

## 화장품 Neutral [Downgrade]

# Missing Chinese

대형 업체들을 중심으로 브랜드별 성장률 둔화가 지속되며 한국 화장품 브랜드에 대한 성장성과 경쟁력에 대한 의구심이 제기되고 있다. 면세점 매출액, 수출액, 중국인 인바운드 수는 그간 화장품 산업을 예측하는 주요 지표였다. 과거 화장품 산업의 호황기와 비교해 변한 것은 이러한 지표와 화장품 매출액과의 연관성이 감소했다는 점이다. 이러한 지표들이 빠르게 변화하는 소비자의 구매 패턴에 보조를 맞추지 못할 때도 있다. 낙관적이지 않은 화장품 산업 환경 속에서도 존재하는 화장품 구매 트렌드 변화를 확인해 보고자 한다.

기업분석 생활용품/섬유 의복 Analyst 조경진  
02-3787-4776, kjcho@kiwoom.com

## Contents



## I. Summary 3

- > 화장품 산업 불확실성 장기화 3
- > Key Chart 4
- > 화장품 커버리지 2Q19 실적리뷰 5
- > Coverage 화장품 업체 컨센서스 추이 9

## II. Next Human Inedx를 찾아서 11

- > 인바운드, 면세점 매출액 등  
매크로 지표와 연관성 감소 11
- > 립스틱 인덱스(Lipstick Index) 현상 15

## III. 피부 미용 트렌드 변화 17

- > 화장품 산업 이슈 21
- > 브랜드 3사 최근 3년 주가 영향 이슈 23
- > Appendix 24

## 기업분석 26

- > LG생활건강 (051900) 27
- > 아모레퍼시픽 (090430) 30
- > 애경산업 (018250) 33
- > 신세계인터내셔널 (031430) 36

## Compliance Notice

- 당사는 8월 20일 현재 상기 언급된 종목들의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

## 화장품 업종

## &gt;&gt;&gt; 중국發 소비의 빈자리

화장품 업종에 대한 투자의견을 Overweight에서 Neutral로 하향한다. 2019년 하반기 화장품 산업은 구조적인 변화가 진행 중에 있으며, 화장품 업종의 외형 및 이익 개선은 제한적일 것으로 전망한다. 1) 국내 화장품 업체들은 유통 채널 효율화를 위해 온/오프라인 구조조정을 단행하고 있으며, 2) 수요 증대를 위한 마케팅 비용 투입, 3) 해외에서는 한국 화장품에 대한 브랜드력을 확인하는 국면에 있다. 낙관적이지 않은 화장품 산업 환경 속에서 화장품 구매 트렌드 변화를 확인해보고자 한다.

## &gt;&gt;&gt; 럭셔리 수요는 언제나 견고

경기침체 시기에도 럭셔리 화장품의 판매량은 견고했다. 과거, 립스틱 인덱스 (Lipstick Index) 이를 확인할 수 있었다. 경제가 후퇴기에 있을 때 여성들이 가방, 신발 대신 수용 가능한(affordable) 작은 사치가 초점으로 가방, 의류 등과 비교해 비교적 저렴한 화장품을 통해 효용을 극대화할 수 있는 소비가 증가하기 때문이다. 화장품 업체들의 매출 증가가 중국인 인바운드, 면세점 매출액 등과 같은 매크로 지표와의 연관성이 감소함에 따라 립스틱 인덱스 (Lipstick Index)가 화장품 판매량 전체를 가늠하는 척도는 아니나 소비자들의 구매 성향과 소비 행태를 예측할 수 있는 한 지표라고 할 수 있다. 이를 통해 트렌드를 파악할 수 있고, 화장품 브랜드는 이에 맞는 브랜드 및 마케팅을 진행할 수 있을 것으로 판단한다.

## &gt;&gt;&gt; 불황 속에도 트렌드는 존재한다

바르는 화장품보다 더욱 효과적인 피부 미용 솔루션이 확대되고 있으며 노화에 대응하는 적극적인 뷰티 솔루션에 대한 수요가 증가했다. 세계 미용 기기 시장 규모는 '17-'22년 CAGR +7.6% 성장 전망되며, 집에서 '제대로' 관리하는 홈케어 시장이 확대되고 있다. 이에 따라 화장품 업계에서는 LED 마스크, 클렌저 등의 제품 카테고리를 확장하고 있는 추세다.

## &gt;&gt;&gt; 화장품 산업 이슈

- 중국의 新전자상거래법 규제 영향
- 일본 화장품 불매 운동 영향
- 그루밍족: 화장하는 남자 증가

# I. Summary

## >>> 화장품 산업 불확실성 장기화

화장품 산업은 구조적인 변화가 진행 중이다. 1) 국내 화장품 업체들은 유통 채널 효율화를 위해 온/오프라인 구조조정을 단행하고 있으며, 2) 수요 증대를 위한 마케팅 비용 투입, 3) 한국 화장품에 대한 브랜드력을 확인하는 국면에 있다. 이에 따라, 2019년 하반기, 화장품 업종의 외형 및 이익 개선은 제한적일 것으로 전망한다. 낙관적이지 않은 화장품 산업 환경 속에서 중장기적인 화장품 구매 트렌드 변화를 확인해보고 미래 화장품 산업 동력을 찾아보고자 한다.

화장품 업종 시가총액 1,2위인 LG생활건강과 아모레퍼시픽의 시가총액은 19년 8월 19일 증가 기준 각각 18조 117억원, 7,220억원으로 연초대비 -36.18%, +7.31%의 등락을 보였으며, 14년 이후 고점 대비 각각 -72.25%, -21.62% 하락했다. 또한 화장품 업체들의 12개월 FWD 평균 PER 17배는 과거 역사적 상단 38배 대비 약 50% 할인, 평균 26배 대비 약 33% 할인된 수준이다. 주요 수출국이자 소비국인 중국 화장품 시장은 성장하고 있는데, 중국발 수요에 의해 성장한 우리나라의 화장품 업종의 디레이팅이 불가피한 요인으로 1) 사드 발생 이후 중국 내 시장 점유율 감소, 2) 중국 로컬 브랜드의 선전으로 중저가 K-뷰티 브랜드력 및 선호도 감소, 3) 글로벌 럭셔리 제품으로의 수요 이동 등이 있다.

대형주를 위주로 업체들의 주가는 역사적 밸류에이션 하단 수준에 있지만 2Q19 주요 화장품 업체들의 실적이 시장 기대치를 하회하면서 주가 변동폭이 확대됐고, 실적 전망치는 하향 조정되고 있다. 하반기에도 전방 수요 부진과 업황에 대한 불확실성이 지속될 것으로 전망함에 따라 브랜드, 실적 개선에 대한 기대치를 낮출 필요가 있다는 판단이다. 이에 따라 화장품 업종에 대한 투자 의견은 Overweight에서 Neutral로 하향 조정하고, 업종 내 불확실성이 지속되고 있음에도 타 업체 대비 비교적 안정적인 성장을 시현하고 있는 LG생활건강을 최선호주 제시한다.

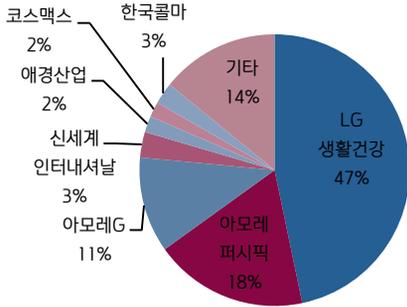
### 화장품 업종 12MF PER 추이



자료: Dataguide, 키움증권 리서치

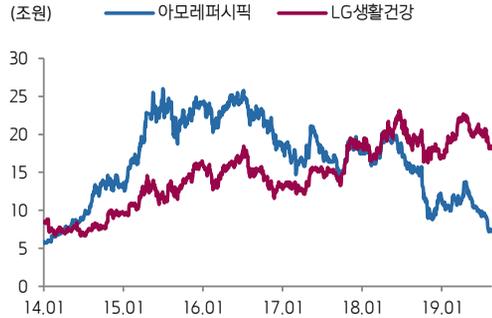
## >>> Key Chart

### 화장품 업종 시가총액 비중



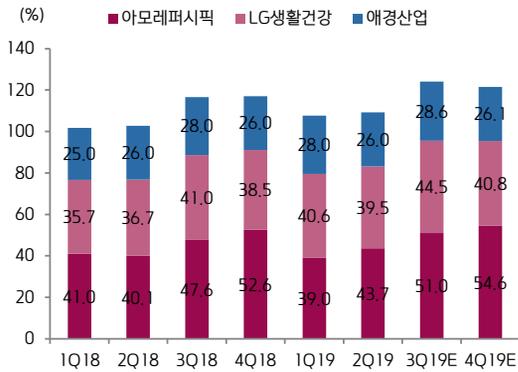
자료: Dataguide, 키움증권 리서치

### LG생활건강과 아모레P의 시가총액 추이



자료: Dataguide, 키움증권 리서치

### 브랜드 3사의 면세점 매출 비중 추이



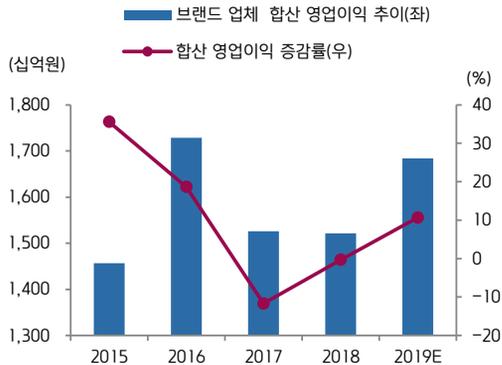
자료: 각 사, 키움증권 리서치

### 중국인 인바운드와 면세점 매출액 성장률



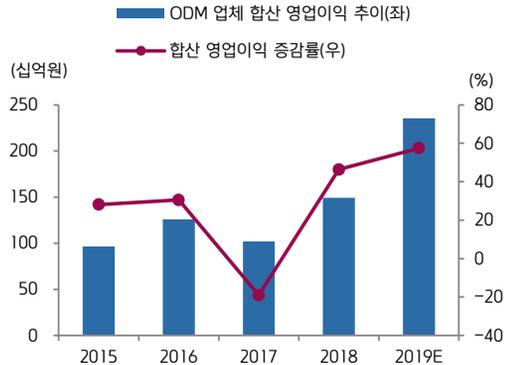
자료: 각 사, 한국관광공사, 키움증권 리서치

### 브랜드 업체 합산 영업이익 추이 및 전망



자료: 아모레퍼시픽, LG생활건강, 키움증권 리서치

### ODM 업체 합산 영업이익 추이 및 전망



자료: 한국콜마, 코스맥스, 키움증권 리서치

## >>> 화장품 커버리지 2Q19 실적리뷰

2Q19의 화장품 업체들의 실적은 전반적으로 시장 기대치를 하회하는 실적을 기록해 주가 변동폭이 확대됐다. 브랜드 3사의 2분기 실적에서는 면세점 채널의 실적 차별화가 부각됐다. 2분기 달러기준 면세점 산업 성장률과 외국인 면세점 매출은 각각 전년동기대비(달러기준) +16.9%, +22.7%를 기록했는데 아모레퍼시픽, LG생활건강, 애경산업의 면세점 채널 성장률은 각각 +20%, +25%, -24%를 기록하며 시장성장률을 하회하는 모습을 보였다.

**LG생활건강**은 연결기준(이하 동일) 매출액은 1조 8,325억원(+10.9%,yoy), 영업이익은 3,015억원(+12.8%,yoy)을 기록했다. 여전히 럭셔리 브랜드인 '후', '숨'의 매출이 꾸준히 성장하고 있으며 브랜드 내 초고가 라인의 성장세도 돋보였다. 브랜드 업체 중 전분기 대비 면세점 채널의 성장이 둔화된 모습이지만 업종 내, 브랜드 업체 내 가장 높은 면세 채널의 성장을 기록했다.

**아모레퍼시픽**은 매출액 1조 3,931억원(+3.7%, yoy), 영업이익은 878억원(-39.8%, yoy)을 기록했다. 국내 전통 채널은 역성장을 지속했고, 중국에서의 상황도 녹록지 않았다. 마케팅 비용 투입 대비 매출액 상승 속도가 더딘 상태로 하반기에도 고정비 부담이 지속될 것으로 전망한다.

**애경산업**은 매출액 1,573억원(-9.7%, yoy), 영업이익 61억(-71.5% yoy)을 기록했다. 브랜드 모델 변경 및 신제품 출시 지연에 따른 홈쇼핑 매출 감소로 인한 고정비 증가, 중국 온라인 매출을 활용한 마케팅 비용이 증가했기 때문에 향후 채널 믹스 개선과 주력 제품의 성장 지속성이 주가의 방향성을 좌우할 것으로 전망한다.

**신세계인터내셔널**은 매출액 3,017억원(+6.5%, yoy), 영업이익 145.8억(+2.2%, yoy)을 기록했다. 1분기 '비디비치' 선수유로 높은 매출액을 기록하며 2분기 월별 매출액이 둔화되는 모습을 보였다. 하반기 싱가포르 창이공항점 입점, 광군제 등으로 '비디비치' 수요가 회복될 것으로 예상되며, 화장품 사업부의 영업이익 기여도가 약 87%로 향후 화장품 사업부가 동사의 실적과 주가의 방향성 좌우할 것으로 전망한다.

2분기 실적 발표 이후 개별 종목의 주가 하락으로 시장대비 +20% 이상으로 주가 상승폭이 확대됨에 따라 투자 의견을 BUY로 제시하나, 하반기 실적 기대치 하향 조정과 업황 불확실성이 지속됨에 따라 업종 지수 및 주가는 약세를 유지할 것으로 예상된다. 이에 따라 분기별 실적 개선 여지가 있는 업체 중심으로 Trading 관점에서의 접근이 합리적이라는 판단이다. 3분기 실적 안정성이 가장 높은 LG생활건강을 최선호주로, 실적 가시성이 높은 신세계인터내셔널을 차선호주로 제시한다.

### 화장품 브랜드 4개 업체 Coverage 투자 의견 및 관전포인트

	투자 의견	목표주가(원)	종가(원)	상승여력(%)	투자포인트 및 관전포인트
LG 생활건강 A051900	BUY	1,600,000	1,165,000	37.3	- 하반기 면세점 시장 성장률 대비 면세 채널 성장폭 - '후'와 '숨'의 중국 현지 법인 매출액 성장 추이 - 차기 성장 동력 브랜드 및 초고가 라인 매출 비중 확대 여부
아모레퍼시픽 A090430	BUY	167,000	128,000	30.5	- 국내: 아리따움 라이브 채널 전환 매장의 매출액 성장률 - 중국: 3-4 선 도시 이니스프리 매장 확대 및 매출액 회복 - 하반기 전자 마케팅 비용 효율화 여부
애경산업 A018250	BUY	38,000	29,400	29.3	- 주력 제품인 에센스 커버팩트의 판매 채널 믹스 개선 필요 - 중국향 수출 및 면세점 매출 회복 추세 - 2분기 발생한 1회성 이슈 제거 및 마케팅 비용 확대 추이
신세계인터내셔널 A031430	BUY	230,000	177,000	29.9	- 3분기 '비디비치'의 월별 매출액 추이 및 하반기 신규 수요 - 향수 및 수입 화장품 등의 판매 강화 - 국내외류 및 자주의 마트 채널 판매 부진에 의한 수익성 회복

주: 종가는 8월 20일 기준  
자료: 키움증권 리서치

## 화장품 커버리지 2Q19 실적 테이블

(단위: 억 원)

아모레퍼시픽		1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19
주가(원)	매출액	14,315.9	13,436.8	12,784.2	12,241.5	14,513.3	13,931.3
128,000	영업이익	2,359.4	1,457.8	764.9	237.8	1,866.3	877.7
시가총액(억원)	순이익	1,732.9	1,085.2	488.8	15.0	1,234.8	607.3
74,827	매출액성장률	-8.8	11.5	5.7	7.4	1.4	3.7
	영업이익성장률	-25.5	43.6	-24.3	-69.1	-20.9	-39.8
	순이익성장률	-21.3	38.1	-37.6	-91.1	-28.7	-44.0
	영업이익률	16.5	10.9	6.0	1.9	12.9	6.3
	순이익률	12.1	8.1	3.8	0.1	8.5	4.4
LG 생활건강		1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19
주가(원)	매출액	16,592.2	16,525.8	17,372.4	16,984.9	18,747.7	18,324.9
1,165,000	영업이익	2,836.7	2,672.5	2,775.4	2,107.9	3,221.0	3,015.0
시가총액(억원)	순이익	1,937.5	1,846.6	2,038.3	1,005.0	2,235.0	2,082.0
181,952	매출액성장률	6.5	11.1	10.6	14.2	13.0	10.9
	영업이익성장률	9.2	15.1	9.8	13.9	13.6	12.8
	순이익성장률	9.5	12.3	10.5	24.8	15.4	12.7
	영업이익률	17.1	16.2	16.0	12.4	17.2	16.5
	순이익률	11.7	11.2	11.7	5.9	11.9	11.4
애경산업		1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19
주가(원)	매출액	1,690.7	1,742.9	1,804.5	1,757.8	1,788.3	1,573.2
29,400	영업이익	218.0	214.2	223.5	136.0	229.5	60.9
시가총액(억원)	순이익	172.8	162.2	175.3	97.6	184.1	33.5
7,746	매출액성장률	16.8	30.9	10.9	-6.7	5.8	-9.7
	영업이익성장률	32.2	105.6	49.9	72.0	5.3	-71.5
	순이익성장률	43.2	118.5	30.5	89.9	6.6	-79.3
	영업이익률	12.9	12.3	12.4	7.7	12.8	3.9
	순이익률	10.2	9.3	9.7	5.6	10.3	2.1
신세계인터내셔널		1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19
주가(원)	매출액	3,043.9	2,833.7	3,117.7	3,631.3	3,659.4	3,017.2
177,000	영업이익	118.4	142.6	114.8	179.5	291.7	145.8
시가총액(억원)	순이익	90.3	108.4	97.5	278.7	228.3	101.5
12,638	매출액성장률	11.9	18.3	16.0	12.7	20.2	6.5
	영업이익성장률	169.2	222.1	1,158.4	14.3	146.5	2.2
	순이익성장률	39.8	862.6	흑전	58.6	152.9	-6.4
	영업이익률	3.9	5.0	3.7	4.9	8.0	4.8
	순이익률	3.0	3.8	3.1	7.7	6.2	3.4

