China)) Co Ltd	Infinitus (China) Co Ltd	207.5	246.9	336.4	398.5	518.4	577.5
One Leaf	Shanghai Chicmax Cosmetics Co Ltd	-	-	-	211.4	321.1	555.7
Herborist	Shanghai Jahwa United Co Ltd	336.1	406.0	485.3	503.0	508.4	509.9
Perfect	Perfect (China) Co Ltd	418.9	449.4	512.8	543.1	518.3	492.9
Proya (Proya Cosmetics Co Ltd)	Proya Cosmetics Co Ltd	316.2	427.0	498.1	489.0	468.0	489.8
Aupres (Shiseido Co Ltd)	Shiseido China Co Ltd	374.2	394.1	409.0	404.0	434.2	471.6
Hanhoo (Hanhoo Cosmetics Co Ltd)	Hanhoo Cosmetics Co Ltd	67.3	100.6	153.6	235.3	335.7	435.9
Innisfree (AmorePacific Corp)	AmorePacific Cosmetics (Shanghai) Co Ltd	3.4	20.4	78.9	217.0	349.7	411.2
Artistry (Amway Corp)	Amway (China) Co Ltd	548.4	564.3	558.3	523.6	446.1	408.6
Inoherb	Shanghai Inoherb Cosmetics Co Ltd	393.3	431.9	450.5	442.5	425.2	401.6
Watsons (Private Label)	Watson (Group) HK Ltd, AS	191.8	222.3	296.6	322.5	311.9	305.9
Wetcode (Danzi Group)	Danzi Group	147.9	201.7	238.7	275.4	287.5	304.2
Avène (Pierre Fabre SA, Laboratoires)	Eau Thermale Avène Co Ltd	159.0	176.7	207.7	241.6	252.5	276.5
SK-II (Procter & Gamble Co, The)	Procter & Gamble (Guangzhou) Ltd	100.8	115.1	130.9	143.8	169.6	275.5
Longrich (Jiangsu Longrich Group)	Jiangsu Longrich Group	286.8	288.0	298.2	309.6	288.8	268.6
Yunifang	Hunan Yujiahui Internet Co Ltd	27.3	55.9	83.7	159.5	245.8	267.9
Dior (LVMH SA)	Christian Dior (China) Fragrance & Cosmetics Co Ltd	151.2	164.4	176.1	199.0	218.9	267.1
Marubi	Guangdong Marubi Biotechnology Co Ltd	182.2	215.6	244.0	269.5	270.3	265.4
L'Oréal Men Expert (L'Oréal Groupe)	L'Oréal China	157.4	198.6	211.5	222.0	234.7	253.0
Laneige (AmorePacific Corp)	AmorePacific Cosmetics (Shanghai) Co Ltd	119.1	169.1	203.0	211.1	218.7	219.9
The History of Whoo	LG Household & Health Care Ltd	8.5	18.4	55.5	94.9	163.3	202.5
Oriflame (Oriflame Cosmetics SA)	Oriflame Cosmetics (China) Co Ltd	18.4	19.2	32.1	72.1	132.8	196.4
Mamonde (AmorePacific Corp)	AmorePacific Cosmetics (Shanghai) Co Ltd	170.9	202.5	190.3	194.4	197.7	194.1
Kiehl's (L'Oréal Groupe)	L'Oréal China	76.7	95.9	113.1	131.2	150.2	185.6
Meifubao (Huanyu Group Co Ltd)	Guangzhou Uniasia Cosmetics Science Technology Co Ltd	124.2	137.3	153.9	164.5	172.1	179.2
Maysu (Jala (Group)) Co Ltd	Jala (Group) Co Ltd	74.3	86.4	98.5	112.1	137.6	171.0
Shiseido (Shiseido Co Ltd)	Shiseido China Co Ltd	85.0	82.8	73.6	93.0	117.2	170.0
La Mer (Estée Lauder Cos Inc)	Estée Lauder (Shanghai) Commercial Co Ltd	47.8	60.6	77.5	87.6	113.9	162.8
L'Occitane	L'Occitane International SA	81.0	92.2	107.4	128.4	146.5	161.7
Za (Shiseido Co Ltd)	Shiseido China Co Ltd	156.4	152.6	155.3	158.8	153.0	157.8
Nivea Visage (Beiersdorf AG)	Nivea (Shanghai) Co Ltd	140.1	154.8	156.8	159.8	161.1	156.3
La Roche-Posay (L'Oréal Groupe)	L'Oréal China	58.9	69.9	79.5	104.6	124.5	155.5

자료: Euromonitor, SK 증권

주: 한국 화장품은 붉은색 음영처리, 최근 3 개년 매출 급증 화장품 브랜드는 굵은 상자 표시

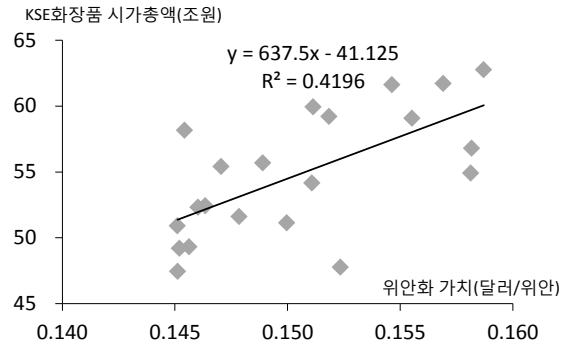
Appendix ②. 중국 지표와 국내 화장품 Data의 통계적 분석²

위안화 가치 상승은 국내 화장품 업종 밸류에이션 멀티플 상승 요인



자료 : Bloomberg, Quantwise, SK 증권

멀티플 상승에 따라 주가도 동일한 궤적을 그리는 모습



자료 : Bloomberg, Quantwise, SK 증권

KSE 화장품 12M Fwd PER과 독립변수(위안화, 중국 소매판매, 중국 화장품 소매판매)의 장기 다중회귀분석

R² = 0.56	계수	표준 오차	t 통계량	P-값	하위 95%	상위 95%	하위 95.0%	상위 95.0%
Y절편(KSE화장품 12M Fwd PER)	-9.6	12.7	-0.7529	0.4543	-35.1	15.9	-35.1	15.9
X 1(위안화 가치, 달러/위안)	487.9	94.6	5.1579	0.0000	298.8	676.9	298.8	676.9
X 2(중국 소매판매 y-y 증감율)	-330.3	41.0	-8.0603	0.0000	-412.2	-248.4	-412.2	-248.4
X 3(중국 화장품 소매판매 y-y 증감율)	-30.9	13.1	-2.3599	0.0214	-57.0	-4.7	-57.0	-4.7

자료: CEIC, Bloomberg, Quantwise, SK 증권

주 1: 결정계수 = 0.56, 관측 수 = 67, 표준오차 = 3.92, 유의한 F = 0.00

주 2: X1과 X2의 상관계수 = 0.564, X2와 X3의 상관계수 = 0.246, X1과 X3의 상관계수 = 0.147

주 3: 표본은 2013년 이후 값

KSE 화장품 시가총액과 독립변수(위안화, 중국 소매판매, 중국 화장품 소매판매)의 장기 다중회귀분석

R² = 0.89	계수	표준 오차	t 통계량	P-값	하위 95%	상위 95%	하위 95.0%	상위 95.0%
Y절편(KSE화장품 시가총액)	304.8	20.3	15.0229	0.0000	264.3	345.4	264.3	345.4
X 1(위안화 가치, 달러/위안)	-1088.0	150.6	-7.2251	0.0000	-1389.0	-787.1	-1389.0	-787.1
X 2(중국 소매판매 y-y 증감율)	-880.2	65.2	-13.4896	0.0000	-1010.5	-749.8	-1010.5	-749.8
X 3(중국 화장품 소매판매 y-y 증감율)	27.5	20.8	1.3203	0.1915	-14.1	69.1	-14.1	69.1

자료: CEIC, Bloomberg, Quantwise, SK 증권

주 1: 결정계수 = 0.89, 관측 수 = 67, 표준오차 = 6.24, 유의한 F = 0.00

주 2: X1과 X2의 상관계수 = 0.564, X2와 X3의 상관계수 = 0.246, X1과 X3의 상관계수 = 0.147

주 3: 표본은 2013년 이후 값

² 분석 과정에서 총 4가지 독립변수(① 화장품 업종의 12M Fwd PER, ② 시가총액, ③ EPS와 ④ EPS 예상치)와 세가지 종속변수(① 위안화 가치-달러/위안 환율과 ② 중국 소매판매 y-y 성장률 및 ③ 중국 화장품 소매판매 y-y 성장률)를 설정한 후, 3가지 독립변수를 활용하여 각각 종속변수에 대해 장단기를 나눠 총 8개의 회귀 분석 값을 산출

KSE 화장품 EPS와 독립변수(위안화, 중국 소매판매, 중국 화장품 소매판매)의 장기 다중회귀분석

$R^2 = 0.28$	계수	표준 오차	t 통계량	P-값	하위 95%	상위 95%	하위 95.0%	상위 95.0%
Y절편(KSE화장품 EPS)	17976.7	10240.2	1.7555	0.0840	-2486.6	38440.0	-2486.6	38440.0
X 1(위안화 가치, 달러/위안)	18232.8	76003.5	0.2399	0.8112	-133648.1	170113.7	-133648.1	170113.7
X 2(중국 소매판매 y-y 증감율)	-90755.2	32930.5	-2.7560	0.0076	-156561.6	-24948.8	-156561.6	-24948.8
X 3(중국 화장품 소매판매 y-y 증감율)	-30601.1	10506.4	-2.9126	0.0050	-51596.5	-9605.7	-51596.5	-9605.7

자료: CEIC, Bloomberg, Quantiwise, SK 증권

주 1: 결정계수 = 0.28, 관측 수 = 67, 표준오차 = 3149.46, 유의한 F = 0.00

주 2: X1 과 X2 의 상관계수 = 0.564, X2 와 X3 의 상관계수 = 0.246, X1 과 X3 의 상관계수 = 0.147

주 3: 표본은 2013 년 이후 값

KSE 화장품 예상 EPS와 독립변수(위안화, 중국 소매판매, 중국 화장품 소매판매)의 장기 다중회귀분석

$R^2 = 0.35$	계수	표준 오차	t 통계량	P-값	하위 95%	상위 95%	하위 95.0%	상위 95.0%
Y절편(KSE화장품 예상 EPS)	35051.4	8746.7	4.0074	0.0002	17572.5	52530.4	17572.5	52530.4
X 1(위안화 가치, 달러/위안)	-94411.9	64919.2	-1.4543	0.1508	-224142.6	35318.8	-224142.6	35318.8
X 2(중국 소매판매 y-y 증감율)	-73128.5	28127.9	-2.5999	0.0116	-129337.7	-16919.3	-129337.7	-16919.3
X 3(중국 화장품 소매판매 y-y 증감율)	-23731.7	8974.2	-2.6444	0.0103	-41665.1	-5798.2	-41665.1	-5798.2

자료: CEIC, Bloomberg, Quantiwise, SK 증권

주 1: 결정계수 = 0.35, 관측 수 = 67, 표준오차 = 2690.14, 유의한 F = 0.00

주 2: X1 과 X2 의 상관계수 = 0.564, X2 와 X3 의 상관계수 = 0.246, X1 과 X3 의 상관계수 = 0.147

주 3: 표본은 2013 년 이후 값

KSE 화장품 12M Fwd PER과 독립변수(중국 소매판매, 중국 화장품 소매판매)의 단기 다중회귀분석

$R^2 = 0.77$	계수	표준 오차	t 통계량	P-값	하위 95%	상위 95%	하위 95.0%	상위 95.0%
Y절편(KSE화장품 12M Fwd PER)	47.7	4.8	9.9091	0.0000	37.5	57.9	37.5	57.9
X 1(중국 화장품 소매판매 증감율)	43.8	9.2	4.7486	0.0002	24.2	63.3	24.2	63.3
X 2(중국 화장품 소매판매 증감율)	-277.0	47.4	-5.8426	0.0000	-377.6	-176.5	-377.6	-176.5

자료: CEIC, Bloomberg, Quantiwise, SK 증권

주 1: 결정계수 = 0.77, 관측 수 = 19, 표준오차 = 1.56, 유의한 F = 0.00

주 2: X1 과 X2 의 상관계수 = 0.246

주 3: 표본은 2017 년 이후 값

KSE 화장품 12M Fwd PER과 독립변수(위안화 환율)의 단기 선형회귀분석

$R^2 = 0.58$	계수	표준 오차	t 통계량	P-값	하위 95%	상위 95%	하위 95.0%	상위 95.0%
Y절편(KSE화장품 12M Fwd PER)	-42.7	13.4	-3.1754	0.0050	-70.8	-14.6	-70.8	-14.6
X 1(위안화 가치)	455.0	89.3	5.0964	0.0001	268.1	641.9	268.1	641.9

자료: CEIC, Bloomberg, Quantiwise, SK 증권

주 1: 결정계수 = 0.58, 관측 수 = 21, 표준오차 = 1.93, 유의한 F = 0.00

주 2: 표본은 2017 년 이후 값

Appendix ③. 화장품 Peer 업체 주요 투자지표

글로벌 및 국내 화장품 Peer 업체 주요 투자지표

기업명	종가	시가총액	절대수익률			PER(배)			EV/EBITDA(배)			ROE(%)			PBR(배)		
	(각국통화)	(\$mn)	1W%	1M%	12M%	2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E
해외 화장품																	
J&J	134	359,140.6	-3.8	-4.3	-1.9	21.9	16.4	15.5	14.4	12.6	11.9	26.9	31.8	30.0	6.2	5.8	5.2
P&G	79	196,792.9	-3.8	-5.3	-15.0	19.0	18.0	16.9	12.4	12.5	12.1	20.6	20.2	22.1	3.9	3.7	3.7
COTY	11	8,281.4	-5.1	-10.2	-34.3	42.3	14.3	12.2	13.3	10.7	9.7	2.8	6.4	7.6	1.2	0.9	0.9
ESTEE LAUDER	126	46,288.6	-8.7	-9.9	13.8	31.6	26.5	23.9	19.0	15.8	14.5	37.4	36.2	40.2	11.2	9.1	8.4
NU SKIN	69	3,812.7	-10.7	-16.8	7.5	21.1	18.6	16.7	10.2	9.7	9.0	25.9	27.6	29.0	5.1	5.0	5.2
UNILEVER	46	151,393.7	-2.5	-5.9	-11.9	21.7	19.6	18.2	13.4	14.7	14.0	42.1	51.2	54.4	9.4	10.0	9.6
L'OREAL	184	119,205.4	-8.6	-9.5	-2.4	27.1	26.1	24.5	16.9	17.1	16.1	16.3	15.1	15.1	4.2	3.9	3.6
HENKEL	95	44,891.9	-5.5	-11.6	-20.3	19.1	15.7	14.8	12.3	10.1	9.7	18.2	15.6	15.1	3.1	2.4	2.2
BEIERSDORF	89	26,044.2	-4.7	-9.1	-4.9	33.1	26.0	24.0	14.4	14.3	13.4	13.8	14.3	13.8	4.4	3.6	3.2
SHANGHAIJAHWA	26	2,561.8	-10.5	-6.6	-25.4	63.6	33.2	26.0	55.1	20.6	17.3	7.2	9.0	10.9	4.6	3.1	2.8
L'OCITANE	14	2,589.9	0.1	-2.7	-17.5	22.8	18.7	16.9	9.2	8.6	7.8	10.5	12.2	12.6	2.4	2.2	2.0
UNICHARM	3,300	18,294.1	-6.1	-11.7	22.7	32.6	31.2	28.1	14.3	15.1	13.9	13.7	15.3	15.7	4.4	4.5	4.1
SHISEIDO	7,583	27,084.6	-9.5	-2.1	62.4	95.6	39.0	31.9	17.4	17.7	15.0	15.9	17.9	19.4	5.1	6.4	5.5
KAO	8,529	37,218.7	-4.8	-2.4	23.6	25.5	27.2	25.1	13.5	14.5	13.6	20.1	18.6	18.8	4.7	4.8	4.4
국내 화장품																	
아모레퍼시픽	207,500	10,699.0	-8.8	-19.9	-23.4	53.3	27.2	22.2	21.1	12.7	10.9	8.4	10.9	12.1	4.3	2.9	2.7
아모레G	75,800	5,512.9	-4.1	-18.6	-42.6	58.0	26.9	21.5	12.6	7.3	6.1	6.7	7.7	8.9	3.6	2.0	1.9
LG생활건강	1,112,000	15,318.4	-7.1	-5.9	9.1	32.8	24.9	22.1	16.4	14.6	13.2	19.7	22.1	21.0	5.8	5.1	4.5
한국콜마	67,300	1,326.5	-8.6	-8.8	-14.8	36.6	28.6	18.5	21.7	22.7	15.3	16.4	14.1	19.3	5.7	3.8	3.2
코스맥스	141,000	1,249.8	-5.4	-7.5	6.8	62.3	35.2	24.7	27.7	22.1	16.8	8.8	16.5	19.9	5.4	5.5	4.6
코스메카코리아	31,450	296.3	-8.6	-4.7	8.3	34.9	21.5	18.3	20.9	14.9	11.3	9.1	12.8	13.3	3.1	2.6	2.3
클리오	14,750	220.6	-16.2	-17.8	-53.7	77.7	31.2	23.6	38.5	28.0	15.8	5.7	6.0	6.4	4.3	1.5	1.5
네오팜	47,200	310.6	-4.9	-2.9	50.6	28.9	23.1	17.8	20.2	16.7	12.7	26.8	28.8	30.5	7.0	6.0	4.9
연우	25,100	274.5	-3.1	-10.0	-4.4	47.9	27.3	17.6	17.1	12.6	9.4	4.7	5.9	8.6	2.0	1.6	1.4
잇츠한불	32,900	636.4	-11.9	-24.1	13.6	24.5	21.9	14.1	15.1	12.4	8.0	8.4	7.4	10.8	1.8	1.4	1.3
토니모리	11,050	171.9	-17.5	-25.1	-30.7	-	-	-	32.74	-	-	-2.9	-	-	2.7	-	-
제이준코스메틱	14,350	335.7	-18.5	-23.9	-16.0	13.8	-	-	17.2	-	-	24.6	-	-	3.1	-	-
에스디생명공학	10,550	208.6	-10.2	-20.1	15.9	22.4	14.1	10.9	14.5	10.6	7.9	17.9	14.9	17.0	3.1	2.0	1.7
리더스코스메틱	13,200	211.6	-10.8	-19.5	9.1	-	-	-	61.8	-	-	-5.4	-	-	3.8	-	-
한국화장품	11,500	163.0	-15.4	-22.0	-16.7	68.9	-	-	21.6	-	-	7.6	-	-	4.7	-	-
아우딘퓨처스	14,000	123.5	-20.7	-38.3	34.4	-	-	-	176.6	-	-	-0.9	25.5	24.8	2.2	-	-
CTK코스메틱스	21,650	193.3	-5.7	-4.8	-	21.2	-	-	10.4	-	-	-	-	-	2.3	-	-
애경산업	53,900	1,246.4	-12.6	-26.6	-	-	19.1	15.2	-	12.9	10.1	37.2	48.0	41.8	-	7.8	5.4