주: 연결기준, 순이익은 지배주주, 종가는 8월 20일 기준

## 국내 화장품 주요 업체 밸류에이션 테이블

		아모레 퍼시픽	아모레G	LG생활건강	애경산업	신세계 인터내셔널	한국콜마	코스맥스
통화		KRW	KRW	KRW	KRW	KRW	KRW	KRW
결산월		12	12	12	12	12	12	12
주가(원)		123,000	54,200	1,143,000	29,050	174,500	44,250	70,900
시가총액		71,904	44,692	178,516	7,654	12,459	10,125	7,125
매출액	2018	5,278	6,078	6,748	700	1,263	1,358	1,260
	2019E	5,525	6,216	7,451	706	1,409	1,631	1,378
	2020E	5,880	6,563	8,074	749	1,498	1,816	1,542
영업이익	2018	482	549	1,039	79	56	90	52
	2019E	412	470	1,174	65	86	142	58
	2020E	492	576	1,303	75	107	166	79
순이익	2018	332	142	683	61	57	42	33
	2019E	291	148	802	50	70	64	35
	2020E	354	178	894	58	90	82	50
EPS(원)	2018	4,815	1,708	40,740	2,411	8,052	1,954	3,247
	2019E	4,535	1,845	48,504	1,909	9,861	2,758	3,559
	2020E	5,476	2,141	54,151	2,189	12,598	3,517	5,073
EBITDA	2018	748	854	1,197	87	94	132	78
	2019E	679	817	1,362	73	126	201	83
	2020E	784	916	1,497	82	145	224	104
ROE(%)	2018	4.9	3.6	18.3	28.5	13.2	10.4	11.1
	2019E	6.5	5.0	20.9	15.3	12.3	14.0	12.4
	2020E	7.5	6.3	19.8	15.6	13.9	15.8	15.7
PER(배)	2018	36.1	38.1	26.0	12.0	17.6	23.8	23.9
	2019E	27.1	29.4	23.6	15.2	17.6	16.0	19.9
	2020E	22.5	25.3	21.1	13.3	13.8	12.6	14.0
PBR(배)	2018	1.6	1.3	4.4	2.5	2.2	2.1	2.6
	2019E	1.8	1.4	4.8	2.2	2.1	2.0	2.5
	2020E	1.7	1.4	4.1	2.0	1.8	1.8	2.1
EV/EBITDA(배)	2018	12.8	8.6	14.8	12.8	16.0	15.8	19.5
	2019E	9.8	7.7	13.1	8.4	11.9	11.4	14.0
	2020E	8.3	6.7	11.6	7.0	9.9	9.8	11.0

주: 2019년 8월 19일 종가, 컨센서스 기준, 주가 및 EPS 제외 각국통화 백만단위  
 자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

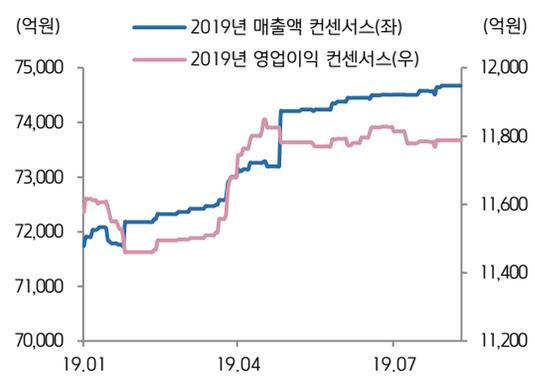
## 해외 화장품 업체 밸류에이션 테이블

		PROCTER & GAMBLE	L'OREAL	ESTEE LAUDER	SHANGHAI JAHWA	SHISEIDO	KAO CORP	KOSE CORP
통화		USD	EUR	USD	CNY	JPY	JPY	JPY
결산월		06	12	06	12	12	12	03
주가		117	230	175	33	7,900	7,564	17,310
시가총액		293,740	129,341	63,483	22,278	3,160,000	3,645,848	1,048,856
매출액	2018	67,684	26,937	13,683	7,082	1,094,825	1,508,007	332,995
	2019E	67,424	29,355	14,796	7,913	1,211,791	1,559,693	331,910
	2020E	70,181	31,009	15,806	8,892	1,273,193	1,618,890	353,020
영업이익	2018	5,487	4,817	2,052	577	108,350	207,703	52,408
	2019E	14,273	5,430	2,562	780	123,969	223,350	56,977
	2020E	15,457	5,834	2,822	900	152,598	239,812	55,609
순이익	2018	3,897	3,895	1,108	540	61,403	153,698	37,004
	2019E	11,767	4,349	1,933	639	80,023	160,435	38,236
	2020E	12,731	4,689	2,122	750	98,568	172,812	37,985
EPS(원)	2018	1.5	7.0	4.9	0.8	153.7	314.3	648.7
	2019E	4.5	7.8	5.2	0.9	198.0	330.9	672.8
	2020E	4.9	8.4	5.9	1.1	242.7	357.8	658.1
EBITDA	2018	8,311	5,926	2,583	707	152,195	268,365	61,231
	2019E	17,012	6,693	3,121	783	182,345	289,012	65,229
	2020E	18,339	7,143	3,424	947	215,354	310,142	66,923
ROE(%)	2018	7.6	15.3	39.0	11.4	14.1	18.8	16.0
	2019E	21.2	15.5	41.0	10.1	16.8	18.6	19.6
	2020E	26.2	15.7	45.8	11.0	18.4	18.4	17.5
PER(배)	2018	27.2	32.7	33.0	33.4	47.7	24.8	30.8
	2019E	26.2	29.7	33.5	34.9	39.5	22.8	25.7
	2020E	24.2	27.6	30.0	30.1	32.2	21.1	26.0
PBR(배)	2018	6.5	4.8	13.8	3.7	6.5	4.6	4.7
	2019E	4.5	4.5	14.6	3.6	6.2	4.0	4.7
	2020E	5.0	4.2	12.7	3.3	5.4	3.7	4.2
EV/EBITDA(배)	2018	35.7	21.2	23.2		21.0	14.6	16.7
	2019E	19.3	19.4	23.7	28.3	17.6	12.1	14.9
	2020E	17.7	17.9	21.2	23.4	15.1	11.1	14.7

주: 2019년 8월 19일 종가, 컨센서스 기준, 주가 및 EPS 제외 각국통화 백만단위  
 자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

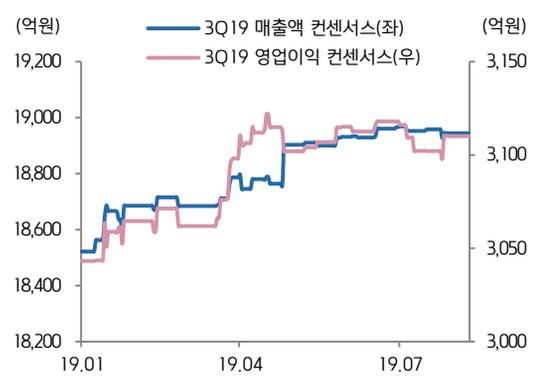
## >>> Coverage 화장품 업체 컨센서스 추이

LG생활건강 2019년 매출액 및 영업이익 컨센서스



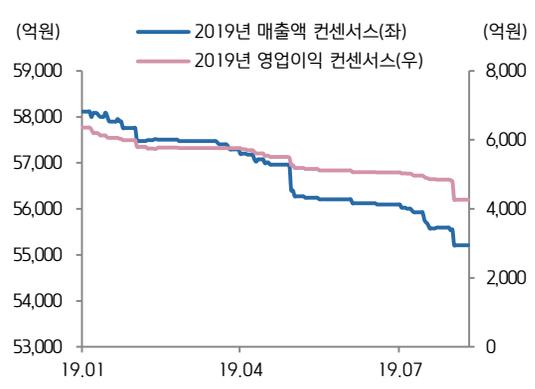
자료: Dataguide, 키움증권 리서치

LG생활건강 3Q19 매출액 및 영업이익 컨센서스



자료: Dataguide, 키움증권 리서치

아모레P 2019년 매출액 및 영업이익 컨센서스



자료: Dataguide, 키움증권 리서치

아모레P 3Q19 매출액 및 영업이익 컨센서스



자료: Dataguide, 키움증권 리서치

애경산업 2019년 매출액 및 영업이익 컨센서스



자료: Dataguide, 키움증권 리서치

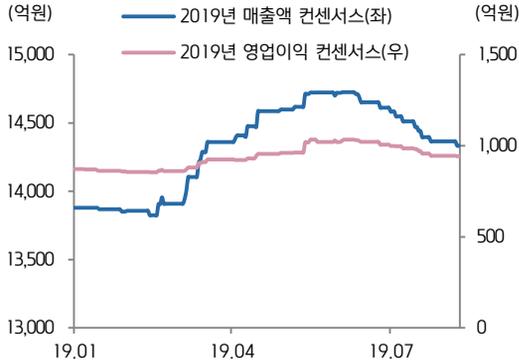
애경산업 3Q19 매출액 및 영업이익 컨센서스



자료: Dataguide, 키움증권 리서치

신세계인터내셔널

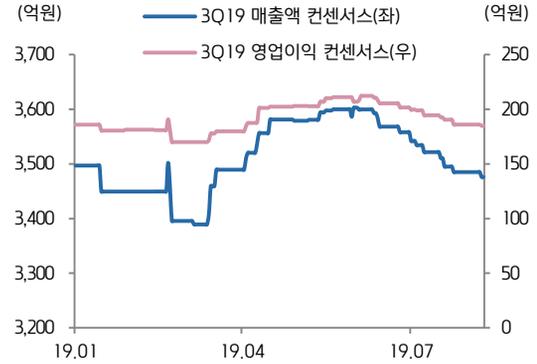
2019년 매출액 및 영업이익 컨센서스



자료: Dataguide, 키움증권 리서치

신세계인터내셔널

3Q19 매출액 및 영업이익 컨센서스



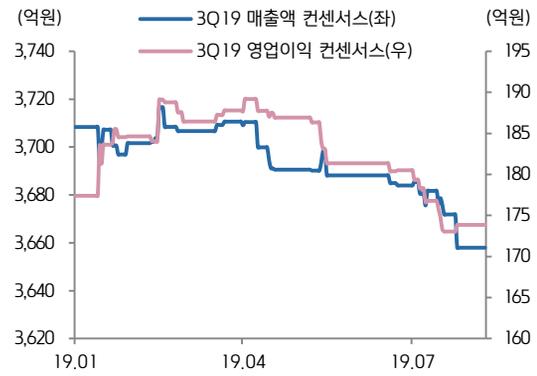
자료: Dataguide, 키움증권 리서치

코스맥스 2019년 매출액 및 영업이익 컨센서스



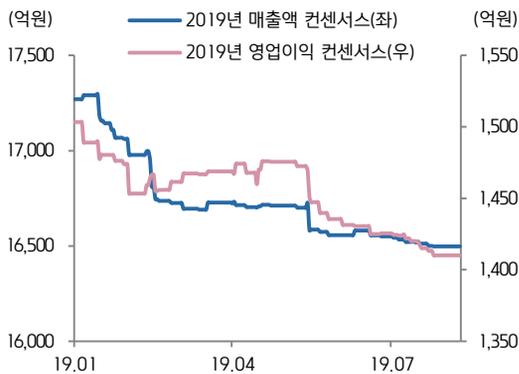
자료: Dataguide, 키움증권 리서치

코스맥스 3Q19 매출액 및 영업이익 컨센서스



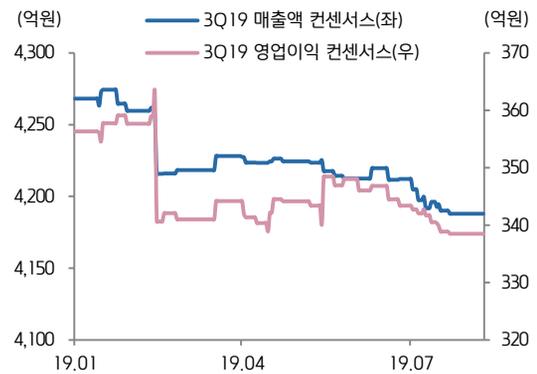
자료: Dataguide, 키움증권 리서치

한국콜마 2019년 매출액 및 영업이익 컨센서스



자료: Dataguide, 키움증권 리서치

한국콜마 3Q19 매출액 및 영업이익 컨센서스



자료: Dataguide, 키움증권 리서치

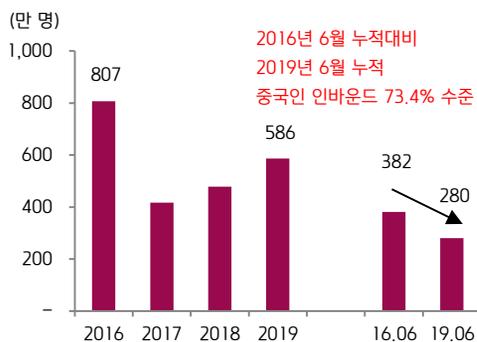
## II. Next Human Index를 찾아서

### >>> 인바운드, 면세점 매출액 등 매크로 지표와 연관성 감소

#### 2019년 중국인 인바운드 +22.4% 증가한 586만 명 추정

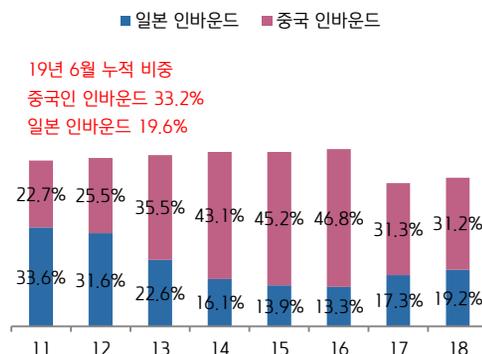
연초 당사는 중국인 인바운드 회복에 대한 불확실성이 지속됨에 따라 시장 기대치(약 600만 명 초반) 대비 보수적인 수치인 586만 명(+22.4%, yoy)로 추정했다. 중국의 한국행 온라인 상품 판매, 단체 관광 일부 허용 등의 긍정적인 뉴스가 등장하고 있지만, 중국인 인바운드는 최고치를 기록한 2016년 6월 누적기준 381만 명 대비 약 73% 수준에 그쳤다. 2019년 6월 기준 누적 외국인 인바운드는 전년 동기간 대비 +4.1% 증가한 844만 명을 기록했다. 중국인 인바운드는 280만 명, 일본 인바운드는 165만 명으로 각각 동기간 대비 각각 -26.5%, +19.6%를 기록했다. 중국 인바운드는 전체 인바운드에서 30% 이상의 높은 비중을 차지하고 있으나 중국인 단체 관광객 회복 속도가 현 수준에서 가속화될 요인이 부재해 인바운드 회복에 대한 보수적인 추정을 유지한다.

#### 중국인 인바운드 추이 및 전망



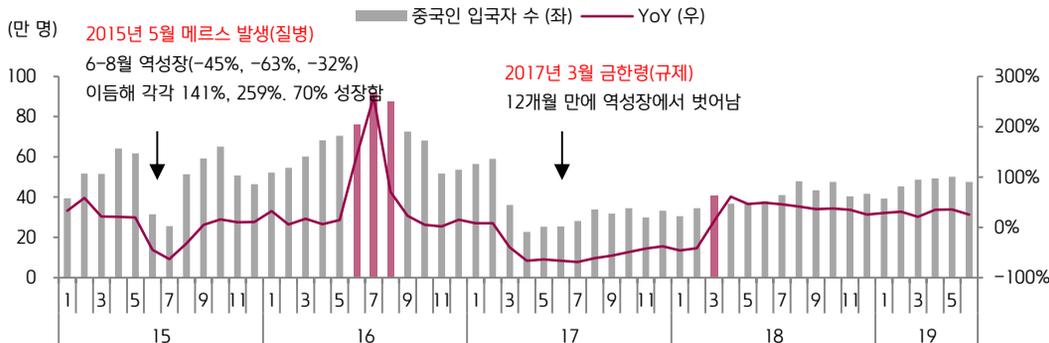
자료: 한국관광공사, 키움증권 리서치

#### 방한 중국인과 일본인의 인바운드 비중



자료: 한국관광공사, 키움증권 리서치

#### 중국인 입국자 수 추이 및 이벤트

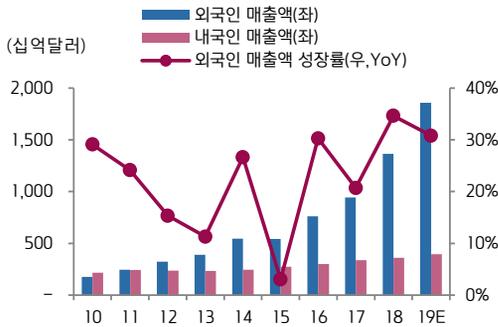


자료: 한국관광공사, 키움증권 리서치

### 면세점: 다이공이 견인하는 해외 브랜드 판매 중심의 성장

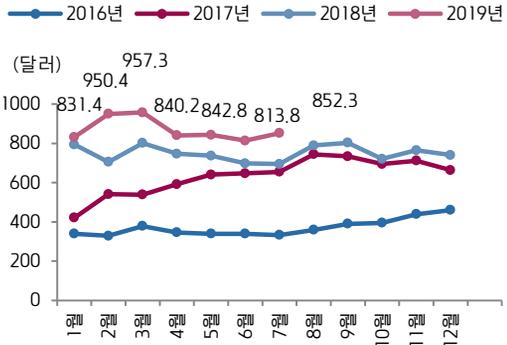
2019년 7월 매출액은 달리기준 전년동월대비 +27.7% 성장한 17.1억달러를 기록했다. 내국인과 외국인 매출액은 전년동월대비 각각 -4.7%, +37.5% 성장한 2.9억달러와 14.1억달러를 기록하며 2월 이후 외국인 매출액이 큰 폭으로 성장했다. 국내 대표 브랜드 3사의 면세점 매출액 비중은 2분기말 기준 아모레퍼시픽, LG생활건강, 애경산업이 각각 43.7%, 39.5%, 26%를 차지하고 있다. 단연, 면세 채널의 화두는 중국의 新전자상거래법이다. 전자상거래법 시행이 한국 화장품 산업에 미치는 영향은 개인 다이공이 기업형 다이공으로 대형화되어 객단가가 높아지는 현상이 발생하고, 대량 구매를 선호하는 다이공들의 특성상 대형 면세점을 찾는 경향이 높아졌다. 전자상거래법 시행 이후 면세점 매출액 감소가 예상됐으나, 기업형 다이공이 증가함에 따라 면세점 매출이 증가하는 모습을 보였다. 1분기 면세점 매출에서 화장품의 판매 점유율이 전년동기대비 45% 늘어난 62.5%를 차지했다. 판매율이 높았던 브랜드로는 디올, SKII, 랑콤, 에스티로더 설화수 등이 있으며 브랜드 선호도에 큰 변화는 없는 것으로 추정된다.

#### 면세점 내/외국인 매출액 성장률 추이



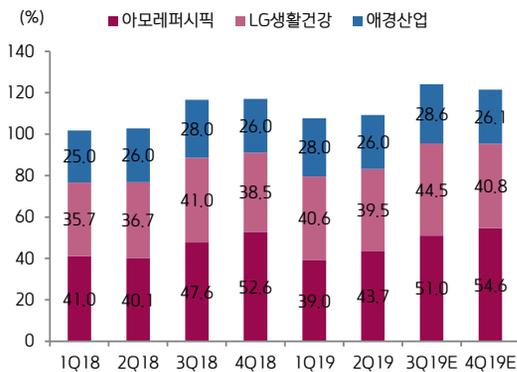
자료: 면세점협회, 키움증권 리서치

#### 월별 면세점 외국인 객단가 변화 추이



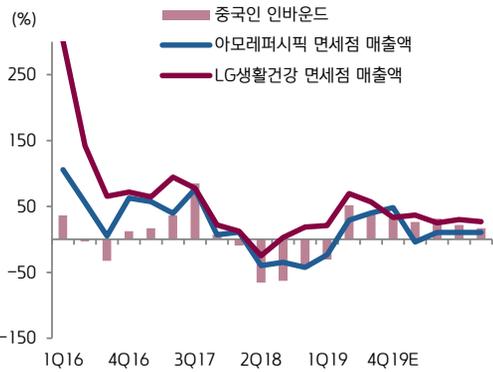
자료: 면세점협회, 키움증권 리서치

#### 브랜드 3사 면세점 매출 비중 추이 및 전망



자료: 각 사, 키움증권 리서치

#### 중국인 인바운드와 면세점 매출액 추이



자료: 각 사, 면세점협회, 키움증권 리서치

### 2018년 국내 면세점 구매객 국적별 현황

국적별	인원 (천명)	매출액 (억원)	비중	매출
			인원	매출
한국	29,938	39,598	62.2	20.9
<b>중국</b>	<b>12,933</b>	<b>139,201</b>	<b>26.9</b>	<b>73.4</b>
일본	1,806	3,294	3.8	1.7
미국	444	993	0.9	0.5
대만	448	766	0.9	0.4
기타	2,568	5,750	5.3	3
합계	48,138	189,602	100	100

자료: 관세청, 키움증권 리서치

### 2019년 1분기 면세점 품목별 매출 및 점유율

품목	매출액 (억원)	점유율	전년동기대비 증감률 (%)
<b>화장품</b>	<b>35,108</b>	<b>62.5</b>	<b>45</b>
향수	1,655	2.9	18
가방류	4,737	8.4	-2
시계	2,946	5.2	-5
주류	894	1.6	5
담배	1,873	1.6	11
귀금속류	2,668	4.7	4
의류	1,479	2.6	30
인홍삼류	942	1.7	11
안경(선글라스)류	948	1.7	6
전자제품류	660	1.2	-16
식품류	526	0.9	12
민예품류	58	0.1	-29
신발류	587	1.0	25
기타	1,109	2.0	27
합계	56,189	100	27

자료: 관세청, 키움증권 리서치

## 중국 크로스보더 전자상거래 정책 주요내용

발표일자	담당기관	연장기한	주요내용
2016.11	해관총서	2017년 말	- 크로스보더 전자상거래 물품을 개인물품으로 취급 - 임시로 화장품, 분유, 의료기계, 건강식품의 첫 수입허가증 등록을 요구하지 않음
2017.09	국무원	2018년 말	- 크로스보더 전자상거래 종합시험구 건설 추진
2018.11	국무원, 재정부, 해관총서	2019년 1월 1일부터 크로스보더 전자상거래 정책 연장 시행(기간미정)	- 이전 정책의 '임시로 개인 사용물품으로 관리'에서 '임시로'라는 단서 조항 삭제 - 크로스보더 전자상거래 종합시험구 22개 신설 - 품목 63개 추가 - 1회당 개인거래 한도 금액이 2,000 위안에서 5,000 위안으로 변경 - 연간 한도 금액은 20,000 위안에서 26,000 위안으로 조정

자료: KOTRA, 키움증권 리서치

## 중국 전자상거래법 요약

개요	내용
1. 사업자범위 확대	전자상거래 사업자 범위 확대에 따라 소규모 개인 경영자 역시 납세 의무 등을 부과 받음
2. 플랫폼 경영자 의무 강화	전자상거래 플랫폼 경영자는 플랫폼 내 사업자의 위반 행위에 대한 감독 및 보고 의무를 가지며 소비자 권익에 대한 침해 발생 시 연대책임을 부담하게 됨
3. 소비자 권리 보호	끼워팔기와 같은 판매행위 근절, 배송 지연 방지를 위한 법적 근거 마련, 보증금 환불방식 규정 등 소비자 권리 보호를 위한 규정이 다수 추가됨
4. 전자상거래 계약체결 및 이행	전자결제 서비스 제공자는 소비자에게 사용방법, 주의사항, 요금기준 등을 고지할 의무가 있음
5. 전자상거래 분쟁 및 해결	플랫폼 경영자와 플랫폼 내 사업자의 선행배상 등 책임관계에 있어 소비자권익보호법 준용
6. 지적재산권 보호 규칙 확립	지적재산권 권리인은 지재권 침해에 대해 플랫폼 경영자에게 필요조치를 요구할 수 있음

자료: 한국무역협회, 한국소비자원, KOTRA

## >>> 립스틱 인덱스(Lipstick Index) 현상

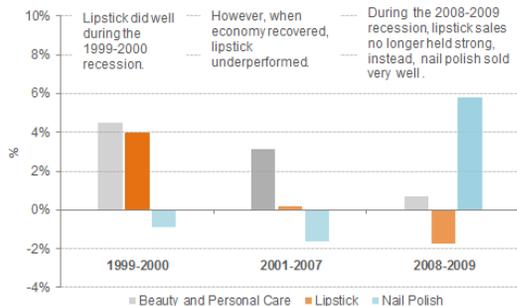
수용 가능한(affordable) 작은 사치가 초점. 경기침체 시기에도 럭셔리는 꾸준히 성장

**립스틱 인덱스(Lipstick Index)**는 2000년대 초반 Estee Lauder의 의장이었던 Leonard Lauder에 의해 처음 사용된 용어로 불안정한 경제 환경에 놓여있을 때 여성들은 비싼 의류, 신발, 가방보다 비교적 수용 가능한 사치품을 구매하는 경향을 확인할 수 있는 지표였다. 금융 위기 당시 립스틱 판매량이 증가하는 것을 확인한 지표로 Leonard Lauder는 '소비자들은 루이비통 핸드백을 구입하는 것에 대해 두 번 고민하고 있을지 모르지만, 디올(Dior) 화장품을 살 수 있는 것을 행복으로 여긴다.'라고 언급했다.

이 시기에 시계, 옷, 액세서리 등 고급 제품의 시장 성장세가 둔화된 반면, 고급 화장품, 스킨케어, 헤어 케어 및 향수를 포함한 프리미엄 뷰티 및 퍼스널 케어 시장은 성장했다. 이후 2010년대에는 많은 매체들이 영어권 국가에서 경제가 후퇴기에 있을 때 여성들이 가방, 신발 대신 수용 가능한, 꼭 필요한 것은 아니지만 자신의 즐거움을 위해서 사는 사치품이 립스틱에서 네일아트로 변화하는 트렌드를 발견하며 **네일 인덱스(Nail Index)**가 생겨나기도 했다. 두 지표의 공통점은 경제가 침체기에 있거나 부정적 환경일 때 상대적으로 큰 사치(가방, 의류, 신발 등)를 줄이고 비교적 저렴한 사치품인 럭셔리 화장품으로 사람들의 관심이 높아진다는 점이다. 이러한 소비트렌드가 나타나는 요인으로는 효용을 극대화할 수 있는 소비가 증가하고 있기 때문인 것으로 파악된다.

중국에서도 한동안 젊은 소비자들의 화장품 구매 트렌드가 기초 화장품 단계를 건너뛰고 최고급 아이세도우와 파운데이션 등을 구매하는 트렌드를 보였다. 로레알의 경우 고객들의 입생로랑 하이라이터와 아르마니 파운데이션 등을 사고자 하는 열망 덕분에 미국 지역에서의 소비가 둔화된 시점에서도 중국 지역의 판매량 증가로 지역별 믹스 개선이 가능했다. 이와 같은 사치 풍조는 비단 화장품에 국한되지 않고 패션 분야에서도 확인되고 있는 추세다. 립스틱 인덱스가 화장품 판매량 전체를 가늠하는 척도는 아니나 소비자들의 구매 성향과 소비 행태를 예측할 수 있는 한 지표라고 할 수 있다. 이에 따라 트렌드를 파악할 수 있고, 화장품 브랜드는 이에 맞는 브랜딩 및 마케팅을 진행할 수 있을 것으로 판단한다.

### Lipstick Index와 Nail Polish Index



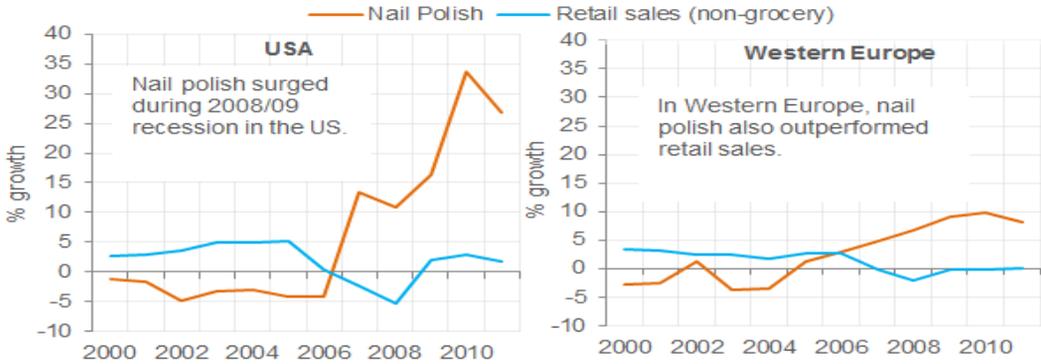
자료: Euromonitor, 키움증권 리서치

### 2009년 국가별 립스틱 판매 증감

국가	립스틱 판매 증감	뷰티 및 퍼스널 케어
미국	-6.8	-1.5
영국	7.9	3.5
프랑스	-0.5	-0.2
스웨덴	-3.6	-1.1
이탈리아	-2.3	0.6
스페인	-1.2	-0.9
독일	0.3	2.6

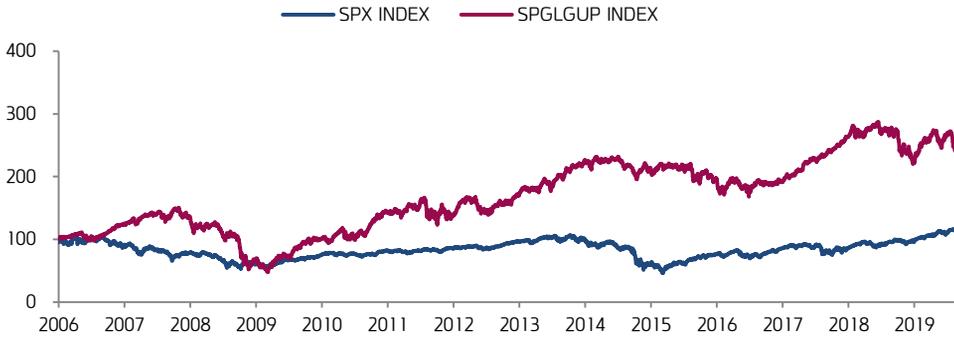
자료: Euromonitor, 키움증권 리서치

S&P 500지수와 MSCI World Textiles, Apparel & Luxury Goods



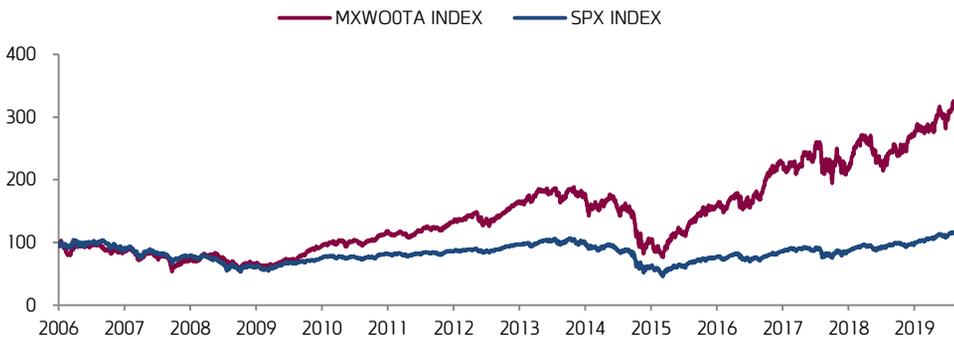
자료: Euromonitor, 키움증권 리서치

S&P 500지수와 S&P 500 Global Luxury 지수



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

S&P 500지수와 MSCI World Textiles, Apparel & Luxury Goods



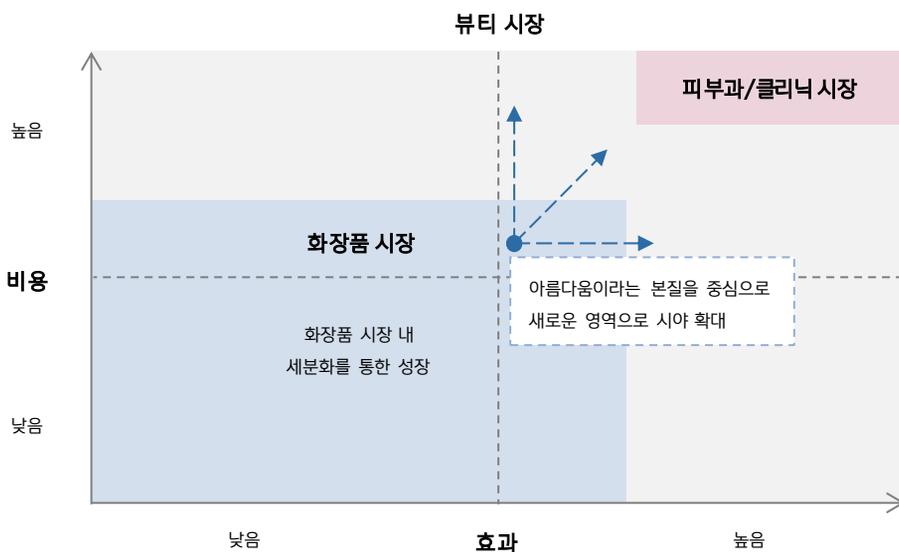
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

### III. 피부 미용 트렌드 변화

#### 집에서도 '제대로' 관리한다

피부 관리의 1차 목적은 '안티에이징'이다. 바르는 화장품보다 더욱 효과적인 피부 미용 솔루션이 확대되고 있으며 노화에 대응하는 적극적인 뷰티 솔루션에 대한 수요가 증가했다. **바르는 화장품**은 안전하고 노화 예방 차원에서 도움이 되지만 눈에 띄는 효과를 경험하기는 어려운 반면 **피부과 케어 및 시술**은 위험 부담은 높지만 효과를 빠르게 경험할 수 있어 선호하는 소비자들이 증가하고 있다. 이에 따라 외과적 시술과 비외과적 시술을 병행하는 추세다. 집에서 관리하는 수요가 증가하며 홈케어 시장의 확대가 예상된다. 국내에서는 화장품, 가전 업체 등을 막론하고 뷰티 디바이스 주요 증가에 따른 시장 진출이 활발하게 일어나고 있다.