자료: Bloomberg, SK 증권

주: 목표주가 산출에 적용한 글로벌 피어 화장품 4개사는 붉은 박스 표시

글로벌 및 국내 화장품 Peer 업체 예상 실적

(단위: 백만 각국통화)

기업명	매출액			영업이익			순이익			EPS		
	2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E
해외 화장품												
J&J	76,450	76,315	81,044	18,714	23,760	25,746	1,300	19,977	22,181	0	7.3	8.1
P&G	66,832	66,858	66,947	13,711	14,568	14,532	9,750	11,132	11,389	3.8	4.2	4.4
COTY	9,398	9,415	9,185	161	1,017	1,118	-169	514	580	-0.2	0.7	0.8
ESTEE LAUDER	13,683	13,639	14,314	2,052	2,273	2,411	1,108	1,672	1,778	3.0	4.5	4.8
NU SKIN	2,279	2,279	2,644	274	272	313	129	176	207	2.5	3.2	3.7
UNILEVER	53,715	53,814	51,215	9,071	9,395	9,564	6,053	6,230	6,090	2.2	2.2	2.3
L'OREAL	26,024	26,070	26,592	4,496	4,710	4,832	3,581	3,768	3,960	6.4	6.7	7.0
HENKEL	20,029	20,082	20,091	3,055	3,460	3,582	2,519	2,533	2,605	5.8	5.8	6.1
BEIERSDORF	7,056	7,050	7,231	1,093	1,094	1,129	672	731	776	3.0	3.2	3.4
SHANGHAI JAHWA	6,431	5,752	7,478	367	457	663	390	411	525	0.6	0.6	0.8
L'OCCITANE	1,319	1,346	1,442	141	150	162	96	110	120	0.1	0.1	0.1
UNICHARM	641,647	643,582	688,318	86,340	87,337	98,010	52,772	53,864	62,165	89.9	90.6	105.8
SHISEIDO	1,005,062	991,015	1,105,513	80,437	68,456	124,950	22,749	8,317	78,536	57.0	17.4	194.5
KAO	1,489,421	1,486,261	1,537,942	204,791	201,163	218,206	147,010	139,166	153,481	298.3	281.9	313.3
국내 화장품												
아모레퍼시픽	5,123,826	5,205,818	5,522,083	596,399	600,504	658,592	394,010	447,582	476,803	5,711.0	6,969.4	7,628.2
아모레G	6,029,064	6,136,144	6,431,578	731,492	738,413	777,379	202,614	230,003	235,294	2,432.0	2,706.0	2,814.5
LG생활건강	6,270,464	6,269,478	6,632,505	930,350	936,223	1,059,658	606,654	657,559	726,269	36,199.0	40,192.1	44,710.5
한국콜마	821,616	819,440	1,362,295	66,976	73,492	98,520	47,262	54,578	48,327	2,240.0	2,555.5	2,352.6
코스맥스	883,950	887,456	1,214,479	35,140	36,099	58,254	18,855	21,833	40,731	1,877.0	2,188.7	4,005.2
코스메카코리아	182,328	183,574	289,835	10,992	13,299	18,590	9,934	11,507	15,647	930.0	1,073.9	1,460.3
클리오	193,680	198,474	190,220	10,870	9,380	3,724	7,933	12,097	8,160	473.0	663.7	472.1
네오팜	53,634	52,880	66,703	14,062	12,850	18,041	11,559	11,063	15,300	1,634.0	1,482.8	2,044.0
연우	229,295	231,540	273,788	9,009	11,100	12,223	7,789	11,280	11,450	628.0	904.2	919.5
잇츠한불	245,737	245,247	268,950	45,366	41,340	51,850	27,500	33,947	33,000	1,851.0	1,655.7	1,505.0
토니모리	205,732	-	-	-1,913	-	-	-5,506	-	-	-313.0	-	-
제이준코스메틱	129,713	-	-	22,303	-	-	27,397	-	-	1,110.0	-	-
에스디생명공학	127,402	123,800	167,900	19,437	19,700	20,100	14,141	15,300	16,700	657.0	707.0	747.0
리더스코스메틱	139,935	132,900	-	-256	2,600	-	-5,887	100	-	-346.0	5.0	-
한국화장품	151,256	-	-	7,590	-	-	4,029	-	-	251.0	-	-
아우딘퓨처스	51,015	-	-	-533	-	-	-322	-	-	-35.0	-	-
CTK코스메틱스	112,990	-	-	24,443	-	-	15,326	-	-	1,853.0	-	-
애경산업	628,921	-	755,177	49,722	-	92,125	38,061	-	72,032	1,785.0	-	2,818.8

자료: Bloomberg, SK 증권

Company Analysis

SK COMPANY Analysis



Analyst

전영현

yj6752@sk.com

02-3773-9181

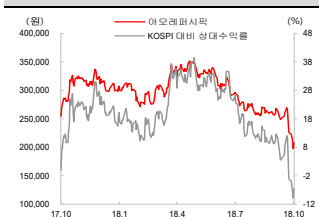
Company Data

자본금	35 십억원
발행주식수	6,902 만주
자사주	4 만주
액면가	500 원
시가총액	12,130 십억원
주요주주	
아모레퍼시픽그룹(외	47.56%
3)	
국민연금공단	7.06%
외국인지분률	34.40%
배당수익률	0.60%

Stock Data

주가(18/10/12)	207,500 원
KOSPI	2161.85 pt
52주 Beta	1.13
52주 최고가	351,500 원
52주 최저가	197,500 원
60일 평균 거래대금	49 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-19.4%	-14.9%
6개월	-35.9%	-27.5%
12개월	-18.5%	-6.7%

아모레퍼시픽 (090430/KS | 매수(신규편입) | T.P 240,000 원(신규편입))

변화를 모색할 시점

- 아모레퍼시픽에 대한 투자 의견 Buy, 목표주가 240,000 원을 제시
- 중국 내 로컬 업체 경쟁 심화로 인한 중저가 브랜드의 부진은 중국 성장을 저하 요인
- 국내 방판, 온라인, 아리따움, 백화점 모두 단기 성장 모멘텀이 부재한 상황
- 국내 유일한 고성장 채널인 면세점은 향후에도 여전히 전사 실적 견인할 것으로 예상
- 성장을 둔화 방어를 위한 변화가 필요한 상황으로, 보다 긴 호흡에서의 접근 유효

2019 년, 국내 부문 부진 완화, 중국 성장을 개선, 동남아 성장폭 확대에 초점

2019 년 아모레퍼시픽은 1) 국내 부문 부진 완화, 2) 중국 판매 성장률 개선, 그리고 3) 동남아 및 미국 지역 성장폭 확대에 주력할 것으로 보인다. 2019 년 국내 면세점은 2017 년 대비 +38% 성장을 전망하는데, 이는 중국인 인바운드(Q)가 2 년 평균 31.2% 증가하고, 인당 구매액(P)은 2018 년 상반기 대비 +27% 감소했음을 가정한 수치이다. 이외 아리따움의 멀티숍화, 방판 라인 확대 등을 통해 백화점, 방판, 전문점은 y-y +3~4% 성장할 것으로 전망한다. 중국 현지지의 경우, 로컬 업체들과의 경쟁 심화로 매출 비중이 큰 중가 브랜드들이 구조적인 어려움을 겪고 있다. 이를 타개하기 위해 럭셔리 라인 마케팅 강화, 중가 채널 비중 축소, 3,4 선 도시로의 진출 확대 등을 통한 성장률 개선 방안을 모색할 것으로 보인다.

사드 관련 이슈와 최근 중국 현지 성장률 둔화에서 볼 수 있듯이, 특정 한 국가에 대한 높은 익스포저는 리스크 요인이다. 이에 따라 동사는 중국 내에서의 대대적인 변화와 더불어 향후 Beyond China 국가 진출에 더욱 초점을 맞출 것으로 예상된다. 특히, 시장 성장에 비해 대응이 부족했다고 평가 받는 온라인 채널 전략에 대해서는 신흥국 시장에서 보다 효과적인 대응이 가능하도록 선제적인 생산 및 유통 채널 기반 마련에 집중할 것으로 보인다. 비록 중국 시장에 비하여 규모가 작고 구매력이 떨어지지만, 장기적 관점에서 아세안 시장의 성장 잠재력은 크다. 아세안 시장으로의 공격적인 진출 전략과 미국 내 유의미한 점유율 확보로 인한 성장폭 확대 기대감은 여전히 유효하다.

투자 의견 Buy, 목표주가 240,000 원 제시

아모레퍼시픽에 대한 투자 의견 Buy 와 목표주가 240,000 원을 제시한다. 2019 년 예상 실적을 기준으로 밸류에이션 하였다. 이전보다 글로벌 화장품 회사 대비 성장성이 높지 않다는 점과 구조적인 문제로 인해 중국 성장률 둔화가 장기화 될 가능성이 높다는 점은 디스카운트 요인이다. 이를 감안해 글로벌 화장품 3 사의 평균 PER 을 5% 할인한 25.4X 를 적용하여 목표주가를 산출하였다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	십억원	4,767	5,645	5,124	5,404	5,991	6,582
yoy	%	23.0	18.4	-9.2	5.5	10.9	9.9
영업이익	십억원	773	848	596	604	756	847
yoy	%	37.1	9.7	-29.7	1.2	25.2	12.1
EBITDA	십억원	920	1,029	820	1,029	1,115	1,214
세전이익	십억원	778	857	567	591	754	873
순이익(지배주주)	십억원	578	639	394	442	565	655
영업이익률%	%	16.2	15.0	11.6	11.2	12.6	12.9
EBITDA%	%	19.3	18.2	16.0	19.0	18.6	18.5
순이익률	%	12.3	11.4	7.8	8.3	9.5	10.0
EPS	원	8,368	9,262	5,709	6,408	8,184	9,486
PER	배	49.5	34.7	53.3	32.4	25.4	21.9
PBR	배	8.6	5.7	5.1	3.2	2.9	2.6
EV/EBITDA	배	28.2	19.5	23.2	11.9	10.6	9.4
ROE	%	18.6	17.7	9.8	10.2	11.8	12.4
순차입금	십억원	-763	-941	-537	-1,178	-1,597	-2,070
부채비율	%	31.8	33.0	28.8	27.0	26.6	25.6

Valuation 및 실적 추정

아모레퍼시픽 PER Valuation

	단위	Value	Multiple	Fair Value	비고
2019년 예상 순이익 (a)	억원	5,648			
2019년 예상 우선주 배당금 (b)	억원	194			2019년 예상 지배주주순이익 - 예상 우선주배당금
[(a)-(b)] X Target Multiple = (c)	억원 배	5,454	25.4	138,648	글로벌 화장품 3개사 2019년 예상실적 기준 PER을 5% 할인
Shares outstanding ('000) (d)	천주			58,425	보통주 발행주식수 - 자기주식수
(c)/(d)	원			237,307	
Target Price	원			240,000	Upside +15.7%

자료: Bloomberg, SK 증권

주 1: 가장 유사한 사업 형태를 가지고 있는 글로벌 화장품 3개사(에스티로더, 로레알, 시세이도)를 피어로 선정

주 2: 예상 우선주 주당 현금배당금 증감율은 지배주주순이익 증감율에 비례한다고 가정

아모레퍼시픽 분기별 실적 추정

(단위: 십억원)

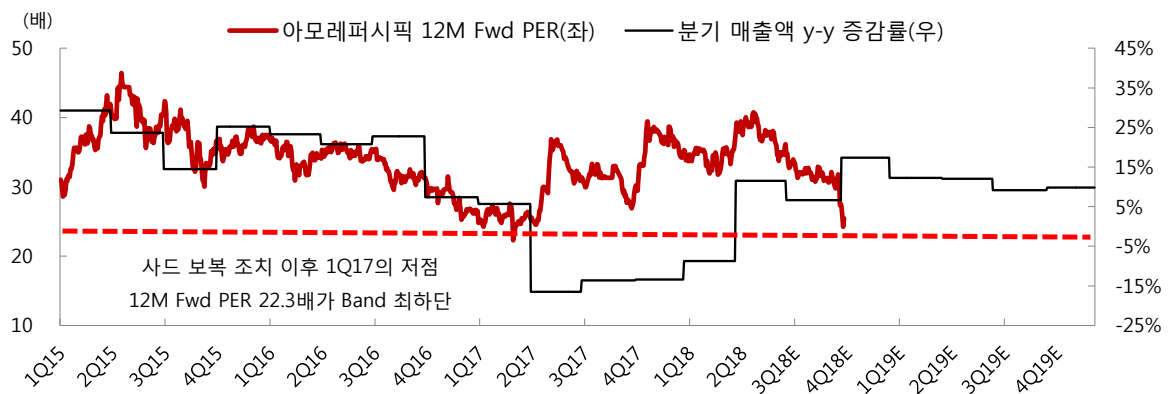
Aomrepacific	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18E	4Q18E	2017	2018E	2019E
매출액	1,569.0	1,205.0	1,209.9	1,140.0	1,431.6	1,343.7	1,290.2	1,338.3	5,123.9	5,403.8	5,991.1
% y-y	6%	-17%	-14%	-13.4%	-9%	12%	7%	17%	-9%	5%	11%
Cosmetics	941.3	694.7	638.9	555.3	780.7	760.8	687.1	698.5	2,830.2	2,927.1	3,248.9
% y-y	2%	-24%	-24%	-27.7%	-17%	10%	8%	26%	-18%	3%	11%
MC&S	163.1	110.9	151.3	91.9	160.2	116.9	155.8	96.5	517.2	529.4	555.9
% y-y	3%	-15%	-6%	-10%	-2%	5%	3%	5%	-6%	2%	5%
Asia	448.8	391.9	406.4	484.8	478.0	456.2	432.6	526.7	1,731.9	1,893.5	2,116.8
% y-y	19%	1%	8%	12%	7%	16%	6%	9%	10%	9%	12%
Europe	16.4	5.4	7.2	6.7	7.6	6.3	7.9	7.4	35.7	29.2	32.1
% y-y	6%	-67%	-53%	-68%	-54%	17%	10%	10%	-48%	-18%	10%
USA	11.7	11.3	13.7	16.2	15.3	14.2	17.1	21.9	52.9	68.5	86.7
% y-y	-16%	-12%	-12%	45.9%	31%	26%	25%	35%	-1%	29%	27%
** Duty Free Shop	419.0	235.8	237.0	211.6	320.2	304.8	296.3	349.1	1,103.4	1,270.4	1,517.4
% y-y	11%	-40%	-35%	-42.6%	-24%	29%	25%	65%	-26%	15%	19%

영업이익	316.8	101.6	101.1	76.9	235.9	145.8	123.7	98.3	596.4	603.7	755.8
% y-y	-6%	-58%	-40%	-24.8%	-26%	44%	22%	28%	-30%	1%	25%
% Margin	20%	8%	8%	7%	16%	11%	10%	7%	12%	11%	13%
Cosmetics	214.5	84.6	56.3	47.8	140.5	94.4	68.7	66.4	403.2	370.0	471.7
% y-y	-13%	-56%	-62%	-43.3%	-34%	12%	22%	39%	-40%	-8%	28%
% Margin	23%	12%	9%	9%	18%	12%	10%	10%	14%	13%	15%
MC&S	19.5	(2.0)	10.6	(13.6)	16.9	(1.8)	10.9	(10.6)	14.5	15.4	16.7
% y-y	-4%	적전	흑전	적지	-13%	적지	3%	-22%	418%	6%	9%
% Margin	12%	-2%	7%	-15%	11%	-2%	7%	-11%	3%	3%	3%
Asia	87.6	32.2	51.9	46.0	85.0	53.6	50.9	51.3	217.7	240.8	286.7
% y-y	13%	-35%	15%	24%	-3%	66%	-2%	12%	4%	11%	19%
% Margin	20%	8%	13%	9%	18%	12%	12%	10%	13%	13%	14%
Europe	1.2	(9.1)	(5.5)	(3.8)	(1.9)	(3.5)	0.2	0.2	(17.2)	(4.9)	0.3
USA	(0.7)	(3.4)	(0.9)	(1.3)	(1.6)	(4.7)	(1.0)	(3.0)	(6.3)	(10.3)	4.3

자료: 아모레퍼시픽, SK 증권

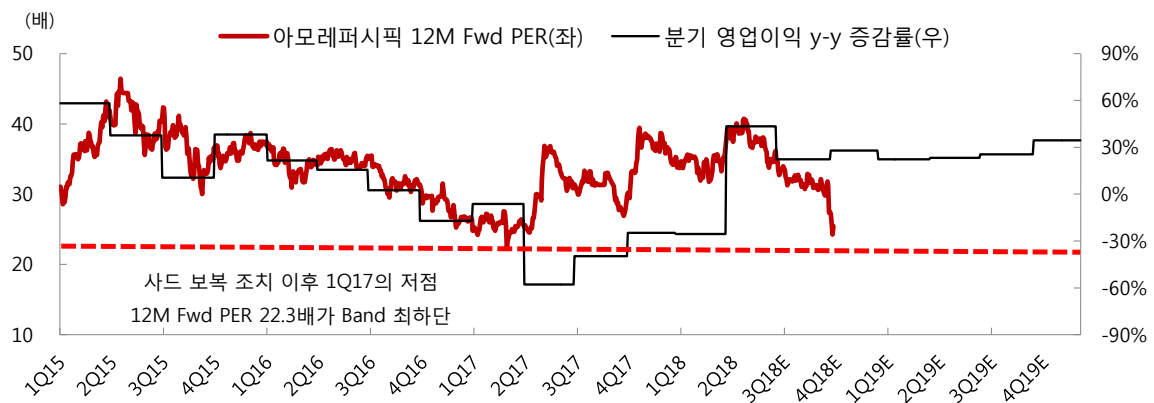
12M Fwd PER & 매출액, 영업이익 성장률

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



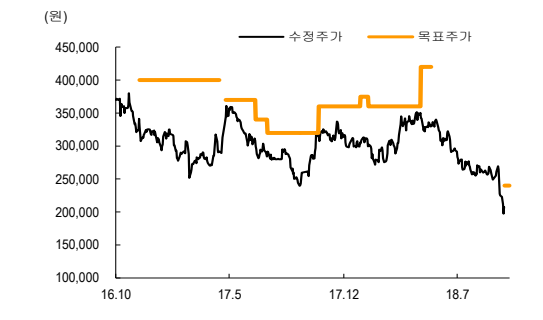
자료 : Quantwise, SK 증권

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



자료 : Quantwise, SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고최저 주가대비
2018.10.15	매수	240,000원	6개월		
2018.05.30	담당자 변경				
2018.05.10	매수	420,000원	6개월	-32.06%	-18.45%
2018.04.02	매수	360,000원	6개월	-13.45%	-2.36%
2018.02.01	매수	360,000원	6개월	-18.53%	-11.94%
2018.01.17	매수	375,000원	6개월	-17.70%	-16.53%
2017.10.31	중립	360,000원	6개월	-12.99%	-6.39%
2017.07.27	중립	320,000원	6개월	-13.51%	2.03%
2017.07.05	매수	340,000원	6개월	-14.25%	-10.74%
2017.05.10	매수	370,000원	6개월	-10.42%	-2.43%
2017.05.01	담당자 변경				
2017.02.03	매수	400,000원	6개월	-25.47%	-16.75%
2016.11.30	매수	400,000원	6개월	-21.05%	-18.00%



Compliance Notice

- 작성자(전영현)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2018년 10월 15일 기준)

매수	92.13%	중립	7.87%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	2,116	1,677	2,320	2,832	3,398
현금및현금성자산	624	604	1,189	1,609	2,081
매출채권및기타채권	340	369	389	431	474
재고자산	410	375	395	438	481
비유동자산	3,065	3,698	3,461	3,560	3,653
장기금융자산	54	85	78	78	78
유형자산	2,359	2,613	2,348	2,389	2,421
무형자산	228	240	268	310	352
자산총계	5,182	5,376	5,780	6,392	7,051
유동부채	1,171	1,046	1,053	1,162	1,273
단기금융부채	145	87	42	42	42
매입채무 및 기타채무	481	344	363	402	442
단기충당부채	20	15	15	16	18
비유동부채	114	154	175	180	165
장기금융부채	3	43	45	45	45
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	4	5	5	6	6
부채총계	1,285	1,200	1,228	1,343	1,437
지배주주지분	3,879	4,154	4,525	5,017	5,576
자본금	35	35	35	35	35
자본잉여금	720	720	720	720	720
기타자본구성요소	-18	-18	-18	-18	-18
자기주식	-1	-1	-1	-1	-1
이익잉여금	3,159	3,457	3,812	4,288	4,831
비지배주주지분	18	22	27	32	38
자본총계	3,897	4,175	4,552	5,049	5,614
부채외자본총계	5,182	5,376	5,780	6,392	7,051

현금흐름표

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	664	503	1,095	934	1,002
당기순이익(손실)	646	398	447	569	659
비현금성항목등	409	451	705	545	555
유형자산감가상각비	181	224	425	359	368
무형자산감가상각비	0	0	0	0	0
기타	21	47	216	-1	-1
운전자본감소(증가)	-163	-93	58	3	1
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-11	-37	-23	-42	-43
재고자산감소(증가)	-86	35	-5	-43	-43
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	6	-32	82	39	40
기타	-73	-60	5	49	47
법인세납부	-227	-253	-115	-184	-214
투자활동현금흐름	-593	-387	-382	-422	-416
금융자산감소(증가)	-215	396	-9	0	0
유형자산감소(증가)	-494	-767	-350	-400	-400
무형자산감소(증가)	-40	-42	-42	-42	-42
기타	156	27	19	20	27
재무활동현금흐름	-137	-115	-138	-91	-114
단기금융부채증가(감소)	-5	-49	-46	0	0
장기금융부채증가(감소)	0	45	0	0	0
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	-95	-109	-88	-89	-112
기타	-38	-3	-4	-2	-2
현금의 증가(감소)	-63	-20	584	420	473
기초현금	687	624	604	1,189	1,609
기말현금	624	604	1,189	1,609	2,081
FCF	423	-222	491	491	566

자료 : 아모레퍼시픽, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	5,645	5,124	5,404	5,991	6,582
매출원가	1,425	1,380	1,464	1,617	1,770
매출총이익	4,221	3,744	3,939	4,374	4,812
매출총이익률 (%)	74.8	73.1	72.9	73.0	73.1
판매비와관리비	3,373	3,148	3,336	3,618	3,965
영업이익	848	596	604	756	847
영업이익률 (%)	15.0	11.6	11.2	12.6	12.9
비영업손익	8	-29	-12	-2	26
순금융비용	-13	-11	-8	-18	-25
외환관련손익	-3	-21	-21	-21	0
관계기업투자등 관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	857	567	591	754	873
세전계속사업이익률 (%)	15.2	11.1	11.0	12.6	13.3
계속사업법인세	211	169	145	184	214
계속사업이익	646	398	447	569	659
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	646	398	447	569	659
순이익률 (%)	11.4	7.8	8.3	9.5	10.0
지배주주	639	394	442	565	655
지배주주귀속 순이익률(%)	11.32	7.69	8.18	9.43	9.95
비지배주주	6	4	5	5	5
총포괄이익	632	386	464	587	677
지배주주	626	384	459	581	671
비지배주주	7	2	5	5	5
EBITDA	1,029	820	1,029	1,115	1,214

주요투자지표

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
성장성 (%)					
매출액	18.4	-9.2	5.5	10.9	9.9
영업이익	9.7	-29.7	1.2	25.2	12.1
세전계속사업이익	10.1	-33.8	4.3	27.5	15.8
EBITDA	11.9	-20.3	25.4	8.4	8.9
EPS(계속사업)	10.7	-38.4	12.2	27.7	15.9
수익성 (%)					
ROE	17.7	9.8	10.2	11.8	12.4
ROA	13.4	7.5	8.0	9.4	9.8
EBITDA마진	18.2	16.0	19.0	18.6	18.5
안정성 (%)					
유동비율	180.7	160.3	220.4	243.7	267.0
부채비율	33.0	28.8	27.0	26.6	25.6
순차입금/자기자본	-24.2	-12.9	-25.9	-31.6	-36.9
EBITDA/이자비용(배)	264.0	266.2	357.4	580.0	631.9
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	9,262	5,709	6,408	8,184	9,486
BPS	56,202	60,186	65,566	72,692	80,794
CFPS	11,888	8,950	12,564	13,385	14,811
주당 현금배당금	1,580	1,280	1,296	1,622	1,818
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	47.6	63.2	54.9	43.0	37.1
PER(최저)	33.2	42.0	30.8	24.1	20.8
PBR(최고)	7.9	6.0	5.4	4.8	4.4
PBR(최저)	5.5	4.0	3.0	2.7	2.4
PCR	27.0	34.0	16.5	15.5	14.0
EV/EBITDA(최고)	26.7	27.9	20.7	18.7	16.8
EV/EBITDA(최저)	18.5	18.4	11.3	10.1	8.9

SK COMPANY Analysis



Analyst

전영현

yj6752@sk.com

02-3773-9181

Company Data

자본금	89 십억원
발행주식수	1,772 만주
자사주	96 만주
액면가	5,000 원
시가총액	17,367 십억원
주요주주	
(주)엘지(외2)	34.03%
국민연금공단	6.15%
외국인지분률	45.60%
배당수익률	0.80%

Stock Data

주가(18/10/12)	1,112,000 원
KOSPI	2161.85 pt
52주 Beta	1.10
52주 최고가	1,480,000 원
52주 최저가	1,019,000 원
60일 평균 거래대금	45 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-7.4%	-2.2%
6개월	-11.0%	0.6%
12개월	14.1%	30.6%

LG 생활건강 (051900/KS | 매수(신규편입) | T.P 1,370,000 원(신규편입))

중국 럭셔리 시장 고성장의 최대 수혜주

- 투자의견 Buy, 목표주가 1,370,000 원으로 신규 커버리지를 개시
- 국내에서 중국 럭셔리 고성장에 대한 수혜를 가장 크게 받을 수 있는 업체
- 하반기 지속적인 면세점 성장 전망에 따라 '후와' '숨'의 고성장 전망
- 중국 럭셔리 화장품 시장의 성장에 힘입어 중국 현지 판매 호조 이어갈 것
- 생활용품 부문, 사업부 재편을 위한 구조조정으로 단기 이익 감소는 불가피할 전망

2019 년에도 면세 채널 성장이 전사 실적을 견인할 전망

2018 년 전사 매출액과 영업이익은 각각 y-y +7.2%와 +11.3% 증가한 6 조 5,428 억 원과 1 조 348 억원을 기록할 것으로 추정한다. 2018 년 생활용품 사업부 재질 개선을 위한 재편 작업이 연중 내내 진행되고 있어 전사 매출액과 영업이익을 끌어내릴 것으로 예상된다. 하지만 면세점과 중국 현지에서의 럭셔리 화장품 판매 호조로 전사 매출액과 영업이익은 견조한 성장세를 이어나갈 전망이다. 한편, 2019 년에도 역시 국내 면세 채널 판매가 인바운드 회복과 지속되는 다이공 수요로 높은 성장률을 시현하며 전사 실적을 견인할 것으로 예상된다. 2019 년 동사의 면세점 매출액은 2017 년 대비 +43.7% 증가할 것으로 전망한다. 이는 2017 년 이후 중국인 인바운드(Q)가 2 년 평균 +31.2% 증가하고, 2019 년 인당 구매액(P)은 2018 년 상반기 대비 +35% 감소함을 가정한 수치이다. 화장품 사업부 내 면세 채널의 매출 비중도 2017 년 30% 가량에서 2019 년 36%까지 확대될 것으로 보인다. 음료 사업의 경우 2019 년에도 탄산 및 이온 음료 부문의 안정적인 성장으로 연간 +3~4% 수준의 외형 성장이 기대된다. 단, 생활용품은 산업 내 경쟁 심화로 2019 년에도 연간 성장률이 +1~2% 수준에 그칠 전망이다.

투자의견 Buy, 목표주가 1,370,000 원 제시

LG 생활건강에 대해 투자의견 Buy 와 목표주가 1,370,000 원을 제시하며 커버리지를 재개한다. 목표주가는 SOTP 방식으로 산출하였으며, 2019 년 예상 실적을 기준으로 밸류에이션을 실시하였다. 음료 및 생활용품 사업부는 국내 내수 위주 산업군인 음식료업종의 2019 년 예상 실적 기준 PER 멀티플의 평균을 적용하였다. 화장품 사업의 경우, 중국 내 동사의 럭셔리 화장품 브랜드들의 높은 성장률을 감안해 글로벌 화장품 3 사(시세이도, 로레알, 에스티로더)의 2019E 평균 PER 멀티플을 적용하였다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	십억원	5,328	6,094	6,270	6,553	6,982	7,465
yoy	%	13.9	14.4	2.9	4.5	6.6	6.9
영업이익	십억원	684	881	930	1,039	1,141	1,241
yoy	%	33.9	28.8	5.6	11.6	9.8	8.8
EBITDA	십억원	811	1,015	1,077	1,283	1,423	1,546
세전이익	십억원	645	753	861	1,006	1,124	1,233
순이익(지배주주)	십억원	460	568	607	735	822	903
영업이익률%	%	12.8	14.5	14.8	15.9	16.3	16.6
EBITDA%	%	15.2	16.7	17.2	19.6	20.4	20.7
순이익률	%	8.8	9.5	9.9	11.3	11.9	12.2
EPS	원	25,982	32,070	34,240	41,497	46,403	50,943
PER	배	40.4	26.7	34.7	26.8	24.0	21.8
PBR	배	9.1	6.0	7.0	5.5	4.6	3.9
EV/EBITDA	배	22.6	14.9	18.9	14.7	12.9	11.4
ROE	%	25.1	24.9	21.9	22.3	20.9	19.3
순차입금	십억원	633	429	201	-107	-654	-1,286
부채비율	%	99.2	71.8	55.0	44.5	35.3	31.4

Valuation 및 실적 추정

LG 생활건강 SOTP Valuation

	단위	19E NOPLAT	Multiple	Value	비고
Healthy & Refreshing (a)	십억원	208	14.5	3,009	국내 음식료업종 19년 예상실적 기준 평균 PER
Beautiful (b)	십억원	671	26.8	17,968	글로벌 화장품 3사 19년 예상실적 기준 평균 PER
우선주 배당금 (c)	십억원	23	26.8	623	19년 예상 우선주 배당금
순차입금 (d)	십억원			218	19년 예상 순차입금
Total Value (a)+(b)-(c)-(d)	십억원			20,137	
Shares outstanding ('000)	천주			14,660	보통주 발행주식수 - 자기주식수
Fair Value Per Share	원			1,373,615	
Target Price	원			1,370,000	Upside +23.2%

자료: Bloomberg, SK 증권

주: LG 생활건강의 화장품 사업부와 가장 유사한 사업 형태를 가지고 있는 글로벌 화장품 3개사(에스티로더, 로레알, 시세이도)를 피어로 선정

LG 생활건강 분기별 실적 추정

(단위: 십억원)