#### 화장품 시장의 세분화와 영역 확대



자료: 업계자료, 키움증권 리서치

#### 피부미용 의료 기기 산업의 특성

사치재 시장	트렌드 및 유행 민감
<ul style="list-style-type: none"> <li>· 미용관련 소비지출은 개인의 가처분소득과 밀접</li> <li>· 소득 및 향후 경기기대감에 따라 변동성이 큼</li> <li>· 경기변동에 민감한 산업으로서 경기침체에 따라 시장규모가 위축될 가능성이 있음</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 트렌드와 유행에 민감한 제품의 라이프사이클은 약 4-5년으로 추정</li> <li>· 단순제품 라인확대 또는 미투(Me-too)상품 전략이 시장전략의 한 부분을 차지할 수 있음</li> <li>· 지속적 성장을 위해서는 제품 다각화를 통한 안정적 사업기반 확보 및 R&amp;D 투자를 통한 성장성 담보 전략 구축 필요</li> </ul>
기술 및 가격경쟁력	제품안정성 및 신뢰성
<ul style="list-style-type: none"> <li>· 기술개발 및 효과적 마케팅 전략을 통한 브랜드 확보가 핵심 성공 요인</li> <li>· 기술개발 및 효과적 마케팅 전략을 통한 브랜드 확보가 핵심 성공 요인</li> <li>· 따라서 마케팅 및 영업 네트워크 효과성 개선을 통한 가격경쟁력 확보 필요</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 안정성 및 유효성 확보 등 각국 정부의 규제 엄격</li> <li>· 국가별 인허가 획득이 최소 시장 규모 확보에 있어 필수조건</li> <li>· 인허가 규제 강도의 심화 및 인허가 취득 시간의 장기화는 기업 리스크가 됨</li> <li>· 부작용 및 의료사고 발생은 기업 리스크 요인</li> </ul>

자료: 하이로닉, 키움증권 리서치

## 주요 피부 미용기기 종류

분류	주요 기기
1. 피부분석을 위한 기기	- 확대경, pH측정기, 스킨스코프, 수분측정기, 유분측정기
2. 안면 피부관리를 위한 기기	- 스팀기, 초음파기기, 브러싱, 후리마툴, 진공흡입기, 패터기, 분무기, 고주파기기, 리프팅기기
3. 광선관리를 위한 기기	- 인공선텐기, 적외선램프, 컬러테라피기기

자료: 한국콘텐츠미디어, 키움증권 리서치

## 피부미용 의료기기 장비

구분	주요 기기
Laser	- 단일파장을 이용하여 단일병변의 치료 가능. 종합적인 치료를 위해 각각 파장별 레이저 보유해야 하는 단점
IPL	- 다파장을 이용하여 일상생활에 지장없는 치료, 한대의 장비로 거의 모든 미용 치료가능. 레이저보다 치료 효과 떨어짐
RF	- LASER나 IPL이 진피와 같이 깊은 부위까지 에너지를 전달하지 못하는 단점을 보완하여 피부속 깊숙히 에너지를 전달. 콜라겐 재생을 용이하게 하는 고주파 장비
Fractional Laser	- 고주파장비의 경우 치료 후 주름개선에 가시적인 큰 효과가 나타나지 않고, 레이저 박피의 경우 부작용이 많이 발생하는 단점을 보완하기 위하여 개발. 피부의 일부 영역에 미세한 열기등을 만들어 치료하는 방법으로 새로운 조직 생성 촉진. 강한 치료 느낌으로 환자들로부터 호평
Needle RF	- RF NEEDLE을 피부속에 찔러넣어 절연되지 않은 끝부분에서 열에너지를 주어 피부의 콜라겐 생성 촉진. 피부속에 높은 에너지 사용시 바늘자국이 남아 컴플레인 발생하기 쉽고, 혈관등을 건드려 멍이 들기 쉬운 단점이 있음
HIFU	- 피부속 깊숙이 고집적 초음파의 열적효과를 발생하여 리프팅 등의 치료에 사용. RF보다 강력한 효과로 최근 호평. 단점은 고가의 장비 및 소모품 비용

자료: 하이로닉, 키움증권 리서치

## 국내 피부미용 기기 판매 업체의 주요 제품

회사명	제품
Ulthera	Ulthera(HIFU)
클래스스	Ultra Former(HIFU), Cryolipo-II(냉동지방분해기), Epilogue(제모기) 등
원텍	Ultra Skin(HIFU), Scabil(CO2 Fractional Laser), Venicare(다이오드 레이저) 등
이루다	3Deep Technology(고주파), 데필라이트(제모기), 아이리스(색소치료) 등
루트로닉	Mosaic(프락서 널네이저), Clarity(복합레이저), Advantabe(제모기) 등

자료: 하이로닉, 키움증권 리서치

## 홈케어가 대세, 세계 미용 기기 시장 규모 '17-'22년 CAGR +7.6% 성장 전망

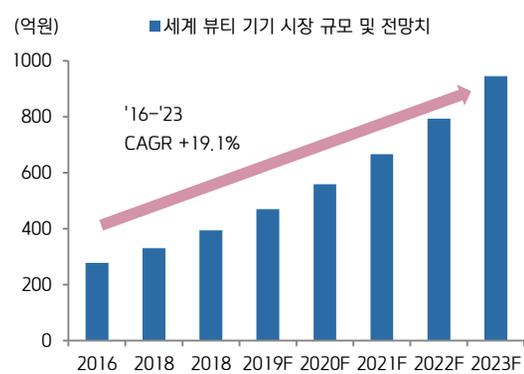
유로모니터에 따르면 글로벌 미용 기기 시장 규모는 2017년 기준 미국이 약 1억 5,200만 대 판매, 5,764.6(백만달러)로 가장 큰 규모를 차지하고 있으며 2022년까지 연평균 1%의 성장이 예상되는 시장이다. 그 다음으로는 일본이 연간 3,400만 대 판매를 기록했으며 2020년까지 연평균 2.9%로 성장할 것으로 전망하고 있다. 피부미용기기의 종류는 크게 3가지로 나뉘는데 1) 피부 분석을 위한 기기, 2) 안면 피부관리를 위한 기기, 3) 광선 관리를 위한 기기로 분류된다. 미용기기를 판매하는 업체로는 크게 가전제품 판매 회사, 화장품 회사, 의료기기 판매 회사가 있다. 최근 판매되고 있는 인기 상품으로는 LED를 사용해 피부 탄력을 개선하는 LED 마스크, 음파 기술로 모공 속 노폐물을 빼주는 진동 클렌저 등이 대표적이다.

### 글로벌 화장품 시장과 가정용 미용기기 시장규모



자료: Kotra, 키움증권 리서치

### 세계 뷰티 기기 시장 규모 및 전망치



자료: 피앤씨마켓리서치, 키움증권 리서치

### 미국의 미용기기 품목별 시장규모

품목	2012년	2013년	2014년	2015년	2016년	2017년	2018년
바디면도기	1,999.70	1,435.10	1,309.20	1,280.60	1,471.90	1,522.30	1,568.30
전동세안기기	250.2	400.9	502.3	556	585.3	596.3	595.9
헤어케어기기	1,776.10	1,819.30	1,844.30	1,904.70	1,912.30	1,974.70	2,059.00
치아케어기기	764.1	763.6	762.6	778	806.4	863.7	901.6
- 배터리작동칫솔	280.7	270	262.2	261.4	255	259.6	269.1
- 전동칫솔	398.8	407.7	410.8	424.1	455.6	503.4	527
- 기타	84.6	85.9	89.6	92.6	95.8	100.7	105.5
기타 미용기기	731.6	707.7	737.6	756.8	782.8	814.7	857
전체	5,521.70	5,125.90	5,156.00	5,276.00	5,558.60	5,771.70	5,981.80

자료: 유로모니터, 키움증권 리서치

## 국내 피부미용 기기 판매 업체의 주요 제품

업체명	기기명	가격	사진	특징
LG 전자	프라엘 마스크	649,000		120개 LED 라이트, 착용감지 센서 적용, 미국 FDA 인가
셀리턴	LED 마스크	1,357,000		특허 LED 모듈 이용, 피부 탄력 및 톤 개선, 렌탈 서비스 제공
코리아테크	카사업	319,000		피부탐지 자동 시작, 탄력 리프팅 및 유효 성분 전달 기능
누페이스	누페이스 트리니티	498,000		미세전류 이용한 리프팅, 피부톤 개선, 모공 감소
바나브	UP5	228,000		클렌징, 아이, 영양, 페이스, 비타민 C 5가지 케어 기능 제공
아모레퍼시픽	메이크온 스킨라이트 테라피 II	200,000		클렌징, 아이, 영양, 페이스, 비타민 C 5가지 케어 기능 제공
하이로닉	더블로	-		진피층과 SMAS 층 동시 리프팅, HIFU 이용하여 피부 조직 수축 유도
클래스스	슈링크	-		얼굴 및 목주름 개선, 주사 없는 초음파 시술로 안전

자료: 각 사, 키움증권 리서치

## >>> 화장품 산업 이슈

### 주요 일본 화장품 판매량 감소, 국내 화장품 대체 수요 기대감으로 주가 변동폭 확대

일본 화장품 불매운동 여파는 판매 채널별, 가격대별로 영향이 존재할 것으로 예상된다. SK-II, 시세이도, 슈에무라 등이 일본 대표 화장품으로 한 달간 백화점 판매 성장률이 20% 이상 감소한 것으로 파악되고 있다. 특히, 브랜드샵(로드샵) 위주의 중소형주의 주가 변동폭이 큰데, 일본 화장품 불매 운동으로 인한 국내 화장품의 선호 여파로 내국인이 주요 고객인 H&B, 브랜드숍(로드샵)등의 내수 채널의 비중이 높은 중소형 업체들의 변동폭이 대형업체 대비 컸다.

화장품 업체들의 매출에서 가장 높은 비중을 차지하는 채널은 면세점으로 브랜드 3사의 면세점 매출액은 아모레퍼시픽, LG생활건강, 애경산업이 각각 43.7%, 39.5%, 26% 비중을 차지하고 있다. 면세점의 주요 고객은 중국인이며 관광객이 많이 방문하는 시내 백화점 몇 개점을 제외하고 주요 백화점 및 H&B 채널의 주요 고객은 내국인이기 때문에 일본 화장품 불매 운동 여파는 중국 소비자 비중이 높은 면세점보다 국내 소비자의 방문이 많은 H&B, 로드샵에 영향이 비교적 많을 것으로 전망한다.

가격대별로 보면 국내에 판매하고 있는 주요 일본 화장품 브랜드는 고가의 카테고리(럭셔리)가 다수이다. H&B 및 로드샵 판매 화장품과 가격 측면에서 괴리율이 존재한다. 오프라인 채널을 중심으로 국내 로드샵에서 대체 상품으로 언급된 화장품 브랜드가 주목받고 있는데 주가 변동폭이 컸던 8월 8일 기준 전일 대비 에이블씨엔씨 11.77%, 잇츠한불 8.28%, 토니모리 7.67%, 클리오 6.61% 등 국내 로드샵 업체들이 주가 상승 폭이 높았으며, 한국화장품 제조, 코리아나, 한국화장품 등 규제에 따른 관련주들의 가격 경쟁력이 부각되며 강한 상승세를 보였다.

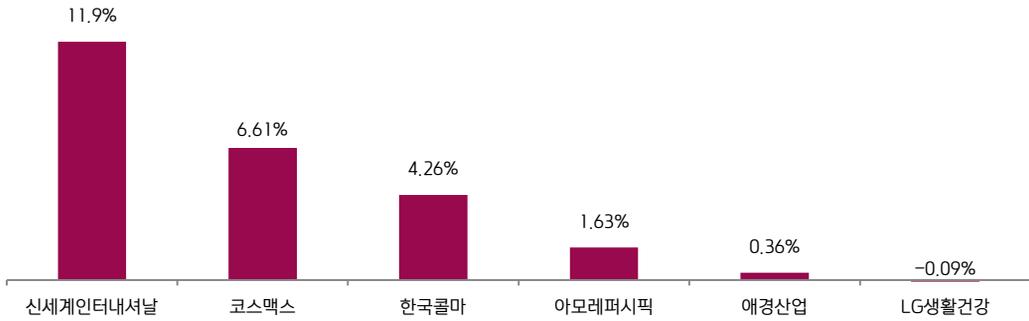
하지만 사드 이후 화장품 업체들의 매출 감소 및 마케팅 비용 증가로 하반기 실적 추정치가 하향 조정되고 있는 추세이기 때문에 불매 운동에 따른 국내 화장품 업체의 실제 매출 증가 및 시장점유율 상승은 지켜봐야 할 전망이다.

화장품 업종 전일 증가 대비 주가 상승 상위 20개 업체



주: 전일 증가는 8월 7일 기준  
 자료: DataGuide, 키움증권 리서치

화장품 커버리지 전일 증가 대비 주가 변동폭



주: 전일 증가는 8월 7일 기준  
 자료: DataGuide, 키움증권 리서치

## >>> 브랜드 3사 최근 3년 주가 영향 이슈

### LG생활건강 최근 주가 영향 이슈



자료: Dataguide, 키움증권 리서치

### 아모레퍼시픽 최근 주가 영향 이슈



자료: Dataguide, 키움증권 리서치

### 애경산업 최근 주가 영향 이슈



자료: Dataguide, 키움증권 리서치

## >>> Appendix

### 그루밍족

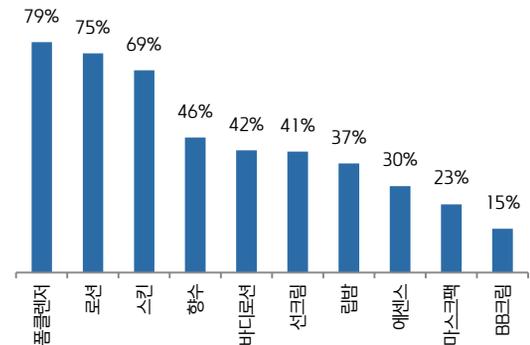
유로모니터에 따르면 한국의 남성 화장품 시장규모는 2017년 1조 2,808억 원으로 2020년까지 1조 4,000억 원에 달할 것으로 전망했다. 또한 한국의 남성 1인당 화장품 구매액은 25.3달러고 세계 1위를 기록했다. 이처럼 그루밍족이 증가할 것으로 예상됨에 따라 화장품 업체 및 화장품 판매 채널에서 남성용 화장품 카테고리 확장을 하고 있는 추세이다. 그루밍(Grooming)족이란 패션과 미용에 아낌없이 투자하는 남성들을 일컫는 신조어를 말하는데, 잡코리아에서 남성 직장인 329명을 대상으로 설문조사를 한 결과 그루밍족 생활을 하는 이유 첫 번째로 자신감을 얻기 위해(84.3%), 직장 동료, 외부 고객 등에게 깔끔한 인상을 주기 위해(54.8%), 신체 단점을 보완하려고(13.9%), 동료들과 경쟁에서 우위를 점하기 위해(10.4%), 그루밍 활동이 재미있어서(3.5%)라는 의견이 뒤를 이었다. 남성 화장품 시장에서 특징적인 점은 과거 기초 화장품 위주의 화장품 사용에서 색조까지 화장품 사용 범위가 확대되고 있다는 점이다. 외모를 가꾸는 남성들이 늘어남에 따라 화장품 업계에서는 스킨케어부터 색조 라인까지 제품군을 확대해 나갈 것으로 전망한다.

#### 국내 남성 화장품 시장규모



자료: 유로모니터, 키움증권 리서치

#### 한국 남성 화장품 사용 실태



자료: 피앤씨마켓리서치, 키움증권 리서치

#### 유튜브에서 활동하는 남자 뷰티 크리에이터



자료: Youtube, 키움증권 리서치

#### 화장품 업체들의 남성용 화장품 카테고리 확장 사례



자료: 각 사, 키움증권 리서치

**KIWOOM** 

ONLINE NO.1 KIWOOM SECURITIES

이 페이지는 편집상 공백입니다



## 기업분석

LG생활건강 (051900)	BUY(Maintain)/목표주가 1,600,000원 'Sum' 고르기
아모레퍼시픽 (090430)	BUY(Upgrade)/목표주가 167,000원 아쉬운 마케팅 효과
애경산업 (018250)	BUY(Maintain)/목표주가 38,000원 제품력 뒷받침 할 마케팅 효과 기대
신세계인터내셔널 (031430)	BUY(Maintain)/목표주가 230,000원 '비디비치'의 방향성이 관건



BUY(Maintain)

주가(08/20) 1,165,000원

목표주가 1,600,000원

LG생활건강은 2분기 시장 기대치에 부합하는 실적을 기록했다. 국내 업황 부진과 중국 내 럭셔리 브랜드 내 경쟁 심화에도 화장품 업종 내 견조한 실적을 이어가고 있다. Up-selling 전략으로 평균 판매 단가를 높임으로써 수익성 방어에도 적극적으로 대응하고 있다. 중국 내 고가의 럭셔리 브랜드 수요가 지속되며 초고가 라인의 성장세가 빠르게 올라오고 있는 점도 긍정적이다. 목표주가 1,600,000원과 투자의견 Buy를 유지한다.