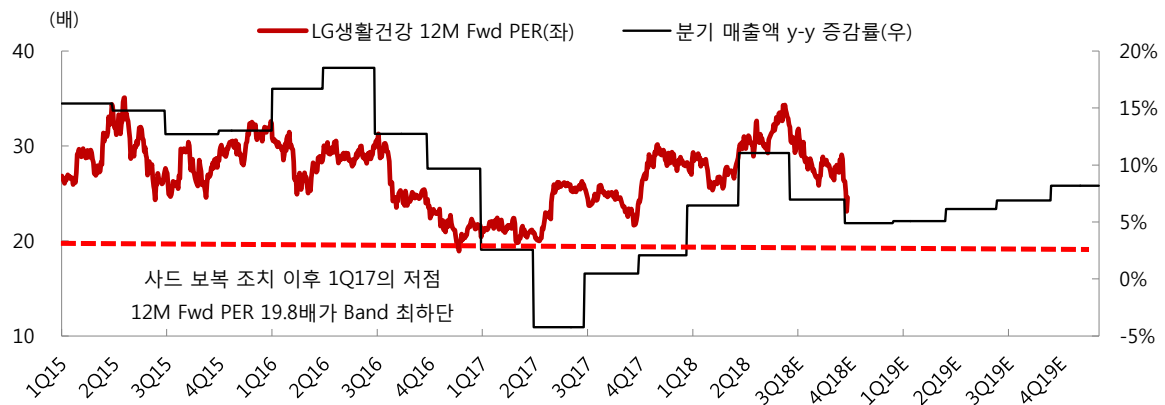
LG HH	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18E	4Q18E	2017	2018E	2019E
매출액	1,558.6	1,488.1	1,570.8	1,487.6	1,659.2	1,652.6	1,680.3	1,560.5	6,105.3	6,542.8	6,981.6
% growth (y-y)	2.6%	-4.2%	0.5%	2.1%	6.5%	11.1%	7.0%	4.9%	2.9%	7.2%	6.7%
Healthy	413.3	358.7	421.7	324.0	394.7	337.2	387.1	304.9	1,517.7	1,415.6	1,432.0
% growth (y-y)	-1.4%	-4.0%	-4.0%	-10.6%	-4.5%	-6.0%	-8.2%	-5.9%	-0.9%	-6.7%	1.2%
% Sales	26.5%	24.1%	26.8%	21.8%	23.8%	20.4%	23.0%	19.5%	24.9%	21.6%	20.5%
Beautiful	845.6	773.8	772.4	888.1	947.7	953.4	903.5	970.7	3,279.9	3,774.0	4,145.8
% growth (y-y)	6.2%	-5.6%	4.2%	11.3%	12.1%	23.2%	17.0%	9.3%	4.9%	15.1%	9.9%
% Sales	54.3%	52.0%	49.2%	59.7%	57.1%	57.7%	53.8%	62.2%	53.7%	57.7%	59.4%
DFS	279.9	206.6	249.5	301.1	338.3	349.9	324.3	355.3	1,037.0	1,367.8	1,504.6
% growth (y-y)	11.2%	-25.7%	2.0%	17.6%	20.9%	69.4%	30.0%	18.0%	1.0%	31.9%	10.0%
Refreshing	299.8	355.6	376.7	275.6	316.8	362.0	389.6	284.9	1,307.7	1,353.3	1,403.8
% growth (y-y)	-1.3%	-1.3%	-1.5%	-7.3%	5.7%	1.8%	3.4%	3.4%	2.6%	3.5%	3.7%
% Sales	19.2%	23.9%	24.0%	18.5%	19.1%	21.9%	23.2%	18.3%	21.4%	20.7%	20.1%

영업이익	259.8	232.2	252.8	185.1	283.7	267.3	269.8	217.9	929.9	1,038.7	1,140.7
% growth (y-y)	11.3%	3.0%	3.5%	4.0%	9.2%	15.1%	6.7%	17.7%	5.6%	11.7%	9.8%
% Margin	16.7%	15.6%	16.1%	12.4%	17.1%	16.2%	16.1%	14.0%	15.2%	15.9%	16.3%
Healthy	55.0	37.7	66.2	7.8	41.8	27.3	49.2	15.2	166.6	133.6	134.1
% growth (y-y)	1.7%	0.8%	-2.2%	-71.8%	-23.9%	-27.5%	-25.7%	96.0%	-10.7%	-19.8%	0.4%
% Margin	13.3%	10.5%	15.7%	2.4%	10.6%	8.1%	12.7%	5.0%	11.0%	9.4%	9.4%
Beautiful	176.7	149.3	140.6	168.7	212.3	194.5	173.5	194.1	635.4	774.4	870.9
% growth (y-y)	12.6%	-2.1%	7.1%	23.7%	20.1%	30.2%	23.4%	15.1%	10.1%	21.9%	12.5%
% Margin	20.9%	19.3%	18.2%	19.0%	22.4%	20.4%	19.2%	20.0%	19.4%	20.5%	21.0%
Refreshing	28.5	45.2	45.6	8.3	29.8	45.6	47.1	8.5	127.5	131.1	135.7
% growth (y-y)	28.5%	27.9%	1.0%	-39.6%	4.6%	1.0%	3.4%	3.4%	9.6%	2.8%	3.5%
% Margin	9.5%	12.7%	12.1%	3.0%	9.4%	12.6%	12.1%	3.0%	9.7%	9.7%	9.7%

자료: LG 생활건강, SK 증권

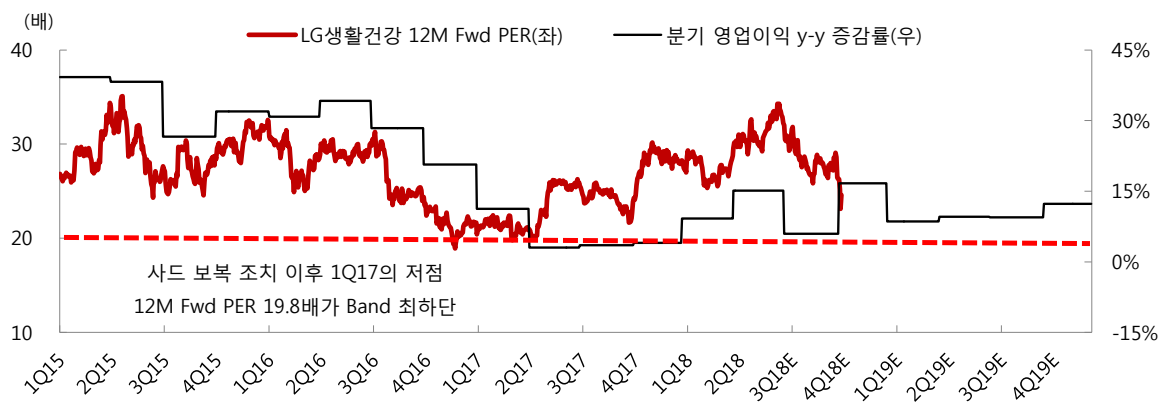
12M Fwd PER & 매출액, 영업이익 증가율

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



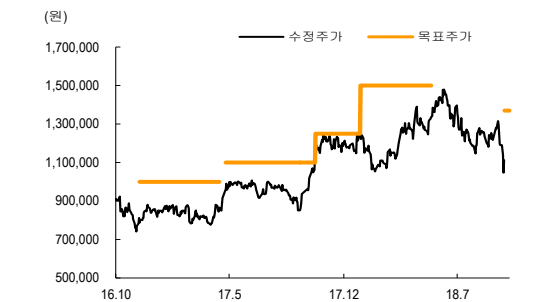
자료 : Quantiwise, SK 증권

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



자료 : Quantiwise, SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고최저 주가대비
20181015	매수	1,370,000원	6개월		
20180530	담당자 변경				
20180124	매수	1,500,000원	6개월	-16.87%	-1.33%
20180117	매수	1,500,000원	6개월	-18.28%	-17.07%
20171025	중립	1,250,000원	6개월	-4.22%	0.00%
20170726	중립	1,100,000원	6개월	-12.22%	2.82%
20170705	매수	1,100,000원	6개월	-11.66%	-8.45%
20170613	매수	1,100,000원	6개월	-10.52%	-8.45%
20170510	매수	1,100,000원	6개월	-10.43%	-8.91%
20170429	담당자 변경				
20170125	매수	1,000,000원	6개월	-16.25%	-5.40%
20161130	매수	1,000,000원	6개월	-15.48%	-12.00%
20161128	담당자 변경				



Compliance Notice

- 작성자(전영현)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2018 년 10 월 15 일 기준)

매수	92.13%	중립	7.87%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	1,425	1,513	1,765	2,237	2,955
현금및현금성자산	339	386	583	979	1,612
매출채권및기타채권	493	540	564	601	642
재고자산	536	547	572	609	651
비유동자산	3,078	3,265	3,537	3,683	3,808
장기금융자산	6	56	11	11	11
유형자산	1,464	1,617	1,875	2,012	2,126
무형자산	1,420	1,393	1,456	1,444	1,431
자산총계	4,502	4,778	5,301	5,920	6,764
유동부채	1,147	1,244	1,296	1,358	1,428
단기금융부채	277	336	347	347	347
매입채무 및 기타채무	444	466	487	519	555
단기충당부채	11	10	10	11	12
비유동부채	734	451	336	187	190
장기금융부채	517	268	151	1	1
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	37	21	21	22	24
부채총계	1,881	1,695	1,632	1,545	1,618
지배주주지분	2,532	2,997	3,591	4,291	5,055
자본금	89	89	89	89	89
자본잉여금	97	97	97	97	97
기타자본구성요소	-101	-101	-119	-119	-119
자기주식	-71	-71	-71	-71	-71
이익잉여금	2,539	3,045	3,626	4,294	5,027
비지배주주지분	88	86	79	85	90
자본총계	2,621	3,083	3,670	4,375	5,146
부채외자본총계	4,502	4,778	5,301	5,920	6,764

현금흐름표

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	730	742	1,056	1,108	1,200
당기순이익(손실)	579	619	741	828	908
비현금성항목등	452	467	554	596	638
유형자산감가상각비	116	127	224	263	286
무형자산감가상각비	18	19	20	19	19
기타	137	66	34	13	13
운전자본감소(증가)	-135	-108	33	-19	-20
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-48	-62	17	-37	-42
재고자산감소(증가)	-93	-17	-9	-37	-42
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	9	10	13	32	36
기타	-4	-40	12	24	27
법인세납부	-165	-235	-271	-297	-325
투자활동현금흐름	-402	-326	-485	-398	-392
금융자산감소(증가)	3	-31	-5	0	0
유형자산감소(증가)	-327	-282	-498	-400	-400
무형자산감소(증가)	-8	-7	-7	-7	-7
기타	-70	-7	25	9	15
재무활동현금흐름	-388	-345	-375	-314	-176
단기금융부채증가(감소)	-287	-204	-189	0	0
장기금융부채증가(감소)	13	16	-11	-150	0
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	-93	-134	-151	-154	-169
기타	-20	-23	-14	-10	-7
현금의 증가(감소)	-58	47	196	397	632
기초현금	397	339	386	583	979
기말현금	339	386	583	979	1,612
FCF	406	481	495	697	792

자료 : LG생활건강, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	6,094	6,270	6,553	6,982	7,465
매출원가	2,434	2,461	2,695	2,915	3,080
매출총이익	3,660	3,810	3,858	4,066	4,385
매출총이익률 (%)	60.1	60.8	58.9	58.2	58.8
판매비와관리비	2,779	2,879	2,819	2,925	3,144
영업이익	881	930	1,039	1,141	1,241
영업이익률 (%)	14.5	14.8	15.9	16.3	16.6
비영업손익	-128	-69	-33	-17	-8
순금융비용	16	10	6	1	-8
외환관련손익	0	-4	0	0	0
관계기업투자등 관련손익	7	1	-2	-2	-2
세전계속사업이익	753	861	1,006	1,124	1,233
세전계속사업이익률 (%)	12.4	13.7	15.4	16.1	16.5
계속사업법인세	174	243	265	297	325
계속사업이익	579	619	741	828	908
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	579	619	741	828	908
순이익률 (%)	9.5	9.9	11.3	11.9	12.2
지배주주	568	607	735	822	903
지배주주귀속 순이익률(%)	9.32	9.67	11.22	11.78	12.09
비지배주주	11	12	5	5	5
총포괄이익	602	603	772	859	940
지배주주	591	591	766	853	934
비지배주주	11	12	6	6	6
EBITDA	1,015	1,077	1,283	1,423	1,546

주요투자지표

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
성장성 (%)					
매출액	14.4	2.9	4.5	6.6	6.9
영업이익	28.8	5.6	11.6	9.8	8.8
세전계속사업이익	16.7	14.4	16.8	11.7	9.7
EBITDA	25.1	6.1	19.2	10.9	8.6
EPS(계속사업)	23.4	6.8	21.2	11.8	9.8
수익성 (%)					
ROE	24.9	21.9	22.3	20.9	19.3
ROA	13.3	13.3	14.7	14.8	14.3
EBITDA마진	16.7	17.2	19.6	20.4	20.7
안정성 (%)					
유동비율	124.2	121.7	136.2	164.8	207.0
부채비율	71.8	55.0	44.5	35.3	31.4
순차입금/자기자본	16.4	6.5	-2.9	-14.9	-25.0
EBITDA/이자비용(배)	51.1	77.2	106.4	143.3	222.9
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	32,070	34,240	41,497	46,403	50,943
BPS	142,927	169,155	202,690	242,167	285,314
CFPS	39,616	42,503	55,286	62,343	68,145
주당 현금배당금	7,500	9,000	9,174	10,092	11,101
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	36.8	36.5	35.7	31.9	29.1
PER(최저)	23.1	22.7	25.2	22.6	20.6
PBR(최고)	8.3	7.4	7.3	6.1	5.2
PBR(최저)	5.2	4.6	5.2	4.3	3.7
PCR	21.6	28.0	20.1	17.8	16.3
EV/EBITDA(최고)	20.1	19.8	19.3	17.0	15.2
EV/EBITDA(최저)	12.9	12.5	13.8	12.1	10.7

SK COMPANY Analysis



Analyst

전영현

yj6752@sk.com

02-3773-9181

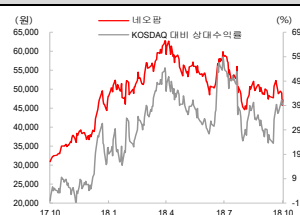
Company Data

자본금	37 억원
발행주식수	746 만주
자사주	38 만주
액면가	500 원
시가총액	3,522 억원
주요주주	
잇츠한불(외3)	32.82%
국민연금공단	5.13%
외국인지분률	15.60%
배당수익률	1.10%

Stock Data

주가(18/10/12)	47,200 원
KOSDAQ	731.5 pt
52주 Beta	0.85
52주 최고가	62,800 원
52주 최저가	31,350 원
60일 평균 거래대금	28 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-3.2%	9.4%
6개월	-20.3%	-3.9%
12개월	52.8%	39.2%

네오팜 (092730/KQ | 매수(신규편입) | T.P 64,000 원(신규편입))

거친 바람 속의 무풍지대

- 투자 의견 Buy, 목표주가 64,000 원으로 신규 분석을 개시
- 모든 브랜드들이 세그먼트 내 확실한 인지도와 성장성을 보유
- 더마코스메틱 제품군 특성상 향후 지속적인 고마진 & 고성장 이어갈 것으로 전망
- 화장품 '성분'에 대한 소비자들의 관심과 '후기' 의존도 확대에 따른 수혜 가능
- 매출의 90% 이상이 내수에 집중, 대외 리스크가 적어 해외 진출은 플러스 알파 요인

투자 의견 Buy, 목표주가 64,000 원으로 신규 분석을 개시

네오팜에 대해 투자 의견 Buy 와 목표주가 64,000 원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 2019 년 예상 순이익에 24.1X 의 PER Multiple 을 적용하여 산출하였다. Target Multiple 24.1X 는 국내 메이저 화장품 4 개사의 2019 년 컨센서스 실적 기준 PER 평균을 10% 할증한 값이다. 동종업계 경쟁사들 대비 중국 노출도가 적어 매크로 불확실성에 대한 리스크가 미미하다는 점과 유아동 및 병·의원 화장품이라는 특정 세그먼트 내에서 독보적인 인지도를 확보하고 있는 점을 감안하여 프리미엄을 적용하였다.

낮은 리스크와 높은 성장성의 완벽한 콜라보

동사의 핵심 투자포인트는 전 브랜드가 세그먼트 내에서 확실한 인지도와 제품 경쟁력을 바탕으로 고성장을 이어나가고 있다는 점이다. 동시에 아직까지 매출이 내수에 90% 이상 집중되어 있어 최근 부각되고 있는 중국 관련 리스크로부터도 자유롭다.

1) 아토팜: 매출 비중 50% 이상으로 쿡순이 콜라보 제품 등 지속적인 신제품 출시와 키즈 라인 런칭으로 연령대를 확장시키며 성장을 유지해나갈 전망이다. 2) 제로이드: 10% 후반대 매출 비중을 차지하고 있으며, 피부과를 포함한 병·의원에만 납품된다. 제로이드 입점 병·의원 수는 상반기 기준 1,900 개로 확대되었으며 제로이드 MD 입점 병원 수 역시 1,300 개까지 늘어났다. 향후 소아과 및 종합병원 등으로 병원 영역을 확장시키며 성장할 것으로 전망한다. 3) 리얼베리어 & 더마비: 합산 매출 비중 25% 이상으로 H&B 입점 매장 확대와 키크그룹을 통한 중국향 수출 증가에 따른 성장이 기대된다.

더마코스메틱 시장은 높은 성장성이 기대되는 시장으로, 향후에도 동사는 지속적으로 높은 마진율과 성장을 이어나갈 수 있을 전망이다. 또한 화장품 성분에 대한 소비자들의 관심이 커지고, 제품 구매 전 해당 제품에 대한 후기를 확인하고자 하는 소비자들이 많아지면서 더마코스메틱 시장 내 독보적인 브랜드 입지와 좋은 평판을 보유한 동사의 브랜드들에 대해서 향후 소비자들의 로열티가 더욱 견고해질 것으로 예상된다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	억원	360	424	536	686	854	993
yoy	%	40.5	17.8	26.6	28.0	24.5	16.2
영업이익	억원	63	96	140	186	240	291
yoy	%	25.1	52.6	47.0	32.5	29.2	21.3
EBITDA	억원	72	104	148	195	250	302
세전이익	억원	43	94	140	187	243	297
순이익(지배주주)	억원	34	77	116	147	191	233
영업이익률%	%	17.4	22.6	26.2	27.1	28.1	29.4
EBITDA%	%	20.0	24.5	27.7	28.4	29.3	30.4
순이익률	%	9.5	18.3	21.6	21.4	22.4	23.5
EPS	원	457	1,038	1,549	1,973	2,561	3,128
PER	배	76.0	25.2	30.4	23.9	18.4	15.1
PBR	배	7.9	5.1	7.4	6.0	4.5	3.5
EV/EBITDA	배	34.3	16.4	21.6	16.0	11.8	9.0
ROE	%	10.7	21.8	26.8	27.7	28.0	26.1
순차입금	억원	-131	-242	-314	-407	-582	-801
부채비율	%	23.9	20.6	19.2	20.3	19.6	17.8

Valuation & 실적추정

네오팜 PER Valuation

	단위	Value	Multiple	Fair Value	비고
2019년 예상 지배주주순이익	억원	189	24.1	4,546	국내 메이저 화장품 4사 평균 PER을 10% 할증
Shares outstanding ('000)	천주			7,075	보통주 - 자기주식수
Fair value per share	원			64,263	
Target Price	원			64,000	Upside +35.6%

자료: Bloomberg, SK 증권

주: 낮은 대외 리스크와 높은 성장성을 감안, 국내 대표 화장품 4 개사(아모레퍼시픽, LG 생활건강, 한국콜마, 코스맥스)의 2019E PER 을 10% 할증

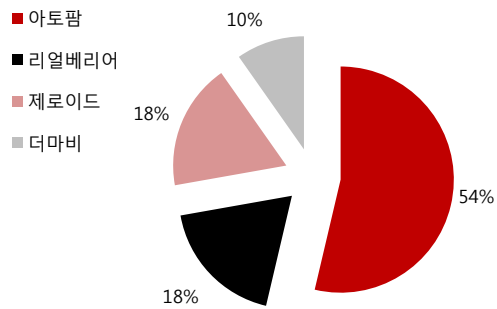
네오팜 분기별 실적 추정

(단위: 억원)

(억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18E	4Q18E	2017	2018E	2019E
매출액	130.9	130.3	114.7	160.5	166.3	160.9	155.5	203.8	536.3	686.4	854.5
y-y %	6.5%	37.8%	35.8%	31.8%	27.1%	23.5%	35.5%	27.0%	26.6%	28.0%	24.5%
스킨 케어	94.2	97.7	81.4	101.1	113.1	119.1	102.9	122.7	374.5	457.8	537.0
페이셜 케어	23.6	22.1	19.5	32.1	31.6	27.3	29.5	46.7	97.3	135.2	179.0
바디 케어	9.2	6.5	9.2	19.3	11.6	12.9	18.1	29.3	44.1	71.9	98.5
기타	3.9	3.9	4.6	9.6	10.0	1.6	5.0	5.0	22.1	21.6	40.0
부문별 y-y 증감율 %											
스킨 케어	-0.4%	41.6%	28.6%	15.3%	20.0%	21.9%	26.3%	21.4%	19.0%	22.2%	17.3%
페이셜 케어	59.7%	113.0%	64.9%	55.0%	34.1%	23.5%	51.4%	45.6%	68.7%	39.0%	32.4%
바디 케어	49.1%	14.9%	117.3%	97.6%	27.1%	97.6%	96.7%	52.3%	71.1%	63.0%	37.0%
기타	-46.8%	-58.7%	-9.4%	163.5%	154.1%	-58.8%	9.0%	-48.1%	-13.7%	-2.1%	85.3%
매출총이익	100.9	96.1	83.5	120.9	126.0	113.9	113.7	154.1	401.4	507.7	634.0
y-y %	7.5%	42.0%	35.0%	33.0%	24.9%	18.5%	36.1%	27.5%	27.7%	26.5%	24.9%
% Sales	77.1%	73.8%	72.8%	75.3%	75.8%	70.8%	73.1%	75.6%	74.8%	74.0%	74.2%
판매비	58.4	61.0	58.6	83.0	69.1	71.1	75.9	105.6	261.1	321.7	393.7
y-y %	1.4%	33.3%	43.3%	5.1%	18.3%	16.5%	29.6%	27.2%	16.9%	23.2%	22.4%
% Sales	44.6%	46.9%	51.0%	51.7%	41.6%	44.2%	48.8%	51.8%	48.7%	46.9%	46.1%
영업이익	42.5	35.1	25.0	37.8	56.9	42.8	37.8	48.5	140.4	185.9	240.3
y-y	17.1%	60.2%	15.1%	141.9%	33.9%	21.9%	51.2%	28.2%	46.9%	32.5%	29.2%
% Sales	32.5%	26.9%	21.8%	23.6%	34.2%	26.6%	24.3%	23.8%	26.2%	27.1%	28.1%

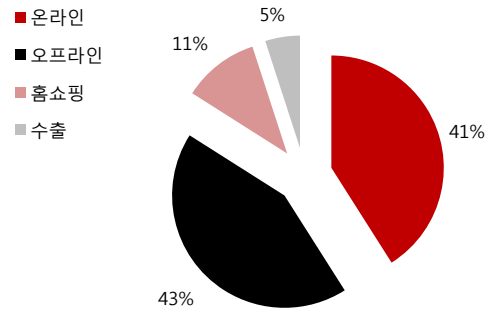
자료: 네오팜, SK 증권

2017 년 네오팜 화장품 브랜드별 매출 비중



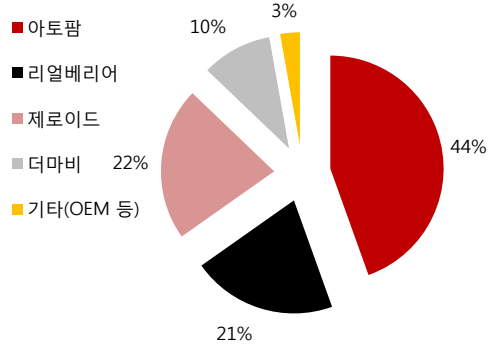
자료 : 네오팜, SK 증권

2017 년 네오팜 유통 채널별 매출 비중



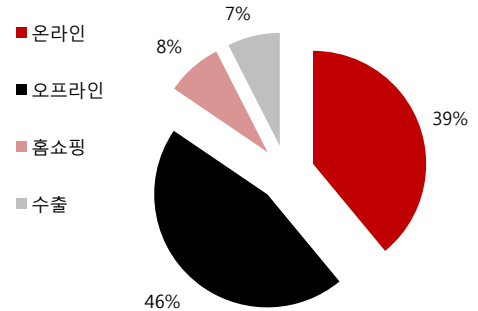
자료 : 네오팜, SK 증권

2018 년 E 네오팜 화장품 브랜드별 매출 비중



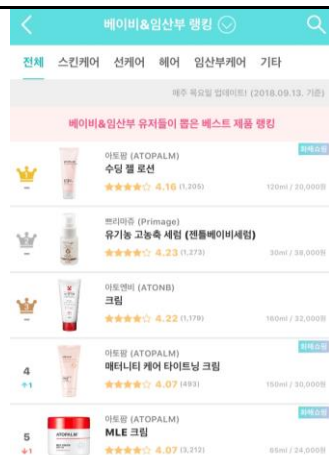
자료 : 네오팜, SK 증권

2018 년 E 기준 네오팜 유통 채널별 매출 비중



자료 : 네오팜, SK 증권

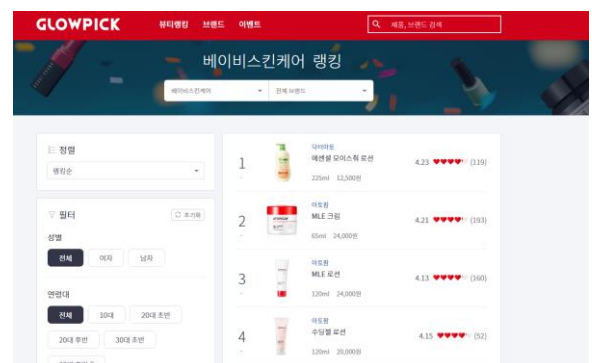
화해 앱 화장품 부문별 주간 랭킹 페이지



자료 : 화해, SK 증권

주: 2018 년 10 월 1 일 기준 베이비&임산부 부문 랭킹 14,5 위 아토팜이 차지

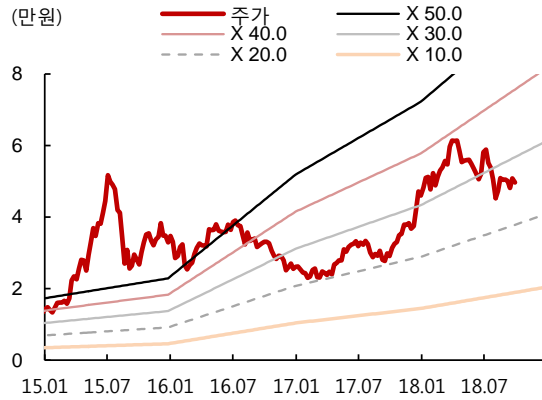
글로우픽 화장품 부문별 실시간 랭킹 페이지



자료 : 글로우픽, SK 증권

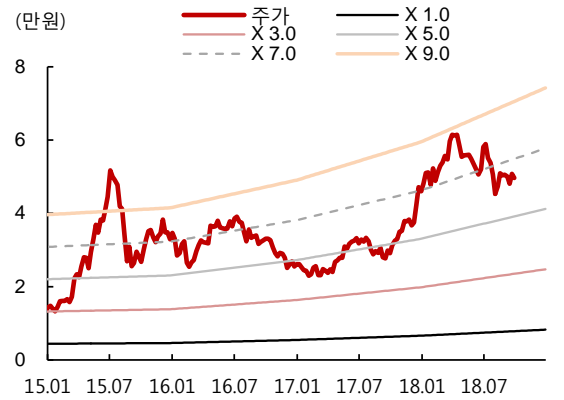
주: 2018 년 10 월 1 일 기준 베이비스킨케어 랭킹 2~4 위 모두 아토팜이 차지

네오팜 12M Fwd PER Band Chart



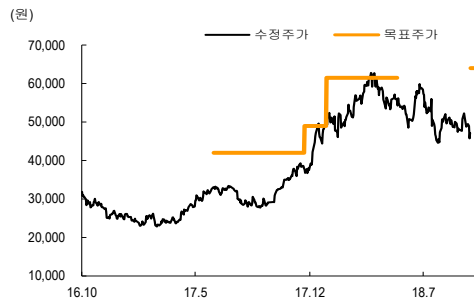
자료 : Quantiwise, SK 증권

네오팜 12M Fwd PBR Band Chart



자료 : Quantiwise, SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가대비	최고최저 주가대비
2018.10.15	매수	64,000원	6개월		
2018.05.30	담당자 변경				
2018.01.17	매수	61,500원	6개월	-13.44%	2.11%
2017.12.07	매수	49,000원	6개월	-12.07%	2.86%
2017.08.03	매수	42,000원	6개월	-23.28%	-6.43%
2017.06.20	매수	42,000원	6개월	-22.45%	-20.48%



Compliance Notice

- 작성자(전영현)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2018년 10월 15일 기준)

매수	92.13%	중립	7.87%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	337	440	569	783	1,036
현금및현금성자산	76	42	109	284	503
매출채권및기타채권	46	72	92	114	133
재고자산	42	48	62	77	90
비유동자산	128	126	137	146	154
장기금융자산	21	17	17	17	17
유형자산	86	89	98	105	112
무형자산	12	12	12	12	12
자산총계	465	567	707	929	1,190
유동부채	78	90	115	143	166
단기금융부채	1	1	1	1	1
매입채무 및 기타채무	54	60	77	96	112
단기충당부채	1	1	1	2	2
비유동부채	2	1	4	9	14
장기금융부채	0	0	0	0	0
장기매입채무 및 기타채무	1	0	0	0	0
장기충당부채	0	0	0	0	0
부채총계	79	91	119	152	180
지배주주지분	386	476	587	777	1,010
자본금	37	37	37	37	37
자본잉여금	135	135	135	135	135
기타자본구성요소	-31	-29	-28	-28	-28
자기주식	-27	-27	-27	-27	-27
이익잉여금	245	333	443	634	868
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	386	476	587	777	1,010
부채외자본총계	465	567	707	929	1,190

현금흐름표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	90	102	139	186	228
당기순이익(손실)	77	116	147	191	233
비현금성항목등	31	43	52	59	68
유형자산감가상각비	6	6	7	8	8
무형자산감가상각비	2	2	2	2	2
기타	10	11	7	3	3
운전자본감소(증가)	-5	-38	-26	-13	-11
매출채권및기타채권의 감소(증가)	2	-27	-20	-22	-18
재고자산감소(증가)	-4	-11	-17	-15	-13
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	2	5	12	19	16
기타	-5	-5	-2	6	5
법인세납부	-12	-18	-34	-52	-63
투자활동현금흐름	-78	-108	-38	-11	-8
금융자산감소(증가)	-68	-102	-26	0	0
유형자산감소(증가)	-10	-9	-15	-15	-15
무형자산감소(증가)	-3	-2	-2	-2	-2
기타	3	5	5	6	9
재무활동현금흐름	-18	-25	-35	0	0
단기금융부채증가(감소)	0	0	0	0	0
장기금융부채증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	-18	-25	-35	0	0
기타	0	0	0	0	0
현금의 증가(감소)	-4	-34	67	175	220
기초현금	80	76	42	109	284
기말현금	76	42	109	284	503
FCF	83	94	125	169	212

자료 : 네오팜, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	424	536	686	854	993
매출원가	105	135	179	220	253
매출총이익	319	401	508	634	740
매출총이익률 (%)	75.2	74.9	74.0	74.2	74.5
판매비와관리비	223	261	322	394	448
영업이익	96	140	186	240	291
영업이익률 (%)	22.6	26.2	27.1	28.1	29.4
비영업손익	-1	0	1	3	5
순금융비용	-3	-4	-5	-6	-9
외환관련손익	2	-4	-1	-1	-1
관계기업투자등 관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	94	140	187	243	297
세전계속사업이익률 (%)	22.3	26.2	27.3	28.4	29.9
계속사업법인세	17	25	40	52	63
계속사업이익	77	116	147	191	233
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	77	116	147	191	233
순이익률 (%)	18.3	21.6	21.4	22.4	23.5
지배주주	77	116	147	191	233
지배주주귀속 순이익률(%)	18.27	21.55	21.44	22.36	23.51
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	76	113	146	190	232
지배주주	76	113	146	190	232
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	104	148	195	250	302

주요투자지표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
성장성 (%)					
매출액	17.8	26.6	28.0	24.5	16.2
영업이익	52.6	47.0	32.5	29.2	21.3
세전계속사업이익	118.4	48.7	33.3	29.8	22.2
EBITDA	44.5	42.8	31.2	28.5	20.7
EPS(계속사업)	127.2	49.3	27.3	29.8	22.2
수익성 (%)					
ROE	21.8	26.8	27.7	28.0	26.1
ROA	17.8	22.4	23.1	23.4	22.0
EBITDA마진	24.5	27.7	28.4	29.3	30.4
안정성 (%)					
유동비율	434.6	488.6	494.1	546.9	622.4
부채비율	20.6	19.2	20.3	19.6	17.8
순차입금/자기자본	-62.7	-65.9	-69.3	-74.9	-79.4
EBITDA/이자비용(배)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	1,038	1,549	1,973	2,561	3,128
BPS	5,170	6,377	7,873	10,419	13,532
CFPS	1,149	1,656	2,089	2,692	3,267
주당 현금배당금	350	500	0	0	0
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	38.5	30.4	31.8	24.5	20.1
PER(최저)	23.0	14.8	22.5	17.3	14.2
PBR(최고)	7.7	7.4	8.0	6.0	4.6
PBR(최저)	4.6	3.6	5.6	4.3	3.3
PCR	22.7	28.5	22.6	17.5	14.5
EV/EBITDA(최고)	26.4	21.6	22.0	16.4	12.9
EV/EBITDA(최저)	14.9	-2.1	14.9	10.9	8.3

SK COMPANY Analysis



Analyst

전영현

yj6752@sk.com

02-3773-9181

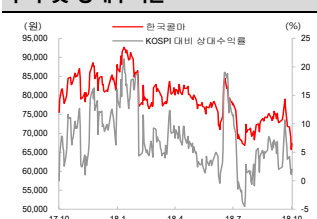
Company Data

자본금	11 십억원
발행주식수	2,235 만주
자사주	0 만주
액면가	500 원
시가총액	1,504 십억원
주요주주	
한국콜마홀딩스(외38)	28.71%
국민연금공단	12.04%
외국인지분율	42.40%
배당수익률	0.40%

Stock Data

주가(18/10/12)	67,300 원
KOSPI	2161.85 pt
52주 Beta	0.76
52주 최고가	92,700 원
52주 최저가	65,700 원
60일 평균 거래대금	7 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-9.5%	-4.5%
6개월	-16.0%	-5.1%
12개월	-10.9%	2.0%

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

2019 년이 가장 기대되는 기업

- 한국콜마에 대한 투자 의견 Buy와 목표주가 94,000 원으로 커버리지 개시
- 화장품 부문, 국내외 H&B 스토어와 온라인 채널 확대에 따라 오더량 증가
- 중국 및 국내 중소 화장품 브랜드들의 확산과 다양화에 따른 수혜 예상
- 제약 부문, 3 분기 CSO 관련 일회성 비용 제외 시 안정적 매출 및 이익 성장 지속 중
- 2019 년 큰 폭의 외형 성장과 함께 CJ 헬스케어와 제약 부문 이익률 개선이 기대됨

기존 사업 성장과 CJ 헬스케어 인수 효과 기대감 모두 긍정적

2018 년은 화장품 부문에서의 매출 고성장과 CJ 헬스케어 인수로 인한 외형 고성장이 기대된다. 국내의 경우, AHC, 닥터자르트 등 H&B 사업자들이 선호하는 브랜드와 JM 솔루션 등 온라인 주력 제품들이 계속해서 호조세를 보이고 있어 안정적 성장이 기대된다. 또한, 향후 국내와 중국에서의 중소 화장품 브랜드들의 확산 현상이 ODM 산업 내 경쟁력을 가지고 있는 동사에게 구조적인 수혜를 가져다 줄 것으로 예상한다. 제약 부문의 경우, 향후에도 안정적인 수익과 마진을 기록할 것으로 전망한다. CSO 사업 철수에 따라 3 분기부터 제약 부문 매출이 15% 가량 감소하고, 3 분기 한시적으로 수수료 비용 1 개 분기 이연으로 인한 일회성 비용 60 억이 반영될 것으로 추정된다. 다만, 일회성 비용을 제외하면 향후 이익 자체를 감소시킬 요인은 없으며, CSO 사업부문의 리베이트 문제가 이전부터 지속적으로 제기되었던 점을 고려하면 장기적으로는 리베이트 근절에 따른 이익률 개선 측면에서 더욱 긍정적이라는 판단이다.