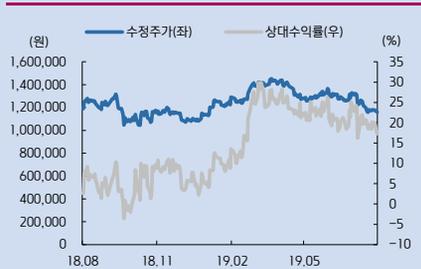
Stock Data

KOSPI (08/20)	1,960.25pt		
시가총액	181,952억원		
52주 주가동향	최고가	최저가	
	1,600,000원	1,044,000원	
최고/최저가 대비 등락	0.0%	53.3%	
주가수익률	절대	상대	
	1M	20.4%	21.5%
	6M	23.9%	33.2%
	1Y	39.6%	51.3%

Company Data

발행주식수	15,618천주
일평균 거래량(3M)	30천주
외국인 지분율	45.4%
배당수익률(2019E)	0.8%
BPS(2019E)	237,641원
주요 주주	LG 외 3 인 34.0%

Price Trend



‘Sum’ 고르기

>>> 3개 사업부 시장대비 모두 선전

2Q19 LG생활건강의 매출액은 1조 8,325억 원(+10.9%, YoY), 영업이익은 3,015억 원(+12.8%, YoY)를 기록했다. 사업부 별로는 화장품 부분 매출액 1조 1,089억원(+16.3%, YoY), 영업이익 2,258억원(+16.3%, YoY)을 기록, 생활용품 부문 매출액 3,434억원(+1.8%, YoY), 영업이익 282억원(+3.0%, YoY) 기록, 음료 부문 매출액 3,803억원(+5.0%, YoY), 영업이익 475억원(+4.0%, YoY)을 기록하며 업종 내 가장 안정적인 실적을 달성했다.

>>> 럭셔리 화장품 중심의 성장세는 여전

동사의 럭셔리 브랜드인 ‘후’의 성장을 이어갈 차기 럭셔리 브랜드가 ‘숨’과 ‘오휘’이다. 2분기 브랜드별 성장률은 ‘후’ 24%, ‘숨’ 7%, ‘오휘’ 12%를 기록하며 성장세 둔화에 대한 우려가 존재하나 프리미엄 화장품 내 상대적으로 견조한 성장세를 유지하고 있다. 중국향 화장품 매출액은 전년동기대비 +30% 성장(럭셔리 제품 비중 90% 이상), ‘후’와 ‘숨’의 매출이 각각 34%, 43% 성장했으며 중화권의 유명 배우 구리나자를 전속 모델로 기용해 럭셔리 브랜드의 포지셔닝을 강화하고 있다. 향후 중국 럭셔리 화장품 수요 증가에 따른 차기 럭셔리 브랜드들의 매출 성장세를 확인해 나가야 할 전망이다.

>>> 투자의견 BUY, 목표주가 160만원 유지

LG생활건강에 대한 향후 관련 포인트는 1) 면세 채널에서 럭셔리 라인의 꾸준한 성장 지속 여부, 2) 차기 성장 브랜드 ‘숨’과 ‘오휘’의 중국 시장 점유율 확대 3) 초고가 라인의 신제품 출시 및 마케팅 효과 여부이다.

투자지표, IFRS 연결	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	6,105.1	6,747.5	7,631.5	8,035.9	8,526.9
영업이익	930.0	1,039.3	1,218.2	1,312.4	1,445.0
EBITDA	1,076.4	1,196.7	1,418.5	1,529.4	1,679.9
세전이익	861.1	956.0	1,191.6	1,287.4	1,023.8
순이익	618.3	692.3	869.9	939.8	1,023.8
지배주주지분순이익	606.4	682.7	853.3	921.9	1,004.4
EPS(원)	34,226	38,534	48,162	52,034	56,686
증감률(% YoY)	6.7	12.6	25.0	8.0	8.9
PER(배)	34.7	28.6	24.1	22.3	20.5
PBR(배)	7.03	5.55	4.88	4.13	3.53
EV/EBITDA(배)	18.9	15.7	13.6	12.2	10.8
영업이익률(%)	15.2	15.4	16.0	16.3	0.0
ROE(%)	21.9	21.0	22.1	20.1	18.6
순차입금비율(%)	7.3	2.6	-8.8	-19.1	-27.7

(단위: 십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19E	4Q19E	2018	2019E
매출액	1,659.2	1,652.6	1,737.2	1,698.5	1,874.8	1,832.6	1,968.3	1,952.6	6,747.5	7,628.3
화장품	947.7	953.4	954.2	1,050.1	1,139.6	1,108.9	1,142.1	1,257.1	3,905.4	4,647.6
생활용품	394.7	337.2	389.5	339.8	401.4	343.4	401.1	350.6	1,461.2	1,496.5
음료	316.8	362.1	393.5	308.6	333.7	380.3	425.1	344.9	1,381.0	1,484.1
YoY (%)	6.5	11.1	10.6	14.2	13.0	10.9	13.3	15.0	10.5	13.1
화장품	12.1	23.2	23.5	18.2	20.2	16.3	19.7	19.7	19.1	19.0
생활용품	-4.5	-6.0	-7.6	4.9	1.7	1.8	3.0	3.2	-3.7	2.4
음료	5.7	1.8	4.5	12.0	5.3	5.0	8.0	11.8	5.6	7.5
비중 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
화장품	57.1	57.7	54.9	61.8	60.8	60.5	58.0	64.4	57.9	60.9
생활용품	23.8	20.4	22.4	20.0	21.4	18.7	20.4	18.0	21.7	19.6
음료	19.1	21.9	22.7	18.2	17.8	20.8	21.6	17.7	20.5	19.5
영업이익	283.7	267.2	277.8	210.5	322.1	301.9	331.8	262.5	1,039.2	1,218.3
화장품	212.3	204.0	184.2	192.2	246.2	226.2	228.4	238.8	792.6	939.6
생활용품	41.8	27.3	42.8	8.5	43.4	28.2	48.1	12.3	120.5	131.9
음료	29.8	45.6	50.8	9.9	32.4	47.5	55.3	11.4	136.0	146.6
YoY (%)	9.2	15.1	9.9	13.7	13.5	13.0	19.5	24.7	11.8	17.2
화장품	14.6	36.6	31.0	13.9	16.0	10.9	24.0	24.3	23.1	18.5
생활용품	-23.9	-27.5	-35.3	9.2	3.6	3.1	12.3	44.4	-27.7	9.5
음료	4.6	1.0	11.4	19.4	8.7	4.2	8.9	15.3	6.7	7.7
OPM (%)	17.1	16.2	16.0	12.4	17.2	16.5	16.9	13.4	15.4	16.0
화장품	22.4	21.4	19.3	18.3	21.6	20.4	20.0	19.0	20.3	20.2
생활용품	10.6	8.1	11.0	2.5	10.8	8.2	12.0	3.5	8.2	8.8
음료	9.4	12.6	12.9	3.2	9.7	12.5	13.0	3.3	9.9	9.9
비중 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
화장품	74.8	76.4	66.3	91.3	76.4	74.9	68.8	91.0	76.3	77.1
생활용품	14.7	10.2	15.4	4.0	13.5	9.3	14.5	4.7	11.6	10.8
음료	10.5	17.1	18.3	4.7	10.0	15.7	16.7	4.3	13.1	12.0
매출총이익	989.2	989.8	1,029.0	1,043.1	1,123.3	1,103.1	1,171.8	1,205.0	4,051.1	4,603.3
세전이익	267.0	254.5	271.2	163.3	315.4	295.2	325.1	255.8	994.2	1,191.5
지배주주순이익	193.7	184.7	203.8	100.5	225.9	211.4	232.8	183.2	682.7	853.3
YoY (%)	7.3	12.2	10.6	24.7	16.6	14.5	14.2	82.3	12.5	25.0

**포괄손익계산서**

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
<b>매출액</b>	6,105.1	6,747.5	7,631.5	8,035.9	8,526.9
매출원가	2,609.7	2,696.4	2,991.5	3,126.0	3,325.5
매출총이익	3,495.5	4,051.1	4,639.9	4,910.0	5,201.4
판매비	2,565.4	3,011.9	3,421.7	3,597.6	3,756.4
<b>영업이익</b>	930.0	1,039.3	1,218.2	1,312.4	1,445.0
<b>EBITDA</b>	1,076.4	1,196.7	1,418.5	1,529.4	1,679.9
<b>영업외손익</b>	-68.9	-83.2	-26.6	-25.0	-41.5
이자수익	3.5	3.8	8.1	13.5	19.7
이자비용	14.0	10.1	9.9	9.6	9.4
외환관련이익	8.5	9.0	8.0	8.0	8.0
외환관련손실	12.7	10.5	9.3	9.3	9.3
중속 및 관계기업손익	1.3	-1.3	-1.3	-1.3	-1.3
기타	-55.5	-74.1	-22.2	-26.3	-49.2
<b>법인세차감전이익</b>	861.1	956.0	1,191.6	1,287.4	1,403.4
법인세비용	242.8	263.7	321.7	347.6	379.6
계속사업손익	618.3	692.3	869.9	939.8	1,023.8
<b>당기순이익</b>	618.3	692.3	869.9	939.8	1,023.8
<b>지배주주순이익</b>	606.4	682.7	853.3	921.9	1,004.4
<b>증감율 및 수익성 (%)</b>					
매출액 증감율	0.2	10.5	13.1	5.3	6.1
영업이익 증감율	5.6	11.8	17.2	7.7	10.1
EBITDA 증감율	6.1	11.2	18.5	7.8	9.8
지배주주순이익 증감율	6.7	12.6	25.0	8.0	8.9
EPS 증감율	6.7	12.6	25.0	8.0	8.9
매출총이익률(%)	57.3	60.0	60.8	61.1	61.0
영업이익률(%)	15.2	15.4	16.0	16.3	16.9
EBITDA Margin(%)	17.6	17.7	18.6	19.0	19.7
지배주주순이익률(%)	9.9	10.1	11.2	11.5	11.8

**재무상태표**

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
<b>유동자산</b>	1,513.6	1,691.2	2,310.8	2,984.0	3,741.8
현금 및 현금성자산	386.2	396.6	856.7	1,437.1	2,101.7
단기금융자산	16.9	16.9	17.7	18.6	19.6
매출채권 및 기타채권	539.8	581.9	663.9	707.2	750.4
재고자산	546.9	614.7	679.2	723.2	767.4
기타유동자산	40.7	98.0	111.0	116.5	122.3
<b>비유동자산</b>	3,264.9	3,584.7	3,752.7	3,928.1	4,112.9
투자자산	111.3	62.8	52.4	51.0	49.7
유형자산	1,616.6	1,813.3	1,954.7	2,105.3	2,265.8
무형자산	1,392.8	1,545.0	1,582.0	1,608.2	1,633.8
기타비유동자산	144.2	163.6	163.6	163.6	163.6
<b>자산총계</b>	4,778.5	5,275.9	6,063.4	6,912.1	7,854.7
<b>유동부채</b>	1,245.4	1,358.9	1,434.5	1,503.2	1,582.0
매입채무 및 기타채무	689.3	725.0	810.6	887.3	974.0
단기금융부채	348.0	376.7	366.7	358.7	350.7
기타유동부채	208.1	257.2	257.2	257.2	257.3
<b>비유동부채</b>	451.3	323.0	320.0	315.0	310.0
장기금융부채	279.7	131.0	128.0	123.0	118.0
기타비유동부채	171.6	192.0	192.0	192.0	192.0
<b>부채총계</b>	1,696.7	1,681.9	1,754.5	1,818.2	1,891.9
<b>자본지분</b>	2,996.2	3,512.1	4,210.5	4,977.5	5,827.0
자본금	88.6	88.6	88.6	88.6	88.6
자본잉여금	97.3	97.3	97.3	97.3	97.3
기타자본	-101.0	-115.6	-115.6	-115.6	-115.6
기타포괄손익누계액	-132.8	-121.6	-121.4	-121.2	-121.0
이익잉여금	3,044.1	3,563.4	4,261.6	5,028.4	5,877.7
비지배자본	85.5	82.0	98.5	116.3	135.8
<b>자본총계</b>	3,081.8	3,594.0	4,309.0	5,093.9	5,962.8

**현금흐름표**

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 별도	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
<b>영업활동 현금흐름</b>	735.5	817.1	1,084.7	1,229.3	1,340.7
당기순이익	618.3	692.3	869.9	939.8	1,023.8
비현금항목의 가감	466.9	520.6	608.9	645.9	689.3
유형자산감가상각비	127.1	135.7	177.3	193.2	210.5
무형자산감가상각비	19.3	21.8	23.0	23.8	24.4
지분법평가손익	-1.3	-1.3	-1.3	-1.3	-1.3
기타	321.8	364.4	409.9	430.2	455.7
영업활동자산부채증감	-107.9	-154.4	-73.0	-15.2	-5.6
매출채권및기타채권의감소	-62.3	3.7	-82.0	-43.2	-43.2
재고자산의감소	-16.6	-43.5	-64.5	-44.0	-44.2
매입채무및기타채무의증가	10.3	-42.7	85.6	76.8	86.7
기타	-39.3	-71.9	-12.1	-4.8	-4.9
기타현금흐름	-241.8	-241.4	-321.1	-341.2	-366.8
<b>투자활동 현금흐름</b>	-333.8	-430.3	-487.1	-511.3	-538.6
유형자산의 취득	-284.2	-356.3	-318.8	-343.8	-371.0
유형자산의 처분	2.3	3.3	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-6.6	-7.7	-60.0	-50.0	-50.0
투자자산의감소(증가)	-46.3	47.1	9.2	0.0	0.0
단기금융자산의감소(증가)	10.0	0.0	-0.8	-0.9	-0.9
기타	-9.0	-116.7	-116.7	-116.6	-116.7
<b>재무활동 현금흐름</b>	-351.1	-378.0	-180.1	-180.1	-180.1
차입금의 증가(감소)	-188.3	-204.3	-13.0	-13.0	-13.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-134.0	-161.7	-155.1	-155.1	-155.1
기타	-28.8	-12.0	-12.0	-12.0	-12.0
기타현금흐름	-3.2	1.7	42.6	42.6	42.6
<b>현금 및 현금성자산의 순증가</b>	47.3	10.4	460.1	580.4	664.6
기초현금 및 현금성자산	338.9	386.2	396.6	856.7	1,437.1
기말현금 및 현금성자산	386.2	396.6	856.7	1,437.1	2,101.7

**투자지표**

(단위 :원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	34,226	38,534	48,162	52,034	56,686
BPS	169,108	198,221	237,641	280,933	328,876
CFPS	61,249	68,454	83,463	89,495	96,690
DPS	9,000	9,250	9,250	9,250	9,250
<b>주가배수(배)</b>					
PER	34.7	28.6	24.1	22.3	20.5
PER(최고)	37.7	38.8	30.4		
PER(최저)	22.6	26.2	22.1		
PBR	7.03	5.55	4.88	4.13	3.53
PBR(최고)	7.63	7.55	6.17		
PBR(최저)	4.58	5.10	4.48		
PSR	3.45	2.89	2.69	2.56	2.41
PCFR	19.4	16.1	13.9	13.0	12.0
EV/EBITDA	18.9	15.7	13.6	12.2	10.8
<b>주요비율(%)</b>					
배당성향(%, 보통주, 현금)	21.3	19.6	15.6	14.4	13.2
배당수익률(%, 보통주, 현금)	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
ROA	13.3	13.8	15.3	14.5	13.9
ROE	21.9	21.0	22.1	20.1	18.6
ROIC	20.0	21.5	22.9	23.4	24.6
매출채권회전율	11.8	12.0	12.3	11.7	11.7
재고자산회전율	11.3	11.6	11.8	11.5	11.4
부채비율	55.1	46.8	40.7	35.7	31.7
순차입금비율	7.3	2.6	-8.8	-19.1	-27.7
이자보상배율, 현금)	66.6	102.5	123.3	136.5	154.4
<b>총차입금</b>	627.7	507.7	494.7	481.7	468.7
<b>순차입금</b>	224.6	94.1	-379.8	-974.1	-
NOPLAT	1,076.4	1,196.7	1,418.5	1,529.4	1,679.9
FCF	397.6	403.6	637.8	766.1	862.4

**아모레퍼시픽 (090430)**



**BUY(Upgrade)**

주가(08/20) 128,000원

목표주가 167,000원

아모레퍼시픽은 2분기 시장 기대치를 하회하는 실적을 기록했다. 국내에서는 아리따움 라이브 채널 전환, 중국에서는 이니스프리 매장 확대에 따른 고정비 부담이 증가한 상황이다. 특히, 중국 내 로컬 브랜드들의 경쟁 심화와 수요 부진으로 마케팅 비용 증가대비 매출 성장이 둔화된 상태로 고정비 부담이 지속 될 것으로 예상된다.