2018 년 매출액과 영업이익은 각각 y-y +61.1%와 +35.0%성장한 1 조 3,237 억원과 904 억으로 예상된다. 하지만, 금번 3 분기에 CJ 헬스케어 인수에 따른 위로금 지급으로 일회성 비용 200 억이 반영될 것으로 예상되는 등 올해는 인수 관련 비용 반영이 큰 해다. 따라서 동사는 올해보다는 내년부터 본격적인 이익 성장이 기대된다. 한국콜마의 2019 년 E 매출액과 영업이익은 각각 y-y +26.2%와 +89.1% 증가한 1 조 6,706 억원과 1,710 억원이 될 것으로 전망한다.

투자 의견 Buy, 목표주가 94,000 원 제시

한국콜마에 대한 투자 의견 Buy와 목표주가 94,000 원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 2019 년 예상 실적을 기준으로 산출하였으며, 글로벌 화장품 4 사의 평균 멀티플에 10% 할증한 값을 적용하였다. 동사의 예상 EPS 성장률은 국내 타 화장품 업체들의 예상치를 크게 상회하고 있으며, 국내 제약 ODM 부문에서의 경쟁력과 안정성도 돋보인다. 향후 화장품 ODM 업체들의 구조적 수혜가 기대되는 점과 글로벌 화장품 업체들 대비 중국 리스크 노출도가 상대적으로 낮은 점 등을 감안하여 프리미엄을 적용하였다.

영업실적 및 투자 지표

구분	단위	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	십억원	536	667	822	1,324	1,671	1,841
yoy	%	16.2	24.6	23.1	61.1	26.2	10.2
영업이익	십억원	61	73	67	90	171	200
yoy	%	29.6	20.9	-8.8	35.0	89.1	16.8
EBITDA	십억원	70	85	86	131	226	253
세전이익	십억원	59	71	62	48	133	164
순이익(지배주주)	십억원	45	53	47	35	101	124
영업이익률%	%	11.3	11.0	8.2	6.8	10.2	10.9
EBITDA%	%	13.1	12.8	10.5	9.9	13.5	13.7
순이익률	%	8.5	8.0	5.9	2.8	6.1	6.8
EPS	원	2,155	2,516	2,240	1,636	4,661	5,730
PER	배	44.0	26.2	36.6	41.1	14.4	11.8
PBR	배	9.1	5.1	5.7	4.5	3.4	2.7
EV/EBITDA	배	28.3	16.9	21.8	22.6	12.8	11.0
ROE	%	22.7	21.6	16.4	11.1	26.1	24.8
순차입금	십억원	-15	31	115	1,069	1,010	898
부채비율	%	56.0	71.3	101.0	199.3	180.0	158.0

Valuation 및 실적추정

한국콜마 PER Valuation

구분	단위	Value	Multiple	Fair Value	비고
2019년 예상 지배주주순이익	억원	1009	20.7	20,916	2019년E 화장품 이익비중 40%와 제약 이익비중 60% 감안
화장품ODM	억원	404	29.2	11,795	글로벌 화장품 4사 19년 예상실적 기준 PER 평균을 10% 할인
CJ헬스케어 + 제약ODM	억원	605	20.2	12,249	글로벌 제약 3사 19년 예상실적 기준 PER
Shares Outstanding('000)	천주			22,347	
Fair Value per share	원			93,598	
Target Price	원			94,000	Upside +39.7%

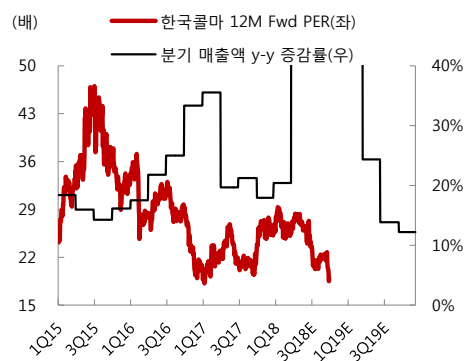
자료: Bloomberg, SK 증권

주 1: 글로벌 화장품 4개사는 에스티로더, 로레알, 시세이도를 포함하며, 한국콜마의 중국 로컬 브랜드 생산 비중이 커지고 있음을 감안해 상하이자화도 피어로 설정

주 2: 화장품 부문의 경우, 글로벌 4사 대비 대외 리스크 노출도가 낮음을 감안하여 평균 PER 에 10% 할증 적용

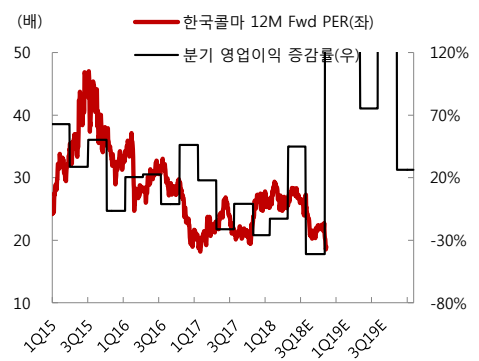
주 3: 글로벌 제약 3개사는 J&J, 화이자, 머크

한국콜마 12M Fwd PER과 분기 매출액 y-y 증감률



자료 : Quantiwise, SK 증권

한국콜마 12M Fwd PER과 분기 영업이익 y-y 증감률



자료 : Quantiwise, SK 증권

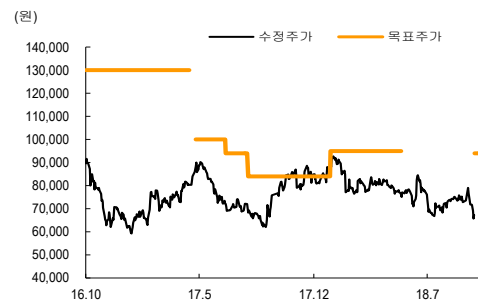
한국콜마 분기별 실적추정

(단위: 십억원)

		1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2017	2018E	2019E
Sales	Sales	201.4	207.1	194.2	218.9	242.5	360.1	333.7	387.5	822	1,324	1,671
	y-y %	35.5%	19.7%	21.2%	17.9%	20.4%	73.9%	71.8%	77.0%	23.1%	61.1%	26.2%
	KOREA	169.5	171.1	162.5	178.5	208.4	245.8	178.0	193.9	681.6	826.1	911.5
	Cosmetic	123.0	122.0	114.1	130.4	156.4	193.0	133.2	148.0	489.5	630.6	704.4
	Domestic	115.1	115.3	105.1	121.5	146.2	175.8	122.4	137.3	457.0	581.7	645.7
	Export	7.9	6.7	9.0	8.9	10.2	17.2	10.8	10.7	32.5	48.9	58.7
	Bio	46.5	49.1	48.4	48.1	52.0	52.8	44.8	45.9	192.1	195.5	207.2
	Beijing	10.7	14.3	11.4	21.2	15.8	21.7	16.0	21.8	57.6	75.3	86.6
	무석	-	-	-	-	-	-	-	8.0	-	8.0	58.0
	PTP	16.6	16.5	19.3	14.5	14.2	13.4	16.4	18.1	66.9	62.1	67.1
	CSR	6.6	8.2	3.7	9.4	8.0	8.2	6.7	10.3	27.9	33.2	35.9
	CKM	-	-	-	-	0.1	80.0	125.0	145.0	-	350.1	553.5
y-y	KOREA	17.3%	2.7%	10.3%	10.7%	22.9%	43.7%	9.5%	8.6%	10.0%	21.2%	10.3%
	Cosmetic	12.8%	-2.2%	9.3%	12.4%	27.2%	58.2%	16.8%	13.5%	7.8%	28.8%	11.7%
	Domestic	14.2%	2.4%	12.5%	16.7%	27.0%	52.5%	16.5%	13.0%	11.2%	27.3%	11.0%
	Export	-4.6%	-44.6%	-18.2%	-25.2%	29.1%	156.7%	20.0%	20.0%	-24.9%	50.4%	20.0%
	Bio	31.0%	17.2%	12.8%	6.4%	11.8%	7.5%	-7.5%	-4.5%	16.1%	1.8%	6.0%
	Beijing	50.3%	10.9%	-31.3%	36.8%	47.7%	51.7%	40.0%	3.0%	10.5%	30.7%	15.0%
	무석	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	625.0%
	PTP	-	-	-	6.6%	-14.5%	-18.8%	-15.0%	25.0%	-	-7.1%	8.0%
	CSR	-	-	-	-	21.2%	0.0%	80.0%	10.0%	-	19.0%	8.0%
	CKM	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	58.1%
OP	OP	20.6	17.0	15.4	14.0	18.0	24.6	9.1	38.8	67.0	90.4	171.0
	y-y %	18.0%	-21.3%	-0.8%	-25.9%	-12.8%	44.8%	-41.0%	177.0%	-8.8%	35.0%	89.1%
	% Sales	10.2%	8.2%	7.9%	6.4%	7.4%	6.8%	2.7%	10.0%	8.2%	6.8%	10.2%
	KOREA	17.7	15.1	13.7	14.8	17.1	22.3	9.7	19.2	61.3	68.3	88.8
	Cosmetic	11.7	8.7	7.7	9.0	10.3	15.4	10.0	11.8	37.1	47.6	54.6
	Bio	6.0	6.4	6.1	5.8	6.8	6.9	(0.3)	7.3	24.3	20.7	34.2
	Beijing	0.7	1.1	0.1	0.3	(0.3)	0.4	0.8	1.5	2.3	2.4	6.9
	무석	-	-	-	-	-	-	(1.0)	(3.2)	-	(4.2)	(2.8)
	PTP	1.2	0.8	1.5	(0.7)	0.6	0.7	1.1	1.1	2.9	3.5	3.8
	CSR	0.6	0.7	0.2	(0.1)	0.7	0.7	0.5	0.7	1.4	2.6	2.9
	CKM	-	-	-	-	-	1.6	(1.9)	20.3	-	20.0	75.1
OPM	KOREA	10.4%	8.8%	8.4%	8.3%	8.2%	9.1%	5.4%	9.9%	9.0%	8.3%	9.7%
	Cosmetic	9.5%	7.1%	6.8%	6.9%	6.6%	8.0%	7.5%	8.0%	7.6%	7.5%	7.7%
	Bio	13.0%	13.0%	12.5%	12.0%	13.0%	13.0%	-0.7%	16.0%	12.6%	10.6%	16.5%
	Beijing	6.2%	8.0%	1.3%	1.6%	-2.0%	2.0%	5.0%	7.0%	4.0%	3.2%	8.0%
	무석	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	-80.0%	-40.0%	-	-52.5%	-4.7%
	PTP	7.5%	5.0%	8.0%	-5.0%	4.0%	5.0%	7.0%	6.0%	4.3%	5.6%	5.7%
	CSR	9.0%	8.0%	6.3%	-0.7%	8.8%	8.0%	8.1%	7.0%	5.1%	7.9%	8.0%
	CKM	-	-	-	-	-	-	-1.5%	14.0%	-	5.7%	13.6%

자료: 한국콜마, SK 증권 추정

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고최저 주가대비
2018.10.15	매수	94,000원	6개월		
2018.05.30	담당자 변경				
2018.02.14	중립	95,000원	6개월	-18.02%	-242%
2018.01.17	매수	95,000원	6개월	-6.09%	-242%
2017.08.16	매수	84,000원	6개월	-7.41%	548%
2017.07.05	매수	94,000원	6개월	-24.61%	-21.06%
2017.06.13	매수	100,000원	6개월	-18.51%	-9.80%
2017.05.15	매수	100,000원	6개월	-13.79%	-9.80%
2017.05.10	매수	100,000원	6개월	-11.97%	-10.00%
2017.05.01	담당자 변경				



Compliance Notice

- 작성자(전영현)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2018년 10월 15일 기준)

매수	92.13%	중립	7.87%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	264	366	589	760	923
현금및현금성자산	27	14	91	142	247
매출채권및기타채권	128	161	259	326	360
재고자산	86	106	170	215	237
비유동자산	229	303	1,552	1,536	1,522
장기금융자산	0	4	10	10	10
유형자산	185	236	376	366	358
무형자산	40	58	1,159	1,152	1,145
자산총계	493	669	2,141	2,296	2,445
유동부채	196	212	405	453	473
단기금융부채	59	79	191	183	175
매입채무 및 기타채무	114	112	180	227	251
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	9	124	1,020	1,022	1,024
장기금융부채	5	119	1,011	1,011	1,011
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	0	0	0	0	0
부채총계	205	336	1,426	1,476	1,497
지배주주지분	270	305	336	438	564
자본금	11	11	11	11	11
자본잉여금	116	116	116	116	116
기타자본구성요소	0	0	0	0	0
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	141	181	210	311	435
비지배주주지분	18	28	380	382	384
자본총계	288	333	715	820	948
부채외자본총계	493	669	2,141	2,296	2,445

현금흐름표

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	39	9	32	131	183
당기순이익(손실)	53	49	37	102	126
비현금성항목등	35	38	98	123	127
유형자산감가상각비	11	16	29	39	38
무형자산감가상각비	1	3	11	16	15
기타	3	2	6	3	3
운전자본감소(증가)	-32	-61	-59	-64	-32
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-28	-34	-38	-68	-33
재고자산감소(증가)	-24	-18	-14	-45	-22
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	29	-3	28	47	23
기타	-10	-6	-34	1	0
법인세납부	-17	-17	-44	-31	-38
투자활동현금흐름	-21	-155	-1,212	-35	-34
금융자산감소(증가)	23	-68	54	0	0
유형자산감소(증가)	-45	-68	-35	-30	-30
무형자산감소(증가)	-1	-8	-8	-8	-8
기타	1	-11	-1,223	3	4
재무활동현금흐름	10	131	1,256	-45	-44
단기금융부채증가(감소)	0	0	-4	-8	-8
장기금융부채증가(감소)	15	141	953	0	0
자본의증가(감소)	0	0	350	0	0
배당금의 지급	-4	-6	-6	0	0
기타	-1	-4	-37	-37	-36
현금의 증가(감소)	11	-13	77	51	105
기초현금	16	27	14	91	142
기말현금	27	14	91	142	247
FCF	-22	-61	-28	84	136

자료 : 한국콜마, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	667	822	1,324	1,671	1,841
매출원가	514	644	996	1,238	1,358
매출총이익	154	178	328	432	483
매출총이익률 (%)	23.0	21.6	24.8	25.9	26.2
판매비와관리비	80	111	238	261	283
영업이익	73	67	90	171	200
영업이익률 (%)	11.0	8.2	6.8	10.2	10.9
비영업손익	-2	-5	-42	-38	-36
순금융비용	1	3	38	34	32
외환관련손익	-2	-1	-1	-1	-1
관계기업투자등 관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	71	62	48	133	164
세전계속사업이익률 (%)	10.7	7.6	3.6	8.0	8.9
계속사업법인세	18	13	11	31	38
계속사업이익	53	49	37	102	126
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	53	49	37	102	126
순이익률 (%)	8.0	5.9	2.8	6.1	6.8
지배주주	53	47	35	101	124
지배주주귀속 순이익률(%)	7.95	5.75	2.68	6.04	6.74
비지배주주	0	1	2	2	2
총포괄이익	55	39	39	105	128
지배주주	53	40	37	103	126
비지배주주	2	-1	2	2	2
EBITDA	85	86	131	226	253