**Stock Data**

KOSPI (08/20)	1,960.25pt		
시가총액	74,827억원		
52주 주가동향	최고가	최저가	
	271,000원	123,000원	
최고/최저가 대비 등락	-38.4%	35.8%	
주가수익률	절대	상대	
	1M	4.7%	8.3%
	6M	-17.3%	-8.9%
	1Y	-34.5%	-27.3%

**Company Data**

발행주식수	58,458천주
일평균 거래량(3M)	228천주
외국인 지분율	32.6%
배당수익률(2019E)	1.0%
BPS(2019E)	68,630원
주요 주주	아모레퍼시픽그룹 외 5 인 47.6%

**Price Trend**



**아쉬운 마케팅 효과**

**>>> 마케팅 비용투입 대비 더딘 매출 성장**

2Q19 아모레퍼시픽의 매출액은 1조 3,931억원(+3.7%, yoy), 영업이익 878억원(-39.8%, yoy)을 기록했다. 1) 국내는 매출액 8,919억원(+1.6%, yoy), 영업이익 736억원(-20.5%, yoy), 2) 해외는 매출액 5,121억원 (+7.4%, yoy), 영업이익 201억원(-55.7%, yoy)을 기록했다. 사업부 별로는 화장품 부문이 매출액 7,717억원 (+1.4%, yoy), 영업이익 760억원(-19.5%, yoy), 오설록 부문 매출액 1,202억원(+2.8%, yoy), 영업적자 -24억원(적자지속)을 기록하며 시장 기대치를 하회하는 실적을 기록했다. 영업이익 하락의 주요 요인은 국내는 순수 국내 채널의 매출 감소 및 채널 구조조정에 따른 고정비 증가와 해외 사업부(중국)의 마케팅 비용 증가에 기인했다.

**>>> 투자의견 Buy, 목표주가 16만 7,000원**

하반기에도 이어지고 있는 국내 아리따움 라이브 매장 전환, 중국 이니스프리 매장 확대 등 국내외 판매가 부진한 채널이 구조조정 진행 중에 있으며, 마케팅 비용 투입 대비 매출 상승 속도가 더딘 상태로 고정비 부담이 지속될 것으로 전망한다. 하반기에도 중국 시장에서의 경쟁 강도는 더욱 심화 될 것으로 예상됨에 따라 외형과 수익성 회복에 대한 기대감이 축소될 것으로 전망된다. 최근 주가는 밸류에이션 하단에 있지만 업종 디레이팅과 실적 회복 속도를 감안하면 보수적인 관점의 접근이 필요한 시점으로 판단된다.

투자지표, IFRS 연결	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	5,123.8	5,277.8	5,515.9	6,155.7	6,869.8
영업이익	596.4	482.0	465.4	702.1	813.8
EBITDA	820.1	748.1	746.7	970.5	1,071.5
세전이익	567.3	453.0	538.7	708.6	608.0
순이익	398.0	334.8	382.5	514.5	608.0
지배주주지분순이익	394.0	332.2	371.8	511.9	604.9
EPS(원)	5,709	4,813	5,388	7,417	8,765
증감률(% YoY)	-38.4	-15.7	11.9	37.7	18.2
PER(배)	53.3	43.5	22.9	16.7	14.1
PBR(배)	5.06	3.27	1.80	1.64	1.49
EV/EBITDA(배)	23.2	17.0	9.4	6.9	5.8
영업이익률(%)	11.6	9.1	8.4	11.4	0.0
ROE(%)	9.8	7.7	8.1	10.3	11.1
순차입금비율(%)	-12.9	-14.3	-19.5	-24.9	-30.1

(단위: 십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19E	4Q19E	2018	2019E
매출	1,431.6	1,343.7	1,278.4	1,224.3	1,451.2	1,393.0	1,347.2	1,324.9	5,278.0	5,516.3
국내	940.8	877.7	839.7	689.0	940.7	891.9	866.8	731.8	3,347.2	3,431.2
화장품	780.7	760.8	697.1	595.9	789.4	771.7	720.4	636.3	2,834.5	2,917.8
Mass & Sulloc	160.2	116.9	142.7	93.1	151.3	120.2	146.4	95.5	512.9	513.4
해외 합계	500.8	476.7	447.3	545.6	521.8	512.0	492.7	605.1	1,970.4	2,131.5
아시아	478.0	456.2	422.3	517.4	497.8	485.5	461.8	570.8	1,873.9	2,015.9
유럽	7.6	6.3	6.4	8.7	5.8	4.8	6.5	9.0	29.0	26.1
북미	15.3	14.2	18.6	19.5	18.2	21.7	24.3	25.4	67.6	89.6
연결조정	-10.1	-10.8	-8.5	-10.3	-11.3	-10.9	-12.2	-12.0	-39.7	-46.5
YoY (%)	-8.8	11.5	5.7	7.4	1.4	3.7	5.4	8.2	3.0	4.51
국내	-14.8	9.0	6.3	6.4	-0.0	1.6	3.2	6.2	-0.0	2.5
화장품	-17.1	9.5	9.1	7.3	1.1	1.4	3.3	6.8	0.2	2.9
Mass & Sulloc	-1.8	5.4	-5.7	1.3	-5.6	2.8	2.6	2.6	-0.8	0.1
해외 합계	5.0	16.7	4.7	7.5	4.2	7.4	10.1	10.9	8.2	8.2
아시아	6.5	16.4	3.9	6.7	4.1	6.4	9.4	10.3	8.2	7.6
유럽	-53.7	16.7	-11.1	29.9	-23.7	-23.8	1.6	3.0	-18.8	-10.1
북미	30.8	25.7	35.8	20.4	19.0	52.8	30.7	30.0	27.8	32.5
비중(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
국내	65.7	65.3	65.7	56.3	64.8	64.0	64.3	55.2	63.4	62.2
화장품	54.5	56.6	54.5	48.7	54.4	55.4	53.5	48.0	53.7	52.9
Mass & Sulloc	11.2	8.7	11.2	7.6	10.4	8.6	10.9	7.2	9.7	9.3
해외 합계	35.0	35.5	35.0	44.6	36.0	36.8	36.6	45.7	37.3	38.6
아시아	33.4	34.0	33.0	42.3	34.3	34.9	34.3	43.1	35.5	36.5
유럽	0.5	0.5	0.5	0.7	0.4	0.3	0.5	0.7	0.5	0.5
북미	1.1	1.1	1.5	1.6	1.3	1.6	1.8	1.9	1.3	1.6
영업이익	235.9	145.8	76.5	23.8	186.6	87.8	112.7	78.4	482.0	465.4
국내	157.5	92.6	49.1	-15.3	129.4	73.6	82.8	54.4	283.9	340.2
화장품	140.5	94.4	46.2	3.1	117.6	76.0	84.2	68.8	284.2	346.6
Mass & Sulloc	16.9	-1.8	2.9	-18.4	11.8	-2.4	-1.5	-14.3	-0.4	-6.4
해외 합계	81.5	45.4	26.2	53.5	45.9	20.1	32.2	25.5	206.6	123.7
아시아	85.0	53.6	30.1	55.5	53.9	24.1	38.6	33.2	224.2	149.8
유럽	-1.9	-3.5	-3.3	-2.9	-3.0	-3.5	-4.4	-5.6	-11.6	-16.6
북미	-1.6	-4.7	-0.6	1.0	-5.0	-0.5	-1.9	-2.0	-5.9	-9.5
YoY (%)	-25.5	43.5	-24.3	-69.1	-20.9	-39.8	47.3	229.3	-19.2	-3.4
국내	-32.7	12.1	-26.6	적전	-17.8	-20.5	68.6	흑전	-32.0	19.8
화장품	-34.5	11.6	-17.9	-93.5	-16.3	-19.5	82.3	2,118.4	-29.5	22.0
Mass & Sulloc	-13.3	적지	-72.6	적지	-30.2	적지	적전	적지	적전	적지
해외 합계	-7.5	129.3	-42.3	30.5	-43.7	-55.7	22.9	-52.3	6.3	-40.1
아시아	-3.0	66.5	-42.0	20.7	-36.6	-55.0	28.1	-40.2	3.0	-33.2
유럽	적전	적지								
북미	적지	적지	적지	흑전	적지	적지	적지	적전	적지	적지
영업이익률 (%)	16.5	10.8	6.0	1.9	12.9	6.3	8.4	5.9	9.1	8.4
국내	16.7	10.6	5.8	-2.2	13.8	8.3	9.5	7.4	8.5	9.9
화장품	18.0	12.4	6.6	0.5	14.9	9.8	11.7	10.8	10.0	11.9
Mass & Sulloc	10.5	-1.5	2.0	-19.8	7.8	-2.0	-1.0	-15.0	-0.1	-1.2
해외 합계	16.3	9.5	5.9	9.8	8.8	3.9	6.5	4.2	10.5	5.8
아시아	17.8	11.7	7.1	10.7	10.8	5.0	8.4	5.8	12.0	7.4
유럽	-25.0	-55.6	-51.6	-33.3	-51.7	-72.9	-67.9	-62.9	-40.0	-63.5
북미	-10.5	-33.1	-3.2	5.1	-27.5	-2.3	-8.0	-8.0	-8.7	-10.6
연결조정 비중 (%)	-1.3	5.7	1.6	-37.7	6.4	-6.3	-2.0	-2.0	-1.7	0.3
매출총이익	1,049.2	984.8	931.1	877.9	1,056.2	1,019.7	996.9	936.7	3,843.0	4,009.3
세전이익	236.4	144.1	68.0	4.4	185.1	86.3	250.3	17.4	204.5	538.8
순이익	176.7	109.6	48.1	0.5	122.2	57.1	182.7	12.7	86.3	393.3
지배주주순이익	173.3	108.5	48.9	0.5	121.0	56.5	180.9	12.6	331.1	370.9
YoY (%)	-21.3	38.1	-37.6	-97.3	-30.2	-47.9	270.0	2,623.5	-16.0	12.0

**포괄손익계산서**

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
<b>매출액</b>	5,123.8	5,277.8	5,515.9	6,155.7	6,869.8
매출원가	1,379.7	1,434.9	1,499.6	1,680.5	1,875.4
<b>매출총이익</b>	3,744.1	3,843.0	4,016.3	4,475.2	4,994.3
판관비	3,147.7	3,361.0	3,550.9	3,773.1	4,180.5
<b>영업이익</b>	596.4	482.0	465.4	702.1	813.8
<b>EBITDA</b>	820.1	748.1	746.7	970.5	1,071.5
영업외손익	-29.1	-29.0	73.4	6.5	23.6
이자수익	13.8	12.6	18.4	25.5	33.6
이자비용	3.1	2.3	3.3	4.3	5.4
외환관련이익	19.8	21.1	18.0	18.0	18.0
외환관련손실	41.0	18.4	15.0	15.0	15.0
중속 및 관계기업손익	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	-18.7	-42.0	55.3	-17.7	-7.6
<b>법인세차감전이익</b>	567.3	453.0	538.7	708.6	837.4
법인세비용	169.3	118.1	156.2	194.2	229.4
계속사업손익	398.0	334.8	382.5	514.5	608.0
<b>당기순이익</b>	398.0	334.8	382.5	514.5	608.0
<b>지배주주순이익</b>	394.0	332.2	371.8	511.9	604.9
<b>증감율 및 수익성 (%)</b>					
매출액 증감율	-9.2	3.0	4.5	11.6	11.6
영업이익 증감율	-29.7	-19.2	-3.4	50.9	15.9
EBITDA 증감율	-20.3	-8.8	-0.2	30.0	10.4
지배주주순이익 증감율	-38.4	-15.7	11.9	37.7	18.2
EPS 증감율	-38.4	-15.7	11.9	37.7	18.2
매출총이익률(%)	73.1	72.8	72.8	72.7	72.7
영업이익률(%)	11.6	9.1	8.4	11.4	11.8
EBITDA Margin(%)	16.0	14.2	13.5	15.8	15.6
지배주주순이익률(%)	7.7	6.3	6.7	8.3	8.8

**재무상태표**

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
<b>유동자산</b>	1,677.5	1,567.2	1,981.0	2,514.2	3,133.3
현금 및 현금성자산	604.2	735.5	1,053.3	1,429.3	1,824.1
단기금융자산	62.0	15.1	45.3	90.6	181.2
매출채권 및 기타채권	381.7	318.5	332.9	371.5	414.6
재고자산	374.8	403.3	435.8	486.3	542.7
기타유동자산	316.8	109.9	159.0	227.1	351.9
<b>비유동자산</b>	3,698.2	3,803.9	3,743.9	3,706.4	3,679.8
투자자산	62.3	54.4	44.7	44.7	44.7
유형자산	2,613.2	2,713.1	2,661.8	2,623.4	2,595.8
무형자산	239.7	254.1	255.1	256.1	257.1
기타비유동자산	783.0	782.3	782.3	782.2	782.2
<b>자산총계</b>	5,375.7	5,371.1	5,724.9	6,220.7	6,813.1
<b>유동부채</b>	1,046.4	763.2	791.8	830.4	872.2
매입채무 및 기타채무	596.9	548.4	526.9	515.6	507.4
단기금융부채	86.6	71.5	121.5	171.5	221.5
기타유동부채	362.9	143.3	143.4	143.3	143.3
<b>비유동부채</b>	153.9	161.5	161.5	161.5	161.5
장기금융부채	42.9	44.7	44.7	44.7	44.7
기타비유동부채	111.0	116.8	116.8	116.8	116.8
<b>부채총계</b>	1,200.3	924.7	953.3	991.9	1,033.7
<b>자본지분</b>	4,153.8	4,422.0	4,736.6	5,191.1	5,738.7
자본금	34.5	34.5	34.5	34.5	34.5
자본잉여금	720.5	720.5	720.5	720.5	720.5
기타자본	-17.6	-17.6	-17.6	-17.6	-17.6
기타포괄손익누계액	-40.1	-41.3	-17.8	5.8	29.4
이익잉여금	3,456.5	3,726.0	4,017.0	4,448.0	4,972.0
비자본지분	21.6	24.4	35.0	37.6	40.7
<b>자본총계</b>	4,175.4	4,446.4	4,771.6	5,228.7	5,779.4

**현금흐름표**

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 별도	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
<b>영업활동 현금흐름</b>	512.6	646.7	677.6	760.1	824.2
당기순이익	398.0	334.8	382.5	514.5	608.0
비현금항목의 가감	481.5	484.3	522.9	541.9	559.3
유형자산감가상각비	223.7	266.1	281.3	268.4	257.6
무형자산감가상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지분법평가손익	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	257.9	218.2	241.6	273.5	301.7
영업활동자산부채증감	-123.8	-28.1	-86.7	-123.3	-141.9
매출채권및기타채권의감소	-36.5	36.8	-14.4	-38.6	-43.1
재고자산의감소	4.3	-76.6	-32.4	-50.5	-56.4
매입채무및기타채무의증가	-31.6	-20.0	-21.5	-11.3	-8.3
기타	-60.0	31.7	-18.4	-22.9	-34.1
기타현금흐름	-243.1	-144.3	-141.1	-173.0	-201.2
<b>투자활동 현금흐름</b>	-400.8	-413.9	-266.3	-291.1	-336.4
유형자산의 취득	-768.6	-405.5	-230.0	-230.0	-230.0
유형자산의 처분	1.3	1.7	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-42.2	-50.2	-1.0	-1.0	-1.0
투자자산의감소(증가)	-6.0	7.9	9.7	0.0	0.0
단기금융자산의감소(증가)	403.0	46.9	-30.2	-45.3	-90.6
기타	11.7	-14.7	-14.8	-14.8	-14.8
<b>재무활동 현금흐름</b>	-110.9	-103.4	-31.4	-30.9	-30.9
차입금의 증가(감소)	-3.2	-15.1	50.0	50.0	50.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-109.0	-88.3	-81.4	-80.9	-80.9
기타	1.3	0.0	0.0	0.0	0.0
기타현금흐름	-20.4	2.0	-62.1	-62.1	-62.1
<b>현금 및 현금성자산의 순증가</b>	-19.5	131.3	317.8	376.0	394.8
기초현금 및 현금성자산	623.7	604.2	735.5	1,053.3	1,429.3
기말현금 및 현금성자산	604.2	735.5	1,053.3	1,429.3	1,824.0

**투자지표**

(단위 :원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	5,709	4,813	5,388	7,417	8,765
BPS	60,186	64,072	68,630	75,216	83,150
CFPS	12,744	11,869	13,119	15,306	16,912
DPS	1,280	1,180	1,180	1,180	1,180
<b>주가배수(배)</b>					
PER	53.3	43.5	22.9	16.7	14.1
PER(최고)	64.3	74.0	44.6		
PER(최저)	41.4	30.2	21.9		
PBR	5.06	3.27	1.80	1.64	1.49
PBR(최고)	6.10	5.56	3.50		
PBR(최저)	3.93	2.27	1.72		
PSR	4.10	2.74	1.55	1.38	1.24
PCFR	23.9	17.7	9.4	8.1	7.3
EV/EBITDA	23.2	17.0	9.4	6.9	5.8
<b>주요비율(%)</b>					
배당성향(% , 보통주, 현금)	18.8	20.6	17.9	13.3	11.2
배당수익률(% , 보통주, 현금)	0.4	0.6	1.0	1.0	1.0
ROA	7.5	6.2	6.9	8.6	9.3
ROE	9.8	7.7	8.1	10.3	11.1
ROIC	14.1	10.5	9.9	15.0	16.9
매출채권회전율	13.9	15.1	16.9	17.5	17.5
재고자산회전율	13.1	13.6	13.1	13.4	13.4
부채비율	28.7	20.8	20.0	19.0	17.9
순차입금비율	-12.9	-14.3	-19.5	-24.9	-30.1
이자보상배율, 현금)	193.6	206.4	139.3	161.6	152.1
<b>총차입금</b>	129.5	116.1	166.1	216.1	266.1
<b>순차입금</b>	-536.7	-634.5	-932.5	1,303.8	1,739.2
NOPLAT	820.1	748.1	746.7	970.5	1,071.5
FCF	-299.7	120.6	294.0	423.9	475.6



BUY(Maintain)

주가(08/20) 29,400원

목표주가 38,000원

동사의 메인 제품인 에센스 커버팩트는 2013년 홈쇼핑 론칭 이후 판매 1위를 지켜온 베스트 셀러이자 스테디셀러 아이템으로 제품력을 인정받았다. 한편, 단일 브랜드의 높은 의존도에 대한 우려가 상존함에 따라 면세점과 수출을 통한 중국향 매출 증대를 꾀하고 있으나, 수요 부진과 경쟁 심화로 매출 성장이 부진했다. 향후 브랜드 마케팅 강화, 중국 온라인 판매 확대를 통해 인지도를 강화하고 중국 시장에 적극적으로 대응할 전망이다.

Stock Data

KOSPI (08/20)	1,960.25pt		
시가총액	7,746억원		
52주 주가동향	최고가	최저가	
	74,600원	27,400원	
최고/최저가 대비 등락	-37.1%	71.4%	
주가수익률	절대	상대	
	1M	30.6%	26.9%
	6M	1.0%	4.5%
	1Y	-27.2%	-24.1%

Company Data

발행주식수	26,347천주	
일평균 거래량(3M)	240천주	
외국인 지분율	6.8%	
배당수익률(2019E)	1.6%	
BPS(2019E)	12,662원	
주요 주주	AK홀딩스 외 8	63.6%

Price Trend



제품력 뒷받침 해줄 마케팅 효과 기대

>>> 2Q19 영업이익 -71.5% 감소

애경산업의 2분기 매출액과 영업이익은 각각 9.7%, 71.5% 감소한 1,573억원과 61억원을 기록했다. 화장품 부분의 매출액은 721억원(-24.7%, yoy), 영업이익은 45억원(-76.7%, yoy)을 기록했고, 생활용품 매출액은 852억원(+8.5%, yoy), 영업이익은 16억원(-23.8%, yoy)을 기록했다. 화장품 부분의 영업이익 감소의 주요 요인은 모델 변경 및 신제품 출시 지연에 따른 홈쇼핑 매출 감소에 기인한 고정비 증가, 중국 온라인 채널 운영, 샤오홍슈, 틱톡 등 영상 매체를 활용한 커뮤니케이션 관련 비용 증가에 기인했다. 주요 판매 채널인 홈쇼핑(국내)에서 전년동기 대비 매출액이 -22% 감소했는데 4월로 지연된 신제품 출시 영향과 홈쇼핑 채널의 판매 부진 영향이 컸다. 중국 소비자를 타깃으로 주력하고 있는 채널인 면세점과 수출 부분의 매출액도 각각 -36%, -25% 감소하며 역신장했다.

>>> 투자의견 BUY, 목표주가 38,000원으로 하향 조정

주가 하락에 따른 상승여력이 높아 투자의견은 BUY를 유지하고, 목표주가는 실적 추정치와 Target PER을 하향 조정함에 따라 기존 67,000원에서 38,000원으로 변경한다. 하반기 면세점과 수출 채널의 실적 회복과 중국의 온라인 역직구 채널을 강화를 통한 중국 시장에서의 성공적인 안착이 동사 화장품 사업부의 방향성을 제시할 것으로 전망한다.

투자지표, IFRS 연결	2017	2018	2019F	2020F
매출액	628.9	699.6	687.4	745.0
영업이익	49.7	79.2	55.8	68.6
EBITDA	56.8	87.5	66.9	80.1
세전이익	48.9	79.4	52.9	47.7
순이익	38.1	60.8	39.6	33.9
지배주주지분순이익	38.1	60.8	39.6	33.9
EPS(원)	1,785	2,409	1,503	1,285
증감률(% YoY)	NA	35.0	-37.6	-14.5
PER(배)	0.0	19.8	18.9	22.1
PBR(배)	0.00	4.04	2.25	2.13
EV/EBITDA(배)		12.8	8.9	7.3
영업이익률(%)	7.9	11.3	8.1	9.2
ROE(%)	32.3	28.5	12.3	9.9
순차입금비율(%)	5.7	-42.9	-46.7	-47.0

(단위: 억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19E	4Q19E	2018	2019E
매출액 (Sales)	1691.0	1743.0	1804.0	1758.0	1788.0	1573.0	1758.9	1754.0	6996.0	6873.8
<b>화장품 (Cosmetics)</b>	817.0	958.0	889.0	917.0	897.0	721.0	764.9	846.2	3581.0	3229.1
브랜드별										
Age20's	743.47	862.2	817.88	834.47	816.3	634.5	696.1	761.6	3258.0	2908.4
Luna	57.19	76.64	53.34	64.19	53.8	64.9	53.5	59.2	251.4	231.5
Others	16.34	19.16	17.78	18.34	26.9	21.6	15.3	25.4	71.6	89.2
채널별										
Home Shopping	277.78	287.4	248.92	265.93	206.3	223.5	224.0	279.2	1080.0	933.1
Duty Free Shop	204.25	249.08	248.92	238.42	251.2	187.5	211.6	207.4	940.7	857.6
Overseas	253.27	335.3	320.04	311.78	349.8	216.3	256.0	255.7	1220.4	1077.8
Others	81.7	86.22	71.12	100.87	89.7	86.5	73.3	103.9	339.9	353.4
<b>생활용품 (Home/Personal Care)</b>	874	785	915	841	891.0	852.0	994.0	907.8	3415.0	3644.7
성장률	16.9%	30.9%	10.9%	-6.6%	5.7%	-9.8%	-2.5%	-0.2%	11.2%	-1.7%
화장품 (Cosmetics)	49.1%	76.4%	65.9%	-16.2%	9.8%	-24.7%	-14.0%	-7.7%	31.6%	-9.8%
생활용품 (Home/Personal Care)	-2.8%	-0.5%	-16.1%	6.6%	1.9%	8.5%	8.6%	7.9%	-4.3%	6.7%
비중										
화장품 (Cosmetics)	48.3%	55.0%	49.3%	52.2%	50.2%	45.8%	43.5%	48.2%	51.2%	47.0%
생활용품 (Home/Personal Care)	51.7%	45.0%	50.7%	47.8%	49.8%	54.2%	56.5%	51.8%	48.8%	53.0%
영업이익 (Operating Profit)	218	214	224	130	230	61	139	128	786.0	558.2
화장품 (Cosmetics)	195	193	189	122	182	45	99	106	699.0	431.6
생활용품 (Home/Personal Care)	23	21	35	8	48	16	40	23	87.0	126.6
성장률	32.1%	105.8%	50.3%	64.6%	5.5%	-71.5%	-38.0%	-1.4%	58.1%	-29.0%
화장품 (Cosmetics)	25.8%	72.3%	71.8%	24.5%	-6.7%	-76.7%	-47.7%	-13.4%	47.2%	-38.3%
생활용품 (Home/Personal Care)	130.0%	-362.5%	-10.3%	-142.1%	108.7%	-23.8%	14.5%	181.7%	295.5%	45.5%
비중										
화장품 (Cosmetics)	89%	90%	84%	94%	79%	74%	71%	82%	88.9%	77.3%
생활용품 (Home/Personal Care)	11%	10%	16%	6%	21%	26%	29%	18%	11.1%	22.7%
OPM	12.9%	12.3%	12.4%	7.4%	12.9%	3.9%	7.9%	7.3%	11.2%	8.1%
화장품 (Cosmetics)	23.9%	20.1%	21.3%	13.3%	20.3%	6.2%	12.9%	12.5%	19.5%	13.4%
생활용품 (Home/Personal Care)	2.6%	2.7%	3.8%	1.0%	5.4%	1.9%	4.0%	2.5%	2.5%	3.5%
지배주주 순이익	172.8	162.2	175.3	97.6	184.1	33.5	207.9	165.3	607.9	590.9
순이익률	10.2%	9.3%	9.7%	5.6%	10.3%	2.1%	11.8%	9.4%	8.7%	8.6%

**포괄손익계산서**

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
<b>매출액</b>	628.9	699.6	687.4	745.0	851.5
매출원가	303.2	344.6	347.0	376.1	429.9
매출총이익	325.7	355.0	340.4	368.9	421.6
판매비	276.0	275.8	284.5	300.3	315.1
<b>영업이익</b>	49.7	79.2	55.8	68.6	106.5
<b>EBITDA</b>	56.8	87.5	66.9	80.1	119.0
영업외손익	-0.8	0.2	-2.9	-20.8	-30.7
이자수익	0.6	1.9	2.3	2.4	2.7
이자비용	0.3	0.3	0.0	0.0	0.0
외환관련이익	0.3	1.2	0.9	0.9	0.9
외환관련손실	1.1	0.8	0.5	0.5	0.5
중속 및 관계기업손익	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	-0.5	-1.8	-5.6	-23.6	-33.8
<b>법인세차감전이익</b>	48.9	79.4	52.9	47.7	75.8
법인세비용	10.9	18.6	13.4	13.9	20.7
계속사업손익	38.1	60.8	39.6	33.9	55.1
<b>당기순이익</b>	38.1	60.8	39.6	33.9	55.1
<b>지배주주순이익</b>	38.1	60.8	39.6	33.9	55.1
<b>증감율 및 수익성 (%)</b>					
매출액 증감율	NA	11.2	-1.7	8.4	14.3
영업이익 증감율	NA	59.4	-29.5	22.9	55.2
EBITDA 증감율	NA	54.0	-23.5	19.7	48.6
지배주주순이익 증감율	NA	59.6	-34.9	-14.4	62.5
EPS 증감율	NA	35.0	-37.6	-14.5	62.8
매출총이익률(%)	51.8	50.7	49.5	49.5	49.5
영업이익률(%)	7.9	11.3	8.1	9.2	12.5
EBITDA Margin(%)	9.0	12.5	9.7	10.8	14.0
지배주주순이익률(%)	6.1	8.7	5.8	4.6	6.5

**재무상태표**

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
<b>유동자산</b>	128.6	270.6	294.6	315.8	357.8
현금 및 현금성자산	12.0	132.5	158.8	168.4	189.3
단기금융자산	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1
매출채권 및 기타채권	52.3	56.9	53.6	58.1	66.4
재고자산	62.5	76.7	77.0	83.4	95.4
기타유동자산	1.8	4.5	5.2	5.9	6.7
<b>비유동자산</b>	92.1	139.6	143.8	150.9	157.0
투자자산	1.9	2.5	2.3	2.3	2.4
유형자산	64.6	90.6	95.4	101.7	107.2
무형자산	4.5	6.0	5.6	6.4	7.0
기타비유동자산	21.1	40.5	40.5	40.5	40.4
<b>자산총계</b>	220.7	410.2	438.4	466.7	514.8
<b>유동부채</b>	91.2	87.2	91.0	100.6	108.8
매입채무 및 기타채무	67.3	68.3	68.0	72.6	80.8
단기금융부채	18.7	0.0	3.0	3.0	3.0
기타유동부채	5.2	18.9	20.0	25.0	25.0
<b>비유동부채</b>	11.8	13.8	13.8	13.8	13.8
장기금융부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타비유동부채	11.8	13.8	13.8	13.8	13.8
<b>부채총계</b>	102.9	101.1	104.8	114.5	122.6
<b>자본지분</b>	117.8	309.1	333.6	352.3	392.2
자본금	21.3	26.3	26.3	26.3	26.3
자본잉여금	5.0	141.5	141.5	141.5	141.5
기타자본	0.4	0.2	0.2	0.2	0.2
기타포괄손익누계액	-0.1	-0.1	-3.4	-6.8	-10.1
이익잉여금	91.2	141.2	168.9	190.9	234.2
비지배자본	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>자본총계</b>	117.8	309.1	333.6	352.3	392.2

**현금흐름표**

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 별도	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
<b>영업활동 현금흐름</b>	-6.6	41.2	58.9	48.5	59.8
당기순이익	38.1	60.8	39.6	33.9	55.1
비현금항목의 가감	29.2	34.2	27.4	28.2	35.6
유형자산감가상각비	6.2	7.3	9.8	10.3	11.0
무형자산감가상각비	0.8	1.0	1.3	1.3	1.4
지분법평가손익	-0.2	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	22.4	25.9	16.3	16.6	23.2
영업활동자산부채증감	-64.6	-47.9	3.1	-2.0	-13.0
매출채권및기타채권의감소	2.8	-3.6	3.3	-4.5	-8.3
재고자산의감소	-8.2	-18.6	-0.3	-6.5	-11.9
매입채무및기타채무의증가	-26.5	-0.4	-0.3	4.7	8.1
기타	-32.7	-25.3	0.4	4.3	-0.9
기타현금흐름	-9.3	-5.9	-11.2	-11.6	-17.9
<b>투자활동 현금흐름</b>	-10.8	-35.9	-15.2	-18.5	-18.4
유형자산의 취득	-12.0	-33.2	-14.6	-16.6	-16.5
유형자산의 처분	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	0.9	-2.2	-1.0	-2.0	-2.0
투자자산의감소(증가)	-1.7	-0.5	0.3	0.0	0.0
단기금융자산의감소(증가)	0.0	-0.1	0.0	0.0	0.0
기타	2.0	0.0	0.1	0.1	0.1
<b>재무활동 현금흐름</b>	9.1	115.2	-7.0	-10.1	-10.1
차입금의 증가(감소)	13.4	-18.7	3.0	0.0	0.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	139.6	0.1	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-4.3	-7.5	-11.8	-11.9	-11.9
기타	0.0	1.8	1.7	1.8	1.8
기타현금흐름	-0.3	0.0	-10.4	-10.4	-10.4
<b>현금 및 현금성자산의 순증가</b>	-8.6	120.6	26.3	9.5	20.9
기초현금 및 현금성자산	20.5	12.0	132.5	158.8	168.4
기말현금 및 현금성자산	12.0	132.5	158.8	168.4	189.3

**투자지표**

(단위 :원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	1,785	2,409	1,503	1,285	2,093
BPS	5,524	11,768	12,662	13,371	14,887
CFPS	3,155	3,766	2,543	2,356	3,444
DPS	350	450	450	450	450
<b>주가배수(배)</b>					
PER	0.0	19.8	18.9	22.1	13.6
PER(최고)	0.0	32.8	35.1		
PER(최저)	0.0	11.5	17.6		
PBR	0.00	4.04	2.25	2.13	1.91
PBR(최고)	0.00	6.71	4.17		
PBR(최저)	0.00	2.35	2.09		
PSR	0.00	1.72	1.09	1.01	0.88
PCFR	0.0	12.6	11.2	12.1	8.3
EV/EBITDA		12.8	8.9	7.3	4.7
<b>주요비율(%)</b>					
배당성향(%, 보통주, 현금)	19.6	19.4	30.0	35.0	21.5
배당수익률(%, 보통주, 현금)		0.9	1.6	1.6	1.6
ROA	17.2	19.3	9.3	7.5	11.2
ROE	32.3	28.5	12.3	9.9	14.8
ROIC	30.0	38.0	22.4	25.4	37.6
매출채권회전율	24.1	12.8	12.4	13.3	13.7
재고자산회전율	20.1	10.0	8.9	9.3	9.5
부채비율	87.4	32.7	31.4	32.5	31.3
순차입금비율	5.7	-42.9	-46.7	-47.0	-47.5
이자보상배율, 현금)	149.3	315.3			
<b>총차입금</b>	18.7	0.0	3.0	3.0	3.0
순차입금	6.7	-132.6	-155.9	-165.5	-186.4
NOPLAT	56.8	87.5	66.9	80.1	119.0
FCF	-28.8	-14.5	40.3	39.5	58.5

신세계인터내셔널(031430)



BUY(Maintain)

주가(08/20) 177,000원

목표주가 230,000원

동사의 향후 관전 포인트는 1) 비디비치의 매출 고성장 지속, 2) 고마진 향수 판매 호조, 3) 토탈 화장품 브랜드 보유 업체로서 고객 다변화이다. 국내 패션 부문에서는 '데이즈'와 라이프스타일 부문의 'AJJU'가 이마트 채널의 방문객 감소와 판매 부진으로 영업이익 감소에 기인했다. 다만, 화장품 사업부의 영업이익 기여도가 약 87%로 향후 화장품 사업부가 동사의 실적과 주가의 방향성 좌우할 것으로 전망한다.