주요투자지표

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
성장성 (%)					
매출액	24.6	23.1	61.1	26.2	10.2
영업이익	20.9	-8.8	35.0	89.1	16.8
세전계속사업이익	21.3	-13.0	-22.4	177.2	22.6
EBITDA	21.2	1.1	52.0	72.5	11.9
EPS(계속사업)	16.7	-11.0	-27.0	184.9	22.9
수익성 (%)					
ROE	21.6	16.4	11.1	26.1	24.8
ROA	12.7	8.4	2.6	4.6	5.3
EBITDA마진	12.8	10.5	9.9	13.5	13.7
안정성 (%)					
유동비율	134.6	172.6	145.3	167.5	195.1
부채비율	71.3	101.0	199.3	180.0	158.0
순차입금/자기자본	10.9	34.7	149.5	123.2	94.7
EBITDA/이자비용(배)	85.2	21.7	3.3	6.2	7.0
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	2,516	2,240	1,636	4,661	5,730
BPS	12,790	14,458	15,027	19,614	25,236
CFPS	3,077	3,149	3,508	7,198	8,180
주당 현금배당금	250	300	0	0	0
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	42.7	40.3	56.7	19.9	16.2
PER(최저)	24.7	26.4	40.2	14.1	11.5
PBR(최고)	8.4	6.2	6.2	4.7	3.7
PBR(최저)	4.9	4.1	4.4	3.4	2.6
PCR	21.4	26.0	19.2	9.4	8.2
EV/EBITDA(최고)	27.2	23.8	26.0	14.8	12.8
EV/EBITDA(최저)	16.0	16.2	21.9	12.4	10.7

SK COMPANY Analysis



Analyst

전영현

yj6752@sk.com

02-3773-9181

Company Data

자본금	5 십억원
발행주식수	1,005 만주
자사주	0 만주
액면가	500 원
시가총액	1,417 십억원

주요주주

코스맥스비티아이(외)	26.02%
국민연금공단	12.69%
외국인지분	23.90%
배당수익률	0.20%

Stock Data

주가(18/10/12)	141,000 원
KOSPI	2161.85 pt
52주 Beta	1.15
52주 최고가	179,000 원
52주 최저가	113,500 원
60일 평균 거래대금	13 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-5.4%	-0.1%
6개월	-3.4%	9.1%
12개월	14.6%	31.2%

코스맥스 (192820/KS | 매수(신규편입) | T.P 170,000 원(신규편입))

글로벌 No.1, 투자 회수기 진입도 가장 빠른 것

- 투자 의견 Buy와 목표주가 170,000 원으로 신규 커버리지 개시
- 국내 온라인 채널 중심 화장품 브랜드들의 성장에 따른 구조적 수혜 예상
- 경쟁사 대비 색조 제품 생산 경쟁력을 보유, 고성능중인 중국 색조 시장 선점에 유리
- 미국 누월도 인수로 Capa 확보와 더불어 선진국 시장 내 유의미한 점유율 확보 기대
- 태국, 인도 등 신흥국에 선제적으로 진출, 향후 동남아 시장 성장에 따른 수혜 기대

모든 사이트의 선점 효과, 투자 회수기 접어들며 더욱 돋보일 것

동사는 2017년 기준 전세계 화장품 ODM 시장 내 가장 큰 매출 규모를 가진 회사로, 국내 경쟁사들 대비 선제적으로 글로벌 생산 사이트를 구축하였다. 2018년 매출액과 영업이익은 각각 y-y +38.4%와 +61.0% 증가한 1조 2,230 억원과 566 억원을 기록할 것으로 추정하며, 남은 하반기와 2019년에 동남아를 제외한 모든 사이트에서 유의미한 수익성 개선이 나타날 것으로 전망한다. 먼저 1) 국내 법인의 경우, 타 업체들과 마찬가지로 온라인 및 H&B 채널 확대에 의한 구조적인 수혜가 가능할 것이며, 2) 중국 역시 비슷한 흐름을 보이고 있어 ODM 업체들에게 우호적인 상황이다. 그 중에서도 동사는 경쟁사들 대비 중국 내 가장 큰 생산 Capa를 보유하고 있어 더욱 긍정적이다. 특히, 동사는 색조 화장품 매출 비중(4~50%, 별도 기준)이 타사 대비 크고, 색조 제품 생산에도 큰 경쟁력을 가지고 있어 향후 고성장이 기대되는 중국의 색조 시장 성장에 따른 수혜도 기대된다. 3) 북미지역에서는 미국 내 3위 ODM 업체인 누월도를 인수하면서 본격적으로 선진국 시장에서의 점유율 확대에 박차를 가하고 있다. 4) 장기적으로 성장 잠재력이 높은 동남아 시장에서도 빠른 생산 설비와 유통망 구축으로 향후 신흥국 시장 수요가 본격적으로 증가할 경우, 경쟁사 대비 선제적인 대응이 가능할 것으로 전망한다.

투자 의견 Buy와 목표주가 170,000 원으로 신규 커버리지 개시

코스맥스에 대해 투자 의견 Buy, 목표주가 170,000 원으로 신규 커버리지를 재개한다. 목표주가는 브랜드 회사들과 동일하게 2019년 예상 실적을 기준으로 산출하였으며, 글로벌 화장품 4개사의 PER 평균에 10% 할증한 값을 적용하였다. 모든 사이트에서의 선점 효과로 업체들 중 가장 빨리 투자 회수기에 진입할 것으로 보이며, 글로벌 업체들에 비해 최근 부각되고 있는 대외 리스크 노출도가 낮음을 감안해 프리미엄을 적용하였다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	십억원	533	757	884	1,223	1,420	1,651
yoy	%	59.7	41.9	16.8	38.4	16.1	16.3
영업이익	십억원	36	53	35	57	83	119
yoy	%	47.7	46.4	-33.2	61.0	47.1	42.8
EBITDA	십억원	45	65	55	81	109	145
세전이익	십억원	29	46	25	50	75	110
순이익(지배주주)	십억원	21	35	19	38	58	79
영업이익률%	%	6.7	7.0	4.0	4.6	5.9	7.2
EBITDA%	%	8.5	8.6	6.3	6.7	7.7	8.8
순이익률	%	3.5	4.2	1.8	2.8	3.6	4.5
EPS	원	2,301	3,759	1,876	3,744	5,428	7,830
PER	배	78.0	31.8	62.4	37.7	26.0	18.0
PBR	배	16.9	5.7	5.4	5.1	4.2	3.5
EV/EBITDA	배	41.2	21.4	28.3	22.4	16.6	12.4
ROE	%	23.8	22.5	8.8	15.2	17.8	21.1
순차입금	십억원	190	179	362	400	396	388
부채비율	%	354.8	221.2	309.0	317.4	275.1	240.2

Valuation & 실적추정

코스맥스 PER Valuation

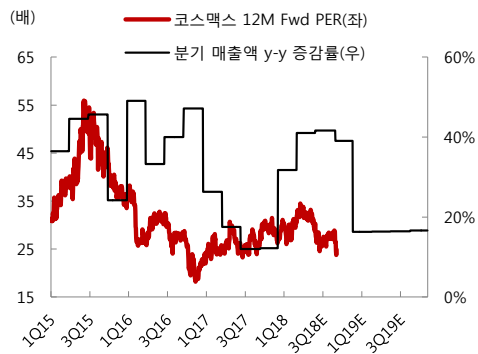
구분	단위	Value	Multiple	Fair Value	비고
2019년 예상 지배주주순이익	십억원	579	29.2	16,920	글로벌 화장품 4개사 19년 평균 PER을 10% 할증
Shares Outstanding('000)	천주			10,046	발행 주식수 - 자기주식수
Fair Value per share	원			168,428	
Target Price	원			170,000	Upside +20.6%

자료: Bloomberg, SK 증권

주 1: 글로벌 화장품 4개사는 에스티로더, 로레알, 시세이도를 포함하며, 코스맥스의 중국 로컬 브랜드 생산 비중이 커지고 있음을 감안해 상하이자화도 피어로 설정

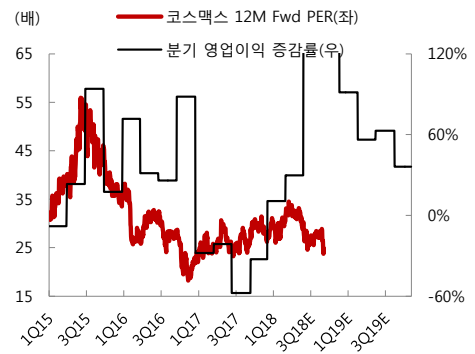
주 2: 글로벌 4사 대비 대외 리스크 노출도가 낮음을 감안하여 평균 PER 에 10% 할증 적용

코스맥스 12M Fwd PER과 분기 매출액 y-y 증감률



자료 : Quantiwise, SK 증권

코스맥스 12M Fwd PER과 분기 영업이익 y-y 증감률



자료 : Quantiwise, SK 증권

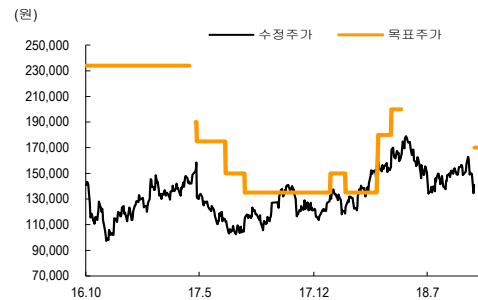
코스맥스 분기별 실적추정

(단위: 십억원)

		1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18E	4Q18E	2017	2018E	2019E
Sales	Sales	219.1	232.3	208.5	224.0	288.7	327.5	295.3	311.4	884.0	1,223.0	1,419.9
	y-y	26.3%	17.5%	12.0%	12.2%	31.8%	41.0%	41.6%	39.0%	16.8%	38.4%	16.1%
	KOREA	142.3	137.7	119.2	129.0	152.4	190.2	156.2	161.2	528.2	660.0	745.8
	CHINA	77.0	105.5	88.0	100.7	99.1	121.6	112.6	129.0	371.2	462.2	554.7
	Shanghai	67.7	92.2	77.5	89.4	80.4	106.5	99.2	114.4	326.8	400.4	480.5
	Guangzhou	9.3	13.4	10.5	11.3	18.8	15.1	13.4	14.5	44.5	61.8	74.2
	Indonesia	2.9	1.9	2.3	1.9	1.7	2.4	2.0	2.5	9.0	8.7	13.0
	USA(오후이오)	7.2	6.3	11.9	12.6	15.5	14.5	14.0	15.0	38.1	59.0	73.7
	USA(누월드)	-	-	-	-	27.3	24.2	29.0	32.0	-	112.5	123.7
y-y	KOREA	14.8%	7.5%	-3.6%	-0.7%	7.1%	38.2%	31.0%	25.0%	4.5%	25.0%	13.0%
	CHINA	32.6%	29.8%	23.8%	37.1%	28.7%	15.2%	28.0%	28.0%	30.8%	24.5%	20.0%
	Shanghai	33.8%	28.1%	22.0%	33.8%	18.7%	15.5%	28.0%	28.0%	29.2%	22.5%	20.0%
	Guangzhou	24.7%	43.0%	38.9%	70.9%	102.2%	13.0%	28.0%	28.0%	43.6%	39.0%	20.0%
	Indonesia	527.6%	254.5%	264.4%	41.5%	-40.0%	31.4%	-13.6%	29.0%	201.0%	-3.6%	50.0%
	USA(오후이오)	155.3%	36.3%	189.1%	111.4%	115.4%	127.8%	17.2%	19.4%	116.9%	55.0%	25.0%
	USA(누월드)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	100%
OP(추정)	OP	9.4	14.3	5.0	6.4	10.4	18.6	11.3	16.3	35.1	56.6	83.2
	y-y	-28.0%	-21.2%	-57.8%	-32.5%	10.6%	29.7%	124.4%	155.7%	-33.2%	61.0%	47.0%
	OPM	4.3%	6.2%	2.4%	2.8%	3.6%	5.7%	3.8%	5.2%	4.0%	4.6%	5.9%
	KOREA	8.0	7.0	2.4	1.5	5.0	7.7	4.7	7.3	18.8	24.7	37.5
	CHINA	7.2	11.7	4.4	7.4	7.4	11.0	8.3	10.7	30.6	37.4	46.5
	Shanghai	5.8	8.8	3.1	6.3	5.2	8.0	5.5	9.2	23.9	27.8	34.8
	Guangzhou	1.4	2.9	1.3	1.1	2.2	3.0	2.8	1.5	6.7	9.6	11.7
	Indonesia	0.3	-0.2	0.1	0.1	-0.8	-1.1	-0.4	-0.1	0.3	-2.4	0.3
	USA(오후이오)	-5.9	-5.5	-3.0	-2.6	-3.6	-3.8	-3.0	-2.0	-17.0	-12.5	-10.4
	USA(누월드)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	1.2	0.5	0.5	-	2.2	2.1
% Margin	KOREA	5.6%	5.1%	2.0%	1.1%	3.3%	4.1%	3.0%	4.5%	3.6%	3.7%	5.0%
	CHINA	9.3%	11.1%	5.0%	7.3%	7.5%	9.1%	7.3%	8.3%	8.2%	8.1%	8.4%
	Shanghai	8.5%	9.5%	4.0%	7.0%	6.5%	7.5%	5.5%	8.0%	7.3%	6.9%	7.2%
	Guangzhou	15.2%	22.0%	12.0%	10.0%	11.7%	20.0%	21.0%	10.5%	15.2%	15.5%	15.8%
	Indonesia	10.4%	-10.8%	4.3%	5.2%	-45.3%	-45.7%	-20.0%	-5.0%	3.3%	-28.0%	2.0%
	USA(오후이오)	-81.7%	-86.7%	-25.1%	-20.7%	-23.3%	-26.6%	-21.4%	-13.3%	-44.6%	-21.1%	-14.1%
	USA(누월드)	-	-	-	-	0.0%	5.0%	1.7%	1.6%	-	2.0%	1.7%

자료: 코스맥스, SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고최저 주가대비
2018.10.15	매수	170,000원	6개월		
2018.05.30	담당자 변경				
2018.05.11	매수	200,000원	6개월	-23.12%	-10.50%
2018.04.16	매수	180,000원	6개월	-14.04%	-11.39%
2018.02.14	중립	135,000원	6개월	1.51%	14.44%
2018.01.17	중립	150,000원	6개월	-13.95%	-8.33%
2017.11.14	중립	135,000원	6개월	-8.86%	4.44%
2017.08.10	매수	135,000원	6개월	-8.37%	4.44%
2017.07.12	매수	150,000원	6개월	-28.97%	-25.00%
2017.07.05	매수	150,000원	6개월	-27.87%	-25.00%
2017.05.12	매수	175,000원	6개월	-30.10%	-23.43%
2017.05.10	매수	190,000원	6개월	-18.16%	-16.58%
2017.05.01	담당자 변경				



Compliance Notice

- 작성자(전영현)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2018년 10월 15일 기준)

매수	92.13%	중립	7.87%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	396	500	647	724	839
현금및현금성자산	68	39	58	62	70
매출채권및기타채권	192	251	300	327	380
재고자산	125	185	255	297	345
비유동자산	270	434	443	462	481
장기금융자산	11	16	16	16	16
유형자산	236	307	309	314	318
무형자산	6	91	94	93	92
자산총계	666	934	1,091	1,186	1,321
유동부채	384	522	592	634	696
단기금융부채	190	242	248	248	248
매입채무 및 기타채무	162	256	311	347	404
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	75	184	237	236	236
장기금융부채	60	163	215	215	215
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	0	0	0	0	0
부채총계	459	706	829	870	933
지배주주지분	211	218	277	335	410
자본금	5	5	5	5	5
자본잉여금	151	151	129	129	129
기타자본구성요소	0	0	0	0	0
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	58	65	143	195	264
비지배주주지분	-4	10	-15	-19	-22
자본총계	207	228	261	316	388
부채외자본총계	666	934	1,091	1,186	1,321

현금흐름표

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	31	0	3	51	62
당기순이익(손실)	31	16	34	51	75
비현금성항목등	38	45	56	58	70
유형자산감가상각비	12	20	24	25	25
무형자산상각비	1	1	1	1	1
기타	6	5	0	-5	-5
운전자본감소(증가)	-26	-41	-79	-34	-47
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-47	-57	-48	-27	-53
재고자산감소(증가)	-41	-60	-71	-41	-48
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	56	94	55	36	56
기타	6	-19	-16	-2	-3
법인세납부	-13	-20	-8	-24	-36
투자활동현금흐름	-97	-172	-21	-30	-30
금융자산감소(증가)	-7	-7	-1	0	0
유형자산감소(증가)	-88	-81	-20	-30	-30
무형자산감소(증가)	-1	-85	0	0	0
기타	-2	1	0	0	0
재무활동현금흐름	117	143	37	-17	-24
단기금융부채증가(감소)	-5	53	-14	0	0
장기금융부채증가(감소)	44	107	62	0	0
자본의증가(감소)	93	0	0	0	0
배당금의 지급	-6	-10	-3	-3	-10
기타	-8	-7	-8	-14	-14
현금의 증가(감소)	51	-29	19	4	8
기초현금	17	68	39	58	62
기말현금	68	39	58	62	70
FCF	-58	-169	-25	18	29

자료 : 코스맥스, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	757	884	1,223	1,420	1,651
매출원가	639	772	1,033	1,195	1,384
매출총이익	118	112	190	225	266
매출총이익률 (%)	15.6	12.7	15.5	15.8	16.1
판매비와관리비	65	77	133	142	148
영업이익	53	35	57	83	119
영업이익률 (%)	7.0	4.0	4.6	5.9	7.2
비영업손익	-6	-10	-7	-8	-8
순금융비용	7	9	12	14	14
외환관련손익	-1	-3	0	0	0
관계기업투자등 관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	46	25	50	79	110
세전계속사업이익률 (%)	6.1	2.9	4.1	5.3	6.7
계속사업법인세	15	10	16	24	36
계속사업이익	31	16	34	54	75
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	31	16	34	54	75
순이익률 (%)	4.2	1.8	2.8	3.8	4.5
지배주주	35	19	38	58	79
지배주주귀속 순이익률(%)	4.59	2.13	3.08	3.84	4.77
비지배주주	-3	-3	-4	-4	-4
총포괄이익	24	16	41	58	82
지배주주	28	19	44	61	86
비지배주주	-4	-3	-3	-3	-3
EBITDA	65	55	81	109	145

주요투자지표

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
성장성 (%)					
매출액	41.9	16.8	38.4	16.1	16.3
영업이익	46.4	-33.2	61.0	47.1	42.8
세전계속사업이익	57.6	-45.7	97.0	50.1	47.7
EBITDA	44.6	-15.0	46.9	34.2	32.9
EPS(계속사업)	63.4	-50.1	99.6	45.0	44.3
수익성 (%)					
ROE	22.5	8.8	15.2	17.8	21.1
ROA	5.7	1.9	3.3	4.5	6.0
EBITDA마진	8.6	6.3	6.7	7.7	8.8
안정성 (%)					
유동비율	103.2	95.8	109.3	114.3	120.5
부채비율	221.2	309.0	317.4	275.1	240.2
순차입금/자기자본	86.5	158.4	153.2	125.3	99.9
EBITDA/이자비용(배)	9.5	5.9	6.7	7.9	10.4
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	3,759	1,876	3,744	5,428	7,830
BPS	20,990	21,704	27,533	33,339	40,847
CFPS	5,115	3,890	6,207	8,009	10,440
주당 현금배당금	1,000	300	300	1,000	1,000
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	51.0	84.5	47.8	33.0	22.9
PER(최저)	25.9	54.6	31.5	21.7	15.1
PBR(최고)	9.1	7.3	6.5	5.4	4.4
PBR(최저)	4.6	4.7	4.3	3.5	2.9
PCR	23.4	30.1	22.7	17.6	13.5
EV/EBITDA(최고)	30.1	35.9	27.1	20.1	15.1
EV/EBITDA(최저)	17.9	25.7	19.6	14.5	10.8

SK COMPANY Analysis



Analyst

전영현

yj6752@sk.com

02-3773-9181

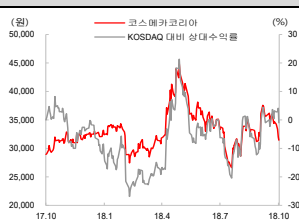
Company Data

자본금	5 십억원
발행주식수	1,068 만주
자사주	0 만주
액면가	500 원
시가총액	336 십억원
주요주주	
박은희(외3)	38.95%
박선기(외2)	6.29%
외국인지분률	14.20%
배당수익률	0.60%

Stock Data

주가(18/10/12)	31,450 원
KOSDAQ	731.5 pt
52주 Beta	0.60
52주 최고가	44,850 원
52주 최저가	26,600 원
60일 평균 거래대금	2 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-2.3%	10.3%
6개월	-1.4%	18.8%
12개월	8.6%	-1.0%

코스메카코리아 (241710/KQ | 매수(신규편입) | T.P 43,000 원(신규편입))

성장 잠재력이 가장 큰 ODM 회사

- 투자 의견 Buy와 목표주가 43,000 원으로 신규 커버리지를 개시
- VT 코스메틱, JM 솔루션, 닥터자르트 등 온라인 고성장 브랜드 오더 확대 중
- 온라인 고객사 비중 확대는 향후에도 지속적으로 영업 레버리지 효과를 극대화시킬 것
- 2019년 공격적인 설비 투자에 대한 회수기간에 돌입하며 본격적인 이익 개선 기대

일시적으로 끝나지 않을 온라인 고객 비중 확대

2018년 2분기 기준 동사의 채널별 매출 비중을 살펴보면 온라인 비중이 50%로 가장 높았으며, 중국법인인 15%, 로드샵 15%, 홈쇼핑 11%, 수출이 9%로 그 뒤를 잇고 있다. 온라인 비중은 2017년 대비 2.8배 확대되었으며, 반면에 로드샵과 홈쇼핑 채널 비중은 각각 50%와 40% 가량 축소되며 가장 큰 변화를 보였다. 이는 최근 국내 화장품 시장의 판도 변화를 잘 나타내주고 있는데, 동사의 경우, 이러한 시장 구조 변화에 따른 수혜가 가장 두드러질 전망이다. 특히, 1) VT 코스메틱, TS 삼푸, 닥터자르트 등 온라인 채널과 H&B 스토어에서 고성장하고 있는 브랜드들에 대한 오더가 지속적으로 확대되는 것으로 파악돼 영업 레버리지 효과 증대 측면에서 긍정적이다. 또한, 2) 공격적인 설비 투자로 생산 Capa가 2017년 2.4억개에서 2019년 7.5억개까지 늘어나며 향후 증가하는 오더 수요를 적극적으로 흡수할 수 있을 것으로 보인다. 3) 중국 로컬 브랜드 고성장에 따른 수혜도 기대된다. 중국 절강성(평후) 지역에 신규 공장을 증설함에 따라 주변 고객 확보가 용이해질 전망이다.

2018년과 2019년 영업이익은 각각 y-y +60.2%와 +34.1% 증가한 176억원과 236억원을 기록할 것으로 추정한다. 2019년, 국내와 중국법인이 본격적인 투자 회수기간에 진입하고, 상반기에 인수한 '잉글우드랩' 역시 미국 내 사업 정상화 과정을 거치면서 외형 고성장과 마진 개선을 동반할 것으로 전망한다.

투자 의견 Buy, 목표주가 43,000 원 제시

코스메카코리아에 대해 투자 의견 Buy와 목표주가 43,000 원으로 신규 분석을 개시한다. 목표주가는 2019년 예상 실적을 기준으로 산출하였으며, 경쟁사인 코스맥스와 한국콜마의 예상 2019년 PER의 평균인 21.6배를 적용하였다. 향후 성장성을 감안하여, 할인율을 적용하지 않았으며, 당사는 2020년까지 연평균 +33.8% 수준의 매출액 성장을 전망한다. 현재 주가는 최근 1년간 고점 대비 -31% 가량 하락한 상황으로 2018년 예상 PER도 22배로 밸류에이션 부담도 크지 않아 적극적인 투자가 유효한 시점이다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	십억원	99	165	182	303	395	437
yoy	%	45.1	66.6	10.4	66.5	30.0	10.8
영업이익	십억원	6	13	11	18	24	31
yoy	%	156.2	105.5	-16.3	60.2	34.1	30.0
EBITDA	십억원	9	16	15	24	36	44
세전이익	십억원	6	13	11	19	25	33
순이익(지배주주)	십억원	5	12	10	16	21	28
영업이익률%	%	6.4	8.0	6.0	5.8	6.0	7.0
EBITDA%	%	8.9	9.6	8.1	8.0	9.0	10.1
순이익률	%	5.1	7.0	5.5	5.1	5.2	6.3
EPS	원	628	1,350	930	1,456	1,929	2,579
PER	배	0.0	20.7	34.9	21.6	16.3	12.2
PBR	배	0.0	2.9	3.1	2.5	2.2	1.8
EV/EBITDA	배	0.0	15.8	21.1	16.2	11.0	8.6
ROE	%	24.6	18.0	9.1	12.6	14.4	16.4
순차입금	십억원	12	-50	-38	15	15	2
부채비율	%	205.7	36.4	33.1	107.0	265.9	403.4

Valuation 및 실적추정

코스메카코리아 PER Valuation

	단위	Value	Multiple	Fair Value	비고
2019년 예상 실적기준 지배주주순이익	억원	210	21.6	4,538	코스맥스, 한국콜마 평균 2019년E PER
Shares Outstanding('000)	천주			10,680	
Fair Value per share	원			42,486	
Target Price	원			43,000	Upside +36.7%

자료: Bloomberg, SK 증권

주: 아직까지 매출 규모가 크지 않음을 감안해 국내 ODM 업체 2 개사(한국콜마, 코스맥스)를 피어로 설정

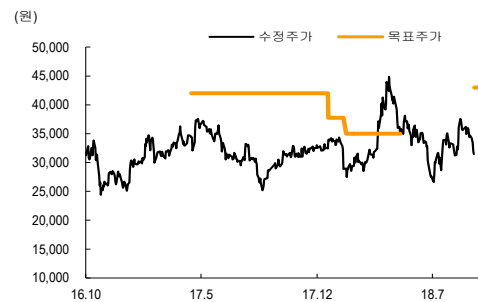
코스메카코리아 분기별 실적추정

(단위: 백만원)

		1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2017	2018E	2019E
Sales	Sales	50,570	49,859	37,349	44,550	53,161	79,600	82,147	88,586	182,328	303,494	394,558
	y-y %	48.2%	14.6%	-12.9%	-0.2%	5.1%	59.7%	119.9%	98.8%	10	66	30
	Domestic	33,626	31,497	23,012	31,376	39,544	62,221	39,120	37,652	119,511	178,537	199,676
	Export	11,251	6,749	7,519	7,686	6,749	8,013	8,647	9,223	33,205	32,632	37,527
	China	8,942	8,433	9,146	9,586	8,319	11,267	11,890	14,379	36,107	45,855	59,006
	잉글우드랩	-	-	-	-	-	-	24,500	29,500	-	54,000	110,257
	연결조정	-3,249	-4,648	-2,328	-4,098	-1,451	-1,901	-2,010	-2,167	-14,323	-7,530	-11,908
y-y %	Domestic	26.0%	7.5%	-15.2%	4.2%	17.6%	97.5%	70.0%	20.0%	5.5%	49.4%	11.8%
	Export	50.8%	-37.2%	-42.9%	-13.0%	-40.0%	18.7%	15.0%	20.0%	-17.4%	-1.7%	15.0%
	China	258.5%	41.8%	73.5%	11.1%	-7.0%	33.6%	30.0%	50.0%	61.6%	27.0%	28.7%
	잉글우드랩	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	100.0%
	연결조정	29.3%	87.7%	-14.7%	41.2%	-55.3%	-59.1%	-13.7%	-47.1%	34.8%	-47.4%	58.1%
OP	OP	4,825	5,237	481	448	649	9,640	3,055	4,268	10,992	17,610	23,610
	y-y %	40.9%	31.8%	-77.8%	-87.4%	-86.6%	84.1%	535.0%	852.9%	-16.3%	60.2%	34.1%
	OPM %	9.5%	10.5%	1.3%	1.0%	1.2%	12.1%	3.7%	4.8%	6.0%	5.8%	6.0%
y-y %	코스메카 개별	3,099	4,321	-69	234	673	8,863	2,974	3,577	7,585	16,088	18,382
	이외	1,726	916	550	214	-25	776	819	990	3,407	2,561	4,163
	잉글우드랩	-	-	-	-	-	-	-739	-299	-	-1,038	1,065
OPM %	코스메카 개별	7.4%	12.9%	-0.2%	0.7%	1.5%	13.0%	6.5%	8.0%	5.5%	7.9%	8.2%
	이외	19.3%	10.9%	6.0%	2.2%	-0.3%	6.9%	6.9%	6.9%	9.4%	5.6%	7.1%
	잉글우드랩	-	-	-	-	-	-	-3.0%	-1.0%	-	-4.3%	1.0%

자료: 코스메카코리아, SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고최저 주가대비
20181015	매수	43,000원	6개월		
20180530	담당자 변경				
20180219	매수	35,000원	6개월	-3.93%	28.14%
20180117	매수	37,750원	6개월	-11.43%	-9.01%
20170627	매수	42,000원	6개월	-24.02%	-10.48%
20170524	매수	42,000원	6개월	-15.41%	-10.48%
20170510	매수	42,000원	6개월	-16.00%	-10.48%
20170501	담당자 변경				



Compliance Notice

- 작성자(전영현)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6개월 기준 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2018년 10월 15일 기준)

매수	92.13%	중립	7.87%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	101	91	194	532	928
현금및현금성자산	50	38	109	422	806
매출채권및기타채권	31	32	53	69	77
재고자산	15	15	26	33	37
비유동자산	42	61	160	172	183
장기금융자산	2	2	2	2	2
유형자산	38	53	108	117	125
무형자산	1	3	47	48	50
자산총계	143	151	354	704	1,111
유동부채	36	35	73	90	97
단기금융부채	2	2	19	19	19
매입채무 및 기타채무	31	29	48	62	69
단기충당부채	0	0	1	1	1
비유동부채	2	3	110	422	793
장기금융부채	0	0	106	419	790
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	0	0	0	0	0
부채총계	38	38	183	512	890
지배주주지분	105	113	133	154	182
자본금	3	3	5	5	5
자본잉여금	70	70	72	72	72
기타자본구성요소	0	0	0	0	0
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	32	41	56	76	104
비지배주주지분	0	0	38	38	38
자본총계	105	113	171	192	221
부채외자본총계	143	151	354	704	1,111

현금흐름표

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	4	10	39	22	34
당기순이익(손실)	12	10	16	21	28
비현금성항목등	7	6	10	15	17
유형자산감가상각비	3	4	6	11	12
무형자산상각비	0	0	0	1	2
기타	2	1	0	-1	-1
운전자본감소(증가)	-14	-4	17	-9	-4
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-9	-1	-5	-16	-7
재고자산감소(증가)	-6	-1	24	-8	-4
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	3	-1	0	14	7
기타	-2	-1	-1	0	0
법인세납부	0	-2	-4	-4	-6
투자활동현금흐름	-13	-22	-73	-22	-19
금융자산감소(증가)	0	0	1	0	0
유형자산감소(증가)	-13	-20	-15	-20	-20
무형자산감소(증가)	0	-3	-3	-3	-3
기타	0	0	-56	1	4
재무활동현금흐름	55	0	104	313	369
단기금융부채증가(감소)	-10	0	12	0	0
장기금융부채증가(감소)	-5	0	93	313	371
자본의증가(감소)	72	0	0	0	0
배당금의 지급	0	0	-1	0	0
기타	-2	0	0	-1	-2
현금의 증가(감소)	47	-12	71	313	384
기초현금	3	50	38	109	422
기말현금	50	38	109	422	806
FCF	-7	-11	-9	0	12

자료 : 코스메카코리아, SK증권

포괄손익계산서

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	165	182	303	395	437
매출원가	130	143	244	316	349
매출총이익	35	39	60	78	88
매출총이익률 (%)	21.3	21.4	19.7	19.9	20.1
판매비와관리비	22	28	42	55	57
영업이익	13	11	18	24	31
영업이익률 (%)	8.0	6.0	5.8	6.0	7.0
비영업손익	0	0	1	1	3
순금융비용	0	0	0	0	-2
외환관련손익	0	-1	-1	-1	-1
관계기업투자등 관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	13	11	19	25	33
세전계속사업이익률 (%)	8.1	5.9	6.2	6.3	7.6
계속사업법인세	2	1	3	4	6
계속사업이익	12	10	16	21	28
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	12	10	16	21	28
순이익률 (%)	7.0	5.5	5.1	5.2	6.3
지배주주	12	10	16	21	28
지배주주귀속 순이익률(%)	6.97	5.45	5.12	5.22	6.3
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	11	9	16	21	28
지배주주	11	9	16	21	28
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	16	15	24	36	44

주요투자지표

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
성장성 (%)					
매출액	66.6	104	66.5	30.0	10.8
영업이익	105.5	-16.3	60.2	34.1	30.0
세전계속사업이익	142.1	-20.3	76.1	32.5	33.7
EBITDA	79.5	-6.9	64.2	47.1	24.4
EPS(계속사업)	114.9	-31.1	56.5	32.5	33.7
수익성 (%)					
ROE	18.0	9.1	12.6	14.4	16.4
ROA	10.8	6.8	6.2	3.9	3.0
EBITDA마진	9.6	8.1	8.0	9.0	10.1
안정성 (%)					
유동비율	279.5	260.8	263.8	592.9	953.2
부채비율	36.4	33.1	107.0	265.9	403.4
순차입금/자기자본	-48.0	-33.6	8.7	7.8	0.8
EBITDA/이자비용(배)	38.9	151.7	264.3	57.1	20.2
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	1,350	930	1,456	1,929	2,579
BPS	9,816	10,624	12,429	14,422	17,064
CFPS	1,670	1,283	2,076	3,057	3,857
주당 현금배당금	0	200	0	0	0
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	25.1	40.4	30.8	23.3	17.4
PER(최저)	18.1	27.0	18.3	13.8	10.3
PBR(최고)	3.5	3.5	3.6	3.1	2.6
PBR(최저)	2.5	2.4	2.1	1.8	1.6
PCR	16.8	25.3	15.2	10.3	8.2
EV/EBITDA(최고)	19.8	24.8	22.1	15.0	11.8
EV/EBITDA(최저)	13.4	-2.4	14.0	9.6	7.4

memo