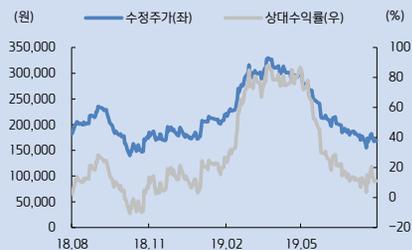
Stock Data

KOSPI (08/20)	1,960.25pt		
시가총액	12,638억원		
52주 주가동향	최고가	최저가	
	330,000원	140,000원	
최고/최저가 대비 등락	-19.1%	90.7%	
주가수익률	절대	상대	
	1M	44.7%	48.4%
	6M	22.8%	34.1%
	1Y	51.3%	66.5%

Company Data

발행주식수	7,140천주
일평균 거래량(3M)	56천주
외국인 지분율	9.4%
배당수익률(2019E)	0.5%
BPS(2019E)	85,255원
주요 주주	신세계 외 2인 65.1%

Price Trend



'비디비치'의 방향성이 관건

>>> 2Q19 영업이익 -71.5% 감소

2Q19 연결기준 매출액 3,018 억원(+6.5%, YoY), 영업이익 146 억원(+2.2%, YoY)을 기록했다. 사업부 별로는 -코스메틱: 매출액 766억원(+39.7%, YoY), 영업이익 128 억원(+3.6%, YoY)  
 -해외 브랜드: 매출액 881(-0.9%, YoY) 억원, 영업이익 34 억원(+16.4%, YoY)  
 -국내 브랜드: 매출액 851 억원(-4.4%, YoY) 영업이익 17 억원(적자확대)  
 -라이프스타일: 매출액 515억원(+1.7%, YoY) 영업이익 21억원(-49.4%, YoY)

>>> '비디비치' 연간 2,375억 원으로 전망

비디비치는 연초 1~3월 누적 매출액 504억원을 기록하며 고성장을 기록했다. 1분기 '비디비치'의 선수요로 2분기 매출이 전분기 대비 둔화된 영향이 있었던 것으로 추정된다. 월별 매출액 변동성이 확대 됐으나, 싱가포르 창이국제공항 면세점 입점, 광군제 수요 등으로 하반기 신규 출점 및 수요 회복이 예상된다. 이에 따라 연간 비디비치의 매출액은 2,375억원으로 추정하며 화장품 사업부 매출액을 견인할 것으로 전망한다.

>>> 투자 의견 BUY, 목표주가 23만원으로 하향

목표 주가는 화장품, 패션, 라이프스타일 사업부에 각각 Target PER 22배/14배 /16배를 적용하여 산출했다. 화장품 사업부의 밸류에이션 하향 조정, 하반기 라이프스타일 및 국내 브랜드 사업부의 실적을 하향 조정함에 따라 기존 36만원에서 23만원으로 변경한다. 최근 주가는 밸류에이션 하단 수준으로 화장품 사업부의 방향성 감안 시 밸류에이션 매력이 높아진 것으로 판단한다.

투자지표, IFRS 연결	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	1,102.5	1,262.7	1,496.2	1,675.8	1,876.9
영업이익	25.4	55.5	91.5	104.6	123.4
EBITDA	62.7	93.6	128.1	138.6	155.2
세전이익	31.8	58.9	103.8	124.8	105.2
순이익	24.1	57.7	75.6	90.9	105.2
지배주주지분순이익	24.1	57.5	75.3	90.6	104.8
EPS(원)	3,371	8,052	10,551	12,685	14,679
증감률(% YoY)	38.6	138.9	31.0	20.2	15.7
PER(배)	22.0	24.2	16.0	13.3	11.5
PBR(배)	1.07	2.56	1.98	1.75	1.54
EV/EBITDA(배)	14.0	17.9	11.7	10.5	9.2
영업이익률(%)	2.3	4.4	6.1	6.2	0.0
ROE(%)	5.0	11.1	13.1	13.9	14.2
순차입금비율(%)	70.1	52.7	46.7	36.4	28.2

(단위: 십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19E	4Q19E	2018	2019E
매출액(연결)	3,043.9	2,833.7	3,117.7	3,631.3	3,659.4	3,017.2	3,556.6	3,942.2	12,626.5	14,175.3
growth %	11.8%	18.3%	16.0%	12.7%	20.2%	6.5%	14.1%	8.6%	14.5%	12.3%
해외브랜드	912.0	888.8	890.1	1,063.1	858.0	881.1	859.2	1,022.6	3,754.1	3,620.9
국내브랜드	891.0	608.4	856.2	872.6	903.9	581.5	833.8	825.0	3,228.1	3,144.2
라이프스타일	450.6	548.1	523.7	525.9	479.8	514.5	587.5	580.7	2,048.4	2,162.6
코스메틱	-	-	-	-	1,585.6	397.5	629.8	189.4	-	2,802.2
영업이익(연결)	118.4	142.6	114.8	179.5	291.7	145.8	159.4	264.7	555.2	861.6
growth %	169.2%	222.1%	1158.4%	14.3%	146.5%	2.2%	38.9%	47.5%	55.2%	31.3%
Sales of %	3.9%	5.0%	3.7%	4.9%	8.0%	4.8%	4.5%	6.7%	6.1%	7.2%
해외브랜드	25.6	28.8	11.5	22.6	22.0	33.6	4.3	13.5	88.5	73.3
국내브랜드	20.6	-4.2	-3.0	23.6	24.1	-17.4	-2.9	22.3	37.1	26.1
라이프스타일	13.5	41.4	34.6	25.3	9.2	21.0	22.2	27.9	114.7	80.2
코스메틱	18.0	22.5	19.1	18.9	23.3	16.7	21.3	21.1	78.5	82.4
지배주주순이익(연결)	90.3	108.4	97.5	278.7	227.4	102.1	128.8	246.3	574.9	704.7
growth %	39.8%	862.6%	-993.9%	58.6%	152.0%	-5.8%	32.1%	-11.6%	138.9%	22.6%
Sales of %	99.3%	101.3%	100.9%	98.8%	99.4%	100.7%	96.0%	99.0%	99.7%	98.8%

**포괄손익계산서**

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
<b>매출액</b>	1,102.5	1,262.7	1,496.2	1,675.8	1,876.9
매출원가	527.7	559.2	637.4	713.9	799.6
매출총이익	574.8	703.4	858.8	961.9	1,077.3
판매비	549.4	647.9	767.4	857.3	954.0
<b>영업이익</b>	25.4	55.5	91.5	104.6	123.4
<b>EBITDA</b>	62.7	93.6	128.1	138.6	155.2
<b>영업외손익</b>	6.3	3.4	12.4	20.3	21.1
이자수익	0.5	0.6	0.9	1.8	2.6
이자비용	8.6	8.1	8.4	8.4	8.4
외환관련이익	24.3	5.5	4.4	4.4	4.4
외환관련손실	3.4	11.2	4.9	4.9	4.9
중속 및 관계기업손익	8.6	11.0	11.0	11.0	11.0
기타	-15.1	5.6	9.4	16.4	16.4
<b>법인세차감전이익</b>	31.8	58.9	103.8	124.8	144.4
법인세비용	7.6	1.2	28.2	34.0	39.3
계속사업손익	24.1	57.7	75.6	90.9	105.2
<b>당기순이익</b>	24.1	57.7	75.6	90.9	105.2
<b>지배주주순이익</b>	24.1	57.5	75.3	90.6	104.8
<b>증감율 및 수익성 (%)</b>					
매출액 증감율	8.0	14.5	18.5	12.0	12.0
영업이익 증감율	-6.1	118.5	64.9	14.3	18.0
EBITDA 증감율	3.0	49.3	36.9	8.2	12.0
지배주주순이익 증감율	38.8	138.6	31.0	20.3	15.7
EPS 증감율	38.6	138.9	31.0	20.2	15.7
매출총이익률(%)	52.1	55.7	57.4	57.4	57.4
영업이익률(%)	2.3	4.4	6.1	6.2	6.6
EBITDA Margin(%)	5.7	7.4	8.6	8.3	8.3
지배주주순이익률(%)	2.2	4.6	5.0	5.4	5.6

**재무상태표**

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
<b>유동자산</b>	368.3	403.7	490.8	578.9	669.9
현금 및 현금성자산	3.2	12.4	22.3	53.0	79.4
단기금융자산	7.3	9.0	11.2	14.0	17.4
매출채권 및 기타채권	133.8	138.8	164.5	184.2	206.3
재고자산	218.3	235.8	284.3	318.4	356.6
기타유동자산	13.0	16.7	19.7	23.3	27.6
<b>비유동자산</b>	582.5	578.8	579.1	582.0	597.2
투자자산	123.1	140.0	156.9	173.9	190.8
유형자산	332.0	328.3	316.9	307.3	309.1
무형자산	46.4	43.3	38.0	33.6	29.9
기타비유동자산	81.0	67.2	67.3	67.2	67.4
<b>자산총계</b>	950.9	982.5	1,069.9	1,160.9	1,267.1
<b>유동부채</b>	303.5	246.2	267.4	277.0	287.5
매입채무 및 기타채무	85.9	110.1	121.3	130.9	141.4
단기금융부채	210.9	122.8	132.8	132.8	132.8
기타유동부채	6.7	13.3	13.3	13.3	13.3
<b>비유동부채</b>	151.2	191.5	191.5	191.5	191.5
장기금융부채	147.2	185.8	185.8	185.8	185.8
기타비유동부채	4.0	5.7	5.7	5.7	5.7
<b>부채총계</b>	454.7	437.6	458.9	468.5	479.0
<b>자본지분</b>	494.3	542.8	608.7	689.9	785.3
자본금	35.7	35.7	35.7	35.7	35.7
자본잉여금	121.2	119.8	119.8	119.8	119.8
기타자본	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타포괄손익누계액	0.2	-1.5	-4.9	-8.2	-11.6
이익잉여금	337.3	388.9	458.1	542.7	641.4
비지배자본	1.8	2.0	2.3	2.6	2.9
<b>자본총계</b>	496.2	544.8	611.0	692.4	788.2

**현금흐름표**

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 별도	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
<b>영업활동 현금흐름</b>	13.9	106.7	76.9	108.1	114.5
당기순이익	24.1	57.7	75.6	90.9	105.2
비현금항목의 가감	64.3	54.8	84.9	87.1	89.5
유형자산감가상각비	31.6	32.3	31.4	29.6	28.2
무형자산감가상각비	5.7	5.8	5.3	4.4	3.7
지분법평가손익	-8.6	-11.0	0.0	0.0	0.0
기타	35.6	27.7	48.2	53.1	57.6
영업활동자산부채증감	-58.1	-14.4	-63.6	-45.1	-50.7
매출채권및기타채권의감소	-16.4	-4.4	-25.7	-19.7	-22.1
재고자산의감소	-3.0	-21.3	-48.5	-34.1	-38.2
매입채무및기타채무의증가	-20.7	11.8	11.3	9.6	10.5
기타	-18.0	-0.5	-0.7	-0.9	-0.9
기타현금흐름	-16.4	8.6	-20.0	-24.8	-29.5
<b>투자활동 현금흐름</b>	-31.2	-42.1	-31.5	-32.0	-42.7
유형자산의 취득	-32.8	-26.5	-20.0	-20.0	-30.0
유형자산의 처분	11.5	0.2	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	1.1	-4.7	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-8.4	-16.9	-17.0	-17.0	-17.0
단기금융자산의감소(증가)	-5.6	-1.8	-2.2	-2.7	-3.4
기타	3.0	7.6	7.7	7.7	7.7
<b>재무활동 현금흐름</b>	3.7	-55.3	-23.5	-33.5	-33.5
차입금의 증가(감소)	8.5	-23.6	10.0	0.0	0.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-4.3	-4.3	-6.1	-6.1	-6.1
기타	-0.5	-27.4	-27.4	-27.4	-27.4
기타현금흐름	0.1	-0.1	-11.9	-11.9	-11.9
<b>현금 및 현금성자산의 순증가</b>	-13.6	9.2	10.0	30.7	26.5
기초현금 및 현금성자산	16.8	3.2	12.4	22.3	53.0
기말현금 및 현금성자산	3.2	12.4	22.3	53.0	79.5

**투자지표**

(단위 :원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	3,371	8,052	10,551	12,685	14,679
BPS	69,236	76,024	85,255	96,621	109,980
CFPS	12,388	15,751	22,480	24,932	27,261
DPS	600	850	850	850	850
<b>주가배수(배)</b>					
PER	22.0	24.2	16.0	13.3	11.5
PER(최고)	23.8	30.4	32.0		
PER(최저)	16.4	8.8	14.6		
PBR	1.07	2.56	1.98	1.75	1.54
PBR(최고)	1.16	3.22	3.96		
PBR(최저)	0.80	0.93	1.81		
PSR	0.48	1.10	0.81	0.72	0.64
PCFR	6.0	12.3	7.5	6.8	6.2
EV/EBITDA	14.0	17.9	11.7	10.5	9.2
<b>주요비율(%)</b>					
배당성향(% , 보통주, 현금)	17.7	10.5	8.0	6.7	5.8
배당수익률(% , 보통주, 현금)	0.8	0.4	0.5	0.5	0.5
ROA	2.5	6.0	7.4	8.1	8.7
ROE	5.0	11.1	13.1	13.9	14.2
ROIC	3.0	10.5	10.2	11.0	12.2
매출채권회전율	8.8	9.3	9.9	9.6	9.6
재고자산회전율	5.0	5.6	5.8	5.6	5.6
부채비율	91.6	80.3	75.1	67.7	60.8
순차입금비율	70.1	52.7	46.7	36.4	28.2
이자보상배율, 현금)	2.9	6.8	10.9	12.5	14.7
<b>총차입금</b>	358.1	308.7	318.7	318.7	318.7
순차입금	347.6	287.3	285.1	251.7	221.9
NOPLAT	62.7	93.6	128.1	138.6	155.2
FCF	-21.8	59.5	19.6	45.0	40.9

투자 의견 변동내역 (2개년)

종목명	일자	투자 의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)		
					평균 주가대 비	최고 주가대비	
LG생활건강 (051900)	2017/10/25	Buy(Maintain)	1,370,000원	6개월	-12.59	-8.76	
	2018/01/24	Buy(Maintain)	1,490,000원	6개월	-15.65	-0.67	
	담당자 변경	2019/02/13	Buy(Reinitiate)	1,530,000원	6개월	-17.84	-11.13
		2019/04/04	Outperform (Downgrade)	1,600,000원	6개월	-15.80	-9.19
		2019/04/26	Outperform (Maintain)	1,600,000원	6개월	-17.06	-9.19
2019/07/26	Buy(Upgrade)	1,600,000원	6개월	-17.80	-9.19		
2019/08/21	Buy(Maintain)	1,600,000원	6개월				
애경산업 (018250)	2018/11/29	Buy(Initiate)	83,000원	6개월	-43.85	-31.33	
	2018/02/13	Buy(Maintain)	65,000원	6개월	-27.79	-20.77	
	2019/04/17	Buy(Maintain)	65,000원	6개월	-27.62	-20.77	
	2019/05/09	Buy(Maintain)	67,000원	6개월	-41.69	-24.03	
	2019/08/21	Buy(Maintain)	38,000원	6개월			

\*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

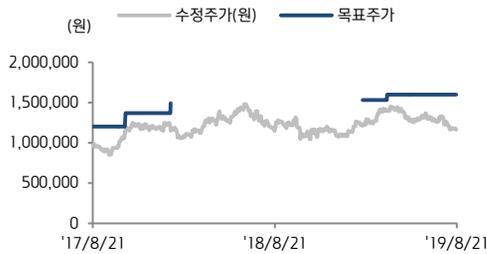
종목명	일자	투자 의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)		
					평균 주가대비	최고 주가대비	
아모레퍼시픽 (090430)	2017/10/31	Outperform(Maintain)	370,000원	6개월	-26.25	-20.14	
	2018/02/01	Outperform(Maintain)	342,000원	6개월	-8.79	-1.46	
	담당자 변경	2019/02/13	Buy(Reinitiate)	220,000원	6개월	42.11	59.77
		2019/04/10	Marketperform (Downgrade)	220,000원	6개월	-2.59	27.05
		2019/04/30	Marketperform (Maintain)	220,000원	6개월	-19.47	0.45
2019/08/01	Outperform(Upgrade)	167,000원	6개월	-24.47	-20.06		
2019/08/21	Buy(Upgrade)	167,000원	6개월				
신세계 (031430)	2018/11/21	Buy(Initiate)	220,000원	6개월	-17.62	-10.91	
	2019/01/14	Buy(Maintain)	220,000원	6개월	8.51	50.00	
	2019/05/31	Buy(Maintain)	360,000원	6개월	-44.37	-25.83	
	2019/08/21	Buy(Maintain)	230,000원	6개월			

고지사항

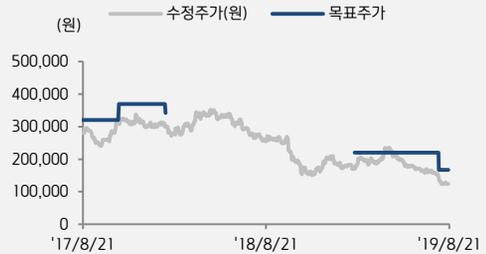
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

목표주가 추이 (2개년)

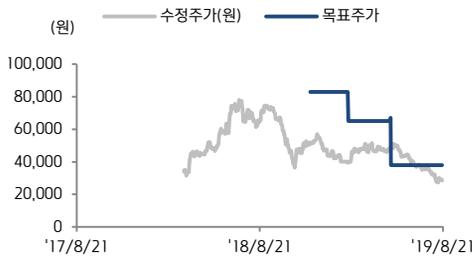
LG생활건강 (051900)



아모레퍼시픽 (090430)



애경산업 (018250)



신세계 인터내셔널 (031430)



투자 의견 및 적용 기준

기업	적용 기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용 기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2018/07/01~2019/06/30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	161	95.83%
중립	7	4.17%
매도	0	0.00%